

środa, 2 marca 2016 | komentarz specjalny

Echo Investment – Sprzedaż portfela nieruchomości

Rekomendacja: akumuluj | cena docelowa: 6,57 PLN | cena bieżąca: 5,90 PLN

ECH.PW; ECH.WA | Deweloperzy, Polska

Opracowanie: Piotr Zybala +48 22 438 24 04

Echo Investment zawarło z Redefine Properties umowę sprzedaży i subskrypcji udziałów w spółce Echo Prime Properties (spółka zależna od Echo). W wyniku transakcji Redefine Properties ma zostać 75% udziałowcem w Echo Prime Properties, spółce, do której docelowo trafi portfel ukończonych nieruchomości komercyjnych Echo Investment (biurowce i centra handlowe). Powyższa transakcja niesie kilka istotnych implikacji. Po pierwsze, szacujemy że już w wynikach finansowych za 4Q'15 Echo rozpozna zysk z wyceny do wartości godziwej nieruchomości będący przedmiotem transakcji w kwocie około 550-600 mln PLN (1,33-1,45 PLN/akcję). W naszych prognozach finansowych na Echo nie zakładaliśmy zysku z wyceny nieruchomości pracujących, stąd ogłoszona transakcja dostarcza argumentów do podniesienia naszej ceny docelowej dla akcji Echo. Po uwzględnieniu powyższego przeszacowania wskaźnik P/B'15 szacujemy na 0,76x. Po drugie, finalizacja transakcji będzie wiązała się ze znacznym zastrzykiem wolnej gotówki do spółki. Szacujemy, że kwota ta wyniesie około 1,5 mld PLN (ok. 3,70 PLN/akcję) i może być częściowo przeznaczona na wypłatę dywidendy. Wstępnie prognozujemy spadek LTV na koniec 2016 r. do około 40% (wartość ta uwzględnia uchwaloną wypłatę 590 mln PLN dywidendy w 2016 r. oraz CAPEX'16 w wysokości około 500 mln PLN). Powyższy poziom zadłużenia daje przestrzeń do wypłaty kolejnej atrakcyjnej dywidendy w 2017 r. Sądzymy że Echo będzie dążyło do sprzedaży nieruchomości komercyjnych wybudowanych w trakcie 2016 r. Teoretycznie powinno stworzyć warunki do wypłaty w 2017 r. dywidendy na poziomie porównywalnym do 2016 r. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj dla akcji Echo Investment.

Szczegóły transakcji

Echo Investment zawarło z Redefine Properties Limited umowę sprzedaży oraz subskrypcji udziałów w spółce Echo Prime Properties B.V. (spółka zależna Echo, kontrolująca wszystkie ukończone aktywa komercyjne Echo). Po transakcji Redefine będzie posiadał 75% plus jeden udział w ogólnej liczbie udziałów w Echo Prime Properties, natomiast Echo będzie posiadało 25% minus jeden udział. Uzgodniona wartość transakcyjna nieruchomości wynosi 1,188 mld EUR, natomiast łączna wartość nieruchomości w raporcie okresowym za 3Q'15 roku wyniosła 4,481 mld PLN (1,057 mld EUR).

Zamknięcie transakcji będzie zależało od spełnienia następujących warunków zawieszających: (1) uzyskania zgody Komisji Europejskiej, (2) zakończenia restrukturyzacji organizacyjnej przenoszonych nieruchomości, (3) otrzymania wymaganych umowami zgód na dokonanie transakcji oraz zawarcia określonych umów. Strony zobowiązały się dążyć do spełnienia powyższych warunków jak najszybciej, lecz nie później niż do 31 października 2016 r.

Redefine może w przyszłości dokonać sprzedaży swoich udziałów na rzecz współinwestorów, pod warunkiem, że skutkiem powyższej sprzedaży nie będzie spadek udziałów Redefine do mniej niż 45% wszystkich udziałów w spółce. Griffin Real Estate sp. z o.o. zostanie powołany jako wiodący doradca w zakresie zarządzania Echo Prime Properties oraz zarządzania aktywami. Echo Investment przyzna spółkom powiązanym z Echo Prime Properties prawo pierwszej oferty w odniesieniu do nabycia następujących nieruchomości: Gdańsk Tryton, Katowice A4 (etap III), Katowice Kościuszki, Kraków Opolska I, Kraków Opolska II, Kraków Opolska III, Łódź Symetris I, Łódź Symetris II, Wrocław Nobilis oraz Wrocław Sagitarius.

Wpływ transakcji na wyniki i cash flow

Uzgodniona przez strony cena transakcyjna nieruchomości jest o 12,4% wyższa od wartości nieruchomości w ostatnim publikowanym sprawozdaniu finansowym za 3Q'15, co stanowi kwotę 131 mln EUR. Kwota ta stanowi równowartość około 25% kapitalizacji Echo. Przy okazji transakcji zostaną spłacone lub przeniesione do Echo Prime Properties kredyty celowe finansujące nieruchomości będące przedmiotem transakcji. Spodziewamy się że LTV Echo Prime Properties wyniesie około 60%, a NAV około 475 mln EUR. Zakładając sprzedaż 75% udziałów, do Echo powinno trafić około 350 mln EUR (1,5 mld PLN) wolnej gotówki. Wstępnie szacujemy, że nieruchomości będące przedmiotem transakcji były źródłem około 200 mln PLN zysku (po kosztach finansowych), a więc odpowiadały za większość wyniku finansowego Echo. Obecnie trudno oszacować, jaki będzie przyszły potencjał do generowania wyników w Echo. Będzie to zależało od: (1) skali redukcji kosztów SG&A, (2) skali redukcji kosztów finansowych, (3) wysokości opłat pozyskiwanych przez Echo za zarządzanie nieruchomościami będącymi przedmiotem transakcji, (4) skali prowadzonych przez spółkę inwestycji w kolejnych latach.

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 księgowa

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 księgowa) - 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 Maklerskiego mBanku:

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwanie 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 Dom Maklerski mBanku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku 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 stanowił 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.

Dom Maklerski mBanku 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 Dom Maklerski mBanku S.A. świadczy, będzie świadczył, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Dom Maklerski mBanku S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Komentarz nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Dom Maklerski mBanku S.A., 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 Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Nadzór nad działalnością Domu Maklerskiego mBanku S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Dom Maklerski mBanku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Erbud, Es-System, Indata Software, Kruk, Magellan, Mieszko, Neuca, Oponeo, Pemug, Polimex Mostostal, Polna, Solar, Tarczyński, Vistal, ZUE.

Dom Maklerski mBanku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Erbud, Es-System, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mieszko, Neuca, Oponeo, PGE, Pekao, PKN Orlen, PKO BP, Polimex Mostostal, Polna, Polwax, PZU, Solar, Tarczyński, Vistal, ZUE.

Dom Maklerski mBanku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: AB, Agora, Alior Bank, Alchemia, Ambra, Bakalland, BNP Paribas, Boryszew, BPH, mBank, BZ WBK, Deutsche Bank, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatúra, Erbud, Erste Bank, Es-System, Farmacol, Ferrum, Getin Holding, Grupa o2, Handlowy, Impexmetal, Indata Software, ING BSK, Inter Groclin Auto, Ippopema, Koelner, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Odratrans, Oponeo, Orbis, OTP Bank, Paged, PA Nova, Pekao, Pemug, Pfeiderer Grajewo, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, PRESCO GROUP, Prochem, Projprzem, Prokom, PZU, RBI, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Skarbiec Holding, Sokołów, Solar, Sygnity, Tarczyński, Techmex, TXN, Unibep, Uniwheels, Vistal, Wirtualna Polska S.A., Work Service, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy Dom Maklerski mBanku S.A. był oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: HTL Strefa, Indata Software, Uniwheels. Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Dom Maklerski mBanku S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej z Pekao oraz umowę abonentową z Orange Polska 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 Domu Maklerskim mBanku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, 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.

Michał Marczak
członek zarządu
tel. +48 22 438 24 01
michal.marczak@mdm.pl
strategia, surowce, metale

Departament analiz:

Kamil Kliszczy
dyrektor
tel. +48 22 438 24 02
kamil.klisczy@mdm.pl
paliwa, chemia, energetyka

Michał Konarski
tel. +48 22 438 24 05
michal.konarski@mdm.pl
banki, finanse

Jakub Szkopek
tel. +48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mdm.pl
przemysł

Paweł Szpigiel
tel. +48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mdm.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybała
tel. +48 22 438 24 04
piotr.zybała@mdm.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Bogusz
tel. +48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mdm.pl
handel

Departament sprzedaży instytucjonalnej:

Piotr Gawron
dyrektor
tel. +48 22 697 48 95
piotr.gawron@mdm.pl

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
tel. +48 22 697 48 82
marzena.lempicka@mdm.pl

Zespół Prywatnego Maklera:

Jarosław Banasiak
dyrektor biura aktywnej sprzedaży
tel. +48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mdm.pl

Dom Maklerski mBanku S.A.
Departament analiz
ul. Senatorska 18
00-082 Warszawa
www.mDomMaklerski.pl

Maklerzy:

Mariusz Adamski
tel. +48 22 697 48 47
mariusz.adamski@mdm.pl

Krzysztof Bodek
tel. +48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mdm.pl

Michał Jakubowski
tel. +48 22 697 47 44
michal.jakubowski@mdm.pl

Tomasz Jakubiec
tel. +48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mdm.pl

Szymon Kubka, CFA, PRM
tel. +48 22 697 48 16
szymon.kubka@mdm.pl

Anna Łagowska
tel. +48 22 697 48 25
anna.lagowska@mdm.pl

Jędrzej Łukomski
tel. +48 22 697 48 46
jedrzej.lukomski@mdm.pl

Paweł Majewski
tel. +48 22 697 49 68
pawel.majewski@mdm.pl

Adam Prokop
tel. +48 22 697 47 90
adam.prokop@mdm.pl

Michał Roźmiej
tel. +48 22 697 49 85
michal.rozmiej@mdm.pl