

Kupuj, 6,11 PLN

Podniesiona z: Sprzedaj

Uniwersalny deweloper

Podnosimy rekomendację ze Sprzedaj do Kupuj dla akcji ECHO Investment z ceną docelową na poziomie 6,11 PLN w perspektywie 12 miesięcy. Po zmianie strategii spółka pozostanie deweloperem, który większość projektów komercyjnych będzie realizować w ramach współpracy z EPP i spółkami z grupy Griffin. Sprzedaż projektów zapewni środki na realizację polityki dywidendowej, która powinna zagwarantować wypłaty na poziomie ponad 0,50 PLN na akcję w kolejnych kilku latach. Łącznie z dywidendą specjalną ze sprzedaży akcji EPP suma dywidend w ciągu najbliższych czterech lat powinna przekroczyć 50% obecnej wartości Spółki.

ECHO zgodnie z nową strategią prowadzi wyłącznie działalność deweloperską. Spółka jest obecna we wszystkich segmentach rynku, co pozwala na osiąganie dodatkowych korzyści z realizacji dużych inwestycji zawierających zarówno projekty komercyjne jak i mieszkaniowe jak np.: Browary Warszawskie i Towarowa. Obecnie zdecydowana większość projektów dotyczących powierzchni komercyjnych realizowana jest w ramach umów ROFO lub we współpracy z Echo Polska Properties i Griffin Premium. Podmioty te działają w strukturze REIT i powinny być naturalnymi odbiorcami większości z projektów ECHO.

Spółka zaprezentowała politykę dywidendową, która zakłada wypłatę 0,50 PLN z zysku za 2017 r., oraz wypłaty do 70% skonsolidowanego zysku netto w kolejnych latach. W naszej opinii ze względu na zyski z rewaluacji dużych projektów centrów handlowych (Libero i Towarowa 22), a także zakładanej przez nas realizacji Galerii Młociny powinno to zapewnić co najmniej utrzymanie nominalnego poziomu dywidendy w ciągu następnych 3 lat. Zakładana sprzedaż projektów powinna zapewnić środki na wypłatę dywidend. **Dodatkowa dywidenda w łącznej wysokości ponad 1 PLN na akcję możliwa jest po sprzedaży akcji EPP, na które lock-up kończy się w lipcu 2017r.**

ECHO rozbudowuje bank ziemi i wprowadza nowe projekty. Zakupy w 2016 r. objęły 73 tys. m² (Poznań, Wrocław, Katowice), a w 1Q 2017 r. 51 tys. m² (Gdańsk, Łódź) i składają się na nie głównie projekty biurowe. Spółka nadal chce umocnić swoją pozycję na rynku mieszkaniowym. W 2017 r. chce rozpocząć budowę blisko 1500 mieszkań. **Zyski segmentu mieszkaniowego powinny skokowo wzrosnąć ze względu na liczbę oddawanych projektów.**

Główne ryzyka jakie widzimy dla waluacji związane są z możliwością odwrócenia się bieżących, bardzo korzystnych dla deweloperów, trendów dotyczących oczekiwanych stóp zwrotu z nieruchomości i stóp procentowych, które dodatkowo wspierane są przez relatywnie dobrą sytuację gospodarczą i rozwój sektora BPO/SSC w Polsce.

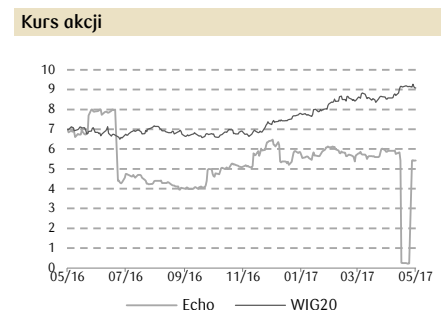
mIn PLN	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	586	480	553	550	751
Zysk brutto na sprzedaży	286	224	190	166	211
EBIT	911	605	361	427	473
Zysk (strata) netto	514	388	264	315	350
P/E	5,4	6,2	8,5	7,1	6,4
P/BV	0,8	1,6	1,5	1,4	1,3
Stopa dywidendy	97,23	15,68	9,23	9,86	10,95
Marża brutto	48,76	46,70	34,28	30,25	28,05
EPS	1,25	0,94	0,64	0,76	0,85
DPS	5,27	0,85	0,50	0,53	0,59

Informacje	
Kurs akcji (PLN)	5,42
Upside	13%
Liczba akcji (mn)	412,69
Kapitalizacja (mln PLN)	2 236,78
Free float	14%
Free float (mln PLN)	322,54
Free float (mln USD)	83,08
EV (mln PLN)	3 675,70
Dług netto (mln PLN)	1 438,92

Dywidenda	
Stopa dywidendy (%)	15,7%
Odcięcie dywidendy	-

Akcjonariusze	% Akcji
Lisala	65,99
AVIVA OFE	9,99
NN OFE	9,60
-	-

Poprzednie rekom.	Data i cena docelowa
Sprzedaj	10/02/17 5,91



	WIG20	Spółka
1 miesiąc	6,4%	-7,7%
3 miesiące	9,8%	-10,9%
6 miesięcy	31,6%	6,5%
12 miesięcy	30,1%	-22,3%
Min 52 tyg. PLN		0,22
Max 52 tyg. PLN		8,00
Średni dzienny obrót mln PLN		-

Analityk	
Stanisław Ozga, CFA	
+48 22 521 79 13	
stanislaw.ozga@pkobp.pl	

Adres:	
Dom Maklerski PKO Banku Polskiego	
ul. Puławska 15	
02-515 Warszawa	

Wycena

Wyceniamy spółkę metodą zdyskontowanych aktywów netto. Dodatkowo publikujemy wycenę porównawczą ECHO Investment S.A. na tle spółek z sektora. Metoda zdyskontowanych aktywów netto oddaje wartość portfela nieruchomości posiadanego przez spółkę oraz wpływ programu inwestycyjnego spółki w ciągu najbliższych 3 lat. Uwzględniamy wycenę części mieszkaniowej Spółki po roku 2019.

Zakładamy program inwestycyjny zgodnie z projektami przedstawionymi przez Spółkę.

Zakładamy kurs walutowy EUR/PLN na poziomie 4,25 w 2017 r., 4,30 w 2018 r, oraz 4,30 w 2019 r.

Zakładamy stały poziom yłdów w okresie, oraz stałe czynsze na powierzchniach komercyjnych (renegocjacje czynszów pokrywane przez podwyżki z tytułu inflacji).

Główne ryzyka jakie widzimy dla waluacji związane są z możliwością odwrócenia się bieżących bardzo korzystnych dla deweloperów trendów dotyczących oczekiwanych stóp zwrotu z nieruchomości i stóp procentowych, które dodatkowo wspierane są przez relatywnie dobrą sytuację gospodarczą i rozwój sektora BPO/SSC w Polsce. W przypadku głównego rynku, jakim dla spółki jest obecnie Warszawa, ze względu na znaczną podaż nowych powierzchni biurowych, również widoczna jest presja na czynsze.

Czynnikiem ryzyka dla segmentu mieszkaniowego pozostaje obecnie trwałość bardzo dobrej koniunktury na rynku mieszkaniowym, która utrzymuje się już od ponad 3 lat. Główne czynniki wspierające popyt jak bardzo dobra sytuacja na rynku pracy i niskie stopy procentowe są nadal obecne i wg prognoz PKO BP powinny występować także w ciągu kilku najbliższych kwartałów. Ryzykiem dla wyceny Spółki są założenia dotyczące długoterminowego poziomu sprzedaży mieszkań oraz osiągniętej marży.

Projekty uwzględnione w wycenie:

Inwestycje handlowe

Nazwa	Lokalizacja	PNB (m ²)	NOI (mln EUR)	Rozpoczęcie realizacji	Zakończenie realizacji
W budowie					
Galaxy (rozbudowa)*	Szczecin	15 100	3,3	Q1 2016	Q4 2017
Outlet Park (etap III)*	Szczecin	3 800	0,6	Q4 2016	Q4 2017
Libero	Katowice	44 700	9,0	Q3 2016	Q1 2018
Podsuma		63 600	12,9		
W przygotowaniu					
Towarowa 22 (30%)	Warszawa	110 000	36,4	Q2 2018	Q4 2020
Galeria Młociny (30%)	Warszawa	82 000	19,6	Q4 2016	Q2 2018
Podsuma		193 100	56,0		
Łącznie		256 700	68,9		

Źródło: Echo, szacunki DM PKO BP* - projekty wchodzą w skład pakietu sprzedanego do Echo Polska Properties N.V

Inwestycje mieszkaniowe

Nazwa	Lokalizacja	PUM (m ²)	Przychody (mln PLN)	Rozpoczęcie realizacji	Zakończenie realizacji
W budowie					
Kościuszki Apartments	Kraków	5 300	64,5	Q4 2015	Q4 2017
Dom pod Wilgą (etap I)	Kraków	6 500	51,90	Q4 2015	Q3 2017
Dom pod Wilgą (etap II)	Kraków	8 800	72,3	Q3 2016	Q2 2018
Rakowicka	Kraków	7 600	65,7	Q4 2016	Q2 2018
Osiedle Jarzębinowe (etap III)	Łódź	6 500	31,9	Q4 2015	Q3 2017
Osiedle Jarzębinowe (etap IV)	Łódź	4 400	21	Q4 2016	Q4 2018
Sowińskiego (etapy II-III)	Poznań	7 600	55,7	Q2 2015	Q2 2017
Jackowskiego	Poznań	8 100	52,4	Q3 2015	Q3 2017
Pod Klonami szeregi (etap III)	Poznań	1 900	8,6	Q4 2015	Q2 2017
Sowińskiego (etap IV)	Poznań	5 100	36,1	Q4 2016	Q3 2018
Osiedle Perspektywa (etap I)	Poznań	8 200	42,3	Q4 2016	Q3 2018
Osiedle Jaśminowe	Poznań	3 800	21	Q4 2016	Q3 2018
Nowy Mokotów (etap III)	Warszawa	16 200	129,6	Q3 2015	Q3 2017
Nowy Mokotów (etap IV)	Warszawa	3 200	29,6	Q3 2016	Q1 2018
Grzybowska, Browary A	Warszawa	5 200	55	Q4 2016	Q2 2018
Grota - Roweckiego (etap II)	Wrocław	8 100	41	Q4 2015	Q4 2017
Podsuma		106 500	778,6		
W przygotowaniu					
Dom pod Wilgą (etap III)	Kraków	4600	38,7	Q1 2018	Q4 2019
Osiedle Jarzębinowe (etap V)	Łódź	8600	42,3	Q3 2017	Q2 2019
Wodna I	Łódź	5300	28,2	Q2 2017	Q1 2019
Wodna II	Łódź	8400	44,8	Q3 2017	Q3 2019
Osiedle Jaśminowe (etap IV)	Poznań	5100	27,7	Q1 2018	Q4 2019
17 MW (etap II)	Poznań	4600	23,5	Q4 2017	Q2 2019
17 MW (etap III)	Poznań	5600	28,9	Q3 2018	Q1 2020
Garbary	Poznań	12300	85,6	Q2 2018	Q4 2019
Bethovena	Warszawa	12300	97,8	Q1 2018	Q4 2019
Grzybowska, Browary B	Warszawa	10600	113,5	Q1 2017	Q4 2018
Grzybowska, Browary C	Warszawa	6900	70,9	Q3 2017	Q4 2018
Grzybowska, Browary E	Warszawa	5100	52	Q1 2018	Q4 2019
Princess	Warszawa	4900	42,9	Q3 2017	Q1 2019
Tasmowa (phase I)	Warszawa	14000	101,5		Q2 2019
Rychtalska	Wrocław	11100	67,7	Q2 2017	Q1 2019
Gdańska	Wrocław	4000	29,4	Q3 2017	Q1 2019
Podsuma		123 400	895,4		
Łącznie		229 900	1 674		

Źródło: Echo



Inwestycje biurowe

Nazwa	Lokalizacja	PNB (m ²)	NOI (mln EUR)	Rozpoczęcie realizacji	Zakończenie realizacji
W budowie					
Symetris (etap II)	Łódź	9 500	1,6	Q2 2016	Q3 2017
O3 Business Campus (etap II)	Kraków	19 100	3,2	Q1 2016	Q3 2017
O3 Business Campus (etap III)	Kraków	19 100	3,2	Q4 2016	Q1 2018
Sagittarius	Wrocław	24 900	4,5	Q2 2016	Q1 2018
West Link	Wrocław	14 200	2,5	Q3 2016	Q4 2017
Podsuma		86 800	15,0		
W przygotowaniu					
Grundmanna (etap I)	Katowice	23 000	3,8	Q4 2017	Q4 2019
Grundmanna (etap II)	Katowice	23 500	3,9	Q4 2018	Q4 2020
Beethovena (etap I)	Warszawa	17 800	3,1	Q1 2017	Q3 2018
Beethovena (etap II)	Warszawa	17 400	2,9	Q3 2018	Q1 2020
Grzybowska, Browary J	Warszawa	15 000	3,1	Q2 2017	Q3 2018
Grzybowska, Browary K	Warszawa	16 200	3,4	Q2 2018	Q1 2020
Grzybowska, Browary G	Warszawa	9 200	1,8	Q2 2018	Q3 2019
Grzybowska, Browary H	Warszawa	11 900	2,5	Q4 2019	Q4 2020
Podsuma		134 000	24,5		
Łącznie		220 800	39,5		

Źródło: Echo

Wycena

Wycena - zdyskontowana wartość aktywów netto	2017P	2018P	2019P
(tys. PLN)			
Nieruchomości inwestycyjne	248 037	248 037	248 037
Nieruchomości inwestycyjne w budowie	1 396 317	909 812	878 025
Zapasy	660 353	671 471	439 590
Inwestycje finansowe	723 600	954 952	1 267 807
Rzeczowe aktywa trwałe	8 416	8 416	4 366
Pozostałe aktywa	515 464	523 582	531 926
Dług odsetkowy netto	-1 438 919	-1 110 879	-1 063 462
Podatek odroczony	-42 787	-44 071	-45 393
Pozostałe zobowiązania	-551 067	-547 341	-541 905
Skumulowana dywidenda	206 346	426 999	672 027
Aktywa netto	1 725 759	2 040 978	2 391 019
na akcję (PLN)	4,18	4,95	5,79
wycena działalności deweloperskiej na akcję (PLN)			1,18

Koszt kapitału własnego

Stopa wolna od ryzyka	3,4%	3,4%	3,4%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0
Koszt kapitału własnego	8,4%	8,4%	8,4%
Zdyskontowane aktywa netto na 12.05.2017	1 638 426	1 787 541	1 931 841
na akcję (PLN)	3,97	4,33	4,68

Źródło: P - prognoza DM PKO BP

Wycena spółki

	wycena
Wycena zdyskontowanych aktywów netto	4,7
Wycena działalności deweloperskiej po 2019	1,0
Wycena na 12.05.2017	5,6
Cena docelowa za 12 miesięcy (PLN)	6,11
Cena bieżąca	5,42
Oczekiwana stopa zwrotu	13%

Źródło: prognoza DM PKO BP



Wycena porównawcza

Nazwa spółki	Kapitalizacja		P/E		P/BV	stopa dywidendy 2017	Dług netto/Kapitał własny
	mln PLN	2016	2017P	2018P			
POLNORD SA	294,24	45,00	13,24	12,16	0,42		0,49
ROBYG SA	878,73	9,15	9,65	5,80	1,57	8,1%	0,56
RONSON EUROPE NV	287,02	8,45	18,82	11,82	0,80	5,5%	0,44
LC CORP SA	877,21	6,64	6,83	4,70	0,63	3,4%	0,61
JW CONSTRUCTION HOLDING	422,97	13,60	7,10	5,23	0,65		0,40
ATAL SA	1 385,21	15,36	7,69	7,58	2,05	4,7%	0,33
DOM DEVELOPMENT SA	1 745,76	15,50	10,28	9,65	1,88	7,1%	(0,06)
średnia		18,62	10,40	8,14	1,14	5,8%	0,39
<i>Źródło: Bloomberg, DM PKO BP</i>							
ECHO	2 245,04	5,79	6,00	6,23	1,47	9,1%	0,39
premia/dyskonto do średniej			-51%			22%	
wycena po uwzgl. premii/dyskonta			8,20			4,2	
wagi			75%			25%	
wycena porównawcza (PLN)			7,2				
<i>Źródło: Bloomberg, DM PKO BP</i>							

Prognozy finansowe

Rachunek zysków i strat	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
Przychody netto ze sprzedaży	583	528	577	586	480	553	550	751	656
Koszt własny sprzedaży	-277,3	-235,6	-267,5	-300,3	-255,9	-363,6	-383,4	-540,5	-477,7
Zysk brutto ze sprzedaży	305,5	292,2	309,8	285,7	224,2	189,7	166,3	210,8	178,3
Koszty sprzedaży	-28,7	-27,5	-32,1	-35,5	-53,6	-28,5	-24,5	-25,2	-26,5
Koszty ogólnego zarządu	-54,8	-54,6	-65,8	-88,4	-101,5	-62,0	-62,5	-62,4	-63,4
Pozostałe przychody operacyjne	40,6	34,4	19,4	17,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe koszty operacyjne	-12,3	-20,5	-28,8	-19,4	-24,4	-9,8	-12,3	-13,5	-14,5
Zysk z działalności operacyjnej	189,5	496,7	652,9	911,1	604,7	361,1	427,1	473,5	333,7
Zysk z udziałów w jednostkach podporządkowanych	0,0	0,0	0,7	-6,0	47,7	21,2	19,0	11,4	11,4
Saldo działalności finansowej	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2	-0,4	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Przychody finansowe	0,3	9,6	1,4	4,9	47,7	12,3	12,3	9,5	9,5
Koszty finansowe	-147,0	-164,1	-151,1	-241,4	-412,4	-63,5	-69,3	-62,3	-62,3
Zysk przed opodatkowaniem	183,9	319,3	447,0	677,7	189,6	325,3	389,2	432,1	292,4
Podatek dochodowy	190,2	11,9	-42,7	-163,6	198,1	-61,8	-73,9	-82,1	-55,5
Zyski (straty) mniejszości	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk (strata) netto	374,1	331,1	404,2	514,1	387,7	263,5	315,2	350,0	236,8
Skorygowany zysk (strata) netto	374,1	331,1	404,2	514,1	387,7	263,5	315,2	350,0	236,8
Bilans	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
Aktywa Trwałe	4 174	4 596	5 412	1 573	1 530	2 549	2 293	2 570	2 404
Wartości niematerialne i prawne	1	1	0	0	0	0	0	0	0
Rzeczowe aktywa trwałe	56	75	46	18	9	8	8	4	0
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	376	422	417	911	663	208	660	764	840
Pozostałe aktywa długoterminowe	46	58	13	0	0	0	0	0	0
Aktywa Obrotowe	1 029	1 534	1 136	1 623	1 636	1 211	1 683	1 563	1 651
Zapasy	463	499	593	595	656	660	671	440	443
Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	376	422	417	911	663	208	660	764	840
Aktywa razem	5 453	6 224	6 549	8 389	3 364	3 760	3 976	4 133	4 054
Kapitał Własny	2 432	2 765	3 153	3 664	1 528	1 519	1 614	1 719	1 790
Kapitały mniejszości	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zobowiązania długoterminowe	2 312	2 226	2 953	4 025	880	1 211	1 269	1 296	1 227
Kredyty i pożyczki	2 146	2 072	2 825	3 708	761	1 093	1 157	1 185	1 122
Zobowiązania z tytułu świadczeń pracowniczych	50	45	47	66	9	9	6	6	1
Zobowiązania krótkoterminowe	710	1 233	443	700	939	1 029	1 093	1 119	1 037
Kredyty i pożyczki	2 146	2 072	2 825	3 708	761	1 093	1 157	1 185	1 122
Zobowiązania z tytułu świadczeń pracowniczych	50	45	47	66	9	9	6	6	1
Pozostałe rezerwy	2	0	0	4	69	65	62	59	57
Zobowiązania handlowe i pozostałe	103	116	93	113	164	164	164	164	164
Pasywa razem	5 453	6 224	6 549	8 389	3 364	3 760	3 976	4 133	4 054
Rachunek Przepływów Pieniężnych	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej	98,2	164,9	139,7	-205,1	139,7	-205,1	10,6	277,5	33,3
Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej	-365,6	-578,9	2 377,4	-579,0	2 377,4	-579,0	615,2	82,7	396,1
Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej	287,9	875,7	-2 701,7	328,7	-2 701,7	328,7	-168,4	-251,0	-353,5
Wskaźniki	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
ROE	16,5%	12,7%	13,7%	15,1%	14,9%	17,3%	20,1%	21,0%	13,5%
ROA	6,9%	5,3%	6,2%	6,1%	11,5%	7,0%	7,9%	8,5%	5,8%
P/BV	0,7	1,0	0,8	0,8	1,6	1,5	1,4	1,3	1,2
Dług netto	2 653,5	3 129,0	318,5	1 438,9	318,5	1 438,9	1 110,9	1 063,5	862,1
Dług netto/EBITDA	13,6	6,2	0,5	1,6	0,5	3,9	2,6	2,2	2,6

Źródło: prognozy DM PKO BP