

Capital Park

Zmniejszając dyskonto do NAV

Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla Capital Park od zalecenia KUPUJ ustalając wartość godziwą na poziomie PLN 8.5/akcję. Capital Park jest inwestorem, deweloperem oraz zarządcą projektów nieruchomościowych na polskim rynku, z wysokim udziałem nieruchomości w Warszawie. Na koniec 1Q19 spółka posiadała portfel o wartości blisko PLN 2.2mld, który wygenerował FFO PLN 45m w 2018 r. Jednocześnie spółka jest w trakcie realizacji projektu ArtN (67tys. mkw. pow. wielofunkcyjnej), którego zakończenie zaplanowane jest na 1Q21 oraz posiada grunt pod budowę Eurocentrum Hotel & Rezydencje. Oczekujemy, że zakończenie ArtN pozwoli spółce na rozpoznanie zysku z aktualizacji wyceny nieruchomości na poziomie ok. PLN 115m w latach 2019-21. Dodatkowo zwracamy uwagę na potencjalną sprzedaż aktywów oraz możliwą wypłatę dywidendę (nasze prognozy nie uwzględniają sprzedaży). Mając na uwadze rozwój portfela prognozujemy wzrost NAV z PLN 975m na koniec 2018 r. do PLN 1,096m na koniec 2021 r. (2018-21E CAGR 4%), co powinno pozwolić na zmniejszenie dyskonta do wartości NAV (spółka wyceniana jest z ponad 44% dyskontem do NAV).

Stabilny FFO portfela inwestycji zakończonych

Na koniec 1Q19 Capital Park posiadał osiem inwestycji zakończonych o łącznej powierzchni GLA 147tys. mkw. oraz wartości księgowej PLN 1,548m (przy zadłużeniu PLN 895m). W 2018r. spółka wygenerowała NOI w wysokości PLN 85m (uwzględniając dekonsolidację FIZAN) oraz FFO na poziomie PLN 45m. Przy stopniu komercjalizacji 91% oraz WAULT blisko 5 lat oczekujemy stabilnych wyników inwestycji zakończonych również w kolejnych latach.

Potencjał wzrostu wartości dzięki realizacji inwestycji ArtN

Capital Park rozpoczął realizację ArtN (67tys. mkw. powierzchni wielofunkcyjnej) pod koniec 2017 r., zaś zakończenie zaplanowane jest na 1Q21. Szacujemy, że realizacja projektu (całkowite nakłady inwestycyjne ok. PLN 1mld) pozwoli spółce na rozpoznanie PLN 115m zysku z aktualizacji wartości nieruchomości w latach 2019-21 oraz generację ok. PLN 62m NOI rocznie (vs. PLN 85m zaraportowane przez CPG w 2018 r.). Dodatkowo spółka posiada grunt pod budowę projektu Eurocentrum Hotel & Rezydencje (wartość księgowa PLN 51m na koniec 2018 r.), jednak na chwilę obecną nie uwzględniamy jej w naszych prognozach.

Wycena z ponad 40% dyskontem do wartości księgowej oraz NAV

W naszej ocenie obecna wycena spółki z ok. 40% dyskontem do wartości księgowej oraz NAV jest atrakcyjna. Zwracamy uwagę, że projekty Komplex Eurocentrum oraz Royal Wilanów stanowią NAV na poziomie PLN 5.4/akcję (porównywalnie do ceny rynkowej CPG). Dodatkowo oczekujemy wzrostu NAV o blisko 12% do końca 2021 r. ze względu na budowę ArtN. Jednocześnie zwracamy uwagę na potencjał generacji środków pieniężnych ze sprzedaży nieruchomości.

Tabela 1: Capital Park – Wybrane dane (PLN m)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Przychody	107.7	125.8	145.8	121.0	121.3	136.7
EBIT	124.4	-5.0	172.0	82.8	84.7	126.9
EBIT skoryg.*	55.5	79.8	92.8	83.8	77.9	87.1
Zysk netto	24.5	-14.1	85.3	46.0	43.2	75.2
P/E skoryg.* (x)	n.m.	24.5	13.5	14.5	16.0	16.5
P/BV (x)	0.65	0.66	0.60	0.57	0.55	0.51
P/NAV (x)	0.67	0.60	0.60	0.58	0.54	0.52

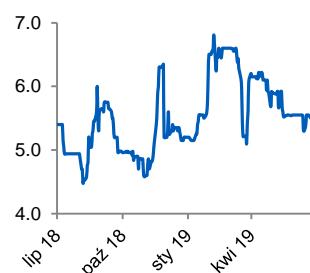
Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research, * skoryg. o rewaluację aktywów oraz zobowiązań finansowych

Capital Park KUPUJ

Raport inicjujący
FV PLN 8.50

+56% potencjał wzrostu

Cena bieżąca 30 lipca 2019 PLN 5.44



Wskaźniki	2019E	2020E
Marża NOI	74.7%	74.7%
Marża EBIT skoryg.*	69.3%	64.2%
Marża netto skoryg.*	33.4%	30.1%
ROE	4.0%	3.5%

Podstawowe informacje

Liczba akcji (m)	108.3
Kapitalizacja (PLN m)	589
12M śr. dzienny wolumen (k)	7.3
12M śr. dzienny obrót (€ m)	0.01
52W max/min (PLN)	6.80/4.48
Udział w WIG	0.06
Reuters	CPGP.WA
Bloomberg	CPG PW

Stopa zwrotu

1M	-1.8%
3M	-11.4%
12M	+0.9%

Akcjonariat

Townsend Holding BV	66.0%
Metlife OFE	12.2%
Patron Townsend S.a.r.l	5.6%
Zarząd	3.0%
Pozostali	13.2%

Analityk

Marek Szymański	+48 22 236 9412
marek.szymanski@ipopema.pl	

Podsumowanie inwestycyjne

Stabilny portfel zakończonych nieruchomości inwestycyjnych...

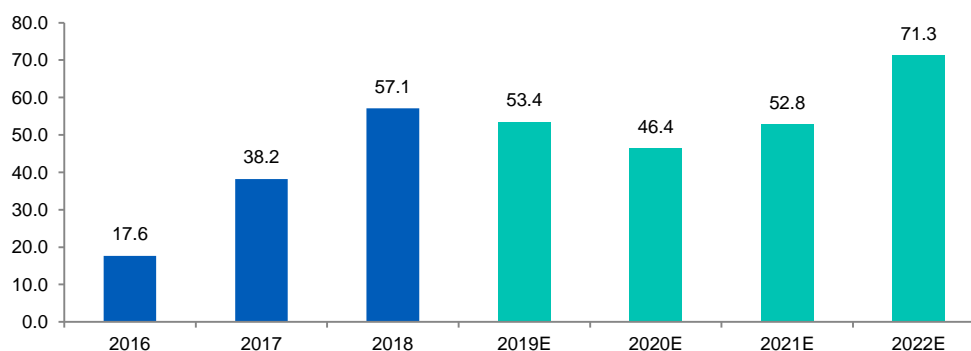
Capital Park jest inwestorem, deweloperem oraz zarządcą projektów nieruchomościowych na polskim rynku. Obecnie spółka posiada osiem ukończonych nieruchomości inwestycyjnych o łącznej powierzchni GLA 147tys. mkw. oraz wartości księgowej ponad PLN 1.5mld (inwestycje zakończone stanowią ok. 2/3 całkowitej wartości aktywów). Blisko 78% wartości portfela stanowią inwestycje zlokalizowane w Warszawie. Dodatkowo spółka posiada udziały w funduszach FIZAN (18% udziałów w REIA FIZAN oraz 15% w REIA II FIZAN) oraz jest w trakcie realizacji dwóch projektów: ArtN oraz Eurocentrum Hotel & Rezydencje o łącznej powierzchni GLA 85tys. mkw. Zwracamy uwagę, że dwie kluczowe inwestycje: kompleks biurowy Eurocentrum (GLA 85tys. mkw.) oraz Royal Wilanów (GLA 37tys. mkw.) są wyceniane w NAV odpowiednio PLN 3.74/akcję oraz PLN 1.68/akcję, co w sumie stanowi wartość bliską obecnej cenie rynkowej spółki. Przy zaraportowanym NAV spółki na poziomie PLN 9.07/akcję na koniec 4Q18, Capital Park obecnie wyceniany jest z ponad 40% dyskontem do wartości aktywów netto.

...pozwalający na generację ok. PLN 53m FFO w 2019E oraz PLN 46m w 2021E.

W 2018 r. Capital Park zaraportował NOI na poziomie PLN 109m (PLN 85m uwzględniając dekonsolidację funduszy REIA FIZAN i REIA II FIZAN). Dzięki rozwojowi portfela nieruchomości w ubiegłych latach, spółka zdołała zwiększać NOI w latach 2013-18 średniorocznie o 30%. Mając na uwadze harmonogram realizacji inwestycji, oczekujemy stabilizacji NOI w latach 2019-20 oraz znaczącego wzrostu w 2021 r. oraz latach kolejnych do ok. PLN 139m w 2022E.

Szacujemy, że zakończona inwestycja ArtN będzie generować NOI na poziomie ok. PLN 62m rocznie (przy jednoczesnym pozytywnym wpływie PLN 115m zysku z aktualizacji wyceny nieruchomości inwestycyjnych w latach 2019-21). Spółka szacuje docelowy NOI projektu Eurocentrum Hotel & Rezydencje (przy obecnych założeniach inwestycji) na ok. PLN 7m NOI, jednak na chwilę obecną w naszych prognozach nie uwzględniamy realizacji inwestycji ze względu na brak szczegółów dotyczących realizacji projektu.

Wykres 1: Capital Park – Prognoza FFO (PLN m)



Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Prognozujemy wzrost NAV z PLN 975m na koniec 2018 r. do PLN 1,096m na koniec 2021 r.

Obecnie Capital Park jest w trakcie realizacji projektu wielofunkcyjnego ArtN. W naszej ocenie realizacja inwestycji będzie w znaczącym stopniu wspierać rozwój NAV spółki w nadchodzących latach. Prognozujemy wzrost NAV spółki o 1% r/r w 2020E, o 4% r/r w 2020E oraz o 7% r/r w 2021E (w wyniku zakończenia realizacji projektu ArtN). Poniżej prezentujemy analizę wrażliwości wyceny GAV oraz zysku z aktualizacji wyceny projektu ArtN w latach 2019-21E na założenia dotyczące przeciętnej miesięcznej stawki czynszu oraz docelowej stopy kapitalizacji:

Tabela 2: Analiza wrażliwości wyceny GAV projektu ArtN (PLN m)

		Docelowa stopa kapitalizacji (%)				
		4.72%	4.97%	5.22%	5.47%	5.72%
Docelowa miesięczna stawka czynszu (EUR/mkw.)	16.0	1,164	1,105	1,053	1,004	961
	17.0	1,237	1,175	1,118	1,067	1,021
	18.0	1,310	1,244	1,184	1,130	1,081
	19.0	1,382	1,313	1,250	1,193	1,141
	20.0	1,455	1,382	1,316	1,256	1,201

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Tabela 3: Analiza wrażliwości zysku z rewaluacji projektu ArtN w 2019-21 (PLN m)

		Docelowa stopa kapitalizacji (%)				
		4.72%	4.97%	5.22%	5.47%	5.72%
Docelowa miesięczna stawka czynszu (EUR/mkw.)	16.0	95	36	-16	-65	-108
	17.0	168	106	49	-2	-48
	18.0	241	175	115	61	12
	19.0	313	244	181	124	72
	20.0	386	313	247	187	132

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Zwracamy uwagę, że czynnikiem wzrostu w kolejnych latach może być również projekt Eurocentrum Hotel & Rezydencje. Spółka posiada już pozwolenie na budowę inwestycji, jednak ze względu na brak szczegółów dotyczących realizacji inwestycji, na chwilę obecną nie uwzględniamy realizacji projektu w naszych prognozach. Poniżej prezentujemy analizę wrażliwości wyceny oraz zysku z rewaluacji projektu Eurocentrum Hotel & Rezydencje na założenia dotyczące przeciętnej miesięcznej stawki czynszu oraz docelowej stopy kapitalizacji (zakładając realizację hotelu z 217 pokojami oraz 390 apartamentów na wynajem).

Tabela 4: Analiza wrażliwości GAV projektu Eurocentrum Hotel & Rezydencje (PLN m)

		Docelowa stopa kapitalizacji (%)				
		5.25%	5.50%	5.75%	6.00%	6.25%
Docelowa miesięczna stawka czynszu (EUR/mkw.)	10.0	274	262	250	240	230
	11.0	302	288	275	264	253
	12.0	329	314	300	288	276
	13.0	356	340	325	312	299
	14.0	384	366	350	336	322

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Tabela 5: Analiza wrażliwości zysku z rewaluacji projektu Eurocentrum Hotel & Rezydencje (PLN m)

		Docelowa stopa kapitalizacji (%)				
		5.25%	5.50%	5.75%	6.00%	6.25%
Docelowa miesięczna stawka czynszu (EUR/mkw.)	10.0	25	13	1	-9	-19
	11.0	53	39	26	15	4
	12.0	80	65	51	39	27
	13.0	107	91	76	63	50
	14.0	135	117	101	87	73

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Potencjalna sprzedaż aktywów zmniejszy dyskonto do NAV...

Spółka w ostatnich latach rozwijała portfel inwestycji poprzez akwizycje oraz realizację własnych projektów inwestycyjnych. Ze względu na brak transakcji sprzedaży w latach poprzednich, w naszych prognozach nie zakładamy sprzedaży aktywów, zakładając oportunistyczne podejście spółki do tej kwestii. W naszej ocenie obecna koniunktura na rynku nieruchomości sprzyja transakcjom sprzedaży (szczególnie aktywny rynek w przypadku Warszawy). Zwracamy uwagę, że na koniec 1Q19 stopień komercjalizacji portfela nieruchomości zakończonych Capital Park kształtował się na poziomie 91%, zaś średni ważony okres najmu (WAULT) wynosił 4.8 roku. Według sprawozdania finansowego spółki, wycena projektów Eurocentrum Office Complex oraz

Royal Wilanów implikowały stopy kapitalizacji na poziomie odpowiednio 6.44% oraz 6.50%, podczas gdy według danych Cushman & Wakefield przeciętna stopa kapitalizacji dla projektu biurowego w Warszawie wynosiła ok. 4.75% w 1Q19 (niedawna transakcja sprzedaży udziałów w Warsaw Spire Tower m.in przez Madison implikowała stopę kapitalizacji ok. 5%).

Uwzględniając realizację projektu ArtN oczekujemy dalszego wzrostu wartości aktywów netto oraz wartości księgowej spółki. Na naszych prognozach spółka wyceniana jest z mnożnikiem P/NAV 0.58x w 2019r. oraz 0.52x w 2021r. W naszej ocenie potencjalna sprzedaż aktywów oraz generacja środków pieniężnych ze sprzedaży powinny skutkować zmniejszeniem dyskonta do wartości NAV w najbliższych latach (w naszej ocenie obecne dyskonto nie jest uzasadnione).

...oraz pozwoły na wypłatę dywidendy

W naszych prognozach nie zakładamy wypłaty dywidendy lub skupu akcji własnych w najbliższych latach. Jednakże zwracamy uwagę na strategię spółki na lata 2018-21, obejmującą maksymalizację przepływów gotówkowych z działalności operacyjnej FFO oraz stopniową dystrybucję środków pieniężnych do akcjonariuszy. W naszej ocenie potencjalna polityka dywidendowa będzie możliwe nie wcześniej niż po zakończeniu inwestycji ArtN, jednak potencjalna sprzedaż aktywów pozwoliłaby spółce na dodatkową generację środków pieniężnych oraz wypłatę dywidendy. Zwracamy jednak uwagę również na prowadzone przez spółkę poszukiwania kolejnych inwestycji.

Wycena z ponad 40% dyskontem do NAV. FV na poziomie PLN 8.50/akcję

Wyceniamy Capital Park w oparciu o metodę wartości aktywów netto (NAV) ustalając FV na poziomie PLN 8.50/akcję. Dodatkowo przedstawiamy wycenę mnożnikową (FV PLN 9.64/akcję), jednak ze względu na zróżnicowanie profilu oraz skali działalności spółek, nadajemy tej metodzie wagę 0%. Spółka obecnie wyceniana jest z ok. 40% dyskontem do 1Q19 NAV oraz ponad 40% dyskontem do spółek porównywalnych w oparciu o mnożnik P/BV.

Czynniki ryzyka

Jako główne czynniki ryzyka dla naszej wyceny oraz naszych prognoz wskazujemy na:

- **Ryzyko presji na stawki czynszu oraz stopy kapitalizacji.** Znacząca część portfela nieruchomości inwestycyjnych Capital Park zlokalizowana jest w Warszawie. Zwracamy uwagę, że zgodnie z harmonogramem realizowanych inwestycji, w latach 2019-21 planowane jest oddanie do użytkowania ok. 300tys. mkw. powierzchni biurowej w okolicy Ronda Daszyńskiego w Warszawie (okolice realizacji projektu ArtN). Wysoka podaż powierzchni biurowej może negatywnie wpłynąć na stawki czynszu oraz stopy kapitalizacji nieruchomości w tej okolicy.
- **Ryzyko opóźnień w realizacji inwestycji.** Capital Park jest obecnie w trakcie realizacji inwestycji ArtN oraz posiada Eurocentrum Hotel & Rezydencje w fazie planowania. Nasze prognozy obejmują jedynie realizację inwestycji ArtN, jednak ewentualne opóźnienia (kwestie pozwoleń administracyjnych, prace restauratorskie, opóźnienia w budowie itd.) generują ryzyko przesunięcia w czasie momentu rozpoznania zysku z inwestycji.
- **Ryzyko utraty najemców.** Potencjalne osłabienie otoczenia makroekonomicznego może skutkować utratą najemców w posiadanych projektach. Ewentualna utrata najemców biurowych oraz handlowych, jak również trudności w ich pozyskaniu skutkują niższym przychodem z najmu oraz negatywnie wpływają na wycenę nieruchomości. Dodatkowo niski stopień komercjalizacji inwestycji implikuje ograniczoną możliwość pozyskania finansowania bankowego oraz sprzedaży inwestycji.
- **Ryzyko wzrostu kosztów budowy.** Capital Park jest w trakcie realizacji inwestycji ArtN w Warszawie. Na koniec 4Q18 spółka szacowała pozostałe nakłady inwestycyjne na nieruchomość na poziomie PLN 685m (z czego wkład własny spółki wynosił PLN 38m). Przekroczenie zakładanego budżetu, jak również niedotrzymanie standardów jakości przez generalnych wykonawców może negatywnie wpłynąć na rentowność realizowanej inwestycji.

- **Ryzyko związane z wyceną oraz potencjalną sprzedażą nieruchomości.** Na koniec 4Q18 wartość nieruchomości inwestycyjnych stanowiła ponad 90% wartości aktywów spółki. Wskutek przyjęcia błędnych założeń dotyczących wyceny nieruchomości, wartość księgowa oraz wycena nieruchomości może się różnić od wartości rynkowej. Jednocześnie aktualizacja wartości nieruchomości związana ze zmianami koniunktury na rynku nieruchomości ma wpływ na wysokość raportowanych wyników finansowych.
- **Ryzyko kursowe.** Wycena nieruchomości inwestycyjnych oraz zobowiązań finansowych jest wrażliwa na wahania kursowe, w szczególności EUR/PLN (zawieranie umów czynszowych w EUR oraz finansowanie inwestycji kredytami denominowanymi w EUR, podczas gdy spółka raportuje wyniki finansowe w PLN). Spadek kursu EUR/PLN wpływa na niższe przychody z najmu oraz na spadek wyceny nieruchomości oraz niższą wartość zobowiązań finansowych.
- **Struktura akcjonariatu.** W marcu 2019 r. Madison International Realty LLC, inwestor działający na rynku nieruchomości, podpisał wstępną umowę nabycia pakietu kontrolnego 65.99% udziałów w Capital Park od Patron Capital Partners. W maju 2019 transakcja została sfinalizowana, zaś w lipcu 2019 Madison zwiększył zaangażowanie do 66% poprzez wezwanie. Madison International Realty posiada opcję zakupu pozostałych udziałów Patron Townsend S.a.r.l. (5.5% udziałów), jednak szczegóły nie zostały podane do informacji publicznej. Obecność nowego głównego akcjonariusza może wpłynąć na zmianę strategii oraz podejścia spółki np. w kwestii sprzedaży lub realizacji nowych inwestycji.

Wycena

Wyceniamy spółkę Capital Park w oparciu o wycenę Wartości Aktywów Netto (NAV) przypisując tej metodzie wagę 100% oraz o wycenę porównawczą (w celach prezentacyjnych z wagą 0%).

Tabela 6: Capital Park – Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Waga (%)	FV (PLN/akcję)
Wycena wartości aktywów netto (NAV)	100%	8.50
Wycena metodą porównawczą	0%	9.64
Wartość godziwa (FV)		8.50
Wartość rynkowa		5.44
Potencjał wzrostu/spadku		56%

Źródło: IPOPEMA Research

Wycena metodą wartości aktywów netto (NAV)

Wycenę metodą wartości aktywów netto opieramy o wartość godziwą nieruchomości inwestycyjnych oraz aktywów finansowych w latach prognozy pomniejszoną o wartość zobowiązań finansowych oraz odroczonego podatku dochodowego. Nasza wycena zakłada zakończenie realizacji projektu ArtN w 1Q21 (moment rozpoznania większości zysku z aktualizacji wartości inwestycji) oraz nie uwzględnia realizacji inwestycji Eurocentrum Hotel & Rezydencje (nieruchomość wyceniana po wartości gruntu). W oparciu o powyższe założenia wyceniamy Capital Park metodą NAV na PLN 8.50/akcję.

Tabela 7: Capital Park – Wycena metodą wartości aktywów netto (PLN m)

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
(+) Nieruchomości inwestycyjne	2,203.5	2,458.9	2,783.8	2,783.8	2,783.8
(+) Inwestycje w jednostki współkontrolowane	44.4	34.4	36.9	39.9	42.9
(+) Aktywa finansowe	22.8	22.8	22.8	22.8	22.8
(+) Środki pieniężne	157.7	152.1	118.2	161.6	215.7
(-) Zadłużenie długoterminowe	1,267.3	1,463.9	1,685.8	1,685.8	1,685.8
(-) Zadłużenie krótkoterminowe	43.4	43.4	43.4	43.4	43.4
(-) Rezerwa z tytułu odroczonego podatku	136.7	136.7	136.7	136.7	136.7
(-) Mniejszości	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= NAV (PLNm)	981.1	1,024.2	1,095.8	1,142.3	1,199.3
Liczba akcji (m)	108.3	108.3	108.3	108.3	108.3
NAV na akcję (PLN)	9.06	9.45	10.12	10.54	11.07
Współczynnik dyskontujący (%)	97%	91%	85%	79%	74%
Wartość bieżąca NAV na akcję (PLN)	8.8	8.6	8.6	8.4	8.2
Wartość godziwa na akcję (FV)	8.50				
Cena bieżąca (PLN)	5.44				
Potencjał wzrostu/spadku (%)	56.3%				

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Tabela 8: Capital Park – Wyliczenie WACC

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Stopa wolna od ryzyka (%)	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%
Beta zalewarowana (x)	2.0	2.1	2.2	2.2	2.1
Premia za ryzyko (%)	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Koszt kapitału własnego (%)	13.0%	13.5%	13.9%	13.6%	13.4%
Koszt długu (%)	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
Stopa opodatkowania (%)	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
Koszt długu po podatku (%)	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%
WACC (%)	7.1%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Tabela 9: Analiza wrażliwości wyceny NAV/akcję na stopę kapitalizacji oraz przeciętną stawkę czynszu (PLN)

	Stopa kapitalizacji (%)	Stopa kapitalizacji (%)				
		-5.0%	-2.5%	0.0%	+0.25	+0.50
Procentowa zmiana miesięcznej stawki czynszu (EUR/mkw.)	-0.50	8.91	8.41	7.96	7.54	7.16
	-0.25	9.20	8.69	8.23	7.81	7.41
	0.00	9.49	8.97	8.50	8.07	7.67
	0.25	9.78	9.26	8.78	8.33	7.92
	0.50	10.07	9.54	9.05	8.60	8.18
	0.75					

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Tabela 10: Analiza wrażliwości NAV/akcję na kurs EUR/PLN (PLN)

NAV/akcję	EUR/PLN (x)								
	4.00	4.05	4.10	4.15	4.20	4.25	4.30	4.35	4.40
	7.96	8.07	8.18	8.28	8.39	8.50	8.61	8.72	8.83

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Wycena metodą porównawczą

Wyceniamy Capital Park metodą porównawczą na PLN 9.64/akcję. Grupę porównawczą stanowi siedem spółek działających zarówno na polskim, jak również europejskim rynku nieruchomości. Ze względu na różną skalę działalności, profil portfela oraz obszar geograficzny działalności uważamy, że metoda ta nie jest optymalna dla wyceny Capital Park, dlatego nadajemy tej metodzie wagę 0%.

Tabela 11: Capital Park – wycena metodą porównawczą (PLN m)

Spółka	BBG Ticker	Cena (waluta lokalna)	Kapitalizacja (PLN m)	P/BV (x)		
				2019E	2020E	2021E
Echo Investment	ECH PW Equity	4.65	1,919	1.17	1.14	1.15
Globe Trade Centre	GTC PW Equity	9.56	4,642	1.00	0.96	0.94
Immofinanz AG	IIA AV Equity	24.12	11,621	0.88	0.86	0.83
CA Immobilien	CAI AV Equity	31.9	13,551	1.07	1.01	0.97
Unibail-Rodamco-Westfield	URW NA Equity	124.9	74,302	0.64	0.64	0.67
Atrium European Real Estate	ATRS AV Equity	3.69	5,995	0.77	0.78	0.78
S Immo	SPI AV Equity	20.1	5,783	1.13	1.07	1.03
Mediana				1.00	0.96	0.94
Capital Park	CPG PW Equity	5.44	589	0.57	0.55	0.51
Premia/dyskonto (%)				-43%	-43%	-45%
Implikowana wartość FV/akcję				9.47	9.53	9.91
Średnia implikowana FV/akcję (PLN)					9.64	

Źródło: Bloomberg, IPOPEMA Research

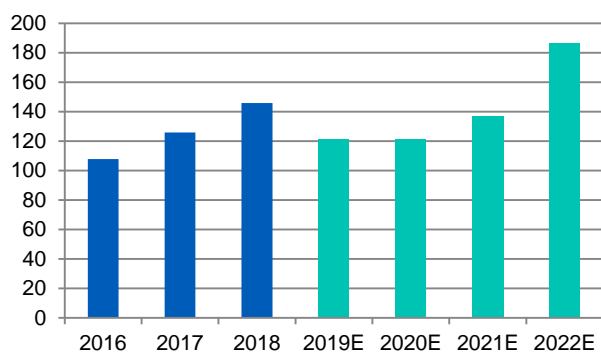
Prognozy finansowe

Oczekujemy porównywalnych r/r przychodów w 2019-20E oraz istotnej poprawy w kolejnych latach

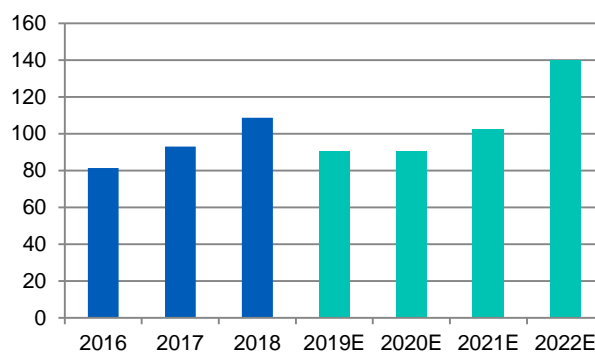
W 2018 r. Capital Park zaraportował wzrost przychodów o 16% r/r do PLN 145.8m (w 2018 spółka zakończyła m.in. realizację inwestycji Hampton by Hilton Old Town w Gdańsku – szacujemy roczny NOI na poziomie ok. PLN 6m). W 2019 r. zgodnie z IFRS 10, w wyniku rezygnacji osób powiązanych z Capital Park S.A. z funkcji członków zarządu w spółkach celowych REIA FIZAN oraz REIA II FIZAN, spółka utraciła kontrolę nad spółkami celowymi funduszy i od 1Q19 zaprzestała konsolidacji funduszy. W rezultacie od 1Q19 spółka prezentuje 18% udziałów w REIA FIZAN oraz 15% w REIA II FIZAN w „pozostałych aktywach finansowych w wartości godziwej”. Spółka szacuje przychody z wynajmu pro-forma po dekonsolidacji funduszy na poziomie PLN 117m oraz NOI w wysokości PLN 85m w 2018 r.

Ze względu na dekonsolidację funduszy oczekujemy spadku przychodów raportowanych o 17% r/r do PLN 121m w 2019 r. (vs. PLN 117m pro-forma) oraz stabilizacji na porównywalnym r/r poziomie w 2020 r. Z kolei wraz z zakończeniem realizacji projektu ArtN (zakładamy konsolidację wyników przez 1/4 roku w 2021 r.) prognozujemy wzrost przychodów o 13% r/r do PLN 137m w 2021 r. oraz o 36% r/r do PLN 187m w 2022 r.

Wykres 2: Capital Park – Prognoza przychodów (PLN m)



Wykres 3: Capital Park – Prognoza NOI (PLN m)



Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Oczekujemy pozytywnego wpływu aktualizacji wartości nieruchomości w 2020-21E

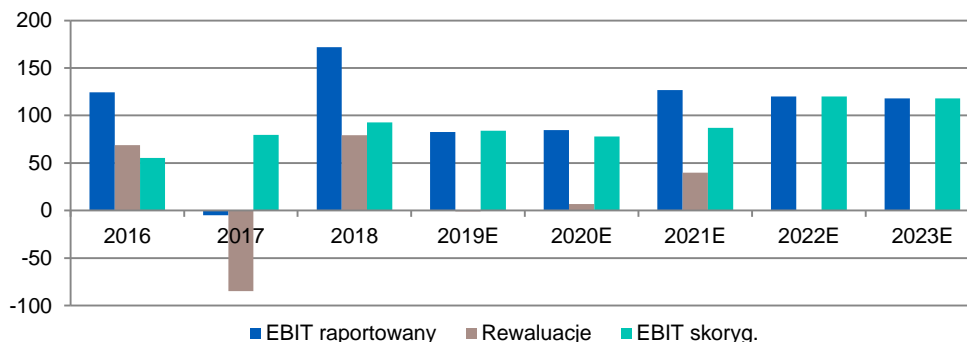
Wyniki finansowe raportowane przez Capital Park są w dużym stopniu uzależnione od wartości aktualizacji wartości nieruchomości oraz zobowiązań finansowych. Ponieważ walutą funkcjonalną i prezentacji Capital Park jest PLN, wahania EUR/PLN (przychody generowane w walucie EUR) mają wpływ na wycenę aktywów oraz zobowiązań, jak również wynik finansowy spółki (aktualizacja wyceny nieruchomości inwestycyjnych oraz pozostałe przychody i koszty finansowe).

Od początku 2019 r. kurs PLN odnotował osłabienie względem EUR w 2Q19, w związku z czym w naszych prognozach oczekujemy negatywnej rewaluacji ok. PLN 20m, w związku z różnicami kursowymi, która w istotnym stopniu zostanie skompensowana pozytywną rewaluacją na ArtN związaną z postępem prac w projekcie oraz zwiększaniem poziomu najmu (36% na koniec 1Q19). Jednocześnie zgodnie z harmonogramem realizacji inwestycji oczekujemy największego wpływ rewaluacji projektu ArtN w momencie przekazania inwestycji do użytkowania, tj. w 1H21.

Dodatkowo zwracamy uwagę na potencjalną sprzedaż aktywów. W naszych prognozach uwzględniamy jedynie sprzedaż inwestycji na Mazurach w 2Q19 nieznacznie powyżej wartości księgowej (wartość księgowa PLN 22m na koniec 1Q19). Ze względu na brak przesłanek, w naszych prognozach nie zakładamy kolejnych sprzedaży aktywów. W oparciu o powyższe założenia prognozujemy EBIT skoryg. o rewaluację na poziomie PLN 84m w 2019E, PLN 78m w

2020E oraz PLN 87m w 2021E (EBIT raportowany na poziomie odpowiednio PLN 83m, PLN 85m oraz PLN 127m).

Wykres 4: Capital Park – Prognoza zysku EBIT w latach 2013-2018 (PLN m)



Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Prognozujemy stabilizację skoryg. zysku netto na poziomie PLN 36-40m 2019-21E oraz wzrost do PLN 58m w 2022E

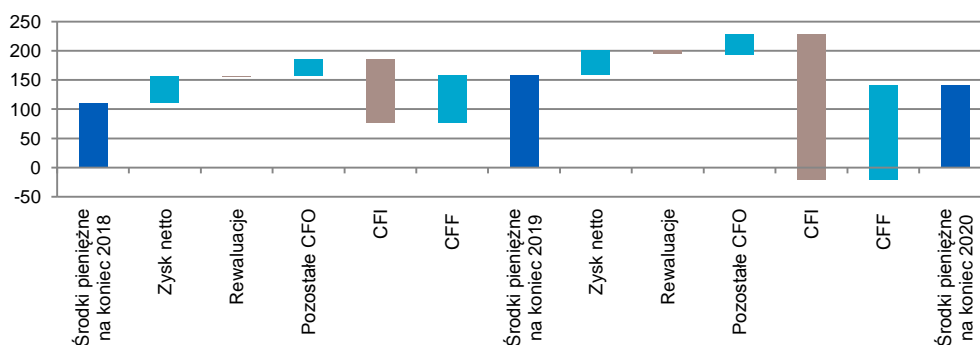
Prognozujemy zaraportowany zysk netto Capital Park w 2019 r. na poziomie PLN 46m oraz PLN 43m w 2020 r. (w porównaniu do PLN 85m w 2018 r.). Po pierwsze zwracamy uwagę na dekonsolidację funduszy FIZAN (wpływ PLN 28.6m na przychody oraz PLN 23.7m na NOI w 2018 r). Mając na uwadze stabilną sytuację w portfelu nieruchomości spółki w latach 2019-20, oczekujemy przychodów oraz NOI na porównywalnych poziomach do 2018 r. Z kolei ze względu na rosnące koszty SG&A (związane zarówno z realizacją inwestycji ArtN oraz potencjalną sprzedażą aktywów) oczekujemy nieznacznego spadku EBIT skoryg. do PLN 84m w 2019 r. oraz PLN 78m w 2020 r.

Przepływy pieniężne

Prognozujemy przepływy pieniężne z działalności operacyjnej na poziomie PLN 75m w 2019r. oraz PLN 71m w 2020r. W naszych prognozach zakładamy realizację wyłącznie projektu ArtN. Na koniec 2018r. wartość księgowa inwestycji ArtN kształtowała się na poziomie PLN 421m, podczas gdy pozostałe nakłady inwestycyjne spółka szacowała na PLN 685m (w tym PLN 38m wkład własny spółki oraz pozostała część finansowana kredytami bankowymi). W naszych prognozach zakładamy nakłady inwestycyjne na ArtN na poziomie PLN 117m w 2019r., PLN 247m w 2020r. oraz PLN 322m w 2021r.

Wraz z realizacją inwestycji oczekujemy zwiększania zadłużenia spółki. W rezultacie prognozujemy wzrost wskaźnika LTV z 55% na koniec 2018r. do 61% na koniec 2021r.

Wykres 5: Capital Park – Prognozy przepływów pieniężnych (PLN m)



Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Prognozy finansowe

Tabela 12: Capital Park – Prognozy finansowe (PLN m)

P&L	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
Przychody	107.7	125.8	145.8	121.0	121.3	136.7	186.5
Koszty bezpośrednio związane z nieruchomościami	-26.3	-32.7	-37.3	-30.7	-30.8	-34.5	-47.1
Zysk operacyjny netto	81.4	93.1	108.6	90.3	90.6	102.2	139.4
Koszty ogólnego zarządu	-10.6	-11.4	-8.4	-14.6	-11.1	-12.7	-14.6
Zysk z aktualizacji wyceny nieruchomości	68.9	-84.7	79.2	-1.1	6.8	39.8	0.0
Pozostałe przychody operacyjne (koszty) netto	-15.3	-1.9	-7.5	8.1	-1.6	-2.4	-4.6
EBITDA	124.8	-4.6	172.4	83.2	85.1	127.4	120.7
EBIT	124.4	-5.0	172.0	82.8	84.7	126.9	120.2
EBIT skoryg.*	55.5	79.8	92.8	83.8	77.9	87.1	120.2
Przychody finansowe (koszty) netto	-49.1	-37.9	-38.3	-32.7	-31.5	-34.3	-48.9
Pozostałe przychody i koszty finansowe	-42.0	46.7	-37.1	6.6	0.0	0.0	0.0
Zysk przed opodatkowaniem	33.3	3.8	96.5	56.7	53.2	92.6	71.3
Podatek dochodowy	-3.5	-25.8	-5.5	-10.8	-10.1	-17.6	-13.6
Mniejszości	5.3	-7.8	5.7	0.0	0.0	0.0	0.0
Zysk netto	24.5	-14.1	85.3	46.0	43.1	75.0	57.8
Zysk netto skoryg.*	-2.3	23.9	43.2	40.4	36.3	35.2	57.8
Zmiana y/y (%)	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
Przychody	48.9%	16.7%	16.0%	-17.1%	0.3%	12.7%	36.4%
EBIT skoryg.*	21.7%	43.6%	16.3%	-9.6%	-7.1%	11.8%	37.9%
Zysk netto skoryg.*	n.m.	n.m.	81.2%	-6.6%	-10.1%	-3.0%	64.0%
Wskaźniki rentowności (%)	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
Marża NOI	75.6%	74.0%	74.5%	74.7%	74.7%	74.8%	74.8%
Marża EBIT skoryg.*	51.5%	63.4%	63.6%	69.3%	64.2%	63.7%	64.4%
Marża netto skoryg.*	-2.2%	19.0%	29.6%	33.4%	29.9%	25.8%	31.0%
ROE	-0.2%	2.7%	4.7%	4.0%	3.5%	3.2%	4.9%
BILANS	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
Aktywa trwałe	2,155.4	2,248.6	2,420.4	2,276.1	2,531.3	2,858.7	2,861.8
Nieruchomości inwestycyjne	2,084.3	2,174.4	2,360.2	2,203.5	2,458.9	2,783.8	2,783.8
Inwestycje w jednostki współkontrolowane	44.7	42.7	54.2	44.4	44.2	46.7	49.7
Aktywa finansowe	0.0	0.0	0.0	22.1	22.1	22.1	22.1
Pozostałe aktywa trwałe	26.4	31.6	6.0	6.0	6.0	6.1	6.1
Aktywa obrotowe	186.4	227.2	149.5	198.4	182.9	153.2	210.5
Należności handlowe	10.4	11.9	16.1	16.8	16.9	19.0	25.9
Pozostałe aktywa obrotowe	19.5	22.0	23.1	23.9	23.9	26.1	33.3
Środki pieniężne	156.6	193.3	110.3	157.7	142.1	108.0	151.3
AKTYWA	2,341.8	2,475.9	2,569.9	2,474.5	2,714.2	3,011.9	3,072.3
Kapitały własne	898.6	881.6	974.9	1,020.8	1,063.9	1,138.9	1,196.7
Mniejszości	71.7	114.9	114.9	0.0	0.0	0.0	0.0
Zobowiązania długoterminowe	1,158.9	1,314.7	1,417.1	1,392.0	1,588.6	1,810.6	1,810.6
Kredyty i obligacje	1,048.1	1,166.8	1,282.2	1,262.1	1,458.7	1,680.7	1,680.7
Rezerwa z tytułu odroczonego podatku	100.4	132.3	110.0	104.9	104.9	104.9	104.9
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	10.3	15.6	24.9	24.9	24.9	24.9	24.9
Zobowiązania krótkoterminowe	212.6	164.6	63.0	61.6	61.7	62.4	65.0
Zobowiązania handlowe	11.4	16.6	7.6	6.3	6.3	7.1	9.6
Kredyty i obligacje	183.9	136.6	43.2	43.2	43.2	43.2	43.2
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	17.2	11.4	12.2	12.2	12.2	12.2	12.2
PASYWA	2,341.8	2,475.9	2,569.9	2,474.5	2,714.2	3,011.9	3,072.3
Dług netto (PLN m)	1086.5	1114.6	1220.4	1153.0	1365.1	1621.2	1577.9
Dług netto/kapitały własne (x)	1.21	1.26	1.25	1.13	1.28	1.42	1.32
LTV (%)	58%	58%	55%	58%	60%	61%	60%
NAV (PLN m)	889	889	975	981	1,024	1,095	1,142
RACHUNEK PRZEPIŁYWÓW PIENIĘŻNYCH	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
Przeptywy pieniężne z działalności operacyjnej	76.8	86.1	106.2	75.4	71.0	68.6	98.7
Zysk netto	24.5	-14.1	85.3	46.0	43.1	75.0	57.8
Rewaluacje	-26.8	38.0	-42.1	1.1	-6.8	-39.8	0.0
Amortyzacja	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
Zmiana w kapitale obrotowym netto	9.5	3.6	-13.2	-2.1	0.0	-1.4	-4.3
Pozostałe	69.2	58.2	75.8	30.0	34.3	34.2	44.7
Przeptywy pieniężne z działalności inwestycyjnej	-104.5	-89.0	-115.1	-108.7	-248.9	-288.2	-3.5
Zmiana wartości nieruchomości inwestycyjnych	-80.8	-174.8	-106.6	-117.9	-248.6	-285.2	0.0
Zmiana wartości jednostek współkontrolowanych	-14.0	2.0	-11.5	9.7	0.2	-2.5	-3.0
Pozostałe	-9.7	83.7	3.0	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5
Przeptywy pieniężne z działalności finansowej	70.7	39.7	-74.1	80.6	162.3	185.5	-51.9
Zmiana w kapitale własnym	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zmiana zadłużenia	142.8	95.2	-31.9	116.5	196.6	222.0	0.0
Dywidenda wypłacona	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Pozostałe	-72.1	-55.5	-42.3	-35.8	-34.3	-36.5	-51.9
Zmiana środków pieniężnych	42.9	36.8	-83.0	47.3	-15.6	-34.1	43.3
Środki pieniężne na początek okresu	113.6	156.6	193.3	110.3	157.7	142.1	108.0
Środki pieniężne na koniec okresu	156.6	193.3	110.3	157.7	142.1	108.0	151.3

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research, *dane skorygowane o rewaluacje

Model biznesowy

Historia spółki Capital Park

Capital Park jest inwestorem, deweloperem oraz zarządcą projektów nieruchomościowych na polskim rynku. Spółka została założona w 2003 r., a następnie rozwijała się poprzez zakupy oraz realizację własnych projektów inwestycyjnych. W latach 2007-2009 spółka nabyła inwestycję Eurocentrum w Warszawie, która składała się z wybudowanego budynku biurowego Alfa oraz gruntów pozwalających na realizację kolejnych trzech budynków biurowych (Beta i Gamma oddane do użytkowania w 2014r. oraz Dela w 2016 r.). Następnie portfel nieruchomości Capital Park został powiększony dzięki realizacji inwestycji Royal Wilanów w 2015 r., Gdańsk Zaspą w 2016 r. oraz Hampton by Hilton Old Town Gdańsk w 2018 r. Dodatkowo w oparciu o posiadane inwestycje, Capital Park utworzył nieruchomościowy fundusz dywidendowy REIA FIZAN w 2013r. (39 nieruchomości zlokalizowane w 26 miastach Polski) oraz REIA II FIZAN w 2017 r. (8 inwestycji w sześciu miastach).

Rysunek 1: Portfel zakończonych nieruchomości inwestycyjnych



Rysunek 2: Portfel projektów w REIA FIZAN



Rysunek 3: Portfel nieruchomości w REIA II FIZAN

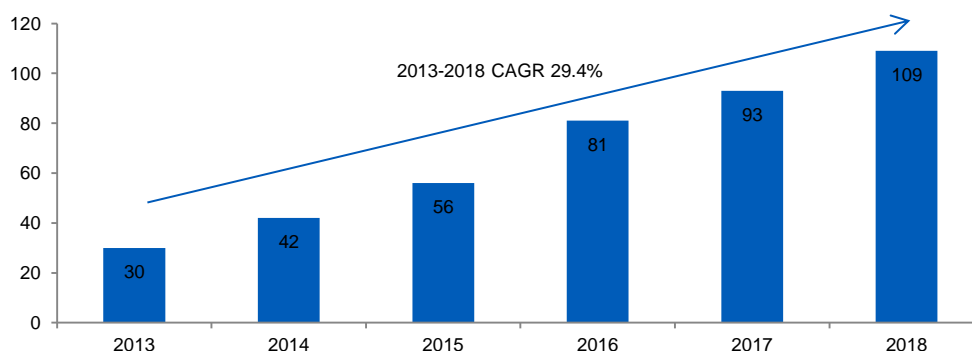


Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Wzrost wartości NOI poprzez realizację inwestycji

Wskutek realizacji nieruchomości inwestycyjnych Capital Park zwiększył zysk operacyjny netto (NOI) z PLN 30m w 2013 r. do blisko PLN 110m w 2018 r., co implikuje 2013-18 CAGR na poziomie blisko 30%. Oczekujemy, że wraz z realizacją kolejnych inwestycji w najbliższych latach (projekty ArtN oraz Eurocentrum Hotel & Rezydencje) spółka będzie w stanie w dalszym ciągu zwiększać wartość generowanego NOI. Przypominamy, że zgodnie ze strategią spółki do 2021 r., Capital Park planuje zwiększyć NAV spółki o ok. 20% w porównaniu do 2018 r. oraz podwoić wartość generowanego NOI.

Wykres 6: Rozwój NOI w latach 2013-2018 (PLNm)



Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Tabela 13: Rozwój NOI w latach 2013-2018 (PLN m)

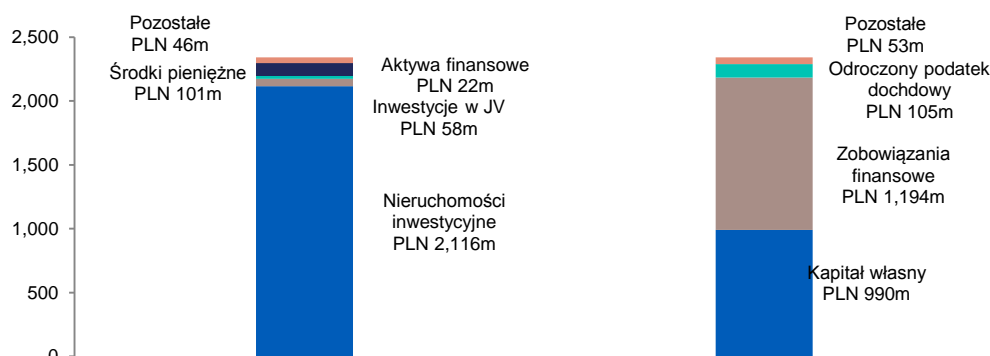
Rok	NOI (PLN m)	Zmiana y/y (%)	Szczegóły
2013	30		Utworzenie REIA FIZ IPO na GPW (emisja blisko 21m akcji po PLN 6.5/akcję)
2014	42	+40%	Ukończenie Vis a Vis Łódź Ukończenie Eurocentrum Beta Gamma
2015	56	+33%	Ukończenie Royal Wilanów
2016	81	+45%	Zakończenie przebudowy Galerii Zaspą Ukończenie Eurocentrum Delta
2017	93	+15%	Utworzenie REIA II FIZ Rozpoczęcie budowy ArtN
2018	109	+17%	Otwarcie Hampton by Hilton Old Town Gdańsk Ukończenie II etapu Rezydencje Pałacowe Otwarcie Vis a Vis Wilanów

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Portfel z ekspozycją na warszawski rynek nieruchomości

Na koniec 2018 roku Capital Park zarządzał portfelem nieruchomości inwestycyjnych o całkowitym GLA 304tys. mkw. oraz wartości księgowej PLN 2.6mld. Spółka prowadzi działalność wyłącznie na polskim rynku nieruchomościowym, przy czym większość portfela (78%) zlokalizowane jest w Warszawie. W oparciu o skonsolidowane sprawozdanie finansowe na koniec 2018 roku, 60% wartości aktywów stanowiły nieruchomości zakończone (PLN 1,546m), 20% nieruchomości w trakcie realizacji (ArtN oraz Eurocentrum Hotel & Rezydencje o wartości księgowej PLN 502m) oraz 2% inwestycje w JV (PLN 54m).

Wykres 7: Struktura bilansu na koniec 2018 r.



Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Obecna wycena spółki implikuje ponad 40% dyskonto do NAV

Na koniec 2018 r. Capital Park zaraportował NAV na poziomie PLN 975m (PLN 9.07/akcję). Zwracamy uwagę, że wycena NAV wyłącznie dwóch kluczowych aktywów spółki: Eurocentrum Office Complex oraz Royal Wilanów jest obecnie zbliżona do kapitalizacji spółki (odpowiednio PLN 3.74/akcję oraz PLN 1.68/akcję).

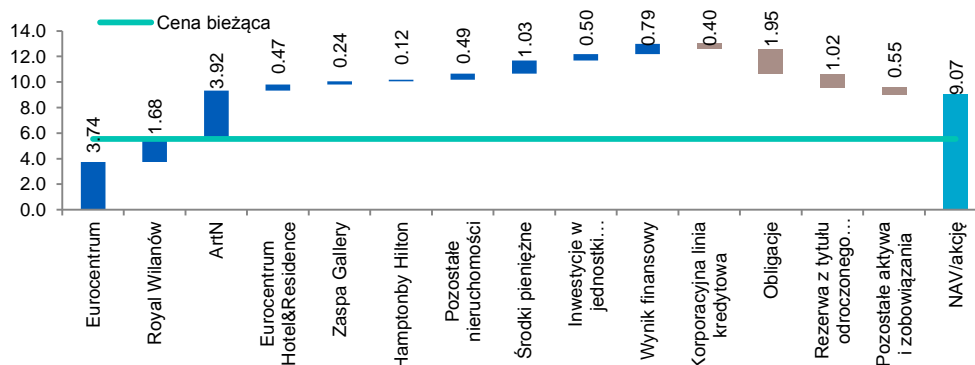
Głównym czynnikiem wzrostu NAV w najbliższych latach jest realizacja projektu ArtN. Na koniec 2018 r. spółka szacowała pozostałe nakłady inwestycyjne na zakończenie inwestycji na poziomie PLN 685m, z czego jedynie PLN 38m stanowi wkład własny spółki, zaś pozostała część zostanie sfinansowana kredytami bankowymi. Wartość NAV projektu ArtN na koniec 4Q18 stanowiła PLN 3.92/akcję (PLN 421m), jednak zgodnie z naszymi prognozami oczekujemy zysku z aktualizacji wyceny nieruchomości na poziomie ok. PLN 115m w latach 2019-21E (blisko PLN 1.0/akcję).

Tabela 14: Wartość aktywów netto na koniec 2018 r. (PLN m)

+	GAV PLN 1,546m	Inwestycje zakończone (GLA 147tys. mkw; komercjalizacja 91%; WAULT 4.9 lat)
+	GAV PLN 471m	Inwestycje w budowie I przygotowaniu (GLA 95tys. mkw; przednajem 25%; PLN 882 nakłady do poniesienia po 2018)
+	GAV PLN 31m	Pozostałe 4 projekty (GLA 506 mkw.)
-	PLN 896m	Zadłużenie finansowe
=	PLN 1,152m	Wartość nieruchomości netto
+	NAV PLN 54m	Udział w JV
+	NAV PLN 24m	Udział w funduszach FIZAN
-	PLN 255m	Pozostałe aktywa I zobowiązania bilansowe, w tym dług na poziomie jedn. dominującej
=	PLN 975m	Wartość aktywów netto

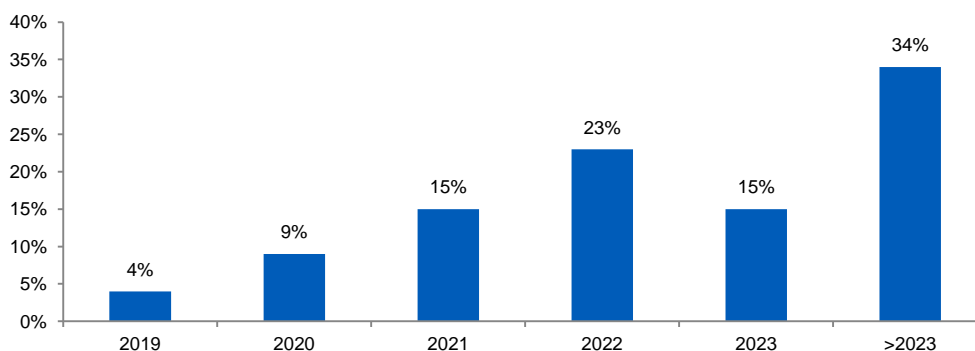
Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Wykres 8: Składniki NAV na akcję (PLN)



Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Wykres 9: Średnioważony okres trwania umów najmu w projektach ukończonych (przeciętnie 4.8 lat na koniec 4Q18)

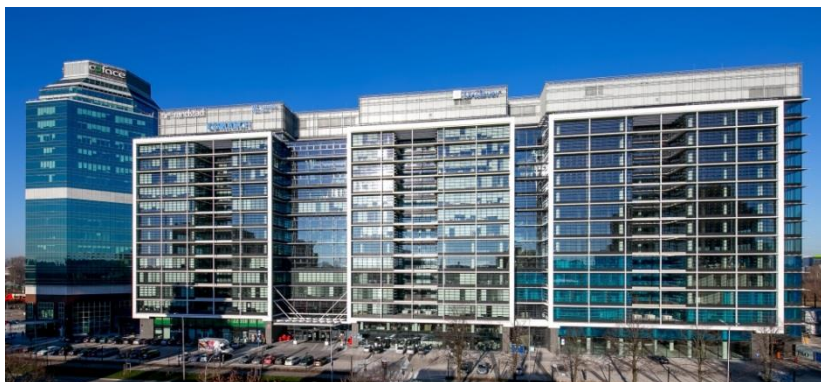


Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Inwestycje zakończone

Na koniec 2018 Capital Park posiadał portfel nieruchomości inwestycyjnych o wartości księgowej PLN 1,546m, stanowiących blisko 80% wartości całkowitej aktywów, z czego 78% zlokalizowane było w Warszawie.

Rysunek 4: Projekt Eurocentrum



Rysunek 5: Royal Wilanów



Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Rysunek 6: Galeria ZaspA



Rysunek 7: Hampton by Hilton



Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Tabela 15: Portfel nieruchomości zakończonych na koniec 2018 r. (PLN)

Projekt	Miasto	GLA (mkw.)	Komercjalizacja (%)	Docelowy NOI (PLN m)	Yield (%)	Wartość docelowa (PLN m)	Wartość księgową (PLN m)	Dług (PLN m)
Eurocentrum Office Complex	Warszawa	85,000	90%	60	6.44%	937	913	511
Royal Wilanów	Warszawa	37,000	95%	29	6.50%	442	437	256
Gdańska ZaspA	Gdańsk	9,000	93%	5	7.75%	65	65	5
Hampton by Hilton Gdańsk	Gdańsk	7,000	100%	5	8.50%	64	64	5
Vis-à-vis Łódź	Łódź	6,000	98%	3	8.00%	34	34	3
Belgradzka Warszawa	Warszawa	3,000	26%	2	7.25%	27	27	2
Aleja KEN Warszawa	Warszawa	300	100%	0	7.25%	5	5	0
Kraśńskiego Bydgoszcz	Bydgoszcz	173	100%	0	7.25%	1	1	0

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

- **Eurocentrum** (Warszawa, Al. Jerozolimskie) to kompleks biurowy klasy A składający się z czterech budynków biurowych o łącznej powierzchni GLA 85tys. mkw. Wartość księgową inwestycji wynosiła PLN 913m na koniec 2018 r. (blisko 36% wartości aktywów), przy zadłużeniu na poziomie PLN 511m (co implikuje NAV w wysokości PLN 402m). Pierwszy budynek biurowy Alfa (GLA 14tys. mkw wynajęte w 86% na koniec 1Q19) został oddany do użytku w 2002 roku oraz kupiony przez Capital Park w marcu 2007 r. Drugi etap inwestycji (budynki Beta i Gamma) zakończony w 2Q14 oferuje powierzchnię GLA na poziomie 45tys. mkw (poziom komercjalizacji 97% na koniec 1Q19). W 1Q16 Capital Park zakończył realizację ostatniego etapu kompleksu – biurowiec Delta o powierzchni GLA

27tys. mkw. (poziom komercjalizacji 86% na koniec 1Q19). Obecnie spółka posiada dodatkowo grunt umożliwiający realizację inwestycji hotelowo-apartamentowej.

- **Royal Wilanów** (Warszawa). Realizacja budynku biurowego (o powierzchni GLA 29.8tys. mkw. powierzchni biurowej oraz 6.9tys. mkw. powierzchni handlowej) została zakończona w sierpniu 2015 r. (stopień komercjalizacji 96% na koniec 1Q19). Na koniec 4Q18 wartość księgowa nieruchomości wynosiła PLN 437m przy zadłużeniu projektowym na poziomie PLN 256m (NAV w wysokości PLN 181m).
- **Galeria Zasp**a (Gdańsk). Budynek został zmodernizowany w ramach wspólnego przedsięwzięcia Capital Park oraz Akron oraz oddany do użytkowania w kwietniu 2016 r. W 2017 r. Capital Park dokonał zakupu pozostałych udziałów i obecnie jest jedynym właścicielem nieruchomości. Obiekt oferuje powierzchnię 8.8tys. mkw., które były wynajęte w 93% na koniec 1Q19. Głównymi najemcami centrum handlowego są: Intermarche, Euro RTV AGD, Calypso Fitness, Pepco, KiK, Rossmann. Na koniec 4Q18 wartość księgowa wynosiła PLN 65m przy zadłużeniu projektowym PLN 39m, implikując NAV PLN 26m.
- **Hampton by Hilton Old Town Gdańsk** (Gdańsk). Inwestycja hotelowo-handlowa obejmuje powierzchnię 6.4tys. mkw. wynajęte hotelowi Hampton by Hilton Old Town Gdańsk (174 pokoje) oraz 656 mkw. powierzchni handlowej. Realizacja inwestycji została zakończona w czerwcu 2018r. Na koniec 2018 wartość księgowa nieruchomości wynosiła PLN 64m przy zadłużeniu projektowym PLN 51m (implikując NAV na poziomie PLN 13m).
- **Vis a Vis** (Łódź). Realizacja projektu handlowego została zakończona w grudniu 2014 r. Inwestycja oferuje 5,711 mkw. powierzchni GLA wynajętej w 98% na koniec 1Q19. Do kluczowych najemców należą: Pepco, Rossmann, Euro Apteka. Na koniec 4Q18 wartość księgowa inwestycji wynosiła PLN 34m przy zadłużeniu projektowym na poziomie PLN 26m (NAV w wysokości PLN 8m).
- Dodatkowo portfel inwestycji zakończonych obejmuje: projekt handlowy **Belgradzka** w Warszawie (3tys. mkw. GLA), projekt **KEN** w Warszawie (300 mkw. GLA) oraz **Rubiny Dom** w Bydgoszczy (173 mkw. GLA) o łącznej wartości księgowej PLN 33m oraz zadłużeniu projektowym PLN 19m.

Inwestycje w realizacji

Na koniec 4Q18 spółka posiadała projekty w realizacji o wartości księgowej PLN 502m w większości przypisanej projektowi ArtN.

Rysunek 8: ArtN



Rysunek 9: Eurocentrum Hotel & Rezydencje



Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

- **ArtN** (Warszawa). Capital Park rozpoczął realizację projektu Art Norblin pod koniec 2017 roku, zaś zakończenie realizacji inwestycji zaplanowane jest na 1Q21. Projekt zlokalizowany jest na terenie dawnej fabryki Norblin. Docelowo projekt będzie oferować blisko 40tys. mkw. powierzchni biurowej oraz około 27tys. mkw. powierzchni handlowo-usługowej (restauracje, kluby z muzyką, centrum gier i rozrywki, kino oraz BioBazar z ekologiczną żywnością). Realizacja inwestycji obejmuje konserwację oraz restaurację terenu po dawnej fabryce Norblina przy ulicy Żelaznej w Warszawie (okolice Ronda

Daszyńskiego). Łączny koszt realizacji inwestycji szacowany jest na około PLN 1mld, z czego ok. 67% sfinansowane zostanie kredytami udzielonymi przez Bank Pekao S.A. (EUR 99.3m) oraz Europejski Bank Inwestycyjny (EUR 60m). Na koniec 4Q18 wartość księgowa nieruchomości kształtowała się na poziomie PLN 421m, podczas gdy wartość nakładów inwestycyjnych do poniesienia wynosiła PLN 685m (w tym wkład własny Capital Park w wysokości PLN 38m). Na koniec 4Q18 projekt był skomercjalizowany umowami wstępnymi w 21%, zaś na koniec 1Q19 wartość ta wzrosła do 36%.

- **Eurocentrum Hotel & Rezydencje** (Warszawa). Capital Park planuje realizację wielofunkcyjnego projektu o powierzchni GLA 28tys. mkw. oferującego 217 pokoi hotelowych oraz około 390 apartamentów na wynajem. Spółka planuje rozpoczęcie inwestycji w 2H19/1H20 (spółka posiada pozwolenie na budowę). Ze względu na brak zdefiniowanego terminu realizacji inwestycji nasze prognozy nie obejmują realizacji tej inwestycji.
- Dodatkowo spółka posiada cztery inwestycje o łącznej wartości księgowej PLN 31m, z czego większość dotyczy gruntu na Mazurach (projekt o wartości księgowej PLN 22m został sprzedany w 2Q19) oraz grunt w Unieściu (wartość księgowa ok. PLN 8m).

Projekty JV

- **ETC Swarzędz** (Swarzędz). Projekt został zmodernizowany w 2016 r. w ramach wspólnego przedsięwzięcia Capital Park (60% udziałów) oraz Akron Group (40% udziałów). Nieruchomość oferuje powierzchnię GLA ponad 20tys. mkw., które była skomercjalizowana w 88% na koniec 2018 r. Do kluczowych najemców należą: Intermarche, Reserved, Euro RTV AGD, CCC, Deichmann, Rossmann itd. (łącznie 80 najemców). Na koniec 2018 r. wartość księgowa nieruchomości wynosiła PLN 150m przy zadłużeniu projektowym PLN 120m.
- **Vis a Vis Wilanów** (Warszawa). Centrum handlowe zostało oddane do użytkowania w grudniu 2018r. oraz zrealizowane w ramach wspólnego przedsięwzięcia Real Management S.A. oraz Capital Park (spółka posiada 50% udziałów w kapitale zakładowym oraz 64% udziałów w zyskach spółki celowej). Powierzchnia GLA inwestycji wynosi 4,200mkw., zaś stopień komercjalizacji kształtował się na poziomie 93% na koniec 2018 r. (do kluczowych najemców należą: Decathlon, HEBE, Euro RTV AGD). Wartość księgowa nieruchomości na koniec 2018 r. wynosiła PLN 40m, zaś zadłużenie projektowe PLN 15m.
- **Rezydencja Pałacowa** (Warszawa). Projekt został zrealizowany w ramach wspólnego przedsięwzięcia z Real Management S.A. (Capital Park posiada 50% udziałów w kapitale zakładowym oraz 64% udziałów w zyskach spółki celowej). Całość projektu obejmowała 48 domów zrealizowanych w dwóch etapach (w 2013 r. i 2018 r.). Na koniec 2018 r. spółka posiadała 9 domów w ofercie.

Udziały w Funduszach Inwestycyjnych Zamkniętych

W czerwcu 2013 Capital Park utworzył fundusz dywidendowy Real Estate Income Assets FIZAN (REIA FIZAN). Od 2013 skumulowany zwrot dla inwestorów obejmujący wypłatę dywidendy wyniósł 31% na koniec 2018 r. Fundusz zarządza 39 inwestycjami w 26 miastach Polski. Capital Park posiada 18% udział w funduszu, co implikuje wartość aktywów netto przypisanych do spółki na poziomie PLN 14m na koniec 2018 r.

W grudniu 2016 r. Capital Park utworzył kolejny fundusz REIA II FIZAN zarządzający portfelem ośmiu nieruchomości w 6 miastach Polski. Spółka posiada 15% udziałów w funduszu, co implikuje wartość NAV przypisaną do Capital Park w wysokości PLN 10m na koniec 2018 r. Skumulowany zwrot dla inwestorów obejmujący wypłatę dywidendy wyniósł 11% na koniec 2018 r.

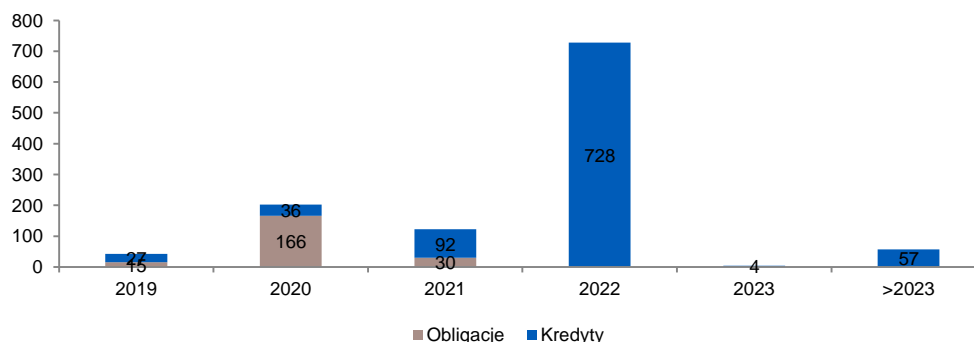
Zgodnie z MSSF10 w 2019 r. Capital Park utracił kontrolę nad spółkami celowymi funduszy, w wyniku czego począwszy od 01.01.2019 spółka zaprzestała konsolidacji funduszy oraz wchodzących w ich skład spółek celowych, zaś wartość certyfikatów ujmowana będzie w pozycji „pozostałe aktywa finansowe w wartości godziwej”.

Struktura bilansu

Na koniec 1Q19 Capital Park posiadał zadłużenie brutto na poziomie PLN 1,194m oraz środki pieniężne w wysokości PLN 101m (wskaźnik dług netto/aktywa na poziomie 0.47x oraz dług netto/kapitały własne 1.1x). Przeciętny koszt długu spółki kształtował się na poziomie 2.89%. Zwracamy uwagę, że znaczącą część zadłużenia spółki stanowią kredyty projektowe (78%), zaś resztę obligacje (18%) oraz kredyty wielocelowe (4%).

Szacujemy, że wskaźnik LTV kształtował się na poziomie ok. 55% na koniec 2018 r. Jednak wraz z postępowaniem prac budowlanych w inwestycji ArtN (finansowanie z kredytów bankowych) oczekujemy wzrostu wskaźnika do 60-61% na koniec 2021 r.

Wykres 10: Zapadalność długu (PLN m)



Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Strategia na lata 2018-2021

Poniżej prezentujemy główne założenia strategii Capital Park na lata 2018-21:

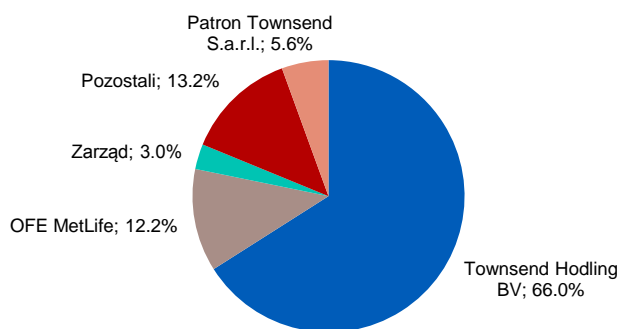
- **Wynajem pozostałej wolnej powierzchni w projektach ukończonych** – na koniec 1Q19 stopień komercjalizacji inwestycji zakończonych kształtował się na poziomie 91%.
- **Zakończenie budowy oraz komercjalizacja projektów deweloperskich** – Spółka obecnie jest w trakcie realizacji projektu ArtN, którego zakończenie zaplanowane jest na 1Q19 (umowy przednajmu na poziomie 36% na koniec 1Q19).
- **Podwojenie NOI w odniesieniu do wartości z 2017 r.** – W 2017 r. spółka zaraportowała NOI na poziomie PLN 93m (uwzględniając konsolidację FIZAN, które w 2018 r. wygenerowały NOI na poziomie PLN 24m). Wraz z oddaniem do użytkowania projektu ArtN oczekujemy wzrostu NOI do PLN 103m w 2021 r. (konsolidacja wyników projektu przez jeden kwartał) oraz PLN 141m w 2022.
- **Potencjalna częściowa sprzedaż aktywów** – Spółka nie wyklucza sprzedaży aktywów, jednak do transakcji podchodzi oportunistycznie.
- **Dystrybucja środków do akcjonariuszy** – Spółka nie zakłada wypłaty dywidendy wcześniej, niż po ukończeniu realizacji projektu ArtN oraz stabilizacji wyników. Zwracamy jednak uwagę, że ewentualna sprzedaż aktywów może skutkować wypłatą części wpływu środków pieniężnych w formie dywidendy.
- **Zwiększenie skali zarządzanych aktywów** – Spółka analizuje zarówno akwizycje, jak również dalszą rozbudowę portfela (w tym również poprzez realizację inwestycji w JV).

Struktura akcjonariatu

W marcu 2019r. Madison International Realty LLC, inwestor działający na rynku nieruchomości, podpisał wstępną umowę nabycia pakietu kontrolnego 65.99% udziałów w Capital Park of Patron Capital Partners. W maju 2019 r. transakcja została sfinalizowana, zaś w lipcu 2019 r. Madison zwiększył zaangażowanie do 66% poprzez wezwanie na 557tys. akcji po PLN 5.74/akcję. Madison International Realty posiada opcję zakupu pozostałych udział Patron

Townsend S.a.r.l. (5.5% udziałów), jednak szczegóły nie zostały podane do informacji publicznej. Obecność nowego głównego akcjonariusza może wpłynąć na zmianę strategii oraz podejścia spółki np. w kwestii sprzedaży lub realizacji nowych inwestycji.

Wykres 11: Struktura akcjonariatu



Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Otoczenie rynkowe

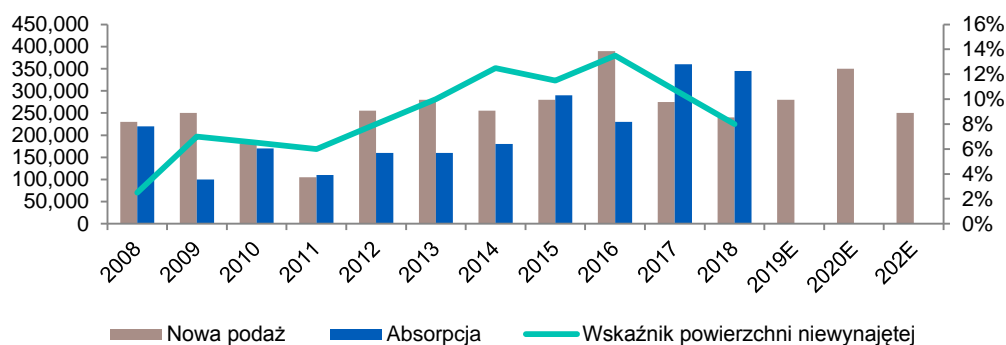
Rynek biurowy w Warszawie

Portfel nieruchomości Capital Park obejmuje inwestycje zlokalizowane w Polsce, z czego 78% stanowią inwestycje zlokalizowane w Warszawie. Pozostała część portfela zlokalizowana jest w Gdańsku, Łodzi oraz Swarzędzu, podczas gdy oba fundusze FIZAN zarządzają 47 nieruchomościami zlokalizowanymi w 29 miastach.

Według danych Cushman & Wakefield na koniec 2018 r. powierzchnia nieruchomości biurowych w Warszawie wyniosła 5.46m mkw., przy czym nowa podaż powierzchni w 2018 r. kształtowała się na poziomie 233tys. mkw. (ok. 53% nowej powierzchni w strefie centralnej), zaś dodatkowe 830tys. mkw. była w trakcie realizacji na koniec 4Q18. W rezultacie według CBRE, całkowita powierzchnia nieruchomości biurowych wzrośnie do ponad 6.5m mkw. na koniec 2021 r.

W 2018 r. absorpcja netto w Warszawie wyniosła 348tys. mkw. (-7% r/r). Zarówno w 2017 r., jak i 2018 r. absorpcja netto przewyższała podaż nowej powierzchni biurowej, w wyniku czego wskaźnik pustostanów zmalał z 14% w 2016 r. do 8.7% na koniec 2018 r. (ok. 473tys. mkw). Knight Frank szacuje popyt na powierzchnię biurową na poziomie ok. 858tys. mkw. (w zestawieniu z 830tys. mkw. w budowie). Mając na uwadze wstępne umowy najmu oraz wysoki poziom absorpcji netto (ponad 30% powierzchni w trakcie realizacji jest objęta wstępnymi umowami najmu), analitycy CBRE oczekują dalszego spadku poziomu pustostanów w najbliższych kwartałach.

Wykres 12: Absorpcja, podaż oraz wskaźnik pustostanów w Warszawie



Źródło: Knight Frank, IPOPEMA Research

Według danych Cushman&Wakefield przeciętna miesięczna stawka czynszu w Warszawie ustabilizowała się na poziomie EUR 23.75/mkw (porównywalnie r/r oraz spadek o 1% rocznie w ciągu ostatnich 5 lat). CBRE oczekuje dalszej stabilizacji przeciętnej miesięcznej stawki czynszu na poziomie EUR 24/mkw w lokalizacjach centralnych oraz ok. EUR 15.5/mkw. poza centrum. Ponieważ w 2019 r. oczekiwany jest również niski poziom nowej podaży powierzchni biurowej, oczekiwany jest dalszy spadek poziomów pustostanów. W naszej ocenie sytuacja może ulec zmianie nie wcześniej niż w 2020 r. kiedy istotna część projektów będzie oddawana do użytkowania. Zwracamy jednak uwagę, że ze względu na lokalizację, jak również charakter inwestycji, nowa podaż powierzchni biurowej nie stanowi bezpośredniej konkurencji dla projektów biurowych Capital Park.

Tabela 16: Wybrane projekty biurowe w trakcie realizacji w Warszawie

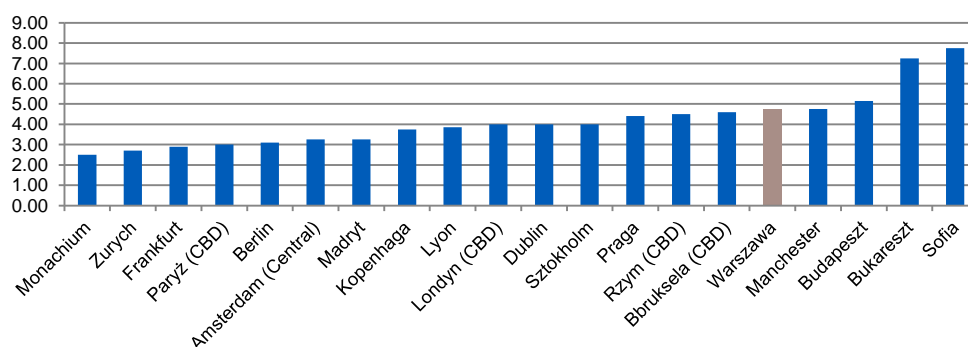
Projekt	Lokalizacja	GLA (mkw.)	Zakończenie	Developer
Varso Place	CBD	114,000	2021	HB Reavis
Widok Tower	CBD	31,000	3Q20	S+B Gruppe AG
Mennica Legacy Tower	Centrum	65,000	3Q19	Golub GetHouse
Skyliner	Centrum	43,600	2Q20	Karimpol
The Hub	Centrum	75,000	1Q20	Ghelamco
Generation Park	Centrum	84,000	3Q19/1Q21	Skanska

Warsaw Unit	Centrum	57,000	2021	Ghelamco
Towarowa 22	Centrum	60,700	n/a	Echo Investment
Central Point	Centrum	18,000	2Q21	Immobel Poland
Browary Warszawskie	Centrum	44,900	3Q20	Echo Investment
Lixa 1 A&B	Centrum	28,000	2022	Yareal Polska
Chmielna 89	Centrum	25,000	4Q19	Cavatina Holding
Forest	Północ	82,000	2021	HB Reavis
Wola Retro	Północ	24,500	3Q19	LC Corp
Bolero Office Point II	Aleje Jerozolimskie	14,000	4Q19	Real Management
The Park 6	Aleje Jerozolimskie	11,000	3Q19	White Star Real Estate
Libra Business Centre II	Aleje Jerozolimskie	9,000	3Q19	Mermaid Capital
Moje Miejsce I	Mokotów	18,700	3Q19	Echo Investment
Moje Miejsce II	Mokotów	16,900	3Q20	Echo Investment
Biurowiec DSV	Służewiec	30,000	1Q20	DSV International Shared Services
Planowane				
Liberty	Północ	30,000	2021	Green Property Group
Spark	Centrum	70,000	n/a	Skanska

Źródło: Cushman&Wakefield, KnightFrank, JLL, IPOPEMA Research

C&W szacuje, że wartość transakcji na rynku biurowym w Warszawie wyniosła rekordowe EUR 1.7bn w 2018 r. (wartość dotyczy 28 transakcji). Według Walter Herz, ok. 42% transakcji związana była z projektami handlowymi, 40% z projektami biurowymi, zaś pozostałe 16% z projektami przemysłowymi i 2% z projektami hotelowymi. W ciągu ostatnich lat rynek polski wciąż pozostawał atrakcyjny dla funduszy z Niemiec, Austrii, jak również z Południowej Afryki, Korei Południowej, Singapuru oraz Stanów Zjednoczonych.

Wykres 13: Stopa kapitalizacji nieruchomości biurowych w Warszawie na tle innych miast europejskich na koniec 4Q18 (%)



Źródło: Cushman&Wakefield, KnightFrank, JLL, IPOPEMA Research

Mając na uwadze powyższe, uważamy że warszawski rynek nieruchomości biurowych wciąż posiada atrakcyjne perspektywy w najbliższych latach. Oczekujemy, że pustostany pozostaną na niskich poziomach szczególnie w centralnych lokalizacjach (dzięki stabilnemu popytowi wspieranemu transferem firm do lokalizacji bardziej centralnych), podczas gdy oczekujemy przejściowej presji na stawki czynszowe w związku z planowanymi przekazaniem do użytkowania powierzchni biurowych w latach 2020-21. Jednocześnie zwracamy uwagę, że atrakcyjna koniunktura na rynku nieruchomościowym stwarza korzystne warunki dla sprzedaży aktywów przez Capital Park w nadchodzących kwartałach.

Niniejszy raport analityczny („Raport”) został przygotowany przez: IPOPEMA Securities S.A w ramach Pilotażowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie („Program”) na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A („GPW”). Szczegółowe informacje o Programie dostępne są na stronie internetowej GPW pod adresem <https://www.gpw.pl/gpwwa>. Prawa autorskie do Raportu przysługują GPW. Z tytułu przygotowania Raportu, IPOPEMA Securities S.A będzie otrzymywała od GPW wynagrodzenie, na warunkach określonych w umowie zawartej pomiędzy IPOPEMA Securities S.A a GPW.

IPOPEMA Securities S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Prózna 9, 00-107 Warszawa, Polska, wpisana jest do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000230737, kapitał zakładowy i kapitał wpłacony w wysokości 2.993.783,60 zł, NIP 5272468122. Nadzór nad IPOPEMA Securities S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego, ul. Piłkna 20, 00-549 Warszawa.

Niniejszy Raport został przygotowany przez IPOPEMA Securities S.A. wyłącznie w celach informacyjnych. Raport został przygotowany niezależnie od emitenta o którym mowa w niniejszym Raporcie, a wszelkie prognozy, opinie i oczekiwania są prognozami IPOPEMA Securities S.A. O ile nie wskazano inaczej, wszelkie szacunki i opinie zawarte w raporcie stanowią niezależną ocenę analityków IPOPEMA Securities S.A. sporządzających Raport na dzień wydania Raportu.

IPOPEMA Securities S.A. przygotowała niniejszy Raport z zachowaniem należytej staranności, dokładności i rzetelności na podstawie publicznie dostępnych informacji, które IPOPEMA Securities S.A. uważa za wiarygodne. IPOPEMA Securities S.A. dołożyła należytej staranności w celu zapewnienia, że podane w Raporcie informacje są dokładne oraz że wszelkie prognozy, opinie i szacunki zawarte w niniejszym Raporcie są prawdziwe i rzetelne, przy czym IPOPEMA Securities S.A. nie weryfikowała niezależnie informacji podanych w Raporcie. W związku z powyższym, IPOPEMA Securities S.A. nie składa żadnych oświadczeń ani gwarancji, wyraźnych lub dorozumianych, co do rzetelności, dokładności, kompletności lub poprawności informacji i opinii zawartych w Raporcie. Wyrażone w nim opinie mogą ulec zmianie bez obowiązku informowania o tym fakcie, a IPOPEMA Securities S.A. nie jest zobowiązana do aktualizowania opinii zawartych w Raporcie. IPOPEMA Securities S.A. ani żadna inna osoba lub podmiot nie ponosi jakiegokolwiek odpowiedzialności za jakiegokolwiek straty wynikające z użycia niniejszego Raportu lub jego zawartości lub straty pozostające w związku z nim w inny sposób. Niniejszy Raport ani żadna jego kopia nie może być rozpowszechniana bezpośrednio lub pośrednio w Stanach Zjednoczonych Ameryki, Australii, Kanadzie lub Japonii.

Niniejszy Raport nie stanowi jakiegokolwiek oferty sprzedaży lub nakłaniania do jakiegokolwiek oferty kupna lub sprzedaży jakichkolwiek instrumentów finansowych, nie można na nim polegać w związku z jakąkolwiek umową lub zobowiązaniem oraz nie stanowi on reklamy i promocji instrumentu finansowego ani emitenta. Decyzje inwestycyjne powinny być podejmowane wyłącznie na podstawie prospektu emisyjnego lub innych publicznie dostępnych informacji i materiałów.

Niniejszy Raport został sporządzony bez uwzględniania potrzeb i sytuacji odbiorców Raportu. Przy przygotowywaniu Raportu, IPOPEMA Securities S.A. nie bada celów inwestycyjnych klienta, poziomu tolerancji ryzyka, horyzontu czasowego oraz sytuacji finansowej. Emitent lub instrumenty finansowe o których mowa w niniejszym Raporcie mogą być nieodpowiednie dla odbiorców Raportu, w tym mogą być niedostosowane do konkretnych celów inwestycyjnych i horyzontu czasowego lub ich sytuacji finansowej. Niniejszy Raport nie może być traktowany jako ekwiwalent usługi w zakresie doradztwa inwestycyjnego. Wartość instrumentów finansowych może ulegać wahanom, w tym może ulegać obniżeniu. Zmiany kursów walut mogą mieć negatywny wpływ na wartość inwestycji. Inwestycja w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem inwestycyjnym w tym ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. Wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią gwarancji osiągnięcia takich wyników w przyszłości. IPOPEMA Securities S.A. zwraca uwagę, że na cenę instrumentów finansowych ma wpływ wiele różnych czynników, które są lub mogą być niezależne od emitenta i wyników jego działalności. Można do nich zaliczyć m. in. zmieniające się warunki ekonomiczne, prawne, polityczne i podatkowe.

Inwestorzy powinni mieć świadomość, że IPOPEMA Securities S.A. lub jej podmioty powiązane mogą mieć konflikt interesów, który mógłby wpłynąć na obiektywność niniejszego Raportu. Inwestor powinien założyć, że IPOPEMA Securities S.A. lub podmioty powiązane mogą świadczyć usługi na rzecz emitenta i uzyskać z tego tytułu wynagrodzenie. Mogą również mieć inne relacje z emitentem. IPOPEMA Securities S.A. posiada strukturę organizacyjną i wewnętrzne regulacje zapewniające, że interesy inwestora nie zostaną naruszone w przypadku konfliktu interesów, w związku z przygotowaniem niniejszego Raportu.

IPOPEMA Securities S.A. lub jej podmioty powiązane mogą nawiązać relacje biznesowe z emitentem lub innymi firmami wymienionymi w Raporcie.

IPOPEMA Securities S.A. korzysta z szeregu metod wyceny, w tym modeli zdyskontowanych przepływów pieniężnych (takich jak zdyskontowane zyski operacyjne lub model dyskontowania dywidend), a także modeli opartych na zyskach i przepływach pieniężnych, które często wiążą się z porównaniami z wybranymi firmami partnerskimi. Modele przepływów pieniężnych zawierają prognozy przepływów pieniężnych, które napływają do firmy i są szeroko stosowane w branży inwestycyjnej. Porównania porównawcze uwzględniają między innymi różne stopy wzrostu i wskazują, jak kosztowne może być jedno przedsiębiorstwo w stosunku do wybranego komparatora. Subiektywne opinie autora lub autorów raportów, ukształtowane przez ich wiedzę i doświadczenie, odgrywają istotną rolę w wycenie. Uwzględniono również założenia dotyczące wielu zmiennych ekonomicznych, w szczególności stóp procentowych, inflacji i kursów walutowych, a zróżnicowanie tych założeń może prowadzić do znacząco odmiennych opinii. Siłą modeli opartych na zyskach i przepływach pieniężnych jest bliższa uwaga firmy na samodzielne działanie i powiązanie wyceny z jej podstawową wartością. Stabiłością takiej metody jest liczba założeń, które należy przyjąć i wynikająca z nich wrażliwość na te założenia. Metody porównań równorzędnych są mniej zależne od osądu analityka co do poszczególnych parametrów, jednak problem z tą metodą pojawia się, gdy komparator równorzędny jest nadmiernie lub niedowartościowany. Co więcej, wiodące wielokrotności (w oparciu o przyszłe zyski, wartości księgowe, zysk operacyjny lub przepływy pieniężne) obejmują szacunkowe wartości analityka.

Niniejszy Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Przewiduje się, że każdy z raportów analitycznych będzie aktualizowany przynajmniej dwa razy w roku począwszy od daty publikacji raportu inicjującego, oraz w przypadku kluczowych wydarzeń i/lub zmian w założeniach dotyczących raportu. W ostatnich dwunastu miesiącach IPOPEMA Securities S.A. nie sporządziła żadnego raportu dotyczącego emitenta.

Rekomendacje wydawane przez IPOPEMA Securities S.A. obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. IPOPEMA Securities S.A. dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej i subiektywnej oceny analityków.

Data podana na pierwszej stronie stanowi datę publikacji Raportu. Cena stosowana w zaleceniu do obliczania odpowiednich wskaźników jest „ostatnią” ceną podaną na pierwszej stronie niniejszego Raportu.

Definicje terminów użytych w Raporcie obejmują:

NII - wynik z tytułu odsetek - dochód odsetkowy minus koszt odsetek.
 Netto F&C - przychody z opłat i prowizji netto - przychody z opłat i prowizji minus koszty prowizji i opłat.
 LLP - rezerwy na straty kredytowe - koszt odłożony jako odpis na złe kredyty.
 NPL - pożyczka zagrożona - pożyczki, które są niewypłacalne lub zbliżone do niespłaconych.
 Koszty / przychody - koszty operacyjne podzielone przez łączne przychody bankowe.
 ROE - zwrot z kapitału - dochód netto (lub skorygowany dochód netto) podzielony przez średni kapitał własny.
 ROA - zwrot z aktywów - dochód netto (lub skorygowany dochód netto) podzielony przez średnie aktywa.
 EBIT - zyski przed odsetkami i podatkami.
 EBITDA - zyski przed odsetkami, podatkami, amortyzacją.
 EPS - zysk na akcję - zysk netto (lub skorygowany zysk netto) podzielony przez liczbę występujących akcji).
 Wskaźnik P / E - cena do zysku - cena podzielona przez zysk na akcję.
 Wskaźnik PEG - P / E podzielony przez roczny wzrost EPS, zwykle w pewnym okresie czasu.
 CAGR - łączna roczna stopa wzrostu.
 BVPS - wartość księgowa na akcję, wartość księgowa kapitału własnego spółki podzielona przez liczbę pozostałych akcji.
 P / BV - cena do wartości księgowej - cena podzielona przez BVPS.
 DPS - dywidenda na akcję - dywidenda za dany rok podzielona przez liczbę akcji pozostających w obrocie.
 DY - stopa dywidendy - dywidenda w danym roku podzielona przez bieżącą cenę.
 DDM - model dyskontowy dywidendy - podstawowa metoda wyceny oparta na założeniu, że wartość akcji równa się sumie wszystkich zdyskontowanych przyszłych dywidend.
 FV - wartość godziwa, obliczana na podstawie metod wyceny przedstawionych w Raporcie.

Autor Raportu nie ma konfliktu interesów z emitentem, o którym mowa w Raporcie.

Inwestorzy powinni mieć świadomość, że elastyczna część wynagrodzenia autora może zależeć od ogólnych wyników finansowych IPOPEMA Securities S.A.

IPOPEMA Securities S.A. działa z należytą starannością, uczciwie, rzetelnie, profesjonalnie i zgodnie z przepisami obowiązującego prawa.

IPOPEMA Securities S.A. nie gwarantuje osiągnięcia celu inwestycyjnego inwestora, wyników emitenta ani potencjalnych cen, o których mowa w niniejszym Raporcie.

Przy stosowaniu ratingów dla firm stosuje się następujące kryteria w odniesieniu do różnicy między FV IPOPEMA a ceną firmy w dniu rekomendacji:

Rating	Różnica pomiędzy FV i ceną z rekomendacji
Kup	powyżej 10%
Trzymaj	pomiędzy (włączając) -10% and 10%
Sprzedaj	poniżej 0%

IPOPEMA Research (1 kwietnia –30 czerwca, 2019)

	Liczba	%
Kup	6	40%
Trzymaj	6	40%
Sprzedaj	3	20%
Suma	15	100%