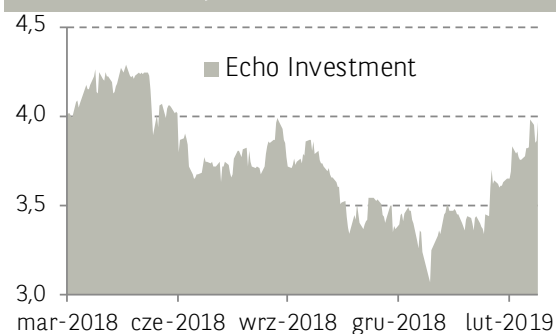




## PODSTAWOWE DANE O SPÓŁCE

Podstawowe dane o spółce	
Cena	3,97
Kapitalizacja (mln zł)	1 636,3
Free float	43,9%
Wartość dzienna obrotów (mln PL	0,8
P/E	5,4
EV/EBITDA	8,82

## Notowania spółki



## WYNIKI 4Q18

mln PLN	4Q'18	4Q'17	r/r	4Q'18	kons.	różnica
<b>Przychody</b>	273,6	293,3	-6,7%	273,6	252,5	8,4%
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	70,3	76,8	-8,5%	70,3	-	
<i>marża brutto ze sprzedaży</i>	25,7%	26,2%		25,7%		
<b>Koszty SG&amp;A</b>	28,4	33,8	-15,8%	28,4	-	
<i>udział w sprzedaży</i>	10,4%	11,5%	-1,1%	10,39%		
<b>Wynik z rewaluacji</b>	163,6	8,3	1871,3%	163,6		
<b>EBIT</b>	203,1	63,1	222,1%	203,1	158,9	27,8%
<i>marża EBIT</i>	74,2%	21,5%		74,2%	62,9%	
<b>Zysk netto</b>	147,6	70,3	109,9%	147,6	120,6	22,4%
<i>marża netto</i>	53,9%	24,0%		53,9%	47,8%	
<b>Cash flow operacyjny</b>	163,5	-175,7	-193,0%	163,5	-	

## KOMENTARZ DO WYNIKÓW

Wyniki Echo Investment za 4Q18 okazały się znacznie lepsze od zeszłorocznych rezultatów, ale również mocno zaskoczyły rynkowych konsensus, w szczególności pod względem rentowności. Choć dług netto wzrósł r/r, biorąc pod uwagę duże prawdopodobieństwo sprzedaży w najbliższym czasie projektów komercyjnych, które już są ukończone lub wkrótce będą, Spółka może wypłacić dodatkową dywidendę. Pozytywnie oceniamy strategię spółki dotyczącą skupienia się na marży w segmencie mieszkaniowym oraz dotyczącą projektów multisegmentowych. Podtrzymujemy pozytywne nastawienie do spółki z uwagi na dobrą koniunkturę w sektorze nieruchomości, zarówno komercyjnym jak i mieszkaniowym, wysoki DY oraz relatywnie atrakcyjną wycenę względem branży.

Ostatni kwartał 2018 roku przyniósł minimalny spadek przychodów z 293,3 mln PLN do 273,6 mln PLN, za w głównej mierze odpowiada segment mieszkaniowy. Przychody segmentu mieszkaniowego okazały się o 33% niższe i wyniosły 200,1 mln PLN, a wpływ na powyższe miał mniejsza liczba przekazanych mieszkań. W 4Q18 deweloper sprzedał notarialnie 483 lokali przy ponad 570 rok wcześniej. Podobną dynamikę spadków zaliczył zysk brutto na sprzedaży (70,3 mln PLN), który obniżył się o 8,5%. Powyższe implikuje rentowność brutto na poziomie 25,7% vs

Wyniki 4Q18 powyżej konsensusu rynkowego

Podtrzymujemy pozytywną opinię o Spółce

Minimalny spadek przychodów w związku z mniejszą liczbą przekazanych mieszkań

Autorzy: Adam Anioł



**BGZ BNP PARIBAS**  
BIURO MAKLESKIE

Biurow Maklerskie Banku BGZ BNP Paribas  
ul. Twarda 18, 00-105 Warszawa, tel. +48 22 566 97 00  
e-mail: doradcy.inwestyjni@bgzbnpparibas.pl  
www.bgzbnpparibas.pl



26,2% przed rokiem. Rentowność segmentu mieszkaniowego nie odbiegała istotnie od poziomów ubiegłorocznych (27,1%).

O ile wsparciem dla wyniku operacyjnego było utrzymanie w ryzach kosztów S&GA (28,4 mln PLN vs 33,8 mln PLN w 4Q17) niższe pozostałe przychody operacyjne przełożyły się na spadek zysku operacyjnego przed rewaluacjami (39,6 mln PLN vs 54,8 mln PLN). W raportowanym kwartale zysk na rewaluacji wyniósł 163,6 mln PLN vs 8,3 mln PLN przed rokiem, tym samym wynik operacyjny wzrósł r/r ponad dwukrotnie do 203,1 mln PLN.

*Koszty SG&A utrzymane w ryzach*

*Wysoki wynik na rewaluacji*

Spółka zaraportowała niższą stratę na działalności inwestycyjnej, gdzie saldo wyniosło -2,4 mln PLN. Niemniej dynamika wynik netto wyniosła już tylko 109%, z uwagi na nieco wyższą efektywną stawkę podatkową (25,0% vs 22,4% w 4Q17), jak i brak pozytywnych one-off - w roku poprzednim Spółka ujęła w wynikach 28 mln PLN z tytułu rozpoznania zysku jednostek ujmowanych metodą praw własności, co dotyczyło projektu na Młocinach.

4Q2018 przyniósł również mocne przepływy operacyjne, które wyniosły 163,5 mln PLN vs -175,7 w roku ubiegłym. Poza wynikiem finansowym pozytywnie na CFO wpłynął spadek zapasów oraz należności. Dług netto wzrósł k/k o 43,8% do 936 mln PLN (+13,5% r/r) co wynika w głównej mierze ze spadku gotówki jako konsekwencja wypłaty dywidendy zaliczkowej. Relacja długu netto do kapitałów własnych pozostaje na niezagrożonym poziomie (62,6% vs 51,9% na koniec 2017 roku).

*Stabilna bilansowa*

*sytuacja*

## KOMENTARZ PO KONFERENCJI WYNIKOWEJ

### • Segment mieszkaniowy

- Segment pozostaje kluczowym kierunkiem rozwoju
- Zarząd podtrzymał strategię „walki” o marżę oraz pozostawienia ok. 20% niesprzedanych mieszkań do zakończenia danego projektu – przekłada się to na widoczny spadek dynamiki sprzedaży
- Na 2019 rok podtrzymano plany sprzedaży ok. 1300 mieszkań (vs ok. 1000 w 2018 roku) oraz przekazania ponad 1250 lokali (vs 935 w 2018 roku)
- Na 2019 zaplanowano rozpoczęcie budowy ponad 2 300 lokali (vs ok. 950 w 2018 roku)
- W 2018 roku oraz na początku 2019 roku dokonano zakupu gruntów za ponad 216 mln PLN (240 tys. PUM, 1 232 PLN/PUM) w 5 lokalizacjach głównie pod segment mieszkaniowy (w negocjacjach pozostaje kolejne 360 tys. PUM)
- W kolejnych latach Spółka planuje wydawać na grunty od 80 do 100 mln EUR
- W ocenie zarządu koszty budowlane ustabilizowały się (pozytywnie dla Spółki)

### • Segment biurowy i handlowy

- Ukończenie budowy Galerii Młociny nastąpi w 2Q19, a otwarcie powinno nastąpić na jesieni br.
- Na 2019 rok zaplanowano rozpoczęcie budowy obiektów o łącznej powierzchni ponad 100 tys. PUM (porównywalnie r/r)

### • Projekty multisegmentowe

- Wg Zarządu, tylko Echo dzięki swoim kompetencjom jest w stanie tworzyć tego typu projekty
- Spółka przygotowuje kolejne projekty typu „destination” (2xWarszawa, Łódź)

Autorzy: Adam Aniot



**BGZ BNP PARIBAS**  
**BIURO MAKLERSKIE**

**Biuro Maklerskie Banku BGZ BNP Paribas**  
ul. Twarda 18, 00-105 Warszawa, tel. +48 22 566 97 00  
e-mail: [doradcy.inwestyjni@bgzbnpparibas.pl](mailto:doradcy.inwestyjni@bgzbnpparibas.pl)  
[www.bgzbnpparibas.pl](http://www.bgzbnpparibas.pl)



oraz Kraków)

- Start budowy na działce przy Towarowej 22 powinien nastąpić na przetomie 2020 i 2021 roku, a zakończenie oczekiwane jest w 2024 roku
- Obecnie i docelowo tego typu projekty będą stanowiły blisko połowę działalności Spółki (obecnie 45% powierzchni wszystkich projektów w przygotowaniu oraz budowie)

- **Inne**

- Resi4Rent – spółka posiada 30% udziałów w platformie; obecnie zadaniem Spółki jest zakup gruntów i budowa obiektów; obecnie w budowie pozostaje 1200 mieszkań a w przygotowaniu kolejne 1700 lokali (również w Browarach Warszawskich)
- Zarząd odniósł się również do zawiadomienia głównych akcjonariuszy o rozpoczęciu przeglądu opcji strategicznych – zdaniem Zarządu powyższe działania wynikają ze zmiany strategii Spółki, czyli transformacji w „typowego” dewelopera



## KONTAKT

Zespół Doradztwa Inwestycyjnego	Telefon:	Adres e-mail:
Michał Krajczewski, CFA	22 507 52 91	<a href="mailto:michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl">michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl</a>
Adam Aniol	22 507 52 93	<a href="mailto:adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl">adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl</a>
Szymon Nowak	22 507 52 92	<a href="mailto:szymon.nowak@bgzbnpparibas.pl">szymon.nowak@bgzbnpparibas.pl</a>
Lukas Cinikas	22 507 52 94	<a href="mailto:lukas.cinikas@bgzbnpparibas.pl">lukas.cinikas@bgzbnpparibas.pl</a>
Tomasz Mazurek	22 507 52 76	<a href="mailto:tomasz.mazurek1@raiffeisen.pl">tomasz.mazurek1@raiffeisen.pl</a>

Zespół Obsługi Rynku Wtórznego	Telefon:	Adres e-mail:
Maciej Sokołowski	22 578 57 68	<a href="mailto:maciej.sokolowski@raiffeisen.pl">maciej.sokolowski@raiffeisen.pl</a>
Marcin Rżany	22 507 52 73	<a href="mailto:marcin.rzany@bgzbnpparibas.pl">marcin.rzany@bgzbnpparibas.pl</a>
Grzegorz Leszek	22 566 97 07	<a href="mailto:grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl">grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl</a>
Monika Dudek	22 566 97 05	<a href="mailto:monika.dudek@bgzbnpparibas.pl">monika.dudek@bgzbnpparibas.pl</a>
Artur Sulejewski	22 566 97 04	<a href="mailto:artur.sulejewski@bgzbnpparibas.pl">artur.sulejewski@bgzbnpparibas.pl</a>
Sławomir Orzechowski	22 566 97 06	<a href="mailto:s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl">s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl</a>
Łukasz Żukowski	22 578 57 70	<a href="mailto:lukasz.zukowski1@raiffeisen.pl">lukasz.zukowski1@raiffeisen.pl</a>
Adrian Cieślak		<a href="mailto:adrian.cieslak@raiffeisen.pl">adrian.cieslak@raiffeisen.pl</a>

Zespół Obsługi Rynku Pierwotnego	Telefon:	Adres e-mail:
Marek Jaczewski	22 329 43 53	<a href="mailto:marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl">marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl</a>
Paulina Sotdaj	22 566 97 32	<a href="mailto:paulina.sotdaj@bgzbnpparibas.pl">paulina.sotdaj@bgzbnpparibas.pl</a>

### Internetowe serwisy transakcyjne

#### SIDOMA WEB

- nowy system -wersja dla klientów chcących szybko i wygodnie złożyć zlecenie

#### SIDOMA PROFESSIONAL

- dotychczasowy system - wersja dla klientów doświadczonych

<https://www.webmakler.pl/>

## WYJAŚNIENIA UŻYTYCH TERMINÓW I SKRÓTÓW

EV – (enterprise value – wartość ekonomiczna) dług netto + wartość rynkowa  
EBIT – (earnings before Interest & tax – zysk przed odsetkami i podatkami) – zysk operacyjny  
EBITDA – (earnings before Interest, taxes, depreciation and amortization) – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją  
ROE – (return on equity – zwrot na kapitale własnym) – iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu kapitałów własnych  
ROA – (return on assets – zwrot na aktywach) – iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu aktywów  
NAV – wartość aktywów netto (aktywa – zobowiązania)  
P/CE – iloraz kapitalizacji oraz zysku wraz z amortyzacją  
EBIT/EV – iloraz zysku operacyjnego oraz wartości ekonomicznej  
P/E (lub C/Z) – (price earnings ratio – wsk. cena / zysk) – iloraz ceny oraz rocznego zysku netto przypadającego na jedną akcję  
P/BV (lub C/WK) – (cena/wartość księgową) – iloraz ceny oraz wartości księgowej przypadającej na jedną akcję  
EPS – (earnings per share – wsk. zysku na jedną akcję) – iloraz zysku netto oraz liczby akcji

DPS – (dividend per share – wsk. stopy dywidendy) – iloraz dywidendy na jedną akcję oraz ceny rynkowej jednej akcji  
BVPS – (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) – iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji  
Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ich ekwiwalenty  
Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży  
Yield – w przypadku nieruchomości: stosunek przychodów z najmu do wartości nieruchomości  
NOI – (net operating income) – różnica pomiędzy przychodami a kosztami operacyjnymi nieruchomości komercyjnej  
NWC – (net working capital) = zapasy + należności krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług – zobowiązania krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług

Autorzy: Adam Aniol



**BGZ BNP PARIBAS**  
**BIURO MAKLESKIE**

Biuro Maklerskie Banku BGZ BNP Paribas  
ul. Twarda 18, 00-105 Warszawa, tel. +48 22 566 97 00  
e-mail: [doradcy.inwestyjni@bgzbnpparibas.pl](mailto:doradcy.inwestyjni@bgzbnpparibas.pl)  
[www.bgzbnpparibas.pl](http://www.bgzbnpparibas.pl)



## NOTA PRAWNA

Biuro Maklerskie Banku BGŻ BNP Paribas S.A. prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie Komisja Nadzoru Finansowego). Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM BGŻ BNP Paribas S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby Klientów Biura Maklerskiego Banku BGŻ BNP Paribas S.A. (dalej: BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A.)

Raport jest udostępniany klientom wyłącznie w celach informacyjnych i nie powinien być wykorzystywany w charakterze lub traktowany jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego dokumentu i ewentualne szkody poniesione w ich wyniku ponoszą wyłącznie podejmujący takie decyzje. Dokument ten został przygotowany przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. z zastosowaniem metodologicznej poprawności, zachowaniem należytej staranności i obiektywizmu. Korzystając z tego dokumentu, nie należy go traktować jako substytutu do przeprowadzenia własnej niezależnej oceny. Ani dokument ten, ani żaden jego fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. jest ważny w okresie 12 miesięcy od dnia sporządzenia go i nie jest planowana jego aktualizacja, o ile nie nastąpią zmiany lub nie pojawią się nowe istotne informacje i okoliczności, będące podstawą wydania danej rekomendacji. Data sporządzenia raportu jest datą pierwszego udostępnienia rekomendacji do dystrybucji. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez zgody BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. jest zabronione.

BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. przyjęło następującą metodologię w zakresie oczekiwań co do stopy zwrotu z inwestycji w instrument finansowy będący przedmiotem Raportu w okresie 12 miesięcy od dnia wydania raportu:

Kupuj – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wynosi co najmniej 10%;

Neutralnie – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji znajduje się w przedziale (0%; + 10%);

Sprzedaj – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wyniesie poniżej 0%.

Metody wyceny zastosowane w prezentowanym dokumencie opierają się na metodach i modelach opisanych i powszechnie wykorzystywanych w literaturze fachowej. Używanie ich wymaga szacowania dużej liczby parametrów, m.in. takich jak: stopy procentowe, kursy walut, przyszłe zyski, przepływy pieniężne i wiele innych. Parametry te są zmienne w czasie, subiektywne i w rzeczywistości mogą różnić się od tych przyjętych do wyceny. Każda wycena zależy od wartości wprowadzonych parametrów i jest wrażliwa na ich zmianę. Wycena DCF: Metoda DCF bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Jej mocne strony to uwzględnienie przyszłych zmian w wolnych przepływach pieniężnych oraz kosztu pieniądza w czasie. Słabe strony to duża liczba parametrów, które należy oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów. Wycena metodą porównawczą: Wycena ta opiera się na porównaniu wskaźników rynkowych wycenianej spółki ze wskaźnikami innych porównywalnych spółek. Mocna strona tej metody to mniejsza, w porównaniu z metodą DCF, liczba parametrów wyceny oraz relatywne odnoszenie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywanych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. a Podmiotem Raportu nie występują powiązania i nie są mu znane informacje, o których mowa w §9 i §10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców.

Osoby sporządzające niniejszą rekomendację/analizę/opracowanie:

- pobierają stałe wynagrodzenie niezależne od wydanego zalecenia, ceny docelowej, czy trafności rekomendacji i nie jest ono zależne od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej Banku BGŻ BNP Paribas S.A.
- nie pełnią funkcji kierowniczych i nie zajmują stanowisk w organach nadzorczych Spółki i nie są z nią powiązane żadną umową.

Spółka nie posiada akcji Banku BGŻ BNP Paribas S.A., a podmioty powiązane z Bankiem BGŻ BNP Paribas S.A. nie posiadają akcji Spółki. Niniejsza rekomendacja/analiza/opracowanie nie została udostępniona emitentowi przed datą pierwszego ich udostępnienia do dystrybucji.

Wykaz rekomendacji/analiz/opracowań/komentarzy sporządzanych przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. wraz z informacją dotyczącą pro- porcji udzielanych rekomendacji „kupuj”, „sprzedaj”, „neutralnie” jest dostępny na stronie:

<https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/raporty-biura-maklerskiego.asp>

„Nota prawna na temat sporządzania i rozpowszechniania rekomendacji inwestycyjnych” jest dostępna na stronie: [https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static\\_informations\\_wersja\\_PL.pdf](https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static_informations_wersja_PL.pdf)