

18 sierpnia 2008

Komentarz specjalny


**Deweloperzy**  
Polska

# Echo Investment

Zawieszona

EPRS.WA; ECH.PW

**Michał Piasny**  
(48 22) 697 47 40  
michal.piasny@dibre.com.pl

## Wyniki 2Q 2008

### Obecna cena 4,30 PLN

W drugim kwartale spółka osiągnęła wyniki na poziomie porównywalnym do poprzedniego. Zysk netto wyniósł 31,2 mln PLN (wzrost 13% q/q). EBIT wyniósł 10,7 mln PLN co było wynikiem gorszym w porównaniu do poprzedniego kwartału (spadek o 75%) – jest to głównie spowodowane spadkiem wyceny nieruchomości o 23,5 mln PLN. Przychody pozostały na podobnym poziomie 91,2 mln PLN (wobec 91,6 mln PLN w 1Q08). Spółka nadal realizuje wysoką marżę netto na poziomie 34,2%.

### Zestawienie wyników kwartalnych (mln PLN)

|                                  | 1Q07   | 2Q07   | 3Q07  | 4Q07  | 1Q08  | 2Q08  | Q/Q   | R/R  | 1H07   | 1H08  |
|----------------------------------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|------|--------|-------|
| Przychody ze sprzedaży           | 65,4   | 125,6  | 94,2  | 95,6  | 91,6  | 91,2  | -0,5% | -27% | 191,0  | 182,8 |
| Zysk brutto na sprzedaży         | 40,1   | 55,8   | 40,3  | 56,7  | 50,7  | 40,4  | -20%  | -28% | 96,0   | 91,1  |
| <i>marża brutto na sprzedaży</i> | 61,4%  | 44,5%  | 42,7% | 59,3% | 55,3% | 44,3% |       |      | 50,3%  | 49,8% |
| EBIT                             | 89,5   | 177,3  | 85,0  | 52,4  | 42,8  | 10,7  | -75%  | -94% | 266,8  | 53,5  |
| <i>marża EBIT</i>                | 136,9% | 141,2% | 90,2% | 54,9% | 46,7% | 11,8% |       |      | 139,7% | 29,3% |
| Zysk brutto                      | 74,7   | 188,5  | 72,7  | 66,5  | 34,6  | 39,2  | 13%   | -79% | 263,2  | 73,8  |
| Zysk netto                       | 61,3   | 151,8  | 62,7  | 52,8  | 27,6  | 31,2  | 13%   | -79% | 213,1  | 58,8  |
| <i>marża netto</i>               | 93,7%  | 120,9% | 66,5% | 55,3% | 30,1% | 34,2% |       |      | 111,6% | 32,1% |

Źródło: DI BRE, Echo Investment

W 2Q2008 struktura przychodów (91,2 mln PLN) kształtuje się następująco: 52,4 mln PLN pochodzi z wynajmu powierzchni w centrach handlowych i handlowo rozrywkowych, 22,4 mln PLN ze sprzedaży powierzchni mieszkaniowej, 9,85 mln PLN stanowią przychody z realizacji i wynajmu powierzchni w obiektach biurowych i hotelowych, a pozostałe 6,57 mln PLN są przychodami z tytułu zarządzania nieruchomościami. Spółka realizuje na tym poziomie marżę brutto w wysokości 44,3% co jest wynikiem porównywalnym względem drugiego kwartału 2007. Czynnikiem, który miał największy wpływ na obniżenie EBIT była aktualizacja wartości nieruchomości, która obniżyła wynik o 23,5 mln PLN. Jest to skutek wzrostu stóp kapitalizacji oraz umacniającego się złotego względem EUR (czynsze za powierzchni handlowe płacone są w EUR). Jak podaje zarząd spółki w związku z silną ekspozycją na ryzyko walutowe, prowadzone są działania w kierunku zabezpieczania się względem ryzyka walutowego. W wyniku transakcji zabezpieczających odnotować możemy wzrost przychodów finansowych w oparciu o różne instrumenty w wysokości 21,9 mln PLN. Jest to znaczący wzrost względem analogicznego kwartału w roku 2007 wynoszący 152%.

Analizując bilans spółki odnotujemy duży poziom zapasów 477,9 mln PLN wobec 312,5 w 2Q08 (wzrost o 53%), ale jest to poziom akceptowalny, zważywszy że ECHO uznaje swoje przychody zgodnie z MSR 18 - a więc do momentu oddania inwestycji klientom, projekty są księgowane według kosztów wytworzenia w zapasach. Środki pieniężne na koniec drugiego kwartału wyniosły 238,6 mln PLN co stanowi 13% kapitalizacji spółki. Łączne zobowiązania spółki wyniosły 1558 mln PLN co w relacji do całkowitej wartości aktywów wynosi 45%, a więc jest poziomem jak najbardziej pozytywnym i nie zmienionym znacząco względem 2Q07 (1638 mln PLN).

Echo Investments jest firmą silnie nastawioną na realizację projektów komercyjnych. Tylko 25% inwestycji stanowi segment mieszkaniowy. W pierwszych dwóch kwartałach tego roku, spółka odnotowała 45 mln PLN przychodów w wyniku sprzedaży powierzchni mieszkaniowej. W samym drugim kwartale 2008 zaksięgowano przychody ze sprzedaży 58 mieszkań za ok. 23 mln PLN (wobec 26 mieszkań za 9,8 mln PLN w 1Q).

W związku ze swoją strategią ograniczania ryzyka prowadzonej działalności, spółka dąży do dywersyfikacji regionalnej, podejmując realizację projektów również poza granicami Polski. Są to w głównej mierze projekty komercyjne, lecz jak podaje zarząd nie wyklucza się również projektów mieszkaniowych. Obecnie ECHO uzyskało już pozwolenie na budowę centrum handlowo-rozrywkowo-biurowego o powierzchni ok. 65 tys. mkw w Budapeszcie. Planowane ukończenie inwestycji to druga połowa 2010 roku. W Rumunii trwa etap zdobywania pozwolenia na budowę nowoczesnego centrum handlowo-usługowego o powierzchni ok. 60 tys. mkw. Zakończenie tej inwestycji szacowane jest na drugą połowę 2011 roku. Spółka rozważa również rynek ukraiński jako potencjał pod swoje dalsze inwestycje. W trzecim kwartale tego roku można spodziewać się zysków z aktualizacji kolejnego etapu inwestycji Malta Office Park w Poznaniu, o powierzchni 10 tys. mkw.

Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38  
Dyrektor Zarządzający  
Dyrektor Departamentu Analiz  
[michal.marczak@dibre.com.pl](mailto:michal.marczak@dibre.com.pl)  
Strategia, telekomunikacja, surowce, metale, media

**Departament Analiz:**

Marta Jeżewska tel. (+48 22) 697 47 37  
Wicedyrektor  
[marta.jezewska@dibre.com.pl](mailto:marta.jezewska@dibre.com.pl)  
Banki

**Analitycy:**

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06  
[kamil.klischcz@dibre.com.pl](mailto:kamil.klischcz@dibre.com.pl)  
Paliwa, chemia, handel

Piotr Grzybowski tel. (+48 22) 697 47 17  
[piotr.grzybowski@dibre.com.pl](mailto:piotr.grzybowski@dibre.com.pl)  
Inne

Maciej Stokłosa tel. (+48 22) 697 47 41  
[maciej.stoklosa@dibre.com.pl](mailto:maciej.stoklosa@dibre.com.pl)  
Budownictwo

Michał Piasny tel. (+48 22) 697 47 40  
[michal.piasny@dibre.com.pl](mailto:michal.piasny@dibre.com.pl)  
Deweloperzy

**Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:**

Piotr Dudziński tel. (+48 22) 697 48 22  
Dyrektor  
[piotr.dudzinski@dibre.com.pl](mailto:piotr.dudzinski@dibre.com.pl)

Marzena Łempicka– Wilim tel. (+48 22) 697 48 95  
Wicedyrektor  
[marzena.lempicka@dibre.com.pl](mailto:marzena.lempicka@dibre.com.pl)

**Maklerzy:**

Emil Onyszczuk tel. (+48 22) 697 49 63  
[emil.onyszczuk@dibre.com.pl](mailto:emil.onyszczuk@dibre.com.pl)

Grzegorz Stępień tel. (+48 22) 697 48 62  
[grzegorz.stepien@dibre.com.pl](mailto:grzegorz.stepien@dibre.com.pl)

Tomasz Dudź tel. (+48 22) 697 49 68  
[tomasz.dudz@dibre.com.pl](mailto:tomasz.dudz@dibre.com.pl)

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44  
[michal.jakubowski@dibre.com.pl](mailto:michal.jakubowski@dibre.com.pl)

Tomasz Jakubiec tel. (+48 22) 697 48 48  
[tomasz.jakubiec@dibre.com.pl](mailto:tomasz.jakubiec@dibre.com.pl)

Grzegorz Strublewski tel. (+48 22) 697 48 76  
[grzegorz.strublewski@dibre.com.pl](mailto:grzegorz.strublewski@dibre.com.pl)

**„Prywatny Makler”**

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26  
Dyrektor BSOZ  
[jacek.szczepanski@dibre.com.pl](mailto:jacek.szczepanski@dibre.com.pl)

Paweł Szczepanik tel. (+48 22) 697 49 47  
Sprzedaż  
[pawel.szczepanik@dibre.com.pl](mailto:pawel.szczepanik@dibre.com.pl)

Dom Inwestycyjny  
BRE Banku S.A.  
ul. Wspólna 47/49  
00-950 Warszawa  
[www.dibre.com.pl](http://www.dibre.com.pl)

**Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**

**EV** - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)

**EBIT** - Zysk operacyjny

**EBITDA** - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

**BOOK VALUE** - wartość księgową

**WNDB** - wynik na działalności bankowej

**P/CE** - cena do zysku wraz z amortyzacją

**MC/S** - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

**EBIT/EV** - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

**P/E** - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję

**ROE** - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

**P/BV** - (Cena/Wartość księgową) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

**Dług netto** - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent

**Marża EBITDA** - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

**Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.**

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

**KUPUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

**AKUMULUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%

**TRZYMAJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%

**REDUKUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%

**SPRZEDAJ** - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. DI BRE Banku S.A. nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

DI BRE Banku S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Jest możliwe, że DI BRE Banku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

DI BRE Banku, jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitentów lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitentów wymienionych w opracowaniu.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody DI BRE Banku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, Macrologic, Mieszko, Mondy, Nepentes, Optopol, Pemug, Polimex-Mostostal, Seco Warwick, Torfarm, Unibep

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: ABG Spin, Agora, Ambra, Bakalland, BRE Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Enap, Erbud, Es-System, Farmacol, GTC, Huta Ferrum, Inter Groclin, Komputronik, Mennica Polska, Mieszko, Mondy, Nepentes, Odratrans, Optopol, Pemug, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polnord, Prokom Software, Provimi-Rolimex, Seco Warwick, Skarbiec Nieruchomości, Sygnity, Techmex, Unibep.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Optopol, Nepentes, Seco Warwick, Sygnity, Unibep.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

**Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:**

**DCF** – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

**Wskaźnikowa** – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.