

## Capital Park

# Blżej zakończenia realizacji Fabryki Norblina

Obniżamy rekomendację dla Capital Park z KUPUJ do TRZYMAJ ze względu na ostatni wzrost kursu akcji (+30% od poprzedniej publikacji raportu) oraz podwyższamy wartość godziwą do PLN 8.30/akcję z PLN 8.19 z uwagi na zaktualizowane założenia dotyczące projektu Fabryka Norblina. Zgodnie z harmonogramem, oczekujemy zakończenia realizacji projektu w 3kw. 2021 (szacujemy pozytywną rewaluację PLN 100m w 2021r.) oraz przychód z najmu ponad PLN 80m rocznie w długim terminie. Spółka jednocześnie posiada przedwstępną umowę zakupu gruntu „Hak Polski” w Gdańsku, jednak szczegóły inwestycji pozostają nieznane. W naszych prognozach nie zakładamy również sprzedaży aktywów (Eurocentrum Hotel & Rezydencje oraz Royal Wilanów), ze względu na brak umów sprzedaży na chwilę obecną.

### Fabryka Norblina – realizacja projektu zgodnie z harmonogramem

W oparciu o harmonogram realizacji inwestycji, spółka oczekuje uzyskania pozwolenia na użytkowanie dla Fabryki Norblina do końca lipca b.r. Poziom komercjalizacji inwestycji wynosi 73% na koniec 1kw. 2021 (80% w części biurowej oraz 61% w części handlowo-usługowej), zaś w oparciu o prowadzone rozmowy, spółka oczekuje ok. 90% komercjalizacji do momentu zakończenia budowy projektu. Na koniec 1kw. 2021 wartość księgowa projektu wynosiła PLN 1,007m, a spółka szacuje pozostałe nakłady inwestycyjne na PLN 350m. Mając na uwadze potencjał generacji NOI EUR 17m, oczekujemy ok. PLN 100m pozytywnej rewaluacji tego projektu w 2021r.

### Aktywa dostępne do sprzedaży

Capital Park obecnie posiada dwa aktywa dostępne do sprzedaży (Royal Wilanów oraz Eurocentrum Hotel & Rezydencje) o wartości księgowej PLN 590m oraz zadłużeniu PLN 314m. Spółka obecnie jest w trakcie negocjacji dotyczących sprzedaży gruntu Eurocentrum (potencjalna transakcja w najbliższych tygodniach). Proces sprzedaży Royal Wilanów jeszcze się nie rozpoczął, jednak spółka jest w trakcie negocjacji i potencjalny list intencyjny może zostać podpisany do końca czerwca b.r. Ze względu na wciąż wysoką niepewność, nie uwzględniamy powyższych transakcji w naszych prognozach.

### Polski Hak – master plan w 2poł. 2021r.

Spółka podpisała przedwstępną umowę zakupu gruntu w Gdańsku (Polski Hak) za ok. PLN 49m (finalizacja transakcji do końca marca 2022r.). Capital Park planuje realizację inwestycji mieszkaniowej na powyższym gruncie (potencjalnie ok. 400 lokali). Spółka oczekuje, że finalny master plan dla gruntu zostanie opublikowany w 2poł. 2021r. Ze względu na brak szczegółów dotyczących realizacji powyższej inwestycji, na chwilę obecną nie uwzględniamy jej w naszych prognozach.

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

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Przychody	145.8	123.7	57.6	74.5	135.0	138.3
EBITDA	172.4	367.9	72.7	151.7	86.8	89.0
EBIT	172.0	367.3	72.1	151.1	86.1	88.2
Zysk netto	85.3	262.9	-23.7	103.4	51.6	54.1
P/E skoryg.* (x)	14.6	4.9	91.3	69.5	19.3	18.4
P/BV (x)	0.57	0.55	0.82	0.91	0.87	0.83
DPS (x)	0.00	0.00	2.10	0.00	0.00	0.00

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

Deweloperzy

## Capital Park

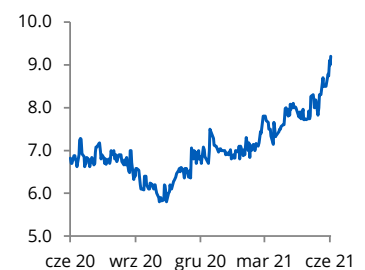
### TRZYMAJ

FV PLN 8.30 z PLN 8.19

10% potencjał spadku

Cena z dnia 18 czerwca 2021 PLN 9.20

Obniżone z KUPUJ



### Podstawowe informacje

Liczba akcji (m)	108.3
Kapitalizacja (EUR m)	221
12M śr. dzienny wolumen (tyś)	4.7
12M śr. dzienny obrót (EUR m)	0.03
12M max/min (PLN)	9.20/5.76
Udział w WIG (%)	0.04
Reuters	CPGP.WA
Bloomberg	CPG PW

### Stopa zwrotu

1M	16.2%
3M	18.0%
12M	37.3%

### Akcjonariat

MIRELF VI BV	66.43%
Europi Property Group AB	16.22%
Patron Townsend S.a.r.l	6.51%
Zarząd Spółki	3.69%
Pozostali	7.15%

### Analityk

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

## CAPITAL PARK

## TRZYMAJ

FV PLN 8.3

Kapitalizacja EUR 221m

Potencjał spadku -10%

Mnożniki	2019	2020	2021E	2022E	2023E
P/E (x)	4.9	91.3	69.5	19.3	18.4
EV/EBITDA (x)	2.4	21.7	14.5	24.8	23.6
EV/Sprzedaż (x)	7.1	27.4	29.5	15.9	15.2
P/BV (x)	0.55	0.82	0.91	0.87	0.83
FCF yield (%)	180%	-30%	-41%	7%	7%
DY (%)	0%	23%	0%	0%	0%

Na akcję	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Liczba akcji (m szt.)	108.3	108.3	108.3	108.3	108.3
EPS* (PLN)	1.30	0.08	0.13	0.48	0.50
BVPS (PLN)	11.45	9.13	10.09	10.57	11.06
FCFPS (PLN)	11.44	-2.29	-3.77	0.64	0.67
DPS (PLN)	0.00	2.10	0.00	0.00	0.00

Zmiana r/r (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Przychody	-15.2%	-53.4%	29.3%	81.2%	2.4%
Zysk operacyjny netto	-15.5%	-56.0%	31.2%	83.7%	2.4%
EBIT skoryg.*	120.9%	-87.4%	59.0%	109.8%	2.4%
Zysk przed opodatk.	237.4%	n.m.	n.m.	-50.1%	4.9%
Zysk netto skoryg.*	268.2%	-93.7%	61.1%	259.9%	4.9%

Wskaźniki	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Marża NOI (%)	74.2%	70.1%	71.1%	72.1%	72.1%
Marża EBIT skoryg.* (%)	165.6%	44.8%	55.1%	63.8%	63.8%
Marża netto skoryg.* (%)	114.2%	15.4%	19.2%	38.2%	39.1%
DN / EBITDA skoryg.*(x)	0.9	29.0	28.8	13.3	12.4
Dług netto / Kap. wł. (x)	0.15	0.77	1.10	1.01	0.92
Dług netto / Aktywa (x)	0.09	0.38	0.49	0.46	0.43
ROE (%)	12.8%	0.8%	1.4%	4.6%	4.6%
ROA (%)	6.0%	0.4%	0.6%	2.1%	2.1%
ROIC (%)	7.8%	1.1%	0.8%	3.2%	3.3%

Założenia	2019	2020	2021E	2022E	2023E
FFO (PLN m)	176.6	11.0	17.7	63.7	66.8
FFO yield (%)	26%	2%	3%	9%	10%
NAV (PLN m)	1,240.8	989.6	1,037.2	1,086.8	1,141.4
NAV/akcję (PLN)	11.5	9.1	9.6	10.0	10.5
LTV (%)	82%	75%	72%	72%	72%

P&L (PLN m)	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Przychody	145.8	123.7	57.6	74.5	135.0	138.3
Koszty bezp.zw. związane z nieruchomości.	-37.3	-32.0	-17.2	-21.5	-37.7	-38.6
<b>Zysk operacyjny netto</b>	<b>108.6</b>	<b>91.8</b>	<b>40.4</b>	<b>53.0</b>	<b>97.4</b>	<b>99.7</b>
Koszty ogólnego zarządu	-8.4	-21.1	-14.0	-14.7	-15.0	-15.3
Wynik z rewaluacji	79.2	162.4	46.3	110.0	0.0	0.0
Pozostałe przychody oper. netto	-7.5	134.2	-0.6	2.7	3.8	3.8
<b>EBITDA</b>	<b>172.4</b>	<b>367.9</b>	<b>72.7</b>	<b>151.7</b>	<b>86.8</b>	<b>89.0</b>
<b>EBIT</b>	<b>172.0</b>	<b>367.3</b>	<b>72.1</b>	<b>151.1</b>	<b>86.1</b>	<b>88.2</b>
EBIT skoryg.*	92.8	204.9	25.8	41.1	86.1	88.2
Koszty finansowe netto	-38.3	-30.5	-14.8	-23.4	-22.5	-21.4
Pozostałe koszty finansowe	-37.1	-11.1	-72.0	0.0	0.0	0.0
<b>Zysk przed opodatkowaniem</b>	<b>96.5</b>	<b>325.7</b>	<b>-14.7</b>	<b>127.7</b>	<b>63.7</b>	<b>66.8</b>
Podatek dochodowy	-5.5	-62.8	-9.0	-24.3	-12.1	-12.7
Mniejszości	5.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Zysk netto</b>	<b>85.3</b>	<b>262.9</b>	<b>-23.7</b>	<b>103.4</b>	<b>51.6</b>	<b>54.1</b>
Zysk netto skoryg.*	38.4	141.3	8.9	14.3	51.6	54.1

BILANS (PLN m)	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>2,420.4</b>	<b>983.2</b>	<b>1,248.3</b>	<b>1,781.6</b>	<b>1,785.3</b>	<b>1,788.9</b>
Nieruchomości inwestycyjne	2,360.2	890.8	1,171.4	1,696.6	1,696.6	1,696.6
Inwestycje w JV	54.2	51.1	41.0	49.1	52.7	56.4
Aktywa finansowe	0.7	33.1	21.6	21.6	21.6	21.6
Pozostałe aktywa trwałe	5.3	8.2	14.4	14.4	14.4	14.4
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>149.5</b>	<b>615.4</b>	<b>189.1</b>	<b>110.1</b>	<b>161.2</b>	<b>212.5</b>
Należności handlowe	16.1	6.6	7.2	10.5	15.4	15.8
Pozostałe aktywa obrotowe	23.1	17.9	33.0	34.4	34.6	34.6
Środki pieniężne	110.3	591.0	148.9	65.3	111.3	162.2
Aktywa dost. do sprzedaży	0.0	543.4	582.5	582.5	582.5	582.5
<b>Aktywa razem</b>	<b>2,569.9</b>	<b>2,142.0</b>	<b>2,019.8</b>	<b>2,474.2</b>	<b>2,529.0</b>	<b>2,583.9</b>
<b>Kapitały własne</b>	<b>974.9</b>	<b>1,240.8</b>	<b>989.6</b>	<b>1,093.0</b>	<b>1,144.6</b>	<b>1,198.7</b>
Własność w całości	114.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Zobowiązania długotermin.</b>	<b>1,417.1</b>	<b>402.5</b>	<b>530.2</b>	<b>880.2</b>	<b>880.2</b>	<b>880.2</b>
Kredyty i obligacje	1,282.2	295.6	422.6	772.6	772.6	772.6
Rezerwa z tyt. odroczonego pod.	110.0	90.5	74.6	74.6	74.6	74.6
Pozostałe zobow. długotermin.	24.9	16.3	33.0	33.0	33.0	33.0
<b>Zobowiązania krótkotermin.</b>	<b>63.0</b>	<b>215.6</b>	<b>187.3</b>	<b>188.2</b>	<b>191.4</b>	<b>192.2</b>
Zobowiązania handlowe	7.6	3.6	2.5	3.4	6.6	7.4
Kredyty i obligacje	43.2	192.7	148.4	148.4	148.4	148.4
Pozostałe zobow. krótkotermin.	12.2	19.4	36.4	36.4	36.4	36.4
Zobow. zw. z aktywami do sprz.	0.0	283.0	312.7	312.7	312.7	312.7
<b>Pasywa razem</b>	<b>2,569.9</b>	<b>2,142.0</b>	<b>2,019.8</b>	<b>2,474.2</b>	<b>2,529.0</b>	<b>2,583.9</b>
Dług brutto (PLN m)	1,330.7	782.9	915.3	1,265.3	1,265.3	1,265.3
<b>Dług netto (PLN m)</b>	<b>1,220.4</b>	<b>191.9</b>	<b>766.4</b>	<b>1,200.0</b>	<b>1,154.0</b>	<b>1,103.1</b>

CASH FLOW (PLN m)	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>Przepływy pien. z dz. oper.</b>	<b>106.2</b>	<b>85.8</b>	<b>18.5</b>	<b>15.1</b>	<b>75.0</b>	<b>80.0</b>
Zysk netto	85.3	262.9	-23.7	103.4	51.6	54.1
Rewaluacje	-42.1	-151.3	25.7	-110.0	0.0	0.0
Amortyzacja	0.4	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
Zmiana w kap. obrotowym netto	-13.2	5.5	-1.7	-2.4	-1.7	0.5
Pozostałe	75.8	-31.9	17.6	23.3	24.5	24.7
<b>Przepływy pien. z dz. inw.</b>	<b>-115.1</b>	<b>385.6</b>	<b>-249.3</b>	<b>-424.0</b>	<b>-4.3</b>	<b>-4.4</b>
Zmiana w art. nieruchomości inw.	-106.6	1,088.5	-273.4	-415.2	0.0	0.0
Zmiana w art. jedn. w spółkontr.	-11.5	3.1	10.1	-8.1	-3.6	-3.6
Pozostałe	3.0	-705.9	14.1	-0.7	-0.7	-0.7
<b>Przepływy pien. z dz. fin.</b>	<b>-74.1</b>	<b>22.5</b>	<b>-236.6</b>	<b>325.3</b>	<b>-24.7</b>	<b>-24.7</b>
Zmiana w kapitale własnym	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zmiana zadłużenia	-31.9	61.8	11.5	350.0	0.0	0.0
Dywidenda w wypłaconą	0.0	0.0	-227.5	0.0	0.0	0.0
Odsetki zapłacone	-42.3	-39.3	-19.1	-24.7	-24.7	-24.7
Pozostałe	0.0	0.0	-1.5	0.0	0.0	0.0
<b>Zmiana środków pieniężnych</b>	<b>-83.0</b>	<b>493.9</b>	<b>-467.4</b>	<b>-83.6</b>	<b>46.0</b>	<b>50.9</b>
<b>Śr. pieniężne na koniec okr.</b>	<b>110.3</b>	<b>591.0</b>	<b>148.9</b>	<b>65.3</b>	<b>111.3</b>	<b>162.2</b>

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%	8.30
Wycena metodą porównawczą	0%	8.67
<b>Wartość godziwa (FV)</b>		<b>8.30</b>
Wartość rynkowa		9.20
Potencjał wzrostu/spadku		-10%

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 Fabryka Norblina w 2H21 oraz nie uwzględnia sprzedaży realizacji inwestycji Polski Hak ani sprzedaży Eurocentrum Hotel & Rezydencje lub Royal Wilanów. W oparciu o powyższe założenia wyceniamy Capital Park metodą NAV na PLN 8.30/akcję.

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

(PLNm)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
(+) Nieruchomości inwestycyjne	1,696.6	1,696.6	1,696.6	1,696.6	1,696.6
(+) Inwestycje w jednostki współkontrolowane	49.1	52.7	56.4	59.4	62.4
(+) Aktywa finansowe	21.6	21.6	21.6	21.6	21.6
(+) Środki pieniężne	65.3	111.3	162.2	214.6	267.7
(+) Aktywa dostępne do sprzedaży*	269.7	269.7	269.7	269.7	269.7
(-) Zadłużenie długoterminowe	796.7	796.7	796.7	796.7	796.7
(-) Zadłużenie krótkoterminowe	155.9	155.9	155.9	155.9	155.9
(-) Rezerwa z tytułu odroczonego podatku	112.5	112.5	112.5	112.5	112.5
(-) Mniejszości	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>(=) NAV (PLNm)</b>	<b>1,037.2</b>	<b>1,086.8</b>	<b>1,141.4</b>	<b>1,196.8</b>	<b>1,252.9</b>
Liczba akcji (m)	108.3	108.3	108.3	108.3	108.3
NAV/akcję (PLN)	9.57	10.03	10.54	11.05	11.57
Współczynnik dyskontujący (%)	95%	86%	79%	72%	65%
NAV/akcję (PLN)	9.1	8.7	8.3	7.9	7.5
<b>Wartość godziwa na akcję (PLN)</b>	<b>8.30</b>				
Cena bieżąca (PLN)	9.20				
Potencjał wzrostu/spadku (%)	-10%				

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research, \*wartość aktywów netto

Tabela 4. Capital Park – Wyliczenie WACC

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Stopa wolna od ryzyka (%)	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	2.5%
Beta zalewarowana (x)	1.7	1.7	1.6	1.6	1.6
Premia za ryzyko (%)	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
<b>Koszt kapitału własnego (%)</b>	<b>10.1%</b>	<b>10.0%</b>	<b>9.8%</b>	<b>9.7%</b>	<b>10.4%</b>
Koszt długu (%)	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Stopa opodatkowania(%)	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
<b>Koszt długu po podatku (%)</b>	<b>4.1%</b>	<b>4.1%</b>	<b>4.1%</b>	<b>4.1%</b>	<b>4.1%</b>
<b>WACC (%)</b>	<b>7.3%</b>	<b>7.3%</b>	<b>7.3%</b>	<b>7.2%</b>	<b>7.8%</b>

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%	8.31	8.30	8.29	8.27	8.26	
	-2.5%	8.32	8.30	8.29	8.28	8.27	
	<b>0.0%</b>	8.33	8.31	<b>8.30</b>	8.28	8.27	
	2.5%	8.33	8.32	8.30	8.29	8.28	
	5.0%	8.34	8.32	8.31	8.30	8.28	

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Tabela 6. Analiza wrażliwości NAV/akcję na kurs EUR/PLN (PLN)

NAV/akcję	EUR/PLN (x)								
	4.20	4.25	4.30	4.35	4.40	4.45	4.50	4.55	4.60
	8.20	8.22	8.23	8.25	8.26	8.28	<b>8.30</b>	8.46	8.62

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

## Wycena metodą porównawczą

Wyceniamy Capital Park metodą porównawczą na PLN 8.67/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 (waluta lokalna)	Kapitalizacja (PLNm)	P/BV (x)		
				2020E	2021E	2022E
Echo Investment	ECH PW Equity	4.40	1,816	0.97	0.90	0.85
Globe Trade Centre	GTC PW Equity	6.29	3,054	0.68	0.64	0.62
Immofinanz AG	IIA AV Equity	19.50	10,950	0.74	0.72	0.67
CA Immobilien	CAI AV Equity	35.75	17,328	0.99	0.96	0.91
Unibail-Rodamco-Westfield	URW NA Equity	78.99	49,832	0.76	0.83	0.82
Atrium European Real Estate	ATRS AV Equity	3.09	5,562	0.80	0.80	0.78
S Immo	SPI AV Equity	21.75	7,291	1.09	1.05	1.00
Mediana				0.80	0.83	0.82
<b>Capital Park</b>	<b>CPG PW Equity</b>	<b>9.20</b>	<b>997</b>	<b>0.91</b>	<b>0.87</b>	<b>0.83</b>
Premia/dyskonto(%)				14%	4%	1%
Implikowana wartość FV/akcję(PLN)				8.08	8.82	9.10
<b>Średnia implikowana FV/share (PLN)</b>					<b>8.67</b>	

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

## Zmiana prognoz

Poniżej prezentujemy zmianę prognoz finansowych na lata 2021-2023E. Zmiana prognoz na rok 2021 związana jest przede wszystkim z podpisanymi umowami najmu w inwestycji Fabryka Norblina (spółka oczekuje docelowego NOI na poziomie PLN 82m, vs. PLN 71m raportowane na koniec 3kw. 2020) oraz wyższymi nakładami inwestycyjnymi na powyższy projekt (PLN 350m na koniec 1kw. 2021). W oparciu o powyższe oczekujemy wyższej rewaluacji oraz zysku netto w latach 2021-23E, podczas gdy wyższe koszty finansowe skutkują niższą prognozą skoryg. zysku netto w roku bieżącym.

Tabela 8. Capital Park – Zmiana prognoz (PLNm)

	2021E Aktualne	2021E Poprz.	Zmiana	2022E Aktualne	2022E Poprz.	Zmiana	2023E Aktualne	2023E Poprz.	Zmiana
Przychody	74.5	70.0	6%	135.0	120.8	12%	138.3	122.4	13%
Koszty bezpośrednio zw. z nieruchomościami	-21.5	-19.5	10%	-37.7	-33.7	12%	-38.6	-34.2	13%
<b>Zysk operacyjny netto</b>	<b>53.0</b>	<b>50.5</b>	<b>5%</b>	<b>97.4</b>	<b>87.1</b>	<b>12%</b>	<b>99.7</b>	<b>88.3</b>	<b>13%</b>
Koszty ogólnego zarządu	-14.7	-13.1	12%	-15.0	-13.8	9%	-15.3	-14.5	6%
Wynik z aktualizacji wyceny nieruchomości	110.0	36.7	199%	0.0	0.0	n.m.	0.0	0.0	n.m.
Pozostałe przychody/koszty oper. netto	2.7	1.2	124%	3.8	-0.4	n.m.	3.8	-0.4	n.m.
<b>EBITDA</b>	<b>151.7</b>	<b>75.9</b>	<b>100%</b>	<b>86.8</b>	<b>73.6</b>	<b>18%</b>	<b>89.0</b>	<b>74.1</b>	<b>20%</b>
<b>EBIT</b>	<b>151.1</b>	<b>75.3</b>	<b>101%</b>	<b>86.1</b>	<b>73.0</b>	<b>18%</b>	<b>88.2</b>	<b>73.4</b>	<b>20%</b>
<b>EBIT skoryg.*</b>	<b>41.1</b>	<b>38.6</b>	<b>6%</b>	<b>86.1</b>	<b>73.0</b>	<b>18%</b>	<b>88.2</b>	<b>73.4</b>	<b>20%</b>
Przychody/koszty finansowe netto	-23.4	-5.9	293%	-22.5	-19.7	14%	-21.4	-18.9	13%
Pozostałe przychody/koszty finansowe	0.0	0.0	n.m.	0.0	0.0	n.m.	0.0	0.0	n.m.
<b>Zysk przed opodatkowaniem</b>	<b>127.7</b>	<b>69.4</b>	<b>84%</b>	<b>63.7</b>	<b>53.2</b>	<b>20%</b>	<b>66.8</b>	<b>54.5</b>	<b>23%</b>
Podatek dochodowy	-24.3	-13.2	84%	-12.1	-10.1	20%	-12.7	-10.4	23%
<b>Zysk netto</b>	<b>103.4</b>	<b>56.2</b>	<b>84%</b>	<b>51.6</b>	<b>43.1</b>	<b>20%</b>	<b>54.1</b>	<b>44.1</b>	<b>23%</b>
<b>Zysk netto skoryg.*</b>	<b>14.3</b>	<b>26.5</b>	<b>-46%</b>	<b>51.6</b>	<b>43.1</b>	<b>20%</b>	<b>54.1</b>	<b>44.1</b>	<b>23%</b>

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

## 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](http://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 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](http://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., Mirbud 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 dyskontowania 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](http://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 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
Buy	powyżej 10%
Hold	pomiędzy (włączając) -10% oraz 10%
Sell	poniżej -10%

#### IPOPEMA Research - (Styczeń 1 – Marzec 30, 2019)

	Liczba	%
Kupuj	15	94%
Trzymaj	0	0%
Sprzedaj	1	6%
Suma	16	100%

#### Historia ratingu – Capital Park

Data	Rekomendacja	FV	Cena z rekomendacji	Autor
30/07/2019	KUPUJ	PLN 8.50	PLN 5.44	Marek Szymański
11/10/2019	KUPUJ	PLN 8.99	PLN 6.13	Marek Szymański
25/05/2020	KUPUJ	PLN 6.89 (skoryg. o DPS PLN 2.1)	PLN 6.96	Marek Szymański
22/07/2020	KUPUJ	PLN 8.25	PLN 6.70	Marek Szymański
08/12/2020	KUPUJ	PLN 8.19	PLN 7.06	Marek Szymański
21/06/2021	TRZYMAJ	PLN 8.30	PLN 9.20	Marek Szymański