

Capital Park

Cena w wezwaniu poniżej wartości NAV

Podtrzymujemy rekomendację KUPIJ dla Capital Park oraz podwyższamy wartość godziwą do PLN 8.99 na akcję z PLN 8.50 na akcję, ze względu na wyższą wycenę nieruchomości inwestycyjnych oraz osłabienie PLN względem EUR. W 2Q19 Capital Park zaraportował pozytywny wpływ rewaluacji projektu ArtN na poziomie PLN 60m oraz Eurocentrum Hotel & Rezydencje w wysokości PLN 32m (ze względu na wstępną umowę sprzedaży aktywa). Mając na uwadze osłabienie PLN względem EUR w 3Q19 (4.37x vs. 4.25x na koniec 2Q19), oczekujemy pozytywnej rewaluacji na poziomie ok. PLN 50m oraz straty z wyceny zobowiązań finansowych blisko PLN 30m w 3Q19. Dodatkowo 25 września Capital Park podpisał list intencyjny dotyczący sprzedaży kompleksu biurowców Eurocentrum (wartość księgowa PLN 906m na koniec 2Q19). Dnia 8 października Townsend Holding (należąca do Madison International Realty) ogłosił wezwanie na 36.8m akcji Capital Park (34% udziałów w celu zwiększenia udziału do 100%). W oparciu o nasze prognozy spółka wyceniana jest na P/BV 0.62x w 2019 r. i 0.60x w 2020 r. oraz z 40% dyskontem do 2Q19 NAV.

Cena w wezwaniu z 40% dyskontem do 2Q19 NAV

Dnia 8 października 2019 r. Townsend Holding (spółka należąca do Madison International Realty) ogłosił wezwanie na 36.8 mln akcji Capital Park (34% udziału w kapitale oraz głosach), w celu osiągnięcia 100% udziałów w Capital Park (obecnie Townsend posiada 66% udziałów). Cena w wezwaniu została ustalona na PLN 5.84/akcję, z 35% dyskontem do wartości księgowej na koniec 2Q19. W naszej ocenie cena ta nie odzwierciedla w pełni wartości godziwej spółki, mając na uwadze portfel inwestycji ukończonych (NAV Eurocentrum Office Complex na poziomie PLN 3.75/akcję oraz Royal Wilanów PLN 1.72/akcję) oraz realizację ArtN.

Potencjalny wpływ gotówki netto ze sprzedaży Eurocentrum Complex

We wrześniu 2019 r. Capital Park podpisał list intencyjny dotyczący sprzedaży 100% udziałów w spółce zależnej będącej właścicielem kompleksu biurowego Eurocentrum w Warszawie (85tys. mkw. powierzchni GLA). Przy wartości księgowej PLN 906m oraz zadłużeniu PLN 500m na koniec 2Q19, szacujemy wartość netto projektu na poziomie PLN 406m (PLN 3.75/akcję). Dodatkowo w sierpniu zawarła przedwstępną umowę sprzedaży gruntu Eurocentrum Hotel & Rezydencje za PLN 85m (PLN 0.79/akcję), jednak we wrześniu kupujący odstąpił od umowy.

Generacja FFO wspierająca wzrost wartości NAV

W 1H19 Capital Park wygenerował FFO na poziomie PLN 20.1m, podczas gdy prognozujemy PLN 53m w całym 2019 r. oraz PLN 48m w całym 2020 r. Jednocześnie ze względu na realizację inwestycji ArtN oraz pozytywny wpływ rewaluacji zaraportowanych w 1H19 oraz oczekiwanych w 3Q19, prognozujemy wzrost wartości NAV o 6% r/r w 2019 r. Capital Park obecnie wyceniany jest z 38% dyskontem do wartości księgowej oraz 36% dyskontem do NAV na koniec 2019E.

Tabela 1. Wybrane dane (PLN mln)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Przychody	107.7	125.8	145.8	123.5	123.8	139.7
EBIT	124.4	-5.0	172.0	162.0	83.3	114.3
EBIT skoryg.*	55.5	79.8	92.8	84.1	79.7	89.2
Zysk netto	24.5	-14.1	85.3	99.5	41.6	64.5
P/E skoryg.* (x)	n.m.	14.9	14.6	16.1	17.2	15.0
P/BV (x)	0.69	0.71	0.57	0.62	0.60	0.56
P/NAV (x)	0.72	0.76	0.68	0.64	0.62	0.58

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

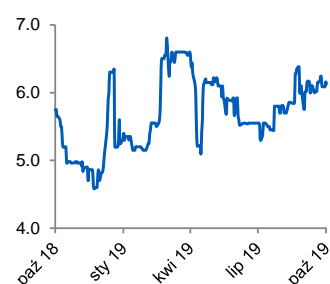
CAPITAL PARK KUPIJ

KUPIJ podtrzymane

FV PLN 8.99 z PLN 8.50

+47% potencjał wzrostu

Cena bieżąca 9.10.2019 PLN 6.13



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 (€ m)	155
12M śr. dzienny wolumen (tys.)	6.7
12M śr. dzienny obrót (€ m)	0.01
52W max/min (PLN)	6.80/4.54
Udział w WIG	0.07
Reuters	CPGP.WA
Bloomberg	CPG PW

Stopa zwrotu

1M	7.0%
3M	10.8%
12M	7.0%

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

CAPITAL PARK

KUPUJ

FV PLN 8.99

Kapitalizacja EUR 155m

Potencjał wzrostu/spadku 47%

Mnożniki	2017	2018	2019E	2020E	2021E
P/E (x)	14.9	14.6	16.1	17.2	15.0
EV/EBITDA (x)	-405.6	11.0	11.3	24.5	20.1
EV/Sprzedaż (x)	14.7	13.0	14.9	16.6	16.5
P/BV (x)	0.71	0.57	0.62	0.60	0.56
FCF yield (%)	-18%	-8%	-7%	-27%	-32%
DY (%)	0%	0%	0%	0%	0%

Na akcję	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Liczba akcji (mszt.)	107.5	107.5	108.3	108.3	108.3
EPS* (PLN)	0.39	0.36	0.38	0.36	0.41
BVPS (PLN)	8.20	9.07	9.92	10.30	10.90
FCFPS (PLN)	-1.07	-0.40	-0.42	-1.64	-1.98
DPS (PLN)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

Zmiana r/r (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Przychody	16.7%	16.0%	-15.3%	0.3%	12.8%
Zysk operacyjny netto	14.3%	16.7%	-15.1%	0.3%	13.0%
EBIT skoryg.*	43.6%	16.3%	-9.4%	-5.2%	12.0%
Zysk przed opodatk.	n.m.	n.m.	27.2%	-58.2%	54.9%
Zysk netto skoryg.*	n.m.	-7.9%	7.6%	-6.2%	14.3%

Wskaźniki	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Marża NOI (%)	74.0%	74.5%	74.7%	74.7%	74.8%
Marża EBIT skoryg.* (%)	63.4%	63.6%	68.1%	64.3%	63.9%
Marża netto skoryg.* (%)	33.1%	26.3%	33.4%	31.3%	31.7%
DN / EBITDA skoryg.*(x)	13.8	13.0	13.8	17.2	18.2
Dług netto / Kap. wł. (x)	1.26	1.25	1.09	1.24	1.38
Dług netto / Aktywa (x)	0.45	0.47	0.46	0.50	0.53
ROE (%)	4.7%	4.1%	4.0%	3.5%	3.9%
ROA (%)	1.7%	1.5%	1.6%	1.5%	1.5%
ROIC (%)	2.7%	4.2%	2.7%	2.9%	2.8%

Założenia	2017	2018	2019E	2020E	2021E
FFO (PLN m)	38.2	57.1	53.2	47.8	54.6
FFO yield (%)	6%	9%	8%	7%	8%
NAV (PLN m)	869.1	974.1	1,034.0	1,075.6	1,136.3
NAV/akcję (PLN)	8.1	9.1	9.5	9.9	10.5
LTV (%)	58%	55%	56%	58%	59%

P&L (PLN m)	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Przychody	107.7	125.8	145.8	123.5	123.8	139.7
Koszty bezp.związane z nieruchomości	-26.3	-32.7	-37.3	-31.3	-31.4	-35.3
Zysk operacyjny netto	81.4	93.1	108.6	92.2	92.4	104.4
Koszty ogólnego zarządu	-10.6	-11.4	-8.4	-14.6	-11.1	-12.7
Wynik z rewaluacji	68.9	-84.7	79.2	78.0	3.6	25.0
Pozostałe przychody oper. netto	-15.3	-1.9	-7.5	6.5	-1.7	-2.5
EBITDA	124.8	-4.6	172.4	162.5	83.8	114.8
EBIT	124.4	-5.0	172.0	162.0	83.3	114.3
EBIT skoryg.*	55.5	79.8	92.8	84.1	79.7	89.2
Koszty finansowe netto	-49.1	-37.9	-38.3	-33.1	-31.9	-34.6
Pozostałe koszty finansowe	-42.0	46.7	-37.1	-6.1	0.0	0.0
Zysk przed opodatkowaniem	33.3	3.8	96.5	122.8	51.4	79.6
Podatek dochodowy	-3.5	-25.8	-5.5	-23.3	-9.8	-15.1
Mniejszości	5.3	-7.8	5.7	0.0	0.0	0.0
Zysk netto	24.5	-14.1	85.3	99.5	41.6	64.5
Zysk netto skoryg.*	0.0	41.7	38.4	41.3	38.7	44.2

BILANS (PLN m)	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Aktywa trwałe	2,155.4	2,248.6	2,420.4	2,351.3	2,603.4	2,916.1
Nieruchomości inwestycyjne	2,084.3	2,174.4	2,360.2	2,282.6	2,534.8	2,844.9
Inwestycje w JV	44.7	42.7	54.2	40.7	40.5	43.0
Aktywa finansowe	4.2	2.6	0.7	22.8	22.8	22.8
Pozostałe aktywa trwałe	22.2	28.9	5.3	5.3	5.4	5.4
Aktywa obrotowe	186.4	227.2	149.5	176.8	163.0	137.5
Należności handlowe	10.4	11.9	16.1	17.2	17.2	19.4
Pozostałe aktywa obrotowe	19.5	22.0	23.1	24.2	24.3	26.5
Środki pieniężne	156.6	193.3	110.3	135.4	121.5	91.5
Aktywa razem	2,341.8	2,475.9	2,569.9	2,528.1	2,766.4	3,053.6
Kapitały własne	898.6	881.6	974.9	1,074.4	1,116.0	1,180.5
Mniejszości	71.7	114.9	114.9	0.0	0.0	0.0
Zobowiązania długotermin.	1,158.9	1,314.7	1,417.1	1,390.0	1,586.6	1,808.5
Kredyty i obligacje	1,048.1	1,166.8	1,282.2	1,260.1	1,456.7	1,678.6
Rezerwa z tyt. odroczonego pod.	100.4	132.3	110.0	104.9	104.9	104.9
Pozostałe zobow. długotermin.	10.3	15.6	24.9	24.9	24.9	24.9
Zobowiązania krótkotermin.	212.6	164.6	63.0	63.8	63.8	64.6
Zobowiązania handlowe	11.4	16.6	7.6	6.4	6.4	7.2
Kredyty i obligacje	183.9	136.6	43.2	45.2	45.2	45.2
Pozostałe zobow. krótkotermin.	17.2	11.4	12.2	12.2	12.2	12.2
Pasywa razem	2,341.8	2,475.9	2,569.9	2,528.1	2,766.4	3,053.6
Dług brutto (PLN m)	1,232.1	1,303.4	1,325.4	1,305.3	1,501.9	1,723.9
Dług netto (PLN m)	1,075.5	1,110.1	1,215.0	1,170.0	1,380.4	1,632.3

CASH FLOW (PLN m)	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Przepływy pien. z dz. oper.	76.8	86.1	106.2	49.3	72.7	72.7
Zysk netto	24.5	-14.1	85.3	99.5	41.6	64.5
Rewaluacje	-26.8	38.0	-42.1	-78.0	-3.6	-25.0
Amortyzacja	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
Zmiana w kap. obrotowym netto	9.5	3.6	-13.2	-2.3	0.0	-1.4
Pozostałe	69.2	58.2	75.8	29.6	34.3	34.2
Przepływy pien. z dz. inw.	-104.5	-89.0	-115.1	-104.9	-248.9	-288.2
Zmiana w art. nieruchomości inw.	-80.8	-174.8	-106.6	-117.9	-248.6	-285.2
Zmiana w art. jedn. w spółkontr.	-14.0	2.0	-11.5	13.5	0.2	-2.5
Pozostałe	-9.7	83.7	3.0	-0.5	-0.5	-0.5
Przepływy pien. z dz. fin.	70.7	39.7	-74.1	80.6	162.3	185.5
Zmiana w kapitale własnym	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
Dywidenda w wypłaconą	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Odsetki zapłacone	-72.1	-55.5	-42.3	-35.8	-34.3	-36.5
Pozostałe	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zmiana środków pieniężnych	42.9	36.8	-83.0	25.0	-13.9	-30.0
Śr. pieniężne na koniec okr.	156.6	193.3	110.3	135.4	121.5	91.5

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research, *dane skoryg. o rewaluacje

Podsumowanie inwestycyjne

Pozytywne rewaluacje w 2Q19 i 3Q19 wspierają wzrost wartości NAV

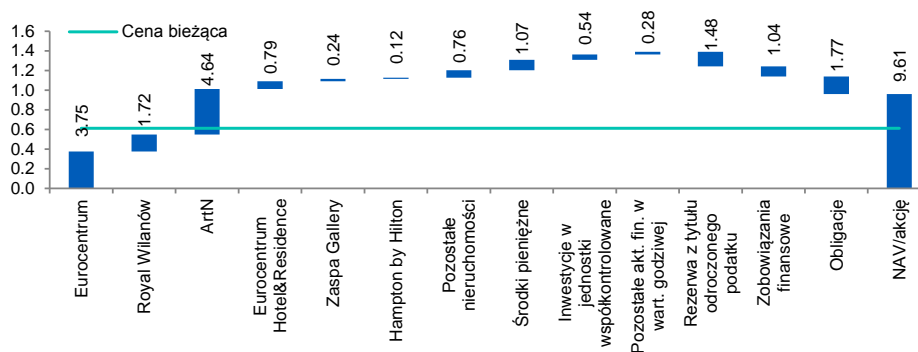
W 2Q19 Capital Park zaraportował zysk operacyjny na poziomie PLN 87 mln, na który pozytywny wpływ miała aktualizacja wartości nieruchomości inwestycyjnych w wysokości PLN 69m. Spółka poinformowała, że PLN 21m negatywnej rewaluacji związane było z różnicami kursowymi EUR/PLN, zaś pozytywne PLN 92m z zyskiem z aktualizacji wartości nieruchomości (głównie inwestycja ArtN). Ze względu na osłabienie kursu PLN względem EUR (4.37x na koniec 3Q19, w porównaniu do 4.25x na koniec 2Q19), szacujemy, że Capital Park rozpozna pozytywną rewaluację nieruchomości inwestycyjnych na poziomie PLN 50m oraz stratę z wyceny zobowiązań finansowych w wysokości blisko PLN 30m w 3Q19. Prognozujemy FFO PLN 53 mln w 2019 i PLN 48 mln w 2020 oraz pozytywne rewaluacje związane z realizacją projektu ArtN. W rezultacie oczekujemy wzrostu wartości NAV Capital Park o 6% r/r w 2019 r. oraz o 4% r/r w 2020 r.

Potencjalna sprzedaż aktywów

Dnia 17 września 2019 r. Capital Park podpisał list intencyjny dotyczący sprzedaży 100% udziałów w spółce zależnej, będącej właścicielem kompleksu budynków biurowych w Warszawie tworzących Eurocentrum Office Complex w Warszawie przy Al. Jerozolimskich 132-136. Inwestycja obejmuje cztery budynki biurowe o łącznej powierzchni GLA na poziomie 85tys. mkw., których poziom obłożenia wynosił 96% na koniec 2Q19. Wartość księgową nieruchomości wynosiła PLN 906 mln na koniec 2Q19, zaś zadłużenie PLN 500 mln, co implikuje wartość aktywów netto PLN 406 mln (PLN 3.75/akcję).

Dodatkowo Capital Park posiada nieruchomość gruntową w sąsiedztwie Eurocentrum Office Complex, na której spółka planuje realizację wielofunkcyjnego projektu Hotel & Rezydencje o powierzchni GLA 28tys. mkw. oferującego 217 pokoi hotelowych oraz około 390 apartamentów na wynajem. W sierpniu 2019 r. Capital Park podpisał przedwstępną umowę sprzedaży nieruchomości za PLN 85.5m, jednak we wrześniu spółka otrzymała oświadczenie o odstąpieniu kupującego od tej umowy. Na koniec 2Q19 wartość księgową aktywa (uwzględniająca rewaluację do wartości transakcyjnej) wynosiła PLN 85m przy braku zadłużenia, co implikuje wartość aktywów netto na akcje na poziomie PLN 0.79/akcję.

Wykres 1. Capital Park – Składniki NAV/akcję na koniec 2Q19 (PLN)



Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Wezwanie na 36.8 mln akcji po PLN 5.84/akcję (z 40% dyskontem do 2Q19 NAV)

Dnia 8 października 2019 r. Townsend Holding ogłosił wezwanie na 36.8 mln akcji Capital Park, stanowiących 34% kapitału oraz głosów na WZ po PLN 5.84 na akcję. W wyniku wezwania Townsend zamierza osiągnąć 100% udziałów w Capital Park. Przyjmowanie zapisów ma rozpocząć się 28 października i potrwać do 2 grudnia.

W naszej ocenie, zaoferowana cena PLN 5.84/akcję nie odzwierciedla w pełni wartości godziwej spółki, mając na uwadze realizację nieruchomości inwestycyjnych oraz wartość aktywów netto projektów ukończonych. W oparciu o sprawozdanie finansowe spółki za 2Q19, wartość aktywów

netto nieruchomości ukończonych kształtowała się na poziomie PLN 6.59/akcję, przy czym większość stanowił projekt Eurocentrum Office Complex (PLN 3.75/akcję) oraz Royal Wilanów (PLN 1.72/akcję). Dodatkowo Capital Park jest w trakcie realizacji inwestycji ArtN, która według naszych szacunków pozwoli spółce na rozpoznanie zysku z rewaluacji na poziomie PLN 129 mln w latach 2019-21E. Capital Park obecnie wyceniany jest z 40% dyskontem do zaraportowanego 2Q19 NAV (PLN 9.78/akcję) oraz z 35% dyskontem do wartości księgowej na akcję na koniec 2Q19 (PLN 9.03/akcję).

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 2Q19 spółka szacowała pozostałe nakłady inwestycyjne na nieruchomość na poziomie PLN 685 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). Dodatkowo dnia 8 października 2019 r. Townsend Holding (należący do Madison International Realty) ogłosił wezwanie na 36,833,560 akcji po PLN 5.84/akcję, stanowiących 34% udziałów w kapitale oraz głosach na WZ spółki Capital Park.

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%	8.99
Wycena metodą porównawczą	0%	9.74
Wartość godziwa (FV)		8.99
Wartość rynkowa		6.13
Potencjał wzrostu/spadku		47%

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 8.99/akcję.

Tabela 3. Capital Park – Wycena metodą wartości aktywów netto NAV (PLN m)

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
(+) Nieruchomości inwestycyjne	2,282.6	2,534.8	2,844.9	2,844.9	2,844.9
(+) Inwestycje w jednostki współkontrolowane	40.7	40.5	43.0	46.0	49.0
(+) Aktywa finansowe	22.8	22.8	22.8	22.8	22.8
(+) Środki pieniężne	135.4	121.5	91.5	136.5	192.2
(-) Zadłużenie długoterminowe	1,265.2	1,461.8	1,683.8	1,683.8	1,683.8
(-) Zadłużenie krótkoterminowe	45.4	45.4	45.4	45.4	45.4
(-) 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 (PLN m)	1,034.0	1,075.6	1,136.3	1,184.3	1,243.0
Liczba akcji (m)	108.3	108.3	108.3	108.3	108.3
NAV/akcję (PLN)	9.54	9.93	10.49	10.93	11.47
Współczynnik dyskontujący (%)	98%	92%	86%	80%	75%
Wartość bieżąca NAV/akcję (PLN)	9.4	9.1	9.0	8.8	8.6
Wartość godziwa na akcję (PLN)	8.99				
Cena bieżąca (PLN)	6.13				
Potencjał wzrostu/spadku (%)	46.6%				

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Tabela 4. 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	2.1	2.1
Premia za ryzyko (%)	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Koszt kapitału własnego (%)	12.7%	13.3%	13.7%	13.4%	13.2%
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 5. Analiza wrażliwości NAV/akcję (PLN)

	Stopa kapitalizacji (%)					
	-5.0%	-0.50%	-0.25%	0.00%	0.25%	0.50%
Procentowa zmiana miesięcznej stawki czynszu (EUR/mkw.)	-5.0%	9.43	8.91	8.43	7.99	7.58
	-2.5%	9.73	9.20	8.71	8.26	7.84
	0.0%	10.02	9.48	8.99	8.53	8.10
	2.5%	10.32	9.77	9.26	8.80	8.36
	5.0%	10.62	10.06	9.54	9.06	8.62

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Tabela 6. Analiza wrażliwości NAV/share 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
	8.40	8.50	8.59	8.69	8.79	8.89	8.99	9.08	9.18

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Wycena metodą porównawczą

Wyceniamy Capital Park metodą porównawczą na PLN 9.74/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 7. Capital Park – Wycena metodą porównawczą (PLN)

Spółka	BBG Ticker	Cena	Kapitalizacja	P/BV (x)		
		(waluta lokalna)	(PLN m)	2019E	2020E	2021E
Echo Investment	ECH PW Equity	4.78	1,973	1.26	1.19	1.16
Globe Trade Centre	GTC PW Equity	9.3	4,516	0.96	0.93	0.92
Immofinanz AG	IIA AV Equity	26.10	12,639	0.95	0.93	0.90
CA Immobilien	CAI AV Equity	33.65	14,365	1.14	1.08	1.04
Unibail-Rodamco-Westfield	URW NA Equity	130.95	78,287	0.65	0.66	0.68
Atrium European Real Estate	ATRS AV Equity	3.7	6,045	0.77	0.79	0.78
S Immo	SPI AV Equity	22	6,360	1.17	1.13	1.10
Mediana				0.96	0.93	0.92
Capital Park	CPG PW Equity	6.13	664	0.62	0.60	0.56
Premia/dyskonto (%)				-36%	-36%	-39%
Implikowana wartość FV/akcję (PLN)				9.53	9.63	10.05
Średnia implikowana FV/akcję (PLN)					9.74	

Źródło: Bloomberg, IPOPEMA Research

Zmiana prognoz

Tabela 8. Capital Park – Zmiana prognoz (PLN m)

	2019E Aktualne	2019E Poprz.	Zmiana	2020E Aktualne	2020E Poprz.	Zmiana	2021E Aktualne	2021E Poprz.	Zmiana
Przychody	123.5	121.0	2%	123.8	121.3	2%	139.7	136.7	2%
Koszty bezpośrednio zw. z nieruchomościami	-31.3	-30.7	2%	-31.4	-30.8	2%	-35.3	-34.5	2%
Zysk operacyjny netto	92.2	90.3	2%	92.4	90.6	2%	104.4	102.2	2%
Koszty ogólnego zarządu	-14.6	-14.6	0%	-11.1	-11.1	0%	-12.7	-12.7	0%
Wynik z aktualizacji wyceny nieruchomości	78.0	-1.1	n.m.	3.6	6.8	-47%	25.0	39.8	-37%
Pozostałe przychody/koszty operacyjne netto	6.5	8.1	-20%	-1.7	-1.6	6%	-2.5	-2.4	5%
EBITDA	162.5	83.2	95%	83.8	85.1	-2%	114.8	127.4	-10%
EBIT	162.0	82.8	96%	83.3	84.7	-2%	114.3	126.9	-10%
EBIT skoryg.*	84.1	83.8	0%	79.7	77.9	2%	89.2	87.1	2%
Przychody/koszty finansowe netto	-33.1	-32.7	1%	-31.9	-31.5	1%	-34.6	-34.3	1%
Pozostałe przychody/koszty finansowe	-6.1	6.6	n.m.	0.0	0.0	n.m.	0.0	0.0	n.m.
Zysk przed opodatkowaniem	122.8	56.7	116%	51.4	53.2	-3%	79.6	92.6	-14%
Podatek dochodowy	-23.3	-10.8	116%	-9.8	-10.1	-3%	-15.1	-17.6	-14%
Zysk netto	99.5	46.0	116%	41.6	43.1	-3%	64.5	75.0	-14%
Zysk netto skoryg.*	41.3	41.4	0%	38.7	37.6	3%	44.2	42.8	3%

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research, *dane skoryg. o rewaluację

Perspektywa wyników w 3Q19

Oczekujemy, że w 3Q19 Capital Park zaraportuje przychody na poziomie PLN 31m (-15% r/r ze względu na dekonsolidację funduszy inwestycyjnych, porównywalnie kw./kw.). Prognozujemy zysk operacyjny w wysokości PLN 67m oraz zysk operacyjny skoryg. o rewaluację na poziomie PLN 17m (-29% r/r, porównywalnie kw./kw.). Ze względu na osłabienie kursu PLN względem EUR w 3Q19 (4.37x na koniec 3Q19, w porównaniu do 4.25x na koniec 2Q19) szacujemy, że spółka rozpozna w wynikach za 3Q19 pozytywną rewaluację nieruchomości inwestycyjnych w wysokości około PLN 50m oraz stratę z wyceny zobowiązań finansowych w wysokości blisko PLN 30m. Prognozujemy zysk netto w wysokości PLN 24m w 3Q19 (w porównaniu do PLN 5 mln w 3Q18).

Tabela 9. Capital Park – Prognoza wyników w 3Q19 (PLN m)

	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	r/r
Przychody	36.6	39.0	32.3	31.7	31.0	-15%
Koszty bezp. związane z nieruch.	-9.1	-9.7	-8.6	-8.0	-8.1	-11%
Koszty ogólnego zarządu	-1.2	-3.4	-5.5	-6.7	-6.0	350%
Rewaluacja	-37.9	12.2	3.6	69.4	50.1	-232%
EBIT	-13.9	36.2	28.7	86.9	66.6	-584%
EBIT skoryg.*	24.0	24.0	25.1	17.5	16.5	-29%
Koszty finansowe netto	16.5	-22.1	-10.6	-4.2	-37.3	-325%
Zysk przed opodatkowaniem	2.7	14.1	18.1	82.7	29.3	1031%
Podatek dochodowy	1.4	8.4	-2.4	-17.8	-5.6	-515%
Zysk netto	5.1	20.8	15.7	64.9	23.7	380%

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research, *dane skoryg. o rewaluację

Niniejszy dokument został przygotowany przez IPOPEMA Securities S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Prózna 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/gpwwp. 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 uwzględnienia 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 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 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 złożyć, 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 wewnętrzne regulacje zapewniające, 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 sporządzanie 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 dywidend), 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 złe kredyty.
 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 pozostałych 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% and 10%
Sprzedaj	poniżej -10%

IPOPEMA Research (1 lipiec – 30 wrzesień, 2019)

	Liczba	%
Kup	18	58%
Trzymaj	10	32%
Sprzedaj	3	10%
Suma	31	100%

Historia ratingu – Capital Park

Data	Rekomendacja	FV	Cena z rekomendacji	Autor
30/07/2019	KUPUJ	8.50	5.44	Marek Szymański
11/10/2019	KUPUJ	8.99	6.13	Marek Szymański