

Capital Park

Wycena wciąż poniżej wartości NAV

Mając na uwadze sprzedaż udziałów Dakota Investments, właściciela projektu Eurocentrum Office Complex (wartość transakcji powyżej BV) a także realizację oraz komercjalizację inwestycji Fabryka Norblina, podwyższamy wartość godziwą z PLN 6.89 do PLN 8.25 na akcję oraz podtrzymujemy rekomendację KUPUJ. Uważamy, że rozwój COVID-19 może negatywnie wpłynąć na poziom najmu oraz stopy kapitalizacji szczególnie w przypadku nieruchomości handlowych, jednak osłabienie PLN względem EUR (obecnie 4.46x w porównaniu do 4.25x na koniec 2019 r.) powinno w pewnym stopniu skompensować negatywne rewaluacje. Jako główny czynnik wzrostu w najbliższych miesiącach wskazujemy na realizację projektu Fabryka Norblina (w tym zwiększanie poziomu najmu) oraz potencjał sprzedaży nieruchomości (NAV aktywów przeznaczonych na sprzedaż na poziomie PLN 290m lub PLN 2.68 na akcję na koniec 1kw. 2020 r.). Spółka obecnie wyceniana jest ok. 30% dyskontem do wartości księgowej w latach 2020-2021E.

Wpływ pandemii COVID-19

Ze względu na pandemię COVID-19, spółka szacuje NOI niższe o ok. 48% w 2kw. 2020 r. w porównaniu do pierwotnych założeń. Oczekujemy niższego NOI przede wszystkim w projektach handlowych (część Royal Wilanów, Gdańska Zaspas, Vis a Vis) oraz hotelowych (Hampton by Hilton w Gdańsku). Obniżamy prognozę przychodów do PLN 50m w 2020 r. oczekując poprawy w 2021 r. ze względu na planowane zakończenie realizacji Fabryki Norblina. Oczekujemy presji na stopy kapitalizacji w inwestycjach handlowych ze względu na niższy ruch oraz sprzedaż sklepów w centrach handlowych, co w naszej opinii przyczyni się do negatywnych rewaluacji PLN 3m w 2020E (częściowo skompensowane pozytywnymi rewaluacjami związanymi z kursem EUR/PLN).

Wstrzymane transakcje sprzedaży

Obecnie spółka posiada dwie nieruchomości na sprzedaż: Royal Wilanów (NAV PLN 205m na koniec 1kw. 2020 r.) oraz Eurocentrum Hotel i Rezydencje (NAV PLN 85m na koniec 1kw. 2020 r.). Spółka wciąż pozostaje w procesie negocjacji z potencjalnymi nabywcami, jednak ze względu na pandemię procesy te zostały tymczasowo wstrzymane. Potencjalne wpływy ze sprzedaży inwestycji mogą zostać przeznaczone na wypłatę dywidendy lub nowe projekty inwestycyjne (po sprzedaży udziałów w Dakota Investments, WZA zdecydowało o wypłacie dywidendy w wysokości PLN 227.5m lub PLN 2.1 na akcję w czerwcu 2020 r.).

Realizacja inwestycji Fabryka Norblina

Wartość księgowa Fabryki Norblina wyniosła PLN 719m na koniec 1kw. 2020r. przy zadłużeniu PLN 126m (NAV PLN 593m lub PLN 5.47/akcję). Spółka szacuje pozostałe nakłady inwestycyjne na poziomie PLN 538m. Nieruchomość jest obecnie skomercjalizowana w 64% (70% powierzchni biurowej oraz 55% powierzchni handlowej).

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

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Przychody	125.8	145.8	123.7	50.4	66.9	115.4
EBIT	-5.0	172.0	367.3	24.8	38.1	70.1
EBIT skoryg.*	79.8	92.8	204.9	27.8	37.8	70.1
Zysk netto	-14.1	85.3	262.9	-2.2	39.1	41.7
P/E skoryg.* (x)	14.9	14.6	4.9	46.1	27.0	17.3
P/BV (x)	0.71	0.57	0.55	0.71	0.69	0.66
P/NAV (x)	0.82	0.73	0.58	0.73	0.70	0.68

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

Deweloperzy

Capital Park

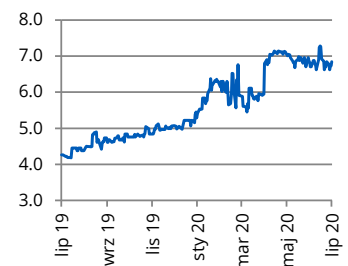
KUPUJ

FV PLN 8.25 z PLN 6.89

23% potencjał wzrostu

Cena z dnia 21 lipca 2020 PLN 6.70

KUPUJ podtrzymane



Podstawowe informacje

Liczba akcji (m)	108.3
Kapitalizacja (EUR m)	163
12M śr. dzienny wolumen (tyś)	6.7
12M śr. dzienny obrót (EUR m)	0.01
12M max/min (PLN)	7.58/4.08
Udział w WIG (%)	0.07
Reuters	CPGP.WA
Bloomberg	CPG PW

Stopa zwrotu

1M	-3%
3M	-1%
12M	58%

Akcjonariat

Townsend Holding BV	66.43%
Europi Property Group AB	12.31%
Patron Townsend S.a.r.l.	6.51%
Pozostali	14.75%

Analitik

Marek Szymański
marek.szymanski@ipopema.pl
+ 48 22 236 94 12

CAPITAL PARK

KUPUJ

FV PLN 8.25

Kapitalizacja EUR 163m

Potencjał wzrostu 23%

Mnożniki	2018	2019	2020E	2021E	2022E
P/E (x)	14.6	4.9	46.4	27.1	17.4
EV/EBITDA (x)	11.0	2.4	42.2	34.6	18.5
EV/Sprzedaż (x)	13.0	7.1	21.3	20.0	11.3
P/BV (x)	0.57	0.55	0.72	0.69	0.66
FCF yield (%)	-8%	180%	-27%	-37%	8%
DY (%)	0%	0%	31%	0%	0%

Na akcję	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Liczba akcji (m szt.)	107.5	108.3	108.3	108.3	108.3
EPS* (PLN)	0.36	1.30	0.14	0.25	0.38
BVPS (PLN)	9.07	11.45	9.33	9.69	10.08
FCFPS (PLN)	-0.40	11.44	-1.83	-2.49	0.52
DPS (PLN)	0.00	0.00	2.10	0.00	0.00

Zmiana r/r (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Przychody	16.0%	-15.2%	-59.3%	32.8%	72.5%
Zysk operacyjny netto	16.7%	-15.5%	-59.0%	32.9%	72.5%
EBIT skoryg.*	16.3%	120.9%	-86.4%	36.0%	85.3%
Zysk przed opodat.	n.m.	237.4%	n.m.	n.m.	6.7%
Zysk netto skoryg.*	-7.9%	268.2%	-88.9%	71.0%	55.9%

Wskaźniki	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Marża NOI (%)	74.5%	74.2%	74.7%	74.8%	74.8%
Marża EBIT skoryg.* (%)	63.6%	165.6%	55.2%	56.6%	60.7%
Marża netto skoryg.* (%)	26.3%	114.2%	31.0%	40.0%	36.1%
DN / EBITDA skoryg.*(x)	13.1	0.9	12.2	16.0	8.2
Dług netto / Kap. wł. (x)	1.25	0.15	0.34	0.59	0.53
Dług netto / Aktywa (x)	0.47	0.09	0.17	0.29	0.26
ROE (%)	4.1%	12.8%	1.4%	2.6%	3.9%
ROA (%)	1.5%	6.0%	0.8%	1.3%	1.9%
ROIC (%)	4.2%	7.8%	2.0%	1.9%	3.6%

Założenia	2018	2019	2020E	2021E	2022E
FFO (PLN m)	57.1	176.6	19.3	33.0	51.5
FFO yield (%)	8%	26%	3%	5%	7%
NAV (PLN m)	974.1	1,240.8	989.8	1,027.0	1,063.4
NAV/akcję (PLN)	9.1	11.5	9.1	9.5	9.8
LTV (%)	55%	82%	52%	48%	48%

P&L (PLN m)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
Przychody	125.8	145.8	123.7	50.4	66.9	115.4
Koszty bezp.zw. związane z nieruchomości	-32.7	-37.3	-32.0	-12.8	-16.9	-29.1
Zysk operacyjny netto	93.1	108.6	91.8	37.7	50.1	86.4
Koszty ogólnego zarządu	-11.4	-8.4	-21.1	-11.1	-12.7	-14.6
Wynik z rewaluacji	-84.7	79.2	162.4	-3.0	0.3	0.0
Pozostałe przychody oper. netto	-1.9	-7.5	134.2	1.2	0.5	-1.6
EBITDA	-4.6	172.4	367.9	25.4	38.7	70.8
EBIT	-5.0	172.0	367.3	24.8	38.1	70.1
EBIT skoryg.*	79.8	92.8	204.9	27.8	37.8	70.1
Koszty finansowe netto	-37.9	-38.3	-30.5	-8.5	-4.8	-18.6
Pozostałe koszty finansowe	46.7	-37.1	-11.1	-19.0	15.0	0.0
Zysk przed opodatkowaniem	3.8	96.5	325.7	-2.7	48.2	51.5
Podatek dochodowy	-25.8	-5.5	-62.8	0.5	-9.2	-9.8
Mniejszości	-7.8	5.7	0.0	0.0	0.0	0.0
Zysk netto	-14.1	85.3	262.9	-2.2	39.1	41.7
Zysk netto skoryg.*	41.7	38.4	141.3	15.6	26.7	41.7

BILANS (PLN m)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
Aktywa trwałe	2,248.6	2,420.4	983.2	1,190.4	1,501.8	1,504.8
Nieruchomości inwestycyjne	2,174.4	2,360.2	890.8	1,109.3	1,418.2	1,418.2
Inwestycje w JV	42.7	54.2	51.1	39.7	42.3	45.3
Aktywa finansowe	2.6	0.7	33.1	33.1	33.1	33.1
Pozostałe aktywa trwałe	28.9	5.3	8.2	8.2	8.2	8.2
Aktywa obrotowe	227.2	149.5	615.4	276.3	102.2	142.2
Należności handlowe	11.9	16.1	6.6	2.7	3.6	6.2
Pozostałe aktywa obrotowe	22.0	23.1	17.9	11.8	13.2	17.3
Środki pieniężne	193.3	110.3	591.0	261.7	85.3	118.7
Aktywa dost. do sprzedaży	0.0	0.0	543.4	562.0	549.2	549.2
Aktywa razem	2,475.9	2,569.9	2,142.0	2,028.6	2,153.2	2,196.3
Kapitały własne	881.6	974.9	1,240.8	1,011.1	1,050.2	1,091.9
Mniejszości	114.9	114.9	0.0	0.0	0.0	0.0
Zobowiązania długoterm.	1,314.7	1,417.1	402.5	510.4	602.7	602.7
Kredyty i obligacje	1,166.8	1,282.2	295.6	403.5	495.8	495.8
Rezerwa z tyt. odroczonego pod.	132.3	110.0	90.5	90.5	90.5	90.5
Pozostałe zobow. długoterm.	15.6	24.9	16.3	16.3	16.3	16.3
Zobowiązania krótkoterm.	164.6	63.0	215.6	214.4	214.2	215.6
Zobowiązania handlowe	16.6	7.6	3.6	1.4	1.9	3.3
Kredyty i obligacje	136.6	43.2	192.7	193.6	193.0	193.0
Pozostałe zobow. krótkoterm.	11.4	12.2	19.4	19.4	19.4	19.4
Zobow. zw. z aktywami do sprz.	0.0	0.0	283.0	292.7	286.1	286.1
Pasywa razem	2,475.9	2,569.9	2,142.0	2,028.6	2,153.2	2,196.3
Dług brutto (PLN m)	1,307.9	1,330.7	782.9	608.7	700.4	700.4
Dług netto (PLN m)	1,114.6	1,220.4	191.9	346.9	615.0	581.7

CASH FLOW (PLN m)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
Przepływy pien. z dz. oper.	86.1	106.2	85.8	22.9	44.1	58.0
Zysk netto	-14.1	85.3	262.9	-2.2	39.1	41.7
Rewaluacje	38.0	-42.1	-151.3	3.0	-0.3	0.0
Amortyzacja	0.4	0.4	0.6	0.6	0.6	0.6
Zmiana w kap. obrotowym netto	3.6	-13.2	5.5	1.7	-0.4	-1.3
Pozostałe	58.2	75.8	-31.9	19.8	5.1	16.9
Przepływy pien. z dz. inw.	-89.0	-115.1	385.6	-229.4	-299.0	-3.6
Zmiana w art. nieruchomości inw.	-174.8	-106.6	1,088.5	-240.2	-295.9	0.0
Zmiana w art. jedn. w spółkontr.	2.0	-11.5	3.1	11.4	-2.5	-3.0
Pozostałe	83.7	3.0	-705.9	-0.6	-0.6	-0.6
Przepływy pien. z dz. fin.	39.7	-74.1	22.5	-122.7	78.5	-21.0
Zmiana w kapitale własnym	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zmiana zadłużenia	95.2	-31.9	61.8	118.5	85.0	0.0
Dywidenda w wypłaconą	0.0	0.0	0.0	-227.5	0.0	0.0
Odsetki zapłacone	-55.5	-42.3	-39.3	-13.8	-6.5	-21.0
Pozostałe	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zmiana środków pieniężnych	36.8	-83.0	493.9	-329.3	-176.4	33.3
Śr. pieniężne na koniec okr.	193.3	110.3	591.0	261.7	85.3	118.7

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research, *dane skoryg. o rewaluacje oraz aktualizację wartości zobowiązań finansowych

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 2. Capital Park – Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Waga (%)	FV (PLN/akcję)
Wycena wartości aktywów netto (NAV)	100%	8.25
Wycena metodą porównawczą	0%	6.32
Wartość godziwa (FV)		8.25
Wartość rynkowa		6.70
Potencjał wzrostu/spadku		23%

Źródło: Dane spółki, 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 oraz nie uwzględnia realizacji inwestycji Eurocentrum Hotel & Rezydencje (nieruchomość wyceniana po wartości transakcyjnej). W oparciu o powyższe założenia wyceniamy Capital Park metodą NAV na PLN 8.25/akcję.

Tabela 3. Capital Park – NAV valuation (PLN m)

(PLNm)	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
(+) Nieruchomości inwestycyjne	1,109.3	1,418.2	1,418.2	1,418.2	1,418.2
(+) Inwestycje w jednostki współkontrolowane	39.7	42.3	45.3	48.3	0.0
(+) Aktywa finansowe	33.1	33.1	33.1	33.1	33.1
(+) Środki pieniężne	261.7	85.3	118.7	156.9	246.0
(+) Aktywa dostępne do sprzedaży	269.3	263.2	263.2	263.2	263.2
(-) Zadłużenie długoterminowe	413.0	505.4	505.4	505.4	505.4
(-) Zadłużenie krótkoterminowe	195.6	195.0	195.0	195.0	195.0
(-) Rezerwa z tytułu odroczonego podatku	114.7	114.7	114.7	114.7	114.7
(-) Mniejszości	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
(=) NAV (PLNm)	989.8	1,027.0	1,063.4	1,104.6	1,145.4
Liczba akcji (m)	108.3	108.3	108.3	108.3	108.3
NAV/akcję (PLN)	9.14	9.48	9.82	10.20	10.57
Współczynnik dyskontujący (%)	97%	90%	84%	78%	72%
NAV/akcję (PLN)	8.8	8.5	8.2	8.0	7.6
Wartość godziwa na akcję (PLN)	8.25				
Cena bieżąca (PLN)	6.70				
Potencjał wzrostu/spadku (%)	23%				

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Tabela 4. Capital Park – Wyliczenie WACC

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Stopa wolna od ryzyka (%)	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	3.0%
Beta zalewarowana (x)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
Premia za ryzyko (%)	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Koszt kapitału własnego (%)	9.4%	9.7%	9.6%	9.5%	10.4%
Koszt długu (%)	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Stopa opodatkowania(%)	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
Koszt długu po podatku (%)	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%
WACC (%)	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%	8.0%

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Tabela 5. Analiza wrażliwości NAV/akcję (PLN)

	zmiana stawki czynszu (EUR/mkw.)	Stopa kapitalizacji (%)					
		-5.0%	-2.5%	0.0%	0.25%	0.50%	
		8.23	8.25	8.27	8.29	8.20	8.19
		8.23	8.24	8.26	8.27	8.22	8.21
	0.0%	8.27	8.26	8.25	8.24	8.24	8.22
	2.5%	8.29	8.28	8.27	8.25	8.24	8.24
	5.0%	8.31	8.30	8.29	8.27	8.26	8.26

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Tabela 6. 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
	8.17	8.18	8.19	8.21	8.22	8.23	8.25	8.38	8.51

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Wycena metodą porównawczą

Wyceniamy Capital Park metodą porównawczą na PLN 6.32/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 przyznajemy tej metodzie wagę 0%.

Tabela 7. Capital Park – Wycena metodą porównawczą (PLN)

Spółka	BBG Ticker	Cena	Kapitalizacja	P/BV (x)		
		(waluta lokalna)	(PLNm)	2019E	2020E	2021E
Echo Investment	ECH PW Equity	3.94	1,626	0.91	0.88	0.83
Globe Trade Centre	GTC PW Equity	6.40	3,108	0.65	0.65	0.65
Immofinanz AG	IIA AV Equity	15.90	8,692	0.58	0.56	0.51
CA Immobilien	CAI AV Equity	28.00	12,267	0.85	0.80	0.74
Unibail-Rodamco-Westfield	URW NA Equity	50.46	30,981	0.36	0.45	0.43
Atrium European Real Estate	ATRS AV Equity	2.56	4,289	0.57	0.57	0.58
S Immo	SPI AV Equity	16.12	5,261	0.86	0.86	0.84
Mediana				0.65	0.65	0.65
Capital Park	CPG PW Equity	6.70	726	0.72	0.69	0.66
Premia/dyskonto(%)				10%	6%	3%
Implikowana wartość FV/akcję(PLN)				6.08	6.35	6.52
Średnia implikowana FV/share (PLN)					6.32	

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Zmiana prognoz

Poniżej prezentujemy zmianę prognoz finansowych na lata 2020-2022E. Obniżenie prognoz związane jest przede wszystkim ze sprzedażą udziałów w Dakota Investments (właściciel kompleksu biurowego Eurocentrum), które miało miejsce w 4kw. 2019 r. oraz pandemię COVID 19.

Tabela 8. Capital Park – Zmiana prognoz (PLNm)

	2020E Aktualne	2020E Poprz.	Zmiana	2021E Aktualne	2021E Poprz.	Zmiana	2022E Aktualne	2022E Poprz.	Zmiana
Przychody	50.4	123.8	-59%	66.9	139.7	-52%	115.4	190.0	-39%
Koszty bezpośrednie zw. z nieruchomościami	-12.8	-31.4	-59%	-16.9	-35.3	-52%	-29.1	-48.0	-39%
Zysk operacyjny netto	37.7	92.4	-59%	50.1	104.4	-52%	86.4	142.1	-39%
Koszty ogólnego zarządu	-11.1	-11.1	0%	-12.7	-12.7	0%	-14.6	-14.6	0%
Wynik z aktualizacji wyceny nieruchomości	-3.0	3.6	-183%	0.3	25.0	-99%	0.0	0.0	#DIV/0!
Pozostałe przychody/koszty oper. netto	1.2	-1.7	-172%	0.5	-2.5	-120%	-1.6	-4.7	-66%
EBITDA	25.4	83.8	-70%	38.7	114.8	-66%	70.8	123.2	-43%
EBIT	24.8	83.3	-70%	38.1	114.3	-67%	70.1	122.7	-43%
EBIT skoryg.*	27.8	79.7	-65%	37.8	89.2	-58%	70.1	122.7	-43%
Przychody/koszty finansowe netto	-8.5	-31.9	-73%	-4.8	-34.6	-86%	-18.6	-49.1	-62%
Pozostałe przychody/koszty finansowe	-19.0	0.0	n.m.	15.0	0.0	n.m.	0.0	0.0	n.m.
Zysk przed opodatkowaniem	-2.7	51.4	-105%	48.2	79.6	-39%	51.5	73.5	-30%
Podatek dochodowy	0.5	-9.8	-105%	-9.2	-15.1	-39%	-9.8	-14.0	-30%
Zysk netto	-2.2	41.6	-105%	39.1	64.5	-39%	41.7	59.6	-30%
Zysk netto skoryg.*	15.6	38.7	-60%	26.7	44.2	-40%	41.7	59.6	-30%

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

Prognoza wyników w 2kw. 2020r.

Oczekujemy, że spółka zaraportuje stratę operacyjną na poziomie PLN 19m oraz stratę netto w wysokości PLN 9m w 2kw. 2020r. Prognozujemy przychody na poziomie PLN 12.0m (spadek względem PLN 31.7m zaraportowanych w 2kw. 2019r. przede wszystkim ze względu na sprzedaż udziałów w Dakota Investments oraz negatywny wpływ pandemii COVID-19 związany m. in. z tarczą antykryzysową w Polsce) oraz zysk brutto ze sprzedaży PLN 7.8m. Zakładając porównywalne kw./kw. koszty sprzedaży i ogólnego zarządu oczekujemy straty operacyjnej PLN 19.3m. W naszych prognozach zakładamy negatywny wpływ rewaluacji związany przede wszystkim z kursem EUR/PLN (EBIT skoryg. o rewaluację na poziomie PLN 5.0m). Oczekujemy straty netto PLN 9.2m (zakładamy pozytywną wycenę zobowiązań finansowych na poziomie PLN 14.0m).

Tabela 9. Capital Park – Prognoza wyników w 2kw. 2020 (PLNm)

PLNm	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	y/y
Przychody	31.7	31.9	27.8	14.4	12.0	-62%
Koszty bezp. związane z nieruch.	-8.0	-8.0	-7.4	-4.4	-3.5	-56%
Zysk operacyjny netto	23.7	23.9	20.4	10.0	7.8	-67%
Koszty ogólnego zarządu	-6.7	-5.6	-3.3	-3.2	-3.2	-53%
Zysk/strata z akt. wyceny nieruchomości	69.4	61.9	27.5	91.6	-24.3	n.m.
Zysk ze sprzedaży nieruchomości	0.0	0.0	130.5	0.0	0.0	n.m.
EBIT	86.9	82.7	169.0	98.0	-19.3	n.m.
EBIT skoryg. o rewaluację	17.5	20.7	11.0	6.5	5.0	-72%
Koszty finansowe netto	-4.2	-62.4	35.7	-53.1	10.1	n.m.
Zysk przed opodatkowaniem	82.7	20.2	204.7	44.9	-9.2	n.m.
Podatek dochodowy	-17.8	-10.8	-31.8	-13.6	0.0	n.m.
Zysk netto	64.9	9.4	172.9	31.3	-9.2	n.m.

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

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 Fabryka Norblina, 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 1Q20 spółka szacowała pozostałe nakłady inwestycyjne na nieruchomość na poziomie PLN 538 mln. Przekroczenie zakładanego budżetu, jak również niedotrzymanie standardów jakości przez generalnego wykonawcę oraz podwykonawców może negatywnie wpłynąć na rentowność realizowanej inwestycji.
- **Ryzyko związane z wyceną oraz potencjalną sprzedażą nieruchomości.** Na koniec 2Q19 wartość nieruchomości inwestycyjnych stanowiła około 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 finansowej 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 r. transakcja została sfinalizowana, zaś w lipcu 2019 r. Madison zwiększył zaangażowanie do 66% poprzez wezwanie (556,595 akcji po PLN 5.74/akcję).

Analiza ESG

Poniżej prezentujemy naszą analizę działalności Capital Park pod kątem kryteriów społecznej odpowiedzialności biznesu ESG (Environmental, Social Responsibility, Governance):

Environmental. Spółka realizuje inwestycje zgodnie z zasadami zrównoważonego budownictwa na wszystkich etapach inwestycji: projektowania, budowy i eksploatacji. W rezultacie kompleks biurowy Eurocentum (sprzedany w 4kw. 2019 r.) otrzymał najwyższą ocenę 'zielonej' LEED Platinum, zaś Royal Wilanów oraz Fabryka Norblina otrzymały certyfikaty BREEAM z oceną 'Very Good'. Spółka promuje również odpowiedzialne postawy swoich pracowników, najemców oraz lokalnych społeczności (włączając skuteczne zarządzanie odpadami, wykorzystanie wody deszczowej do spłukiwania toalet i podlewania roślin, optymalizację zużycia energii elektrycznej oraz ciepła przy użyciu technologii firmy Virtual Power Plant, wspieranie zrównoważonego transportu poprzez rozbudowaną infrastrukturę dla rowerzystów oraz aut elektrycznych, promocję miejskich pasiek oraz prowadzenie proekologicznych inicjatyw). Spółka opracowała również Program Edukacji Ekologicznej oraz 'zielony' przewodnik dla najemców, w celu promowania ochrony środowiska oraz rozwoju proekologicznych zachowań.

Social responsibility. Spółka stawia nacisk, aby jej nieruchomości nie były wyłącznie miejscem pracy i zakupów, ale również stanowiły przestrzeń dla lokalnych społeczności. Na terenie nieruchomości należących do Capital Park organizowane są wydarzenia sportowe (biegi charytatywne, wydarzenia poświęcone profilaktyce zdrowotnej oraz alternatywnym środkom transportu), wydarzenia kulturalne (koncerty, występy teatralne, kino plenerowe), licytacje na rzecz WOŚP. Ponadto spółka wspiera kobiety w branży nieruchomości oraz promuje równouprawnienie w biznesie.

Governance. Spółka Capital Park notowana jest na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie od grudnia 2013 r. Zwracamy uwagę na długoterminowe zaangażowanie członków zarządu spółki oraz ich doświadczenie. Spółka regularnie organizuje spotkania z inwestorami, podczas których odpowiada na pytania dotyczące jej działalności. Zwracamy również uwagę na jasne zasady rachunkowości oraz wysoką jakość prezentowanych danych finansowych.

Niniejszy dokument został przygotowany przez IPOPEMA Securities S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Próżna 9, 00-107 Warszawa, Polska, wpisaną 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, www.ipopema.pl. Nadzór nad IPOPEMA Securities S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego, ul. Piękna 20, 00-549 Warszawa.

Niniejszy dokument 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/gpwpa>. Prawa autorskie do dokumentu przysługują GPW. Z tytułu przygotowania dokumentu IPOPEMA Securities S.A. będzie otrzymywała od GPW wynagrodzenie, na warunkach określonych w umowie zawartej pomiędzy IPOPEMA Securities S.A. a GPW.

Niniejszy dokument został przygotowany przez IPOPEMA Securities S.A. wyłącznie w celach informacyjnych. Dokument ten jest adresowany do Klientów IPOPEMA Securities S.A. uprawnionych do otrzymania go na podstawie umów o świadczenie usług. Niniejszy dokument, przy wykorzystaniu środków masowego przekazu, może dotrzeć również do innych inwestorów. Dokument został przygotowany niezależnie od spółki o której mowa w niniejszym dokumencie, a wszelkie prognozy, opinie i oczekiwania są prognozami IPOPEMA Securities S.A. O ile nie wskazano inaczej, wszelkie szacunki i opinie zawarte w dokumencie stanowią niezależną ocenę analityków IPOPEMA Securities S.A. sporządzających dokument, na dzień jego wydania.

IPOPEMA Securities S.A. przygotowała niniejszy dokument z zachowaniem należytej staranności, dokładności i rzetelności na podstawie publicznie dostępnych informacji, uważanych przez IPOPEMA Securities S.A. za wiarygodne. Źródłem danych są przede wszystkim: Bloomberg, Reuters, EPFR, PAP, GPW, GUS, NBP, prasa finansowa, internetowe serwisy finansowo-ekonomiczne. IPOPEMA Securities S.A. dołożyła należytej staranności w celu zapewnienia, że podane w dokumencie informacje są dokładne oraz że wszelkie prognozy, opinie i szacunki zawarte w nim są prawdziwe i rzetelne, przy czym IPOPEMA Securities S.A. nie weryfikowała niezależnie informacji podanych w dokumencie. 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 dokumencie. 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 dokumencie. IPOPEMA Securities S.A. ani żadna inna osoba lub podmiot nie ponosi jakiegokolwiek odpowiedzialności za jakiegokolwiek straty wynikające z użycia niniejszego dokumentu lub jego zawartości lub straty pozostające w związku z nim w inny sposób. Niniejszy dokument ani żadna jego kopia nie może być rozpowszechniany bezpośrednio lub pośrednio w Stanach Zjednoczonych Ameryki, Australii, Kanadzie lub Japonii.

Niniejszy dokument 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 spółki. Decyzje inwestycyjne powinny być podejmowane wyłącznie na podstawie prospektu emisyjnego lub innych publicznie dostępnych informacji i materiałów.

Niniejszy dokument został sporządzony bez uwzględniania potrzeb i sytuacji odbiorców dokumentu. Przy przygotowywaniu dokumentu, IPOPEMA Securities S.A. nie bada celów inwestycyjnych odbiorcy dokumentu, poziomu tolerancji ryzyka, horyzontu czasowego oraz sytuacji finansowej. Spółka lub instrumenty finansowe o których mowa w niniejszym dokumencie mogą być nieodpowiednie dla odbiorców dokumentu, w tym mogą być niedostosowane do konkretnych celów inwestycyjnych i horyzontu czasowego lub ich sytuacji finansowej. Niniejszy dokument nie może być traktowany jako ekwiwalent usługi w zakresie doradztwa inwestycyjnego. Wartość instrumentów finansowych może ulegać wahaniom, 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 spółki i wyników jej działalności. Można do nich zaliczyć m. in. zmieniające się warunki ekonomiczne, prawne, polityczne i podatkowe. IPOPEMA Securities S.A. mogła wydać w przeszłości lub może wydać w przyszłości inne materiały, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszym dokumencie. Takie materiały odzwierciedlają różne założenia, punkty widzenia oraz metody analityczne przyjęte przez przygotowujących je analityków.

Inwestorzy powinni mieć świadomość, że IPOPEMA Securities S.A. lub jej podmioty powiązane mogą mieć konflikt interesów, który mógłby wpłynąć na obiektywność niniejszego dokumentu. Inwestor powinien założyć, że IPOPEMA Securities S.A. lub podmioty powiązane mogą świadczyć usługi na rzecz spółki i uzyskać z tego tytułu wynagrodzenie. Mogą również mieć inne relacje ze spółką. IPOPEMA Securities S.A. lub jej podmioty powiązane mogą nawiązać relacje biznesowe ze spółką lub innymi podmiotami wymienionymi w dokumencie. IPOPEMA Securities S.A. posiada strukturę organizacyjną i wewnętrzną regulację zapewniającą, że interesy inwestora nie zostaną naruszone w przypadku konfliktu interesów, w związku z przygotowaniem niniejszego dokumentu. Polityka zarządzania konfliktami interesów w IPOPEMA Securities S.A. jest dostępna na stronie internetowej pod adresem www.ipopemasecurities.pl. Niniejszy dokument został przygotowany niezależnie od interesów IPOPEMA Securities S.A., spółki będącej przedmiotem niniejszego dokumentu oraz posiadaczy instrumentu finansowego wyemitowanego przez ww. spółkę. IPOPEMA Securities S.A., jej akcjonariusze, pracownicy i współpracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w instrumentach finansowych spółki lub innych instrumentach finansowych powiązanych z instrumentami finansowymi spółki.

Na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), IPOPEMA Securities S.A. tworzy materiały analityczne dla następujących spółek: AS S.A., Capital Park S.A., PKB Pekabex S.A., Vigo System S.A. GPW przysługują autorskie prawa majątkowe do tych materiałów. Za sporządzenie materiałów IPOPEMA Securities S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie.

IPOPEMA Securities S.A. korzysta z szeregu metod wyceny, w tym modeli zdyskontowanych przepływów pieniężnych (takich jak zdyskontowane zyski operacyjne lub model zdyskontowania dywidendy), a także modeli opartych na zyskach i przepływach pieniężnych, które oparte są na porównywaniu wycenianego podmiotu do spółek reprezentujących podobną branżę lub sektor. Modele przepływów pieniężnych opierają się na prognozowanych przepływach pieniężnych generowanych przez wycenianą spółkę i są szeroko stosowane w branży inwestycyjnej. Metody porównawcze uwzględniają między innymi różne stopy wzrostu i wskazują, jaką wartość ma przedsiębiorstwo na tle spółek wybranych do grupy porównawczej. Subiektywne opinie analityka lub analityków tworzących wycenę, oparte są na ich wiedzy i doświadczeniu i odgrywają istotną rolę w procesie wyceny. Dotyczy to między innymi wielu zmiennych ekonomicznych, takich jak stopy procentowe, inflacja i kursy walutowe, których niewielkie rozbieżności w oszacowaniu mogą prowadzić do znacząco różnych wyników wyceny. Mocną stroną modeli opartych na zyskach i przepływach pieniężnych jest skupienie się na tym co dzieje się w samej spółce i powiązanie wyceny z wartością fundamentalną. Słabością takiej metody jest wysoka liczba przyjmowanych założeń, których niewielka zmiana powoduje sporą różnicę w oszacowanej wartości wycenianej spółki. Metody porównawcze są co prawda mniej zależne od subiektywnych założeń analityka, jednak ich skuteczność maleje gdy wartość jednej ze spółek z grupy porównawczej jest przeszacowana lub niedowartościowana. Co więcej, wykorzystywane w metodach porównawczych wskaźniki uwzględniające prognozowane przyszłe zyski, wartości księgowe, zysk operacyjny lub przepływy pieniężne, bazują w dużym stopniu na subiektywnych założeniach analityka.

Niniejszy dokument nie został przekazany do spółki przed jego publikacją.

Przewiduje się, że raport analityczny dotyczący spółki 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.

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. W ostatnich dwunastu miesiącach IPOPEMA Securities S.A. sporządzała rekomendacje dotyczące spółki.

Wykaz wszystkich rekomendacji dotyczących jakiegokolwiek instrumentu finansowego lub emitenta, które zostały rozpowszechnione w okresie ostatnich 12 miesięcy przez IPOPEMA Securities S.A. jest dostępny na stronie internetowej pod adresem www.ipopemasecurities.pl.

Niniejszy dokument stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Data i godzina podana na pierwszej stronie stanowi datę sporządzenia dokumentu. Cena stosowana w rekomendacji do obliczania odpowiednich wskaźników jest „ostatnią” ceną podaną na pierwszej stronie niniejszego dokumentu.

Definicje terminów użytych w materiale 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 zły kredyt.
NPL - pożyczka zagrożona - pożyczki, które są niewypłacalne lub zbliżone do niespłaconych.
Koszty / przychody - koszty operacyjne podzielone przez przychody.
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 określonym czasie.

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 na akcję w danym roku podzielona przez bieżącą cenę akcji.

DDM - metoda zdyskontowanych dywidend - 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 materiale.

Autor dokumentu nie ma konfliktu interesów ze spółką, o której mowa w dokumencie. Punkt widzenia wyrażony w dokumencie odzwierciedla osobistą opinię autora dokumentu na temat analizowanej spółki i jej papierów wartościowych. 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 spółki ani potencjalnych cen, o których mowa w niniejszym dokumencie.

Przy nadawaniu ratingów dla spółek stosuje się następujące kryteria w odniesieniu do różnicy między FV IPOPEMA a ceną spółki w dniu rekomendacji:

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

IPOPEMA Research - (Kwiecień 1 – Czerwiec 30, 2020)

	Liczba	%
Kup	23	55%
Trzymaj	11	26%
Sprzedaj	8	19%
Razem	42	100%

Historia ratingu – Capital Park

Data	Rekomendacja	FV	Cena z rekomendacji	Autor
30/07/2019	BUY	PLN 8.50	PLN 5.44	Marek Szymański
11/10/2019	BUY	PLN 8.99	PLN 6.13	Marek Szymański
25/05/2020	BUY	PLN 6.89 (skoryg. 25/05/2020 o PLN 2.1 DPS)	PLN 6.96	Marek Szymański
22/07/2020	BUY	PLN 8.25	PLN 6.70	Marek Szymański