

wtorek, 21 stycznia 2014 | aktualizacja raportu

Deweloperzy komercyjni

Polska

Kondycja sektora uzasadnia wyższe wyceny

Kursy akcji deweloperów komercyjnych pokazują, że rynek nie ma dużych oczekiwań wobec tego segmentu rynku w 2014 r. Wszystkie spółki z sektora są notowane z dyskontem do wartości księgowej wahającym się od 10% (Echo Investment) do 50% (Rank Progress). Uważamy, że w roku oczekiwanego ożywienia gospodarczego otoczenie konkurencyjne deweloperów komercyjnych nie ulegnie dalszemu pogorszeniu. Negatywne tendencje dotyczące przede wszystkim wysokości czynszów zostaną wyhamowane, a spółkom łatwiej będzie podejmować decyzje inwestycyjne. Rekomendujemy kupno akcji Echo Investment. Obecnie prowadzone oraz planowane projekty pozwolą tej spółce utrzymać wysoką rentowność w kolejnych latach. Poprawa koniunktury w krajach Europy Środkowo-Wschodniej zmniejsza ryzyko znacznej utraty wartości nieruchomości posiadanych przez GTC. Otrzymanie pozwoleń na budowę dwóch warszawskich galerii pozwoli z dużym optymizmem spojrzeć na wyniki dewelopera w kolejnych latach. Największy potencjał wzrostu kursu widzimy w Capital Park. Wycena akcji na poziomie 0,56x BV dyskontuje utratę wartości nieruchomości dewelopera o ponad 1/3. Zaawansowanie prowadzonych inwestycji sugeruje raczej wzrost wartości aktywów w nadchodzącym roku. Atrakcyjne są według nas wyceny dwóch mniejszych spółek z sektora: Rank Progress (katalizatorem wzrostów powinna być sprzedaż niektórych nieruchomości w H1 2014) oraz P.A. Nova (rozpoczęcie budowy dużego projektu w Jaworznie oznaczałoby przełamanie trwającej kilka lat stagnacji w wynikach).

Najwyższa od 2006 r. aktywność inwestorów

Według wstępnych danych JLL, w 2013 r. wartość transakcji na rynku nieruchomości komercyjnych przekroczyła 3,4 mld EUR, co jest najwyższą wartością od 2006 r. Aktywność inwestorów pozostaje wysoka i będzie wspierać notowanych na GPW deweloperów komercyjnych. Wszystkie analizowane przez nas spółki liczą na sprzedaż nieruchomości w 2014 r. Ewentualne transakcje mają szczególnie duże znaczenie dla rozwoju Rank Progressu i BBI Development.

Czynsze pozostaną pod presją

Podaż nowej powierzchni biurowej i handlowej utrzyma się na wysokim poziomie w 2014 r., wywierając presję na obniżenie stawek czynszów. Jednym z nielicznych wyjątków jest Warszawa, gdzie niedobór nowej pow. handlowej pozwoli podnieść czynsze w najlepszych lokalizacjach.

Wysoka rentowność projektów inwestycyjnych

Rentowność projektów deweloperskich w segmencie biurowym pozostaje atrakcyjna pomimo presji na obniżanie czynszów. Ceny transakcyjne biurowców w niecentralnych dzielnicach Warszawy oraz we Wrocławiu oscylowały w 2013 r. wokół 2 700 EUR/m² GLA. Przy obecnych kosztach budowy implikuje to ok. 40% marżę deweloperską.

Stopy kapitalizacji nie powinny rosnąć

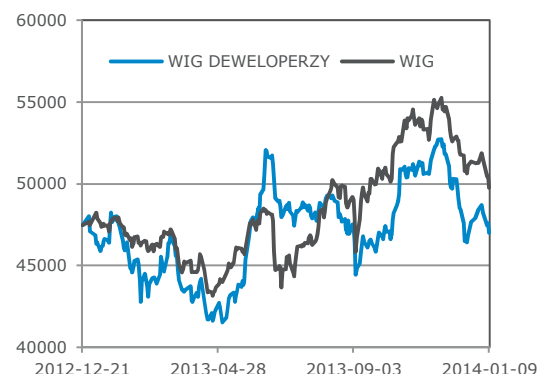
Nie spodziewamy się wzrostu stóp kapitalizacji w związku z obserwowanym obecnie wzrostem rentowności obligacji. Spread między yieldami nieruchomości a rentownością polskich i niemieckich obligacji jest wyraźnie powyżej długoterminowej średniej. W ostatnich 10 latach na polskim rynku występowała silna ujemna korelacja między tempem wzrostu PKB a stopami kapitalizacji nieruchomości.

WIG-Deweloperzy	1 502
WIG	50 918
P/E 2014P	15,2x
P/BV 2014P	0,74x

Strategia dotycząca sektora

Presja na spadek czynszów powinna maleć w trakcie 2014 r., a stopy kapitalizacji utrzymają się na niskim poziomie. Dlatego też nie oczekujemy istotnych zmian w wycenie portfeli nieruchomości deweloperów komercyjnych. Wiele spółek posiada w banku ziemi atrakcyjne projekty, na których budowane będą wyniki 2014 i 2015 r. Firmy z sektora są notowane na niskich wskaźnikach (P/BV: 0,5-0,9x). W przypadku silnie zadłużonych podmiotów katalizatorem wzrostów powinna być sprzedaż nieruchomości. Zalecamy przeważanie spółek z sektora.

WIG-Deweloperzy vs. WIG



Spółka	Rekomendacja	Cena docelowa
Capital Park	Kupuj	8,40
Echo Investment	Kupuj	8,10
GTC	Kupuj	9,20

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Capital Park	5,27	8,40	59,4%
Echo Investment	6,23	8,10	30,0%
GTC	7,59	9,20	21,2%

Analitik:

Piotr Zybala
+48 22 697 47 01
piotr.zybala@mdm.pl

Spółka	P/BV			P/E		
	2013P	2014P	2015P	2013P	2014P	2015P
Capital Park	0,56	0,55	0,51	20,4	16,0	8,1
Echo Investment	0,93	0,88	0,80	8,1	15,0	9,5
GTC	0,84	0,82	0,72	-	18,3	5,5
BBI Development	0,78	0,74	0,68	72,9	15,2	8,8
P.A. Nova	0,61	0,57	0,55	10,8	7,8	7,5

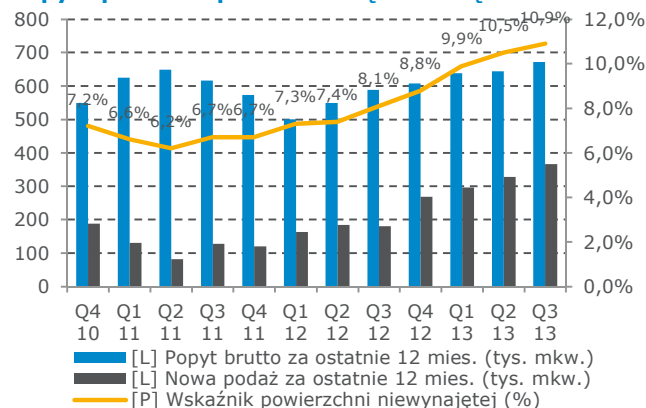
Rynek nieruchomości komercyjnych

Powierzchnia biurowa w Warszawie

Warszawski rynek biurowy jest kluczowy z punktu widzenia Capital Park, Echo Investment, a także niepokrywanych przez nas PHN oraz BBI Development. Szacujemy, że ponad **70%** całkowitej powierzchni na wynajem dostarczonej przez **Capital Park** w ciągu najbliższych 4 lat dotyczyć będzie biur w Warszawie (niemal **40%** w przypadku **Echo Investment**). Stołeczny rynek biurowy w 2014 r. powinien według nas cechować się: (1) umiarkowanym wzrostem popytu, (2) wysoką stabilną podażą, (3) coraz wolniejszym tempem wzrostu powierzchni niewynajętej oraz (4) malejącą presją na obniżenie stawek czynszów.

Od Q3 2011 w Warszawie można było zaobserwować delikatny wzrost poziomu powierzchni niewynajętej. Tempo tego zjawiska nasiliło się w 2012 r. wraz ze wzrostem liczby kończonych inwestycji biurowych. Od Q2 2012 następuje również stopniowy wzrost popytu na powierzchnię biurową. W Q3 2013 popyt na powierzchnię biurową wzrósł w Warszawie o 17% r/r (JLL, Q3'13), co jak się okazuje nie jest wystarczającą dynamiką, by wchłonąć rosnącą od Q3 2011 podaż powierzchni. W **Q3 2013** roczna podaż nowych biurościągła w Warszawie **366 tys. m²**. W stosunku do dołka z Q2 2011 oznacza to wzrost o 340%. Obecny poziom **pustostanów** w Warszawie to **10,9%** (JLL, Q3'13), co jest zbliżonym poziomem do europejskiej średniej, przy czym rynki rozwijające się mają często wyższe wskaźniki powierzchni niewynajętej (Moskwa 10,5%, Bukareszt 14,5%, Praga 11,9%, Budapeszt 21,0%, Belgrad 22,0%, Kijów 14,0%) (BNP Paribas Real Estate, 2013).

Popyt i podaż na powierzchnię biurową w Warszawie



Źródło: Jones Lang LaSalle, Q3'13

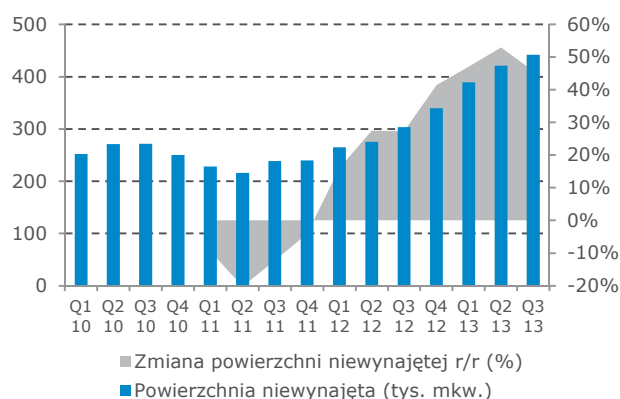
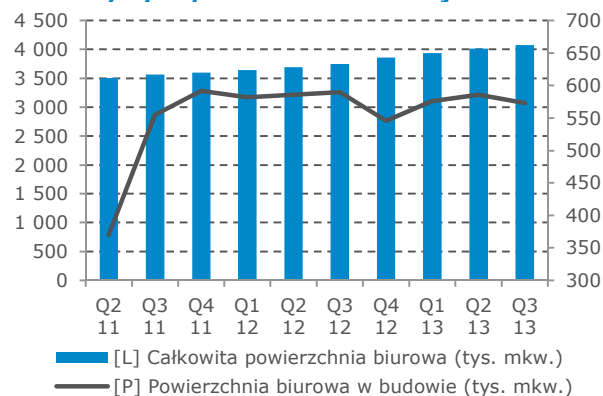
Firmy monitorujące rynek nieruchomości komercyjnych spodziewają się **stabilizacji podaży** powierzchni biurowej w Warszawie. W całym 2013 r. oddana do użytku powierzchnia biurowa wyniosła nieco ponad 300 tys. m², co jest najwyższą wartością od 2001 r. W 2014 r. podaż powinna wynieść około **290-300 tys. m²** (JLL, DTZ, Q3'13), co wydaje się poziomem niemożliwym do całkowitej absorpcji nawet przy rosnącym poziomie popytu. Całkowita powierzchnia biurowa **w fazie budowy** utrzymuje się w Warszawie od Q3 2011 na stałym poziomie **550-600 tys. m²** (JLL, Q3'13), co pokazuje, że prognozy wysokiej podaży biur w 2014 r. są dziś jak najbardziej uzasadnione. Firmy monitorujące rynek oczekują spadku podaży w 2015 r., choć dziś trudno ocenić jego skalę.

W okresie 9M 2013 popyt netto na powierzchnię biurową w Warszawie wyniósł **365 tys. m²**, **+13% r/r** (DTZ, Q3'13).

Firmy doradcze oczekują **stabilizacji popytu** na powierzchnię biurową w Warszawie w najbliższym czasie. Uważamy, że aktywność na rynku może umiarkowanie rosnąć z powodu poprawiającej się sytuacji makroekonomicznej w Polsce.

Nawet przy utrzymaniu wysokiego popytu, **poziom pustostanów powinien wzrosnąć w 2014 r.** z uwagi na znaczną podaż nowej powierzchni. Jednocześnie spodziewamy się, że tempo tego wzrostu będzie niższe niż w 2013 r. Presja na obniżenie czynszów najprawdopodobniej utrzyma się najbliższych kwartałach.

Charakterystyka powierzchni biurowej w Warszawie



Źródło: Jones Lang LaSalle, Q3'13

Na przełomie 2010 i 2011 roku zaobserwowano w Warszawie jednorazowy spadek stóp kapitalizacji i wzrost stawek czynszów na rynku biurowym. Stopy kapitalizacji spadły z 7,00% do **6,25%**, natomiast najlepsze czynsze transakcyjne w Centralnym Obszarze Biznesu wzrosły z 21-22 EUR do **22-25 EUR** (JLL). Od drugiej połowy 2011 r. yieldy pozostają stabilne. Najlepsze czynsze uległy umiarkowanej korekcie w H1 2013. Wspomniana wcześniej wysoka podaż biur może doprowadzić do pewnego spadku stawek czynszów w 2014 r.

Biura: warunki najmu w Warszawie

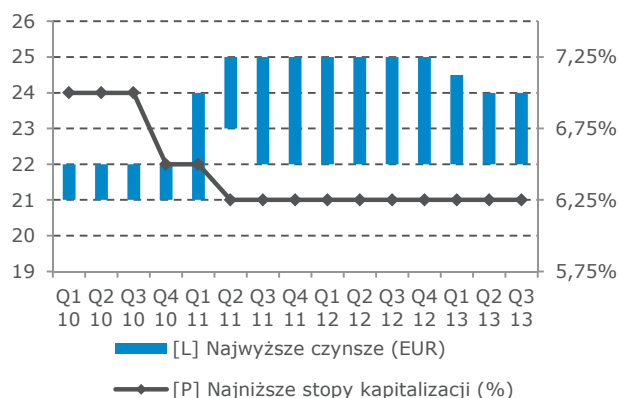
(EUR/m ² /mies.)	CBD	Obrzeża CBD	Poza centrum
Najwyższe czynsze bazowe	27,0	21,0	16,0
Najwyższe czynsze efektywne	24,5	19,0	13,0
Zachęty dla najemców	5 miesięcy	5 miesięcy	7,5 miesiąca
Przeciętny czas trwania umowy	5 lat	5 lat	5 lat

Źródło: CBRE, Q1'13

Obniżenie przychodów właścicieli nieruchomości odbywa się również poprzez wyższe nakłady na wyposażenie powierzchni najemców (tzw. fit-out) oraz przez dłuższy okres zwolnienia z czynszów (tzw. rent-free period). Silna konkurencja wymuszała w 2013 r. coraz **większe zachęty dla najemców**, stąd czynsze efektywne (uwzględniające koszty fit-out oraz rent-free period) mogą być nawet 30% niższe od czynszów podstawowych (CBRE, Q1'13).

Według firm doradczych działających na rynku nieruchomości komercyjnych, **stopy kapitalizacji** najlepszych nieruchomości biurowych powinny pozostać **stabilne**. Nie zakładalibyśmy wzrostu stóp kapitalizacji w związku z obserwowanym obecnie wzrostem rentowności polskich i niemieckich obligacji. Zwracamy uwagę, że spadek rentowności obligacji w latach 2011-2012 nie pociągnął za sobą obniżenia stóp kapitalizacji, w związku z czym obecny spread między yieldami nieruchomości a rentownością 10-letnich obligacji w Polsce i w Niemczech jest wyraźnie powyżej długoterminowej średniej. W ostatnich 10 latach na polskim rynku występowała silna ujemna korelacja między tempem wzrostu PKB a stopami kapitalizacji nieruchomości. **Poprawa koniunktury gospodarczej wpływała z pewnym opóźnieniem na spadek yieldów**. W ostatnich 10 latach najniższe stopy kapitalizacji na polskim rynku nieruchomości występowały w 2007 r., kiedy polska gospodarka była przegrzana, a rentowność obligacji 10-letnich wynosiła około 6%. Stopy kapitalizacji nieruchomości biurowych i handlowych z segmentu prime znajdowały się wtedy poniżej 6%.

Czynsze i stopy kapitalizacji powierzchni biurowej w Warszawie



Źródło: Jones Lang LaSalle, Q3'13

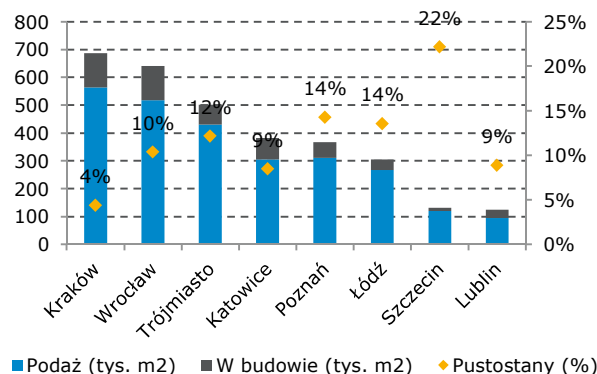
Powierzchnia biurowa w miastach regionalnych

Projekty biurowe poza Warszawą będzie w najbliższych latach realizować **Echo Investment**. Spółka posiada ziemię pod tego typu inwestycje we wszystkich liczących się aglomeracjach w Polsce (łącznie na około 230 tys. m² powierzchni biurowej). Niewiele mniejszym potencjałem dysponuje **GTC**. Mimo koncentracji na segmencie handlowym, GTC nie wyklucza realizacji projektów biurowych. W H2 2013 spółka wznowiła realizację biurowca na 5 500 m² w Krakowie.

Obecnie **najwyższe czynsze** poza Warszawą występują we **Wrocławiu, Poznaniu i Krakowie** (14-15 EUR) niższe – w Trójmieście, Katowicach, Szczecinie i Łodzi (12-13 EUR). Czynsze powinny pozostać stabilne w 2014 r. Średni poziom **pustostanów** na 6 największych rynkach wynosi **10,6%**. Z uwagi na dużą aktywność deweloperów niewynajęta powierzchnia może wzrosnąć w niektórych

miastach. Nie spodziewamy się jednak dużej presji na czynsze. Najlepsze obiekty mogą znaleźć najemców już na etapie budowy. Taka sytuacja miała miejsce w niektórych projektach realizowanych przez Skanska i Echo Investment.

Charakterystyka regionalnych rynków biurowych w Q3 2013



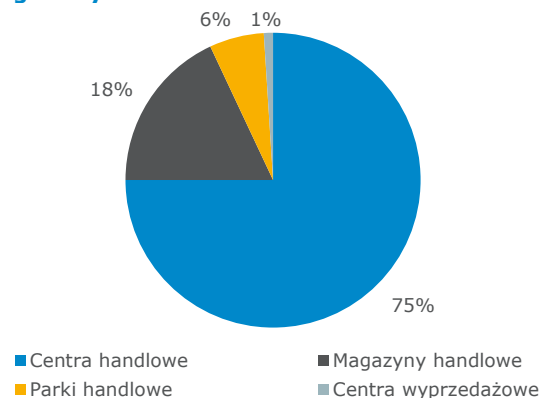
Źródło: JLL, Q3'13

Nawet przy utrzymującej się presji na spadek czynszów biurowych, rentowność projektów deweloperskich w tym segmencie rynku pozostaje atrakcyjna. Sprzedaż kompleksu Aquarius Business House przez Echo Investment w 2013 r. jest tego przykładem. W ciągu ostatniego roku transakcje na rynku biurowym ograniczały się głównie do Warszawy, a wśród miast regionalnych do Wrocławia. Ceny płacone za metr powierzchni najmu we Wrocławiu są bardzo zbliżone do cen osiąganych w niecentralnych lokalizacjach Warszawy i wynoszą około **2700 EUR/m² GLA** (ok. 11 200 PLN przy dzisiejszym kursie). Koszt realizacji nowoczesnej inwestycji biurowej (nie będącej wysokościami) przy rozsądnym koszcie zakupu gruntu powinien się zmieścić w przedziale **6500-7000 PLN/m² GLA**, co oznacza ok. **40% potencjalnej marży deweloperskiej**.

Powierzchnia handlowa w Polsce

Segment handlowy jest najsilniej reprezentowany w planie inwestycyjnym **GTC** (Warszawa) oraz **Rank Progress i P.A. Novej** (miasta regionalne). BBI Development, Echo Investment i Capital Park również będą w 2014 r. realizować projekty w tym segmencie rynku.

Zasoby powierzchni handlowej w Polsce w podziale na segmenty na koniec 2012 r.

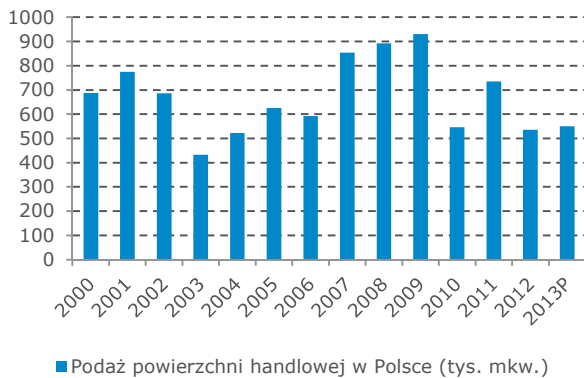


Źródło: DTZ, Q2'13

Obecnie w Polsce znajduje się ponad **11,7 mln m²** nowoczesnej powierzchni handlowej w obiektach powyżej 5 000 m². W całym 2013 r. na rynek miało trafić około 550 tys. nowej powierzchni (DTZ, Q2'13). Aktywność deweloperów jest wysoka. W H2 2013 **w budowie** znajdowało się, w zależności od źródeł, **800-900 tys. m²** nowoczesnej powierzchni handlowej. W najbliższych latach roczna **podaż powierzchni handlowej w Polsce** powinna wynieść **550-650 tys. m²** (DTZ, Q2'13), a więc na zbliżonym poziomie do 2013 r.

Pomimo spowolnienia gospodarczego **poziom pustostanów** w największych polskich aglomeracjach jest niski (**3-4%**) (JLL, Q3'13; DTZ, Q2'13). W 2013 r. działalność w Polsce miało rozpocząć ok. 20 sieci handlowych. Wiele sieci o ugruntowanej pozycji na polskim rynku planuje dalszą ekspansję (np. Mount Blanc, Hebe, Costa by coffeeheaven, Piotr i Paweł, Wólczańska, KiK, 4f, Bata, Guess, Puma, Douglas).

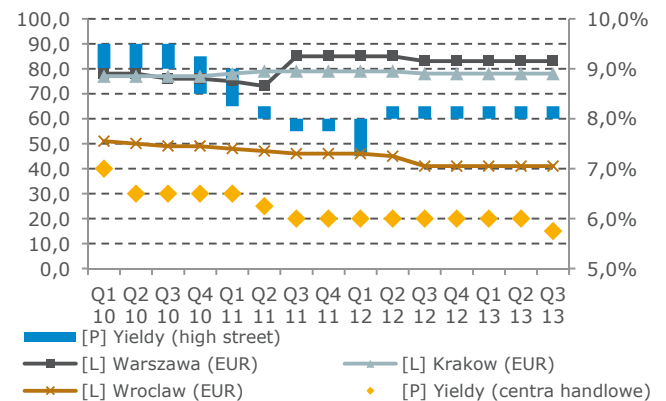
Podaż powierzchni handlowej w latach 2000-2013P



Źródło: DTZ, Q2'13

Poziom czynszów na ulicach handlowych w Polsce jest mocno zróżnicowany. W największych aglomeracjach waha się od 26 EUR/m² w Łodzi do 83 EUR/m² w Warszawie (C&W, Q3'13). W przypadku centrów handlowych najlepsze czynsze wahają się od 43 EUR/m² w Krakowie do ok. 100 EUR/m² w Warszawie. W obiektach typu high street w Q3 2013 czynsze były wysokie lecz stabilne. Wzrost stawek czynszów można było zaobserwować w centrach handlowych w Warszawie. Przyczyną jest ograniczona podaż powierzchni. W ostatnich kwartałach dostrzegalna jest **presja na obniżenie stawek czynszów** w mniejszych miejscowościach. W większości dużych miast czynsze są stabilne.

Czynsze w obiektach typu high street w Warszawie, Krakowie i Wrocławiu oraz stopy kapitalizacji obiektów handlowych w Polsce



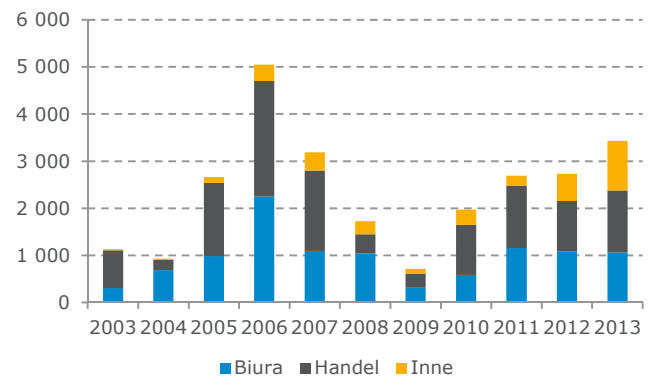
Źródło: Cushman&Wakefield

Na przestrzeni ostatnich trzech lat w Polsce można było zaobserwować **spadek stóp kapitalizacji w najlepszych lokalizacjach**. W przypadku ulic handlowych był to spadek z 9-9,5% do 8-8,25%. Stopy kapitalizacji najlepszych centrów handlowych uległy kompresji z 7% do ok. 6%. Według C&W w Q3 2013 stopy kapitalizacji najlepszych obiektów uległy obniżeniu do **5,75%**. Silny popyt inwestycyjny może doprowadzić do ich dalszego obniżenia w przyszłości. Zainteresowanie nieruchomością handlowymi w mniejszych miejscowościach w Polsce wciąż jest umiarkowane, stąd spread między stopami kapitalizacji nieruchomości z segmentu prime a drugorzędnymi obiektami rozszerza się.

Rynek inwestycyjny

Po okresie relatywnie słabego popytu inwestycyjnego w 2008-2010, w latach 2011-2012 wartość transakcji na rynku nieruchomości komercyjnych w Polsce ustabilizowała się na poziomie ponad 2,5 mld EUR. Według wstępnych danych JLL, w 2013 r. wartość transakcji przekroczyła 3,4 mld EUR, co jest najwyższą wartością od 2006 r. Liczba prowadzonych negocjacji sugeruje, że 2014 r. pod względem transakcji również powinien być udany.

Wartość transakcji na rynku nieruchomości komercyjnych w Polsce (mln EUR)



Źródło: JLL

wtorek, 21 stycznia 2014 | raport analityczny

Capital Park: kupuj (podtrzymana)

CPG PW; CPGP.WA | Deweloperzy, Polska

Kapitał dużych możliwości

Capital Park jest spółką inwestycyjną działającą na rynku nieruchomości w Polsce. Od początku swojej 10-letniej historii Spółka koncentrowała się na skomplikowanych projektach deweloperskich i rewitalizacyjnych, które docelowo przynoszą ponadprzeciętne marże. Spółka zbudowała portfel nieruchomości wycenionych na 1,35 mld PLN, z czego 36% wartości stanowią ukończone projekty, a 21% inwestycje w budowie, będące w zaawansowanej komercjalizacji (Eurocentrum E1, Royal Wilanów). Kolejne 33% to projekty z planowanym terminem rozpoczęcia przed końcem 2014 r. Od strony administracyjnej Capital Park jest świetnie przygotowany do realizacji programu inwestycyjnego. 7 na 9 projektów posiada pozwolenie na budowę, a w przypadku pozostałych dwóch zostały złożone wnioski o wydanie pozwoleń. Capital Park pozyskał z emisji ok. 130 mln PLN netto. Środki te m.in. uzupełnią wkład własny w trzech warszawskich inwestycjach spółki o docelowej szacowanej wartości 2,12 mld PLN i NOI 142 mln PLN (Eurocentrum, Royal Wilanów, Art Norblin). Zakończenie realizacji powyższych projektów planowane jest na lata 2014-2017 i spowoduje gwałtowny wzrost wyników operacyjnych w tym okresie. Na bazie naszych prognoz i dwóch metod wyceny, wartość Spółki szacujemy na 8,40 PLN na akcję zalecając kupno akcji Capital Park.

74% portfela nieruchomości w Warszawie

Trzy kluczowe inwestycje Capital Park są zlokalizowane w Warszawie. Trwa budowa pierwszego etapu Eurocentrum, skomercjalizowanego w ponad 50%. Spółka podpisała z Erbudem umowę na budowę drugiego etapu tej inwestycji. Erbud jest również generalnym wykonawcą inwestycji Royal Wilanów, której budowa rozpoczęła się w Q3 2013. Planowany termin rozpoczęcia budowy Art Norblin – zlokalizowanego w Śródmieściu kompleksu biurowo-handlowego – to H2 2014.

Optymalne zadłużenie

Capital Park posiada jeden z niższych wskaźników zadłużenia wśród deweloperów komercyjnych (LTV2013P = 28%). W związku z planowanymi inwestycjami, w perspektywie najbliższych 3 lat prognozujemy wzrost LTV do ok. 50%. By zrealizować program inwestycyjny w 100%, Spółka może być zmuszona do pozyskania dodatkowego finansowania na rynku długu.

Bardzo niskie koszty stałe

Spółka prezentuje się wyjątkowo korzystnie na tle sektora pod względem wysokości kosztów administracyjnych (13,2 mln PLN w 2012 r.). SG&A stanowią poniżej 1% aktywów Capital Park, co stawia Spółkę na pierwszym miejscu wśród deweloperów komercyjnych notowanych na GPW.

Firma inwestycyjna

Model biznesowy Capital Park zakłada sprzedaż ukończonych projektów inwestycyjnych po ustabilizowaniu ich przychodów. Pozyskane środki będą reinwestowane w kolejne przedsięwzięcia. Spółka ma już sukcesy w realizacji tej strategii. Na bazie posiadanych nieruchomości typu high street w Q3 2013 Capital Park stworzył FIZ i w ramach oferty prywatnej sprzedał 85% certyfikatów, pozyskując 64 mln PLN gotówki, nie tracąc jednocześnie kontroli nad funduszem (rozwiązanie unikalne w skali Polski).

(mln PLN)	2012	2013P	2014P	2015P	2016P
Przychody	42,7	60,5	67,7	99,8	148,0
EBIT bez rewaluacji	20,4	17,4	24,3	51,5	92,5
marża EBIT	47,8%	28,7%	35,9%	51,6%	62,5%
Wycena nieruchomości	-108,4	31,6	28,9	65,1	53,2
EBIT z rewaluacją	-88,0	49,0	53,3	116,7	145,7
Zysk netto	-115,0	27,0	34,8	68,8	83,2
P/BV	0,53	0,56	0,55	0,51	0,49
P/E	-	20,4	16,0	8,1	6,8
EV/EBITDA	-	20,7	25,9	14,9	14,1
EV/EBITDA bez rewaluacji	44,6	58,4	56,8	33,7	22,2
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Cena bieżąca	5,27 PLN
Cena docelowa	8,40 PLN
Kapitalizacja	552 mln PLN
Free float	113 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	1,17 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Patron Capital Partners	74,24%
Jan Motz	2,64%
Jerzy Kowalski	2,64%
Pozostali	20,49%

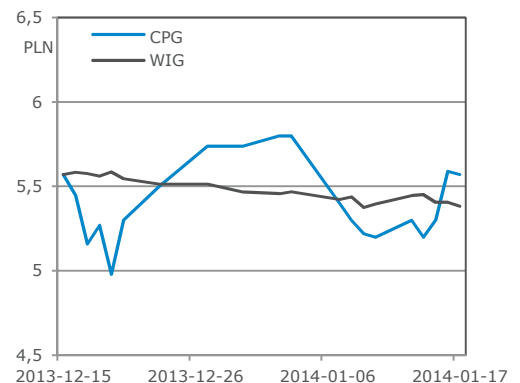
Strategia dotycząca sektora

Presja na spadek czynszów powinna maleć w trakcie 2014 r., a stopy kapitalizacji utrzymają się na niskim poziomie. Dlatego też nie oczekujemy istotnych zmian w wycenie portfeli nieruchomości deweloperów komercyjnych. Wiele spółek posiada w banku ziemi atrakcyjne projekty, na których budowane będą wyniki 2014 i 2015 r. Firmy z sektora są notowane na niskich wskaźnikach (P/BV: 0,5-0,9x). W przypadku silnie zadłużonych podmiotów katalizatorem wzrostów powinna być sprzedaż nieruchomości. Zalecamy przeważanie spółek z sektora.

Profil spółki

Capital Park działa na polskim rynku nieruchomości koncentrując swoją aktywność w Warszawie. Spółka inwestuje w istniejące budynki wymagające gruntownej rewitalizacji i rekomercjalizacji oraz w klasyczne projekty deweloperskie. 94% portfela nieruchomości stanowią projekty komercyjne, a 6% mieszkaniowe. Spółka zarządza portfelem gotowych nieruchomości o powierzchni 48 tys. m² GLA. W Warszawie trwa budowa dwóch projektów biurowych o łącznej powierzchni najmu 79 tys. m² GLA, a w ciągu najbliższych 12 miesięcy Spółka ma rozpocząć realizację inwestycji komercyjnych na kolejne 112 tys. m² GLA.

Kurs akcji CPG na tle WIG



Analitik:

Piotr Zybala
+48 22 697 47 01
piotr.zybala@mdm.pl

Profil Spółki

Historia

Spółka została założona przez obecnego Prezesa i jednego z członków Zarządu w 2003 r. W 2005 r. Patron Capital Partners – grupa funduszy działających na rynku nieruchomości – został strategicznym udziałowcem Capital Park, wspierając kapitałowo zakup obiektów spółki Neptun Film. W 2006 r. Spółka zainicjowała program nabywania nieruchomości handlowych przy głównych ulicach polskich miast (*high street*). W latach 2007-2009 dokonano nabycia nieruchomości, które dziś stanowią najcenniejsze aktywa deweloperskie Grupy: Eurocentrum, Royal Wilanów, Norblin. W ostatnich latach Zarząd koncentrował się na przygotowaniu powyższych inwestycji do realizacji (sporządzenie projektu, pozyskanie decyzji administracyjnych, organizacja finansowania zewnętrznego) oraz optymalizacji portfela nieruchomości *high street*.

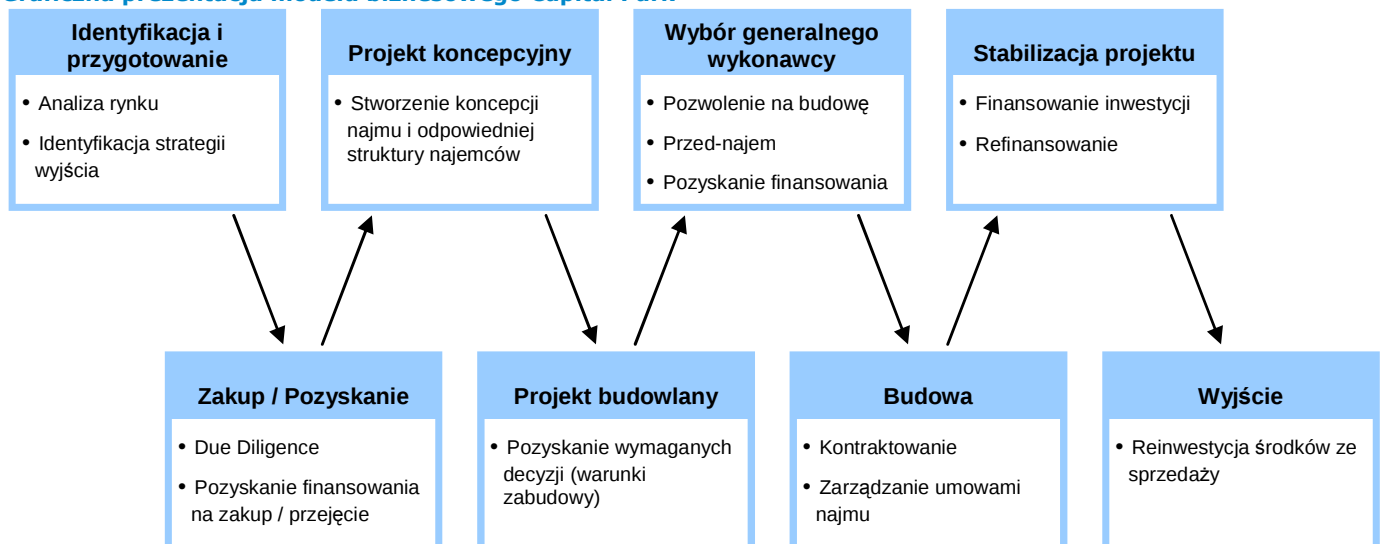
Zarząd

Spółkę reprezentuje 4-osobowy Zarząd. Prezes ma 27-letnie doświadczenie na rynku nieruchomości, natomiast doświadczenie pozostałych członków Zarządu wynosi 8-14 lat. Zarząd Capital Park funkcjonuje w niezmiennym kształcie od samego początku działalności Spółki.

Model biznesowy

Capital Park specjalizuje się w trudnych projektach deweloperskich, które docelowo powinny przynieść Spółce ponadprzeciętne marże. Spółka koncentruje się na segmencie komercyjnym (biura, handel). Chociaż zatrudnienie w Capital Park wynosi zaledwie 47 osób, Spółka posiada kompetencje na każdym etapie procesu inwestycyjnego. Dzięki temu w ograniczonym stopniu musi wspierać się outsourcingiem. Większość pracowników Spółki to wysoko wykwalifikowani specjaliści w dziedzinie zarządzania projektami, sprzedaży i marketingu, prawa, finansów, zarządzania nieruchomościami oraz fuzji i przejęć.

Graficzna prezentacja modelu biznesowego Capital Park



Źródło: Capital Park

W Capital Park proces inwestycyjny rozpoczyna się od zidentyfikowania celu akwizycji. Już na tym etapie Spółka opracowuje strategię wyjścia, gdyż w przypadku większości przedsięwzięć celem Spółki jest **sprzedaż obiektu po ustabilizowaniu jego przychodów** oraz **reinwestycja** środków ze sprzedaży. Wybierając cel inwestycji, Spółka poszukuje nisz rynkowych, co odróżnia Capital Park od większości spółek nieruchomościowych. Większość projektów w portfelu inwestycyjnym Spółki to inwestycje nietypowe, zakładające np. rewitalizację obszarów poprzemysłowych (dawna fabryka Norblina) oraz restrukturyzację nieefektywnie zarządzanych nieruchomości (przekształcenie sieci kin w portfel aktywów handlowych). Prowadzony model biznesowy Capital Park zakłada m.in. nabywanie aktywów w ramach procedury likwidacji lub restrukturyzacji oraz angażowanie się w transakcje z podmiotami będącymi w trudnej sytuacji finansowej. Ze względu na dużą złożoność, tego typu projekty nie są zwykle postrzegane jako atrakcyjne przez tradycyjne podmioty inwestujące na rynku nieruchomości. Projekty takie cechują się większym ryzykiem, lecz jednocześnie przynoszą ponadprzeciętne zyski, co pokazuje przykład zakończonych inwestycji Capital Park (wysoka stopa zwrotu na sprzedaży 85% udziałów w FIZ:

IRR równy 20%, zwrot na zainwestowanym kapitale równy 2,66x). Elementem, który w naszej opinii znacznie zmniejsza ryzyko inwestycyjne w Capital Park jest doświadczony i wszechstronny zespół, wspierany wiedzą głównego akcjonariusza – Patron Capital.

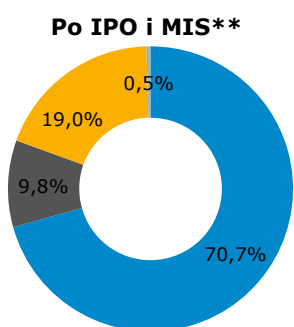
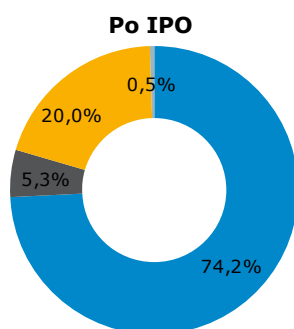
Model biznesowy Capital Park cechuje **duża elastyczność**, na czym Spółka zyskuje w okresie zmiany trendów na rynku. Posiadanie specjalistów z różnych obszarów rynku nieruchomości pozwala na zmianę pierwotnej koncepcji w trakcie przygotowywania projektów inwestycyjnych. Przykładem może być zamiana koncepcji mieszkaniowej w łodzi w projekcie przy ul. Zgierskiej na projekt typu *convenience centre* oraz zmiana projektu biurowego w Gdańsku na trzygwiazdkowy obiekt hotelowy.

Akcjonariat

Podmiotem dominującym wobec Capital Park jest **Patron Capital Partners** – jedna z największych w Europie grup funduszy działających na rynku inwestycyjnym nieruchomości komercyjnych. Patron zarządza szacunkowo kwotą **2,5 mld EUR**, realizując projekty w 13 krajach w

Europie. Fundusze zarządzane przez Patron inwestują w nieruchomości bezpośrednio lub poprzez spółki holdingowe, którym Patron dostarcza wsparcia finansowego i merytorycznego. W Polsce wszystkie inwestycje Patron Capital Partners odbywają się za pośrednictwem Capital Park. Polska jest dla Patron Capital Partners jednym ze strategicznych rynków. Po zakończeniu IPO Patron pozostanie większościowym akcjonariuszem Capital Park. Spółka będzie korzystać ze wsparcia funduszy Patron poprzez członków rady nadzorczej.

Struktura akcjonariatu po emisji akcji



■ Patron Capital Partners ■ Zarząd ■ Nowi akcjonariusze ■ Inni*

Źródło: Capital Park, prognozy Domu maklerskiego mBanku;
*pozostali założyciele Capital Park: Jerzy Leszczyński, Witold Serdakowski, Robert Zawarski, Kinga Nowakowska; **MIS (Management Incentive Scheme) przewiduje emisję maksymalnie 7,2 mln akcji przyznanych Zarządowi w ramach programu motywacyjnego (w prognozach zakładamy emisję 5,3 mln akcji w ramach MIS).

Podmiotami, które sprawują bezpośrednią kontrolę nad Capital Park są CP Realty (Gdańsk) S.à r.l. oraz CP Realty II S.à r.l. Przed pierwszym dniem notowania akcji Spółki na GPW, fundusze Patron zamierzają dokonać zmiany struktury organizacyjnej. Spółki sprawujące kontrolę nad Capital Park zostaną poddane likwidacji, a ich następcą prawnym zostanie **CP Holdings S.à r.l.**

Szczegóły planu motywacyjnego dla Zarządu

	Seria A	Serie B-G
Liczba warrantów	604 024	6 614 714
Kryteria przydziału	sukces oferty sprzedaży certyfikatów inwestycyjnych w FIZ	111 359 szt. przydzielane w każdej dacie alokacji (co pół roku); 222 717 szt. za każdy 5% wzrost NAV powyżej NAV(2012)*1,1; 222 717 szt. Za każdy 5% wzrost kursu powyżej ceny IPO podzielonej przez 1,1
Cena emisyjna	wartość nominalna równa 1 PLN (bonusy gotówkowe pokryją cenę emisyjną, tak aby efektywny koszt nabycia wyniósł 0)	
Lata objęte planem	3 lata po IPO	
Częstotliwość przydziału	przydział warrantów co pół roku	
Nabywanie akcji	rok po alokacji	2 lata po alokacji

Źródło: Capital Park;

*wzrost NAV będzie liczony od NAV(2012) powiększonego o kwotę pozyskaną z emisji akcji

Ze względu na charakter funduszy zarządzanych przez Patron, w perspektywie kilku lat spodziewamy się ich wyjścia z inwestycji w Capital Park. Umowa **lock-up** zostanie zawarta na okres **360 dni** i obejmie Patron Capital Partners, Spółkę, Jana Motza oraz Jerzego Kowalskiego.

Program motywacyjny dla Zarządu

Uzupełnieniem podstawowej płacy Zarządu jest program motywacyjny (*Management Incentive Scheme - MIS*), zakładający emisję do **7,2 mln** warrantów subskrypcyjnych, uprawniających do objęcia takiej samej liczby akcji. Maksymalna liczba akcji wyemitowanych w programie może zatem wynieść **6,45% kapitału akcyjnego po IPO i MIS**. Najważniejszymi kryteriami przydziału warrantów są kryteria wzrostu NAV oraz wzrostu kursu akcji. By otrzymać w ramach programu maksymalną liczbę akcji, Zarząd musi doprowadzić do wzrostu NAV (licząc od NAV na 31.12.2012 powiększonego o kwotę z emisji akcji) i kursu (licząc od ceny emisyjnej) o średnio 52% w ciągu trzech lat od IPO (**CAGR=14,9%**).

Kryteria przydziału warrantów w programie motywacyjnym są według nas rozsądne. By spełnić warunki niezbędne do przydziału maksymalnej liczby warrantów, Zarząd musiałby poprawić nasze prognozy wzrostu NAV lub/i doprowadzić do dużo szybszego tempa wzrostu wartości akcji na giełdzie niż założony przez nas koszt kapitału własnego (9,5%). Nasze prognozy zakładają przyznanie Zarządowi **5,3 mln** warrantów w ramach programu motywacyjnego (4,7% docelowego kapitału akcyjnego), co bezpośrednio wynika z szacunków NAV oraz założeń, co do przyszłych zmian kursu akcji Capital Park. Prognozy liczby przyznanych warrantów uwzględniają:

- wzrost NAV(2012) korygowanego o środki z emisji akcji o 10% w wyniku konwersji pożyczek od głównego udziałowca;
- wzrost NAV(2012) korygowanego o środki z emisji akcji o 26% w latach objętych programem motywacyjnym w następstwie wypracowanych zysków;
- wzrost kursu akcji Capital Park w latach objętych programem motywacyjnym w tempie równym kosztowi kapitału własnego (9,5%/rok).

Rozwodnienie akcjonariatu w wyniku realizacji programu motywacyjnego jest uwzględnione w naszej wycenie akcji Capital Park.

Charakterystyka aktywów

Przejrzysta struktura aktywów

Aktywa Capital Park mają bardzo przejrzystą strukturę. Na 30.06.2013 ich wartość wyniosła 1,43 mld PLN, z czego **94%** stanowiły **nieruchomości**, a 3% gotówka. Pozostałe aktywa sumowały się do niespełna 3% sumy bilansowej (41 mln PLN). Podsumowując, proporcje między poszczególnymi klasami aktywów są typowe dla spółki inwestującej na rynku nieruchomości. Warto zwrócić uwagę na istotną poprawę bieżącej płynności Spółki po sprzedaży udziałów w portfelu nieruchomości typu *high street*. Na dzień 31.08.2013 Capital Park dysponował gotówką w wysokości 95 mln PLN, co stanowiło kwotę przewyższającą wartość krótkoterminowego zadłużenia (78 mln PLN).

Portfel nieruchomości nastawiony na wzrost

Na dzień 30.06.2013 Capital Park dysponował **76 nieruchomościami** o łącznej wartości bilansowej **1,35 mld PLN**. Nieruchomości zostały częściowo na dzień 31.12.2012, a częściowo na 30.06.2013 wycenione przez zewnętrznego rzeczoznawcę – firmę Emmerson. Wycena Emmersona wyniosła **1,35 mld PLN**, a więc była identyczna jak wartość przyjęta w księgach rachunkowych Spółki. Ponad połowę wartości stanowią nieruchomości w budowie lub przygotowane do realizacji. Nieruchomości ukończone stanowiły 36% portfela, przy czym największą wagę wśród tej grupy aktywów miał portfel 39 lokali handlowych zgrupowanych w fundusz inwestycyjny zamknięty (FIZ). W Q3 2013 Capital Park sprzedał 85% udziałów w FIZ, uwalniając ok. 64 mln PLN gotówki. Sprzedaż nastąpiła po wartości księgowej z 30.06.2013 (rynek potwierdził zatem słuszność wyceny FIZ w bilansie Capital Park). W trakcie 2013 r. Spółka nie zakończy realizacji żadnego projektu inwestycyjnego, jednak poniesie CAPEX, którego wartość szacujemy na prawie 160 mln PLN. Tegoroczne nakłady inwestycyjne mają w pełni zabezpieczone finansowanie ze środków własnych oraz kredytów, a prace budowlane przebiegają bez opóźnień. W wyniku powyższych zmian, udział ukończonych nieruchomości powinien spaść na koniec br. do około 25%, a udział programu inwestycyjnego urośnie do około 2/3. Struktura portfela nieruchomości będzie jeszcze silniej nakierowana na wzrost wartości.

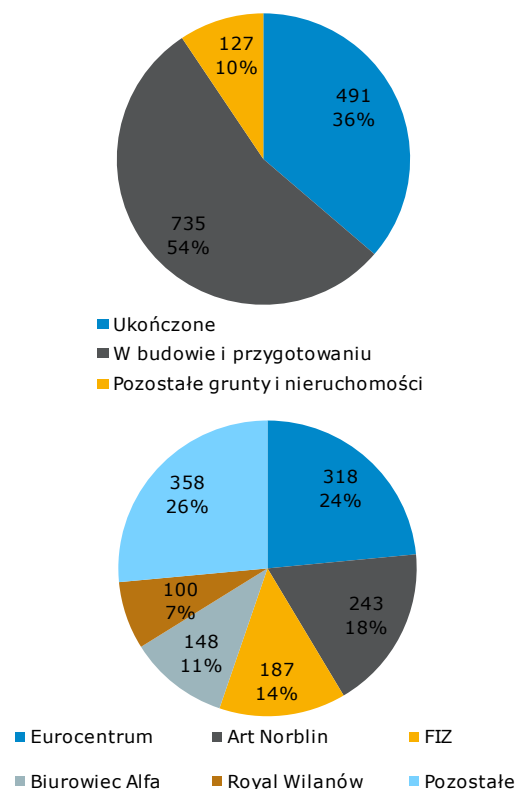
Mówiąc o programie inwestycyjnym, mamy na myśli tylko te inwestycje, które aktualnie znajdują się w budowie lub

których budowa ma się rozpocząć najpóźniej w 2014 r. Na 30.06.2013 **ok. 50% wartości portfela nieruchomości Capital Park (660 mln PLN)** stanowiły 3 duże projekty zlokalizowane w Warszawie:

- Eurocentrum (318 mln PLN),
- Art Norblin (243 mln PLN),
- Royal Wilanów (100 mln PLN).

Jedynie około 10% portfela stanowią grunty i projekty, których przewidywany termin realizacji rozpoczyna się po 2014 r. Udział tego typu nieruchomości w portfelach GTC i Echo szacujemy na 15-20%, co wskazuje na większą efektywność wykorzystania majątku w Capital Park.

Struktura nieruchomości Capital Park na dzień 30.06.2013 (mln PLN)



Źródło: Capital Park, podział Domu Maklerskiego mBanku

Charakterystyka portfela nieruchomości Capital Park na 30.06.2013

(mln PLN)	Komercyjne	Mieszkaniowe	Suma	%
Ukończone	454	37	491	36%
W budowie i przygotowaniu	722	13	735	54%
Pozostałe grunty i nieruchomości	107	21	127	9%
Suma	1 282	71	1 353	
%	95%	5%		

Źródło: Capital Park, podział Domu Maklerskiego mBanku

Nieruchomości ukończone

92% ukończonych nieruchomości Capital Park to projekty komercyjne (handlowe i biurowe), a 8% dotyczy nieruchomości mieszkaniowych. Średnia stopa kapitalizacji portfela nieruchomości komercyjnych na 30.06.2013 wyniosła 7,7%. Zwracamy przy tym uwagę na korzystny kurs EUR/PLN na koniec czerwca (4,33), który podniósł wycenę bilansową nieruchomości i wpłynął na obniżenie

implikowanej stopy kapitalizacji. Nasza wycena nieruchomości Capital Park zakłada w długim terminie osłabienie kursu EUR/PLN do poziomu 4,05 i proporcjonalne obniżenie wartości nieruchomości w bilansie Capital Park. W przypadku niektórych aktywów istnieje ryzyko utraty wartości w związku z koniecznością zawarcia umów najmu przy niższych stawkach. Ryzyko to uwzględniamy w naszych prognozach finansowych.

Projekty ukończone – komercyjne (mln PLN)

Nieruchomość	Miejsce	GLA (m2)	BV (06.13)	BV PLN/m2	NOI stabilne	NOI '12	Czynsz (EUR)	Najem (03.13)	Yield implikowany*
FIZ (39 aktywów)	Polska	14 949	187,2	12 523	15,6	16,9	20,9	92%	8,4%
Eurocentrum - Alfa	Warszawa	15 054	147,8	9 817	10,4	8,7	13,7	70%	7,0%
Sobieskiego 104	Warszawa	3 748	38,6	10 296	2,6	1,3	14,1	24%	6,8%
Raławicka Point	Warszawa	2 444	38,3	15 685	2,5	2,4	20,7	100%	6,6%
Street Mall	Radom	3 672	32,3	8 787	2,7	2,3	14,9	84%	8,5%
Inne (5 aktywów)	Polska	1 260	9,4	7 489	0,8	0,8	12,8	95%	8,6%
Suma		41 127	453,6	11 029	34,7	32,3	16,9	78%	7,7%

Źródło: Capital Park, szacunki Domu Maklerskiego mBanku; *Yield implikowany = NOI stabilne / BV(12.12)

Największą wartość ma portfel 39 nieruchomości typu *high street*, który w 2013 r. znalazł się w strukturze **FIZ (187 mln PLN; 13,8% aktywów)**. Nieruchomości zgromadzone w FIZ są zlokalizowane przy głównych ulicach handlowych w 26 miastach w Polsce. Ponad 95% przychodów FIZ generują najemcy sieciowi, z czego większość stanowią instytucje finansowe. Struktura najemców lokali typu *high street* w Polsce zmienia się. Nastąpiło zahamowanie wzrostu liczby placówek bankowych, a coraz większy udział powierzchni przypada na kategorie gastronomia oraz moda i akcesoria. Lokale handlowe przy głównych ulicach cieszą się coraz większą popularnością. Sądzymy, że wzrost wyceny portfela *high street* z 3% w 2012 r. do 8% w marcu 2013 r. jest zjawiskiem przejściowym, związanym ze stopniową zmianą struktury najemców. Możliwy spadek NOI związany z tym procesem jest uwzględniony w wycenie bilansowej nieruchomości, czego potwierdzeniem jest sprzedaż 85% certyfikatów inwestycyjnych FIZ po wartości księgowej na koniec 30.06.2013 r. Transakcja miała miejsce w Q3 2013 i jest częścią strategii Capital Park, zakładającej wyjście z projektu inwestycyjnego po jego ustabilizowaniu. Capital Park pozostanie właścicielem pozostałych 15% certyfikatów FIZ przez okres przynajmniej trzech lat. Spółka będzie w kolejnych latach zarządzała funduszem otrzymując wynagrodzenie w wysokości 1,0% NAV/rok.

Drugim pod względem wartości ukończonym projektem Capital Park jest **Eurocentrum – Alfa (148 mln PLN; 10,9% aktywów)** – budynek biurowy klasy A, zlokalizowany przy Al. Jerozolimskich w Warszawie. Budynek oddany do użytku w 2002 r. jest na bieżąco remontowany. Na koniec marca poziom wynajęcia spadł w nim do 70%. Prowadzona rekomercjalizacja wpłynęła na wzrost poziomu wynajęcia do 78% na koniec września. Możliwy spadek wartości nieruchomości w związku z niższym obłożeniem uwzględniamy w naszych prognozach. Zakładamy przez nas poziom czynszów (13,7 EUR/m²) oraz stopa kapitalizacji (7,0%) są bardziej konserwatywne niż w przypadku nowoczesnych budynków w tej lokalizacji.

W budynku przy ul. **Sobieskiego 104** w Warszawie Capital Park posiada 2 piętra składające się z biur, sal konferencyjnych i lokali handlowych (**39 mln PLN; 2,8% aktywów**). Obecnie obiekt przechodzi rekomercjalizację. Na koniec marca obłożenie wyniosło zaledwie 24%. W Q3 2013 Spółka podpisała nową 5-letnią umowę na ponad 1,7 tys. m², w związku z czym poziom wynajęcia wzrósł do 70%. Nasze prognozy zakładają spadek wyceny nieruchomości w związku ze spadkiem wysokości czynszów.

Biurowiec **Raławicka Point (38 mln PLN; 2,8% aktywów)** jest nowoczesnym obiektem klasy A oddanym do użytku w 2011 r. Budynek jest w całości wynajęty. Przychód w przeliczeniu na m² powierzchni najmu wynosi obecnie ponad 20 EUR, co wydaje się wysokim poziomem jak na tę lokalizację. Mimo tego nie zakładalibyśmy spadku czynszów i wartości budynku w przyszłości. Wysoki średni

czynsz wynika z: (1) relatywnie małych powierzchni wynajmowanych przez poszczególnych najemców, (2) wysokich czynszów w lokalach handlowych na parterze oraz (3) wpływów z relatywnie dużej liczby miejsc parkingowych w garażu podziemnym. Zakończenie umów obecnych najemców w budynku przy Raławickiej przypada na 2016 r.

Ostatnim ukończonym obiektem o istotnej skali jest średniej wielkości centrum handlowe **Vis a Vis** zlokalizowane w centrum **Radomia (32 mln PLN, 2,4% aktywów)**. Nieruchomość oddana do użytku w 2011 r. jest skomercjalizowana w 84%. Obecnie trwają rozmowy nad najmem pozostałej powierzchni. Dotychczas podpisane umowy mają długi średnioważony termin najmu (4,6 lat).

Łączna wartość pozostałych ukończonych nieruchomości Capital Park, należących do segmentu komercyjnego wynosi **9 mln PLN (0,7% aktywów)**. Obiekty są wycenione przy stopie kapitalizacji 8,6%. Oprócz nieruchomości komercyjnych, Capital Park posiada **nieruchomości mieszkaniowe** (domy w Wilanowie i mieszkania w Bydgoszczy), których budowa uległa zakończeniu. W bilansie Spółki są one wycenione po koszcie wytworzenia (**37 mln PLN; 2,7% aktywów**). Zakładamy rozliczenie powyższych lokali w wynikach 2013-2015. Ich wpływ na zysk Spółki będzie jednak mało istotny – marże deweloperskie nie powinny przekroczyć kilkunastu procent.

Nieruchomości w trakcie realizacji i planowane

Portfel inwestycyjny Capital Park składa się z trzech dużych projektów (Eurocentrum, Royal Wilanów, Art Norblin) oraz kilku mniejszych przedsięwzięć deweloperskich. Spółka jest bardzo dobrze przygotowana do realizacji założonego planu. Prawie wszystkie inwestycje Capital Park mają wydane pozwolenia na budowę (oprócz projektów Art Norblin oraz Neptun House, w przypadku których zostały złożone wnioski o pozwolenie na budowę). Obecnie trwa aktywna budowa 2 spośród 3 kluczowych dla Spółki projektów, stanowiących ok. 90% programu inwestycyjnego (Eurocentrum oraz Royal Wilanów). Inwestycje te są umiejscowione w atrakcyjnych lokalizacjach Warszawy. 4 mniejsze projekty komercyjne Capital Park są zlokalizowane w ścisłym centrum Gdańska, Krakowa i Bydgoszczy. Pierwsze inwestycje będą zakończone już w H1 2014, stąd istotne zyski z wyceny nieruchomości pojawiają się w Spółce już w przyszłym roku. Projekty inwestycyjne Capital Park będą stopniowo wyceniane do wartości godziwej w miarę zaawansowania prac budowlanych. Łączny **zysk z wyceny** tych projektów szacujemy na **243 mln PLN**, licząc od wyceny bilansowej z 30.06.2013. Szacunkowa wartość obiektów objętych programem inwestycyjnym wyniesie po wybudowaniu **2,3 mld PLN** vs. BV(30.06.2013) = 722 mln PLN. W stosunku do wartości rynkowej ukończonych nieruchomości, oczekiwany zysk z ich wyceny szacujemy na 12%. Umiarkowany zysk z wyceny do rozpoznania w latach 2013-2017 wynika z wysokiego kursu EUR/PLN,

przy którym wycenione były nieruchomości na koniec czerwca oraz istotnego przeszacowania posiadanych nieruchomości w poprzednich okresach. Historyczne ceny zakupu nieruchomości były znacznie niższe niż ich obecne wyceny bilansowe. Wcześniejsze przeszacowania są uzasadnione pracą, którą Capital Park wykonał w ostatnich latach, by doprowadzić projekty inwestycyjne do obecnego

kształtu (opracowanie koncepcji, przygotowanie projektów architektonicznych, uzyskanie pozwoleń na budowę, pozyskanie pierwszych najemców). W przypadku wszystkich projektów została więc wykonana najbardziej czasochłonna praca. Dzięki temu większość inwestycji Capital Park powinna się zamknąć w perspektywie najbliższych dwóch lat.

Projekty w trakcie realizacji – cz. I (mln PLN)

Nieruchomość	Segment	GLA (m2)	Czynsz (EUR/m2)	NOI* (mln EUR)	Yield	MV (mln EUR)	EUR/PLN	MV (mln PLN)
Eurocentrum E1	Biura	42 337	15,5	7,5	6,7%	111,7	3,90	435,5
Eurocentrum E2	Biura	27 242	16,0	5,0	6,7%	74,2	3,90	289,2
Royal Wilanów	B+H	36 707	17,0	7,1	7,1%	100,7	3,90	392,8
Art Norblin	B+H	64 164	21,0	15,4	6,5%	236,3	3,90	921,7
Neptun House	B+H	7 804	20,0	1,8	7,5%	23,7	3,90	92,5
Piano House	Biura	5 404	15,0	0,9	7,5%	12,3	3,90	48,1
Street Mall (Łódź)	Handel	5 646	15,0	1,0	8,0%	12,1	3,90	47,1
Gdańska (Bydgoszcz)	B+H	1 272	15,0	0,2	8,0%	2,7	3,90	10,6
Pawia (Kraków)	Biura	559	20,0	0,1	7,5%	1,7	3,90	6,6
Suma/Średnia		191 135	17,0	39,0	6,8%	575,4		2 244,0

Źródło: Capital Park, Prognozy Domu Maklerskiego mBanku; *NOI obliczone przy założeniu naturalnego poziomu pustostanów w wysokości 5%

Projekty w trakcie realizacji – cz. II (mln PLN)

Nieruchomość	Start	Koniec	BV (12.12)	Pozostały CAPEX	BV(12.12) + CAPEX	MV	Zysk do rozpoznania	
							mln PLN	%
Eurocentrum E1	Q2 12	Q2 14	156,8	259,8	416,5	435,5	18,9	4%
Eurocentrum E2	Q3 14	Q2 16	123,2	145,3	268,5	289,2	20,8	7%
Royal Wilanów	Q3 13	Q2 15	89,5	272,7	362,2	392,8	30,6	8%
Art Norblin	Q4 14	Q2 17	214,9	604,9	819,8	921,7	101,8	11%
Neptun House	Q2 14	Q1 16	17,9	50,5	68,4	92,5	24,1	26%
Piano House	Q3 14	Q3 15	10,1	36,0	46,1	48,1	2,0	4%
Street Mall (Łódź)	Q3 13	Q2 14	21,6	20,8	42,5	47,1	4,6	10%
Gdańska (Bydgoszcz)	Q3 14	Q1 15	2,5	5,8	8,3	10,6	2,3	22%
Pawia (Kraków)	Q2 14	Q1 15	2,5	4,4	6,9	6,6	-0,3	-4%
Suma/Średnia			638,9	1 400,2	2 039,1	2 244,0	204,9	9%

Źródło: Capital Park, Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

Eurocentrum (318 mln PLN; 23,5% aktywów) to projekt biurowy klasy A+, zlokalizowany przy Al. Jerolimskich w Warszawie. Jest to najbardziej zaawansowana inwestycja Capital Park. Budowę pierwszego etapu rozpoczęto w 2012 r. Generalnym wykonawcą inwestycji jest Erbud. Umowa z Erbudem została zawarta na oba etapy inwestycji. Capital Park zamierza rozpocząć realizację drugiego etapu zaraz po zakończeniu budowy pierwszego budynku. Pozwoliłoby to na pewne oszczędności w stosunku do założonego budżetu budowy. **Pre-let** w pierwszym budynku Eurocentrum wynosi obecnie **51%**. Jest to poziom pozwalający na uruchomienie kredytu. Od sierpnia 2013 pierwszy etap inwestycji jest finansowany wyłącznie z kredytu w wysokości 296 mln PLN, który został udzielony przez Bank Pekao. Obecnie trwają negocjacje z potencjalnymi najemcami na kolejne kilkanaście tys. m² powierzchni. Proces budowlany przebiega bez opóźnień. Planowany termin oddania budynku do użytku to Q2 2014. Nasza wycena obu etapów Eurocentrum nie odbiega od wyceny przedstawionej przez Emmerson.

Budowa **Royal Wilanów (100 mln PLN, 7,4% aktywów)** rozpoczęła się w sierpniu 2013 r. Generalnym wykonawcą inwestycji został wybrany Erbud. Obecnie budowa jest na etapie prac ziemnych oraz stawiane są ściany szczerelinowe. Royal Wilanów jest inwestycją o mieszanej strukturze najemców. Część handlowo-usługowa będzie w nim zajmować 19% powierzchni, a biura pozostałe 81%. Projekt zakłada bardzo dużą liczbę miejsc garażowych w stosunku do powierzchni budynku (1

miejsce na 39 m² powierzchni najmu), co jest wymogiem stawianym budynkom w Wilanowie. Przychody z wynajmu garaży istotnie podwyższają oczekiwane NOI w przeliczeniu na m² GLA. Royal Wilanów będzie różnił się od innych obiektów biurowych powstających obecnie w Wilanowie pod względem:

- bardzo dobrej lokalizacji na rogu ulic Klimczaka i Przyczółkowej, vis-à-vis budowanego ratusza w Wilanowie (budowa została wznowiona w 2013 r.), w bezpośrednim sąsiedztwie planowanej galerii handlowej GTC,
- wyższego standardu wykończenia niż w innych biurowcach dostępnych w Wilanowie.

Założenia przyjęte do wyceny Royal Wilanów

	GLA (m2)/ szt.	Czynsz (EUR)	NOI* (mln EUR)	Yield	MV (mln EUR)
Biura	29 787	14	4,8	7,5%	63,4
Handel	6 920	20	1,6	6,0%	26,3
Parking (szt.)	931	75	0,8	7,2%	11,0
Suma	36 707	17,0	7,1	7,1%	100,7

Źródło: Capital Park, Prognozy Domu Maklerskiego mBanku; *NOI obliczone przy założeniu naturalnego poziomu pustostanów w wysokości 5%

Capital Park podpisał dotychczas umowy na **21% powierzchni biurowej** (uzgodnione kluczowe warunki najmu na kolejne 22%) i **63% powierzchni handlowej** (uzgodnione warunki najmu na kolejne 27%). Spółka uzyskała finansowanie na budowę Royal Wilanów. Uruchomienie kredytu finansującego inwestycję będzie możliwe po podpisaniu umów na przynajmniej 40% NOI założonego w budżecie (obecnie zawarte są umowy na 33% budżetowanego NOI). Ze względu na duże zainteresowanie powierzchnią handlową w Wilanowie, zawarcie umów do 100% powierzchni handlowej nie powinno stanowić problemu. Większym wyzwaniem będzie zapewnienie najemcami powierzchni biurowej. Osiągnięte przez Spółkę w pierwszych umowach stawki najmu są wyższe niż założony przez nas średni czynsz dla powierzchni biurowej. Przyjęcie konserwatywnych stawek czynszów dla inwestycji w Wilanowie jest główną przyczyną około 10% różnicy między naszą wyceną inwestycji Wilanowie a wyceną Emmerson.

Wycena inwestycji Capital Park przez Emmerson vs. wycena Domu Maklerskiego mBanku

(mln EUR)	Emmerson			Wycena mDM*	Różnica
	NOI	Yield	Wycena*		
Eurocentrum	12,5	6,75%	184,5	185,8	1%
Royal Wilanów	7,6	6,80%	111,3	100,7	-10%
Norblin	15,7	6,70%	234,4	233,2	-1%

Źródło: Capital Park, Dom Maklerski mBanku; *wycena ukończonego obiektu

Art Norblin (243 mln PLN; 18,0% aktywów) jest największą planowaną inwestycją Capital Park. Spółka posiada warunki zabudowy dla koncepcji zakładającej budowę ok. 40 tys. m² biur i ok. 24 tys. m² powierzchni handlowej. Art Norblin jest koncepcją rewitalizacji dawnej fabryki wyrobów metalowych, znajdującej się przy ul. Żelaznej w Warszawie. Projekt zakłada przekształcenie XIX-wiecznych budynków w kompleks handlowo-usługowy. Nad odnowionymi halami zostanie dobudowana nowoczesna powierzchnia biurowa. Powierzchnia 750 m² zostanie przeznaczona na funkcje kulturalne (muzeum i teatr). Spółka złożyła już wniosek o pozwolenie na budowę. Spodziewa się je otrzymać w H1 2014.

Założenia przyjęte do wyceny Art Norblin

	GLA (m2)/	Czynsz	NOI*	Yield	MV
	szt.	(EUR)	(mln EUR)		(mln EUR)
Biura	40 000	17	7,8	6,5%	119,3
Handel	24 000	22	6,0	6,0%	100,3
Parking (szt.)	755	100	0,9	6,3%	13,6
Suma	64 000	20,1	14,6	6,3%	233,2

Źródło: Capital Park, prognozy Domu Maklerskiego mBanku; *NOI obliczone przy założeniu naturalnego poziomu pustostanów w wysokości 5%

Na **projekty mieszkaniowe** w przygotowaniu (**13 mln PLN; 1,0%**) składają się dwie inwestycje zlokalizowane w Warszawie: drugi etap luksusowych domów w Wilanowie (Rezydencje Pałacowa) oraz willa przy ul. Śmiałej na Starym Żoliborzu. W przeciwieństwie do pierwszego etapu domów, charakteryzującego się niskimi marżami, drugi etap powinien Spółce przynieść marżę sięgającą 40%. Wynika to z nierównomiernego alokowania kosztów infrastruktury między oba etapy. Opierając się na wycenie Emmersona, realizacja luksusowego projektu przy ul. Śmiałej powinna przynieść Spółce marżę w okolicach 13%. Rozpoczęcie przedsięwzięcia jest uzależnione od wcześniejszego pozyskania kupca na oferowaną powierzchnię. Projektu nie uwzględniamy w naszych prognozach.

Strategia i cele emisji akcji

Ukończenie realizowanych projektów

W perspektywie najbliższych 2-3 lat Capital Park będzie koncentrował się na realizacji ambitnego programu inwestycyjnego, do którego przygotowania trwały ostatnie 5-6 lat. Zarząd planował w IPO pozyskać 210 mln PLN (199 mln PLN po uwzględnieniu kosztów IPO), które uzupełnią wkład własny w kluczowych inwestycjach Spółki: Eurocentrum, Royal Wilanów oraz Art Norblin, a także zostaną przeznaczone na nowe projekty. Środki na realizację pierwszego etapu Eurocentrum Spółka ma już zabezpieczone. Około 85 mln PLN z emisji będzie finansować drugi etap Eurocentrum, a 50 mln PLN projekt Royal Wilanów. 10 mln PLN ma uzupełnić finansowanie Art Norblin, a 54 mln PLN to planowane środki na nowe przedsięwzięcia. Ustalenie ceny emisyjnej w IPO na **6,5 PLN**, pozwoliło pozyskać z giełdy ok. **130 mln PLN** (po odliczeniu kosztów IPO), czyli o około 70 mln PLN mniej niż planował Zarząd. Niższa kwota z emisji zmusi Spółkę do pozyskania gotówki z alternatywnych źródeł. Z punktu widzenia naszych prognoz finansowych istotne będzie zabezpieczenie brakujących 15 mln PLN na 3 kluczowe projekty Capital Park.

Przeznaczenie wpływów z emisji (mln PLN)

Inwestycja	Lokalizacja	Kwota	%
Eurocentrum E2	Warszawa	85	43%
Royal Wilanów	Warszawa	50	25%
Art Norblin	Warszawa	10	5%
Nowe przedsięwzięcia	Polska	54	27%
Suma		199	100%

Źródło: Capital Park

Ewentualne nowe projekty będą miały znacznie mniejszą wartość jednostkową niż warszawskie inwestycje. Spółka, zachęcona sukcesem oferty FIZ AN, planuje rozbudowę portfela nieruchomości handlowych zlokalizowanych przy głównych ulicach miast oraz dalszy rozwój programu Street Mall Vis a Vis (centra handlowe typu convenience). Obecnie trwają zaawansowane negocjacje w celu nabycia takich nieruchomości. W naszych prognozach na lata 2013-2018 konserwatywnie nie zakładamy realizacji żadnych nowych przedsięwzięć poza tymi, na które Spółka ma zabezpieczone grunty.

Optymalizacja i sprzedaż portfela ukończonych nieruchomości

Sprzedaż większości udziałów w portfelu nieruchomości high street, była następstwem zoptymalizowania i ustabilizowania NOI w tej grupie aktywów. Podobne działania powinny mieć miejsce w przypadku pozostałych nieruchomości Spółki. Capital Park dysponuje kilkoma aktywami, w których jest w stanie poprawić poziom wynajęcia oraz strukturę najemców (np. Sobieskiego 104, Eurocentrum – Alfa). W latach 2014-2015 Spółka zakończy realizację 5 mniejszych obiektów, które docelowo mogłyby stać się przedmiotem sprzedaży portfelowej. Strategia ta pozwala Spółce uwolnić gotówkę pod bardziej rentowne inwestycje, jednocześnie uzyskując przychody z zarządzania portfelem sprzedanych nieruchomości.

Reinwestowanie środków w nowych projektach deweloperskich

W długim terminie Capital Park zamierza zachować charakter firmy specjalizującej się w skomplikowanych

projektach nieruchomościowych. Wzrost wartości Spółki ma pochodzić z realizacji wysokomarżowych inwestycji, stąd potencjalne akwizycje rozważane przez Spółkę dotyczą:

- aktywów od podmiotów znajdujących się w trudnej sytuacji finansowej,
- aktywów sprzedawanych w ramach procedury likwidacji lub restrukturyzacji,
- nisz rynkowych,
- projektów komercyjnych w najbardziej prestiżowych lokalizacjach.

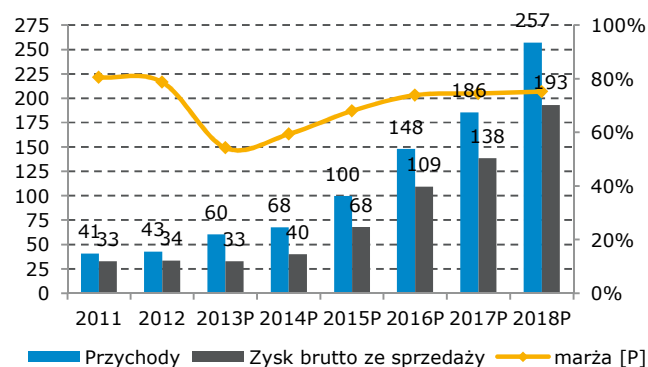
Celem Spółki jest utrzymanie w portfelu projektów umożliwiających jej szybki wzrost w perspektywie najbliższych 3-5 lat przy jednoczesnym rozwoju długoterminowych programów inwestycyjnych jak np. high street oraz Vis a Vis.

Wyniki i prognozy finansowe

Przychody i zysk brutto ze sprzedaży

W latach 2011-2012 prawie 100% przychodów pochodziło z wynajmu powierzchni w ukończonych nieruchomościach komercyjnych. Spółka nie osiągała przychodów ze sprzedaży powierzchni mieszkaniowej. Wyniki 2011 r. i 2012 r. opierały się na tych samych nieruchomościach, wśród których największą wagę miał portfel lokali handlowych objętych strukturą FIZ (ok. 50% przychodów i zysku brutto ze sprzedaży). Przychody i wynik na wynajmie tylko nieznacznie wzrosły w 2012 w stosunku do roku 2011, a marża brutto ze sprzedaży oscylowała wokół 80%, co potwierdza nasze wcześniejsze spostrzeżenia, że w skład portfela pracujących aktywów wchodziły zoptymalizowane i ustabilizowane nieruchomości, których potencjał wzrostu jest ograniczony. Pomimo sprzedaży 85% udziałów w FIZ, Capital Park wciąż będzie konsolidował FIZ metodą pełną, gdyż pozostanie podmiotem odpowiedzialnym za jego zarządzanie i będzie pobierał wynagrodzenie z tego tytułu. W 2013 r. spodziewamy się jednak kilkuprocentowego spadku przychodów z wynajmu w związku z przejściowym spadkiem obłożenia niektórych nieruchomości (Eurocentrum - Alfa, Sobieskiego 104). Pojawia się natomiast przychody z rozliczenia sprzedaży pierwszych domów w Wilanowie oraz mieszkań w Bydgoszczy. Marża deweloperska będzie na tych projektach niska, a wpływ segmentu mieszkaniowego na wyniki bieżącego roku raczej symboliczny. Sprzedaż wspomnianych projektów mieszkaniowych będzie miała większe znaczenie z punktu widzenia płynności Capital Park (odzyskanie gotówki) niż z punktu widzenia wyniku finansowego.

Prognozy przychodów oraz zysku brutto ze sprzedaży (mln PLN)



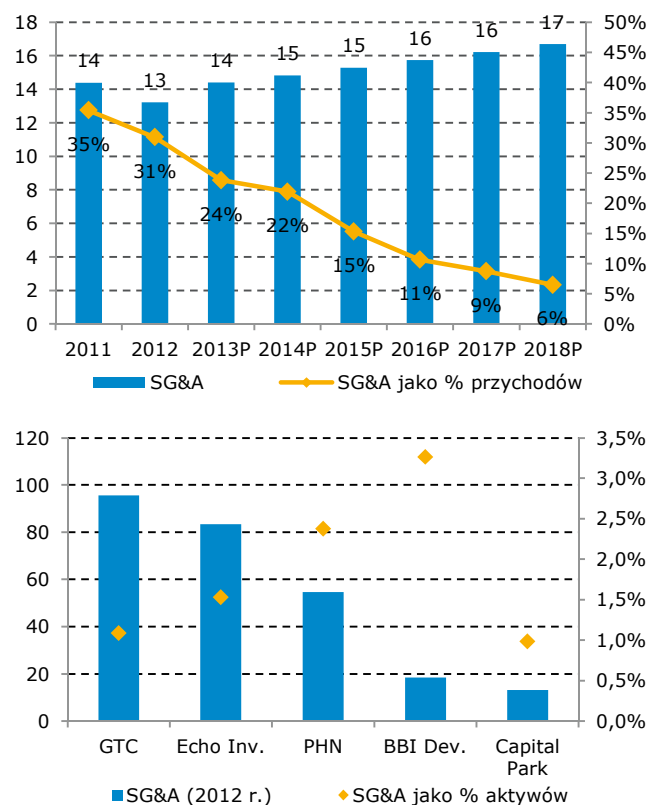
Źródło: prognozy Domu Maklerskiego mBanku, Capital Park (dane historyczne)

Według naszych prognoz stopniowa poprawa wyników powinna nastąpić od 2014 r. w związku z zakończeniem budowy pierwszego etapu Eurocentrum. Szacujemy, że rok później pojawią się przychody z projektu Royal Wilanów oraz kilku mniejszych projektów Spółki (Piano House, Neptun House, Pawia). W 2016 r. powinno nastąpić oddanie do użytku drugiego etapu Eurocentrum, a w 2017 r. inwestycji Art Norblin. W naszych prognozach przychody Capital Park stabilizują się począwszy od 2018 r., a więc rok po zakończeniu programu inwestycyjnego Spółki. W okresie 2014-2018 prognozujemy wzrost przychodów Capital Park w tempie **CAGR** równym **34%**. Tak dynamiczny wzrost będzie według nas możliwy dzięki bardzo dobrze przygotowanemu programowi inwestycyjnemu (gotowe pozwolenia na budowę, zaawansowane negocjacje z najemcami, pozyskanie finansowania z emisji akcji).

Koszty administracyjne

Z powodu relatywnie niskiego udziału ukończonych nieruchomości w portfelu Capital Park, koszty administracyjne stanowią relatywnie wysoką wartość w stosunku do przychodów Spółki (ponad 30%). Ta proporcja ulegnie istotnej zmianie w przyszłości wraz z pojawieniem się przychodów z nowych inwestycji. W naszej ocenie w 2015 r. wskaźnik SG&A/przychody powinien spaść do poziomu reprezentowanego przez Echo Investment i GTC. W przypadku, gdy spółki deweloperskie znacznie różnią się pod względem struktury aktywów (nieruchomości pracujące/w budowie/bank ziemi), lepszym miernikiem efektywności kosztowej wydaje się wskaźnik **SG&A/aktywa**, który w Capital Park nie przekracza **1,0%**, a naszym zdaniem w kolejnych latach powinien jeszcze spaść.

Prognozy kosztów SG&A w Capital Park oraz porównanie kosztów SG&A między deweloperami notowanymi na GPW (mln PLN)



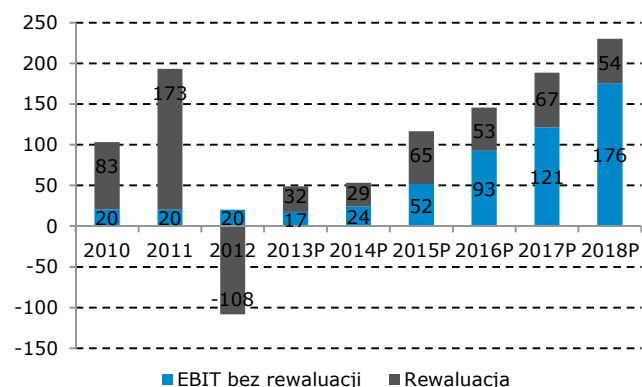
Źródło: prognozy Domu Maklerskiego mBanku, spółki (dane historyczne)

Capital Park prezentuje się jeszcze lepiej na tle sektora, gdy porównamy nominalną wartość kosztów administracyjnych (13,2 mln PLN w 2012 r., -8% r/r). Jednocześnie nie widzimy powodów do znacznego wzrostu kosztów administracyjnych w przyszłości. Zdecydowana większość tych kosztów jest związana z funkcjonowaniem spółek celowych oraz tzw. kosztami platformy. Skala prowadzonych inwestycji nie powinna mieć istotnego wpływu na tę grupę kosztów. Na etapie budowy zdecydowana większość wydatków jest kapitalizowana (dotyczy to również kosztów marketingu i pozyskania najemców). Nakłady związane z utrzymaniem ukończonych już nieruchomości wchodzą w skład kosztów bezpośrednich.

Wyniki operacyjne

W latach 2011-2012 istotny wpływ na wycenę nieruchomości miała zmiana kursu EUR/PLN. Umocnienie EUR mocno wsparło wynik na wycenie w 2011 r., natomiast osłabienie wspólnotowej waluty było jedną z głównych przyczyn utraty wartości aktywów w 2012 r. Jednocześnie **wynik operacyjny po oczyszczeniu o rewaluację** i inne zdarzenia bezgotówkowe był wyjątkowo stabilny i wyniósł w ostatnich trzech latach 20 mln PLN/rok. W 2013 r. spodziewamy się dalszej stabilizacji EBIT bez rewaluacji. Zgodnie z naszą prognozą nieznaczna poprawa wyników gotówkowych powinna nastąpić w 2014 r. po oddaniu do użytku nieruchomości będących w budowie. Przełomowym dla wyniku operacyjnego powinien być 2015 r., w którym skokowo wzrosną przychody z wynajmu oddanych do użytku budynków. Wysokie **zyski z rewaluacji** inwestycji będących w budowie powinny pojawić się w wynikach Capital Park wcześniej, bo już od 2014 r. Polityka rachunkowa Capital Park przewiduje stopniową wycenę nieruchomości w budowie w miarę zaawansowania prac konstrukcyjnych. Portfel ukończonych nieruchomości ujemnie kontrybuuje do naszych prognoz rewaluacji w 2014 r., co wynika z dwóch założeń: (1) spadku kursu **EUR/PLN** na koniec 2014 r. do docelowego poziomu **3,90 PLN** za 1 EUR, (2) obniżenia wyceny Eurocentrum – Alfa oraz Sobieskiego 104 w wyniku spadku oczekiwanych stawek czynszów. Poczynione założenia co do kursu EUR/PLN mają również istotny wpływ na nasze prognozy zysków z rewaluacji nieruchomości objętych programem inwestycyjnym. Umocnienie (osłabienie) kursu EUR/PLN o **10 gr** zwiększyłoby (zmniejszyłoby) nasze prognozy rewaluacji o około **15%**.

Prognozy EBIT oraz rewaluacji nieruchomości inwestycyjnych (mln PLN)*



Źródło: prognozy Domu Maklerskiego mBanku, Capital Park (dane historyczne); *EBIT bez rewaluacji za 2011 jest korygowany w górę o jednorazowe koszty rozliczenia aportów w wysokości 37,5 mln PLN

Finansowanie

Na koniec czerwca 2013 r. wskaźnik dług netto/wartość nieruchomości osiągnął w Capital Park poziom 42%. W Q4 2013 Spółka pozyskała prawie **130 mln PLN** z tytułu emisji akcji (kwota skorygowana o koszty emisji w wysokości 5,5% pozyskanego kapitału) oraz dokonała konwersji pożyczek na kapitał własny w wysokości **87 mln PLN**. W 2013 r. Spółka uwolniła ponadto ok. **64 mln PLN** gotówki sprzedając udziały w FIZ. Powyższe zmiany pozwolą Spółce istotnie zmniejszyć poziom zadłużenia. Nasze prognozy zakładają spadek wskaźnika LTV (dług netto/wartość nieruchomości) na koniec 2013 r. do poziomu **28%**. Zadłużenie Spółki po emisji akcji będzie na bezpiecznym poziomie, umożliwiającym Zarządowi pozyskanie w razie potrzeby finansowania z rynku długu. Dla porównania, wskaźniki zadłużenia w GTC i Echo Investment znajdowały się na koniec czerwca 2013 na poziomach odpowiednio 56% oraz 47%.

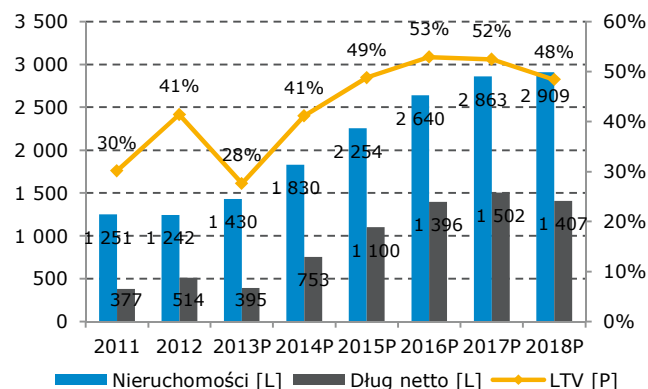
Porównanie wskaźników zadłużenia między Capital Park a deweloperami notowanymi na GPW*

(mln PLN)	GTC	Echo Inv.	BBI Dev.	Capital Park	PHN
Dług	4 620	2 825	187	577	2
Gotówka	489	471	16	182	168
Nieruchomości	7 420	5 044	418	1 430	2 000
Kapitał własny	3 024	2 747	254	979	1 694
Dług/Nieruchomości	62%	56%	45%	40%	0%
Dług netto/Nieruchomości	56%	47%	41%	28%	-8%
Dług netto/Kapitał własny	137%	86%	68%	40%	-10%

Źródło: Spółki, obliczenia Domu Maklerskiego mBanku; wskaźniki dla Capital Park obliczone na podstawie prognoz na koniec 2013 r. uwzględniające emisję akcji i konwersję pożyczek na kapitał własny; wskaźniki dla pozostałych spółek obliczone na 30.06.2013

Zwracamy uwagę na wspomniany proces konwersji pożyczek. Do czasu IPO pożyczki od udziałowców były jednym z istotniejszych źródeł finansowania inwestycji Capital Park. W związku z IPO wszystkie pożyczki (**87 mln PLN**) zostały skonwertowane na kapitał w zamian za 9,23 mln nowych akcji. Wyemitowane akcje stanowią **8,81% docelowej liczby akcji**. Konwersja pożyczek nie wiąże się z pozyskaniem dodatkowych środków finansowych, niemniej jednak korzystnie wpływa na wskaźniki zadłużenia w Capital Park oraz znacznie obniża koszty odsetek.

Prognozy zadłużenia i LTV* (mln PLN)



Źródło: prognozy Domu Maklerskiego mBanku, Capital Park;

*LTV = dług netto / bilansowa wartość nieruchomości

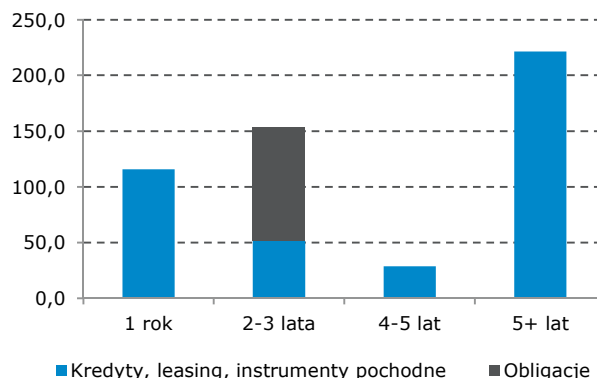
W naszej ocenie w kolejnych latach Capital Park będzie zmuszony do zwiększenia poziomu zadłużenia w celu realizacji planowanych projektów deweloperskich. W momencie największego zapotrzebowania na kapitał, Spółka nie powinna jednak istotnie przekroczyć poziomu **50% LTV**. Jest to o tyle istotne, że środki z emisji akcji nie będą wystarczające na sfinansowanie 100% wkładu własnego we wszystkich kluczowych projektach deweloperskich Capital Park. Według naszych prognoz **środki z emisji** wystarczą na **100%** wkładu własnego w **Eurocentrum E2** oraz **Royal Wilanów**. Capital Park powinien mieć również wystarczające środki własne na przygotowanie do budowy projektu Art Norblin, lecz nie na same prace konstrukcyjne. Spółka planuje przyspieszyć drugi etap Eurocentrum, by zaoszczędzić na kosztach budowy. Najprawdopodobniej będzie się to wiązało z koniecznością dłuższego finansowania inwestycji ze środków własnych (dłuższy okres pozyskiwania najemców niezbędnych do uruchomienia kredytu bankowego). By rozpocząć budowę **Art Norblin** już w 2014 r. Spółka może być zmuszona do pozyskania dodatkowych funduszy, zanim uwolni gotówkę poprzez refinansowanie drugiego etapu Eurocentrum. Rozwiązaniem może być wcześniejsza sprzedaż niektórych aktywów, emisja obligacji lub pozyskanie kredytu na poziomie spółki holdingowej.

Wsparcie budowy Art Norblin posiłkując się dodatkowym długiem jest realnym scenariuszem, biorąc pod uwagę rozsądne zadłużenie Spółki po emisji akcji. W ostatnich latach Capital Park zademonstrował swoją zdolność do pozyskiwania finansowania dłużnego. W 2012 r. Spółka wyemitowała 3-letnie obligacje o wartości 100 mln PLN. W Q3 2013 Capital Park podpisał umowę kredytową z Getin Bankiem na kwotę 10 mln EUR z terminem ostatecznej spłaty w 2018 r. Kredyt został udzielony na poziomie spółki holdingowej z przeznaczeniem na cele statutowe (np. zakup gruntu, finansowanie bieżących inwestycji, spłata części obligacji). **Obligacje oraz kredyt w Getin Banku są zabezpieczone na nieruchomości Art Norblin.** Projekt Art Norblin będzie uruchamiany za około rok. Zakładamy, że do tego czasu Spółce uda się zwolnić nieruchomość spod hipoteki poprzez refinansowanie zadłużenia.

Struktura zapadalności zadłużenia w Capital Park nie jest według nas znaczącym czynnikiem ryzyka. Na dzień 30.06.2013 zobowiązania krótkoterminowe wyniosły w Spółce 116 mln PLN, z czego zaledwie **15 mln PLN** dotyczy krótkoterminowej części kredytów długoterminowych. Kredyty te wymagają spłaty w ciągu 12 miesięcy. Łącznie **80 mln PLN** stanowią kredyty na zakup gruntu w projektach Royal Wilanów oraz Eurocentrum E1, które zostaną zrefinansowane kredytami budowlanymi (w przypadku Eurocentrum kredyt na grunt zrefinansowano już w Q3 2013; pozyskano też kredyt budowlany na inwestycję Royal Wilanów). **20 mln PLN** zobowiązań krótkoterminowych dotyczy kredytów mieszkaniowych, których źródłem spłaty będą wpływy ze sprzedaży

mieszkań. W ciągu kolejnych czterech lat łączna wartość kredytów, leasingu oraz instrumentów pochodnych przewidzianych do spłaty wynosi łącznie 80 mln PLN. Jest to kwota, która z powodzeniem będzie mogła być spłacona z generowanych przepływów pieniężnych.

Wymagalność zobowiązań finansowych Capital Park na 30.06.2013 (mln PLN)



Źródło: szacunki Domu Maklerskiego mBanku na podstawie danych Capital Park

Podatek dochodowy

Zgodnie ze stanowiskiem Spółki, w związku z planem wniesienia aportem udziałów wybranych spółek zależnych Capital Park do podmiotu posiadającego siedzibę poza RP, zyski z działalności spółek zależnych w postaci dywidendy bądź przychody ze sprzedaży ich udziałów z dużym prawdopodobieństwem nie będą podlegały opodatkowaniu podatkiem dochodowym. W związku z tym, w skonsolidowanym sprawozdaniu finansowym **Grupa nie rozpoznaje aktywów i rezerw z tytułu odroczonego podatku dochodowego od aktualizacji wyceny nieruchomości inwestycyjnych.** Gdyby w przepisach podatkowych weszły w życie zmiany, uniemożliwiające uniknięcie opodatkowania z tytułu wzrostu wartości nieruchomości, oznaczałoby to konieczność ujęcia podatku odroczonego do wysokości **55 mln PLN**, co wpłynęłoby na obniżenie wartości aktywów netto Grupy na dzień 30.06.2013 o taką samą kwotę.

W naszych prognozach zakładamy, zgodnie ze stanowiskiem Spółki, że zysk z rewaluacji nieruchomości inwestycyjnych nie będzie w przyszłości podlegał opodatkowaniu. W związku z tym, efektywna stopa opodatkowania jest w naszych prognozach zdecydowanie niższa niż 19%. Gdybyśmy założyli stawkę podatku dochodowego na poziomie 19%, łączny podatek dochodowy za lata 2013-2018 byłby o 77 mln PLN wyższy niż w naszych prognozach.

Prognozy podatku dochodowego (mln PLN)

	2010	2011	2012	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
Zysk brutto	98,6	117,0	-100,2	28,2	43,6	77,1	98,0	129,6	162,6
Podatek dochodowy	6,9	-4,1	14,8	-0,7	2,8	2,3	8,5	11,9	20,5
Efektywna stopa opodatkowania	7%	-3%	-15%	-2%	6%	3%	9%	9%	13%

Źródło: prognozy Domu Maklerskiego mBanku, Capital Park (dane historyczne)

Czynniki ryzyka

Ryzyko związane z sytuacją makroekonomiczną w Polsce i na świecie

Kondycja polskiego rynku nieruchomości jest silnie uzależniona od koniunktury gospodarczej w Polsce i na świecie. Znaczna część popytu na powierzchnię komercyjną w Polsce jest generowana przez międzynarodowe korporacje. Spadek popytu na powierzchnię komercyjną w wyniku ograniczenia planów ekspansji międzynarodowych firm może skutkować znacznym spadkiem popytu na powierzchnię, prowadzącym do wzrostu pustostanów, spadku czynszów i w konsekwencji spadku wycen nieruchomości znajdujących się w portfelu Capital Park.

Ryzyko związane z zawirowaniami na globalnym rynku inwestycyjnym

Strategia inwestycyjna Capital Park polega na zakupie nieruchomości, realizacji na niej projektu deweloperskiego oraz późniejszej odsprzedaży. Większość inwestorów na polskim rynku nieruchomości komercyjnych stanowią zagraniczne podmioty, których aktywność na danym rynku jest uzależniona od oceny perspektyw lokalnego rynku nieruchomości oraz dostępu do finansowania. Potencjalny spadek zainteresowania globalnych funduszy nieruchomościowych polskim rynkiem może uniemożliwić Spółce realizację strategii lub wpłynąć na spadek wartości portfela nieruchomości poprzez wzrost oczekiwanych stóp kapitalizacji.

Ryzyko spadku stawek czynszów najmu

Gorsza sytuacja makroekonomiczna rodzi ryzyko spadku poziomu czynszów najmu. Największe ryzyko spadku czynszów istnieje w przypadku istniejących już obiektów, wynajętych po wyższych stawkach, niż obecne stawki rynkowe. Ryzyko to materializuje się w momencie przedłużania umów najmu lub konieczności zamiany najemcy, który opuścił lokal. Ryzyko spadku średnich stawek czynszów dostrzegamy w przypadku nieruchomości Eurocentrum – Alfa oraz Sobieskiego 104 i uwzględniamy je w prognozach finansowych.

Ryzyko wzrostu stóp pustostanów

Wzrost poziomu pustostanów może obniżyć przychody z najmu oraz wycenę nieruchomości. Pustostany mogą wzrosnąć z uwagi na dużą podaż nowej powierzchni na wynajem i spadek zainteresowania powierzchnią ze strony najemców, którym kończy się umowa. Wzrost poziomu pustostanów może być spowodowany bankructwem najemcy. Ryzyko wzrostu pustostanów zmaterializowało się w przypadku niektórych nieruchomości Spółki w 2012 r. W przypadku Capital Park ryzyko istotnego wzrostu pustostanów jest ograniczone z uwagi na duże rozdrobnienie najemców.

Ryzyko związane z polityką banków i zadłużeniem

Istnieje ryzyko, że w przypadku pogorszenia sytuacji makroekonomicznej, banki ograniczą podaż kredytów inwestycyjnych dla deweloperów. Dotyczyć to może w szczególności dużych i długoterminowych przedsięwzięć, na których opiera się strategia rozwoju Capital Park. Trudności w pozyskaniu finansowania mogą wstrzymać lub istotnie opóźnić realizację planowanych przedsięwzięć.

Ryzyko opóźnień w realizacji projektów deweloperskich

Opóźnienia w realizacji projektów deweloperskich mogą negatywnie wpływać na tempo wzrostu wartości aktywów netto (NAV). Opóźnienia w realizacji projektów mogą wynikać z: (1) przyczyn administracyjnych (opóźnienia w pozyskiwaniu warunków zabudowy, MPZP, pozwoleń na budowę itp.), (2) opóźnień wynikających ze zmiany realizowanej koncepcji (np. wynikającej ze zmiany otoczenia konkurencyjnego na danym rynku), (3) opóźnień w pozyskiwaniu finansowania. Opóźnienia wynikające z przyczyn administracyjnych są zwykle najtrudniejsze do oszacowania. Od nabycia nieruchomości do uzyskania prawomocnego pozwolenia na budowę w skrajnych przypadkach może minąć kilka lat. Spośród strategicznych projektów Capital Park, jedynie Art Norblin nie posiada obecnie pozwolenia na budowę (wniosek został złożony, a oczekiwany termin otrzymania pozwolenia na budowę to H1 2014).

Ryzyko wahań kursu EUR/PLN

Walutą wyceny nieruchomości komercyjnych znajdujących się w portfelu Capital Park jest EUR. Spadek kursu EUR/PLN powoduje spadek wartości nieruchomości wyrażonej w PLN oraz spadek przychodów z wynajmu powierzchni komercyjnej (umowy z najemcami również zawierane są w EUR).

Ryzyko zmian w przepisach podatkowych

W skonsolidowanym sprawozdaniu finansowym Grupa nie rozpoznaje aktywów i rezerw z tytułu odroczonego podatku dochodowego od aktualizacji wyceny nieruchomości inwestycyjnych. Brak ujęcia podatku dochodowego od wyżej wymienionych pozycji opiera się na opiniach doradców podatkowych oraz doświadczeniu biznesowym Zarządu, jak również na bezpośrednich doświadczeniach Grupy, związanych ze sprzedażą nieruchomości poprzez sprzedaż udziałów. Nie można jednak w całości wykluczyć ryzyka, że w przyszłości przepisy podatkowe ulegną zmianie lub że Grupa uzyska od właściwych organów podatkowych niekorzystne interpretacje podatkowe i planowane transakcje będą podlegały opodatkowaniu. Gdyby wymienione powyżej zmiany w przepisach podatkowych weszły w życie lub niekorzystnie interpretacje podatkowe zostały wydane, oznaczałoby to konieczność ujęcia podatku odroczonego do wysokości ok. 55 mln PLN, co z kolei wpłynęłoby na obniżenie wartości aktywów netto Grupy na dzień 30 czerwca 2013 r. o taką samą kwotę. Ponadto, nasze prognozy finansowe zakładają, że Spółka nie będzie w przyszłości tworzyć rezerw na podatek odroczone z tytułu wzrostu wartości nieruchomości. Wydanie niekorzystnych zmian w przepisach podatkowych mogłoby oznaczać konieczność utworzenia dodatkowych rezerw, których nie zakładamy. Wartość tych rezerw w latach 2013-2018 szacujemy na 77 mln PLN.

Wycena akcji

Akcje Capital Park wyceniliśmy dwoma metodami: NAV oraz metodą porównawczą. Osiągnięte wyceny zawierają się w przedziale 7,0-8,2 PLN/akcję oraz implikują P/BV'13 w przedziale 0,74-0,87x. 9-miesięczną cenę docelową akcji Capital Park wyznaczamy na poziomie 8,40 PLN, co oznacza około 60% potencjał wzrostu kursu. Rekomendujemy kupno akcji Capital Park.

Wycena akcji

(PLN)	Cena	Waga
Wycena metodą NAV	8,2	70%
Wycena metodą porównawczą	7,0	30%
Średnia	7,8	
9-miesięczny koszt kapitału własnego	7,1%	
Cena docelowa	8,4	

Źródło: Dom Maklerski mBanku

Wycena majątkowa (NAV)

Wycena akcji Capital Park metodą NAV opiera się na zdyskontowanym **NAV'18P** i wynosi **897 mln PLN**. Przyjęty przez nas 5-letni horyzont czasowy pozwala na uwzględnienie w wycenie Spółki wartości całego programu inwestycyjnego, który kończy się w 2017 r. (planowana data zakończenia projektu Art Norblin).

Założenia wyceny metodą NAV:

- Wzrost **przychodów** w latach 2014-2018 w tempie CAGR równym **34%**,
- marża na wynajmie** powierzchni komercyjnej na poziomie **74-77%** w okresie prognozy,
- marża na sprzedaży lokali mieszkaniowych** równa **5-8%** w latach 2013-2015 (pierwszy etap inwestycji Rezydencje Pałacowa oraz inwestycja przy ul. Krasińskiego w Bydgoszczy), wzrost marży do **39%** w latach 2016-2018 związany z realizacją drugiego etapu inwestycji Rezydencje Pałacowa,
- wzrost **kosztów administracyjnych** o **9%** w 2013 r.; w kolejnych latach wzrost kosztów w tempie **3%**,
- realizacja **programu inwestycyjnego** zgodnie z wcześniejszym opisem,
- brak sprzedaży nieruchomości** w okresie prognozy (nie dotyczy projektów mieszkaniowych),
- pozyskanie **129 mln PLN** z tytułu emisji 21 mln nowych akcji (kwota ta uwzględnia koszty emisji w wysokości 5,5% wartości nowej emisji),
- konwersja pożyczek** od głównego akcjonariusza w kwocie **87 mln PLN** na kapitał własny,
- długoterminowy **kurs EUR/PLN=3,90**,
- koszt kapitału własnego** równy **9,5%** w całym okresie prognozy,
- stopniowy wzrost liczby akcji w okresie prognozy w związku z realizacją **programu motywacyjnego** dla Zarządu.

Wycena akcji Capital Park metodą zdyskontowanych aktywów netto

(mln PLN)	2012	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
Nieruchomości - segment komercyjny	1 169	1 365	1 778	2 199	2 593	2 824	2 878
Projekty zakończone na 31.12.2012	437	428	401	409	418	426	434
Program inwestycyjny	639	835	1 274	1 688	2 073	2 296	2 342
Nieruchomości przeznaczone na sprzedaż	93	102	102	102	102	102	102
Nieruchomości - segment mieszkaniowy	73	65	53	55	47	39	31
Projekty zakończone na 31.12.2012	38	29	12	0	0	0	0
Program inwestycyjny	16	16	21	35	27	19	11
Nieruchomości przeznaczone na sprzedaż	20	20	20	20	20	20	20
Gotówka	66	182	133	69	62	70	95
Pozostałe aktywa	37	38	36	35	35	36	37
Suma aktywów	1 345	1 650	2 000	2 357	2 737	2 969	3 041
Kapitał mniejszości	2	68	74	80	86	93	100
Dług oprocentowany	580	577	886	1 168	1 459	1 573	1 503
Zobowiązania z tytułu odroczonego podatku	11	11	11	11	11	11	11
Pozostałe zobowiązania	14	15	15	15	15	15	15
Suma zobowiązań i kapitałów mniejszości	608	670	986	1 275	1 571	1 692	1 629
NAV	737	979	1 014	1 083	1 166	1 277	1 412
Liczba akcji	74,6	104,7	105,3	105,3	107,6	108,7	109,9
NAVPS (PLN)	9,9	9,3	9,6	10,3	10,8	11,8	12,9
dynamika NAVPS	-	-5,4%	3,0%	6,8%	5,4%	8,5%	9,4%
Stopa dyskontowa	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%
Współczynnik dyskonta	100,0%	100,0%	91,3%	83,4%	76,2%	69,6%	63,5%
Zdyskontowany NAV	737	979	926	903	888	888	897
Liczba akcji (mln)	74,6	104,7	105,3	105,3	107,6	108,7	109,9
Wartość firmy na akcję (PLN)	9,9	9,3	8,8	8,6	8,2	8,2	8,2
Koszt kapitału własnego	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%
Stopa wolna od ryzyka	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0

Źródło: Dom Maklerski mBanku

Wycena metodą porównawczą

Wycenę porównawczą sporządziliśmy w oparciu o wskaźniki **P/BV** oraz **P/E** polskich i zagranicznych spółek specjalizujących się w segmencie nieruchomości komercyjnych. Przyjęliśmy równe wagi między poszczególnymi wskaźnikami oraz latami prognozy. Capital Park jest notowany ze średnio 27% dyskontem do grupy porównawczej na P/BV oraz 21% dyskontem na P/E.

Dyskonto do polskiej grupy porównawczej jest o 1-2 p.p. większe niż dyskonto do spółek zagranicznych. Spółki polskie są według nas bliższe charakterystyce spółki

Capital Park, ze względu na:

- **rynek geograficzny** (dla wszystkich spółek z polskiej grupy porównawczej Warszawa jest strategicznym rynkiem; tylko część spółek zagranicznych ma projekty w Polsce i niekoniecznie w Warszawie),
- **dywidendę** (oprócz PHN, spółki z polskiej grupy porównawczej nie planują wypłacać regularnych dywidend; spółki zagraniczne to typowe REITy lub podmioty zbliżone do nich),
- **profil inwestycji** (pod względem modelu biznesowego Capital Park jest najbardziej zbliżony do BBI Development oraz Echo Investment).

Wycena akcji metodą porównawczą

	Kurs* (waluta lokalna)	Kapitalizacja (mln EUR)	P/BV			P/E		
			2013P	2014P	2015P	2013P	2014P	2015P
GTC	7,51	578	0,83	0,80	0,70	-	17,9	5,4
Echo Investment	6,15	612	0,92	0,87	0,79	8,0	14,8	9,3
BBI Development	0,38	48	0,78	0,74	0,68	72,9	15,2	8,8
PHN	26,37	283	0,65	0,65	0,65	38,5	27,8	21,6
Mediana			0,80	0,77	0,69	38,5	16,6	9,1
Waga spółek z Polski			50%	50%	50%	50%	50%	50%
Atrium European Real Estate	4,25	1 593	0,68	0,66	0,64	14,9	12,5	12,2
CA Immobilien Anlagen	13,41	1 178	0,67	0,66	0,64	20,4	18,4	15,1
Conwert Immobilien Invest SE	9,37	800	0,73	0,71	0,70	20,9	18,1	16,4
Deutsche Euroshop AG	32,39	1 747	1,21	1,17	1,15	15,3	15,8	15,2
Immofinanz AG	3,47	3 922	0,68	0,66	0,64	14,5	15,4	14,2
Klepierre	33,30	6 641	1,37	1,37	1,42	16,3	16,0	15,3
Segro	339,50	3 036	1,11	1,05	0,98	19,9	20,6	19,2
Unibail Rodamco SE	186,25	18 111	1,27	1,19	1,11	18,4	17,1	15,9
S Immo AG	5,33	357	0,72	0,69	0,65	15,8	15,5	14,3
Mediana			0,73	0,71	0,70	16,3	16,0	15,2
Waga spółek zagranicznych			50%	50%	50%	50%	50%	50%
Mediana			0,76	0,74	0,69	27,4	16,3	12,2
Capital Park	5,20	131	0,56	0,54	0,51	20,1	15,8	8,0
Premia (dyskonto)			-27%	-27%	-27%	-26%	-3%	-34%
BVPS / EPS			9,3	9,6	10,3	0,26	0,33	0,65
Mediana			0,76	0,74	0,69	27,4	16,3	12,2
Implikowana wycena			7,2	7,1	7,1	7,1	5,4	7,9
Waga roku			16,7%	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%
Wartość firmy na akcję (PLN)			7,0					

Źródło: Dom Maklerski mBanku, Bloomberg; *cena z dn. 14.01.2014

Rachunek wyników

(mln PLN)	2010	2011	2012	2013P	2014P	2015P	2016P
Przychody ze sprzedaży	37,7	40,6	42,7	60,5	67,7	99,8	148,0
zmiana	-	7,6%	5,2%	41,6%	12,0%	47,4%	48,3%
Koszty działalności operacyjnej	16,2	22,3	21,7	42,1	42,3	47,2	54,4
Zysk ze sprzedaży	21,5	18,3	21,0	18,4	25,4	52,6	93,6
marża na sprzedaży	57,0%	45,1%	49,2%	30,4%	37,5%	52,7%	63,2%
Wycena nieruchomości	82,6	173,1	-108,4	31,6	28,9	65,1	53,2
Pozostała działalność operacyjna netto	-1,1	-35,7	-0,6	-1,0	-1,0	-1,1	-1,1
EBIT	103,0	155,7	-88,0	49,0	53,3	116,7	145,7
zmiana	-	51,2%	-156,5%	-155,7%	8,7%	119,0%	24,9%
marża EBIT	272,9%	383,4%	-206,0%	81,0%	78,7%	116,9%	98,5%
Wynik na działalności finansowej	-4,5	-38,7	-12,2	-20,8	-9,7	-39,5	-47,8
Zysk brutto	98,6	117,0	-100,2	28,2	43,6	77,1	98,0
Podatek dochodowy	6,9	-4,1	14,8	-0,7	2,8	2,3	8,5
Zysk akcjonariuszy mniejszościowych	0,0	12,7	0,0	1,8	6,0	6,1	6,3
Zysk netto	91,7	108,4	-115,0	27,0	34,8	68,8	83,2
zmiana	-	18,3%	-206,1%	-123,5%	28,6%	97,7%	20,9%
marża	242,9%	266,9%	-269,3%	44,7%	51,4%	68,9%	56,2%
Amortyzacja	0,1	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
EBITDA	103,1	156,0	-87,9	49,1	53,4	116,8	145,8
zmiana	-	51,3%	-156,3%	-155,9%	8,7%	118,8%	24,9%
marża EBITDA	273,2%	384,1%	-205,8%	81,2%	78,8%	117,0%	98,5%
Liczba akcji na koniec roku (mln.)	0,1	74,6	74,6	104,7	105,3	105,3	107,6
EPS	916,6	1,5	-1,5	0,3	0,3	0,7	0,8
CEPS	917,6	1,5	-1,5	0,3	0,3	0,7	0,8
ROAE	-	18,6%	-14,6%	3,2%	3,5%	6,6%	7,4%
ROAA	-	9,0%	-8,6%	1,8%	1,9%	3,2%	3,3%

Bilans

(mln PLN)	2010	2011	2012	2013P	2014P	2015P	2016P
AKTYWA	1 074,0	1 324,0	1 344,8	1 649,6	1 999,6	2 357,4	2 737,2
Majątek trwały	991,5	1 215,5	1 183,2	1 379,8	1 792,0	2 213,7	2 607,0
Nieruchomości inwestycyjne	978,5	1 194,3	1 168,7	1 365,3	1 777,6	2 199,2	2 592,6
Aktywa z tytułu odroczonego podatku doch.	7,7	11,6	9,3	9,3	9,3	9,3	9,3
Pozostałe aktywa finansowe	4,3	5,5	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Pozostałe aktywa trwałe	1,0	4,0	5,1	5,1	5,1	5,1	5,1
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Majątek obrotowy	82,6	108,5	161,6	269,8	207,6	143,7	130,2
Zapasy	45,0	56,6	73,0	64,6	52,9	54,9	46,9
Pozostałe należności i aktywa obrotowe	6,0	11,1	13,5	13,9	14,3	14,8	15,2
Należności handlowe	2,4	4,5	4,0	4,2	4,4	4,6	4,8
Pozostałe aktywa finansowe	7,3	0,7	5,4	5,4	3,0	1,0	1,0
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	21,9	35,5	65,8	181,8	133,0	68,5	62,3
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
PASYWA	1 074,0	1 324,0	1 344,8	1 649,6	1 999,6	2 357,4	2 737,2
Kapitał własny	322,6	840,7	736,8	979,3	1 014,1	1 082,8	1 166,0
Kapitał mniejszości	0,0	44,7	2,5	68,0	74,0	80,1	86,4
Zobowiązania długoterminowe	620,0	298,3	452,7	494,2	703,3	1 086,0	1 376,2
Kredyty i leasing	216,9	253,0	251,6	376,6	685,7	968,4	1 258,6
Obligacje	94,0	0,0	96,9	100,0	0,0	100,0	100,0
Pożyczki od udziałowców	304,2	41,3	86,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Rezerwy z tytułu odroczonego podatku doch.	1,9	0,0	11,2	11,2	11,2	11,2	11,2
Pozostałe	3,0	4,1	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3
Zobowiązania krótkoterminowe	131,4	140,2	152,8	108,2	208,3	108,5	108,7
Kredyty i leasing	125,0	118,2	139,8	100,0	100,0	100,0	100,0
Obligacje	0,0	0,0	4,9	0,0	100,0	0,0	0,0
Zobowiązania handlowe	3,1	8,4	3,7	3,8	3,9	4,1	4,3
Pozostałe	3,2	13,6	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4
Dług	740,2	412,4	579,9	576,6	885,7	1 168,4	1 458,6
Dług netto	718,2	376,9	514,1	394,8	752,7	1 099,9	1 396,3
(Dług netto / Aktywa)	66,9%	28,5%	38,2%	23,9%	37,6%	46,7%	51,0%
(Dług netto / Kapitał własny)	222,6%	44,8%	69,8%	40,3%	74,2%	101,6%	119,8%
(Dług netto / EBITDA)	7,0	2,4	-5,8	8,0	14,1	9,4	9,6
BVPS	3 226,4	11,3	9,9	9,3	9,6	10,3	10,8

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2010	2011	2012	2013P	2014P	2015P	2016P
Przepływy operacyjne	16,5	16,0	18,4	29,8	56,3	52,5	93,3
Zysk brutto	98,6	117,0	-100,2	28,2	43,6	77,1	98,0
Amortyzacja	0,1	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kapitał obrotowy	5,3	2,0	-4,1	7,9	13,5	-0,4	7,5
Zysk z działalności inwestycyjnej (rewaluacja)	-81,8	-173,3	108,5	-31,6	-28,9	-65,1	-53,2
Pozostałe	-5,7	70,0	14,1	25,2	28,1	40,7	40,9
Przepływy inwestycyjne	-41,6	-8,8	-176,4	-101,4	-383,4	-356,6	-340,3
Zbycie inwestycji w nieruchomości	0,0	0,6	2,3	63,7	0,0	0,0	0,0
Nabycie inwestycji w nieruchomości	-42,1	-41,5	-109,8	-165,0	-383,3	-356,5	-340,2
Wydatki na aktywa finansowe	0,0	-0,2	-71,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	0,5	32,4	2,7	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Przepływy finansowe	27,4	28,3	188,3	187,6	278,3	239,7	240,7
Emisja akcji	9,6	36,7	0,0	215,4	0,0	0,0	0,0
Dług	30,8	3,7	201,9	-3,3	309,1	282,7	290,2
Dywidenda	-2,3	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Odsetki	-11,3	-11,6	-11,9	-24,6	-30,8	-43,0	-49,4
Pozostałe	0,6	0,0	-1,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	2,3	35,4	30,2	116,0	-48,8	-64,4	-6,3
Środki pieniężne na koniec okresu	21,9	35,5	65,8	181,8	133,0	68,5	62,3
DPS (PLN)	22,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF	-20,2	-53,0	-166,6	-79,2	-350,0	-315,1	-257,6
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	111,5%	102,3%	257,0%	272,8%	566,1%	357,2%	229,9%

Wskaźniki rynkowe

	2010	2011	2012	2013P	2014P	2015P	2016P
P/E	0,0	3,6	-	20,4	16,0	8,1	6,8
P/CE	0,0	3,6	-	20,3	15,9	8,1	6,8
P/BV	0,00	0,47	0,53	0,56	0,55	0,51	0,49
P/S	0,0	9,7	9,2	9,1	8,2	5,6	3,8
FCF/EV	-2,8%	-6,5%	-18,3%	-7,8%	-25,3%	-18,2%	-12,6%
EV/EBITDA	7,0	5,2	-	20,7	25,9	14,9	14,1
EV/EBIT	7,0	5,2	-	20,7	25,9	14,9	14,1
EV/EBIT bez rewaluacji	35,2	-46,8	44,6	58,4	56,8	33,7	22,2
EV/S	19,0	20,1	21,3	16,8	20,4	17,4	13,9
DYield	434,5%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cena (PLN)	5,27						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	0,1	74,6	74,6	104,7	105,3	105,3	107,6
MC (mln PLN)	0,5	392,9	392,9	552,0	555,2	555,2	567,3
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	0,0	44,7	2,5	68,0	74,0	80,1	86,4
EV (mln PLN)	718,8	814,6	909,5	1 014,8	1 381,9	1 735,2	2 050,0

wtorek, 21 stycznia 2014 | aktualizacja raportu

Echo Investment: kupuj (podtrzymana)

ECH PW; ECH.WA | Deweloperzy, Polska

Konkurencja na rynku biurowym nie zagraża zyskom

Echo Investment powinno z nawiązką zrealizować nasze prognozy z lipca ubiegłego roku. Nie wynika to tylko z wyższego od oczekiwań kursu EUR/PLN. Poprawa obłożenia w posiadanych oraz realizowanych obiektach dała podstawy do wyższego przeszacowania portfela nieruchomości. Lepiej od naszych oczekiwań prezentuje się także pozycja gotówkowa dewelopera. Dzięki sprzedaży nieruchomości Echo zmniejszyło zadłużenie o 3% r/r mimo prowadzonego na szeroką skalę programu inwestycyjnego. Nie przeszkodziło to Spółce poprawić cash flow z działalności operacyjnej w okresie 9M'13 o 45% r/r (o 12% r/r po oczyszczeniu o zmiany w kapitale obrotowym). W najbliższych latach Echo będzie rozwijać działalność głównie w segmencie nieruchomości biurowych. Nadpodaż inwestycji biurowych i związane z tym obawy inwestorów mogły być przyczyną słabego zachowania kursu Spółki w drugiej połowie 2013 r. Jesteśmy zdania, że Echo w tych trudnych warunkach jest w stanie utrzymywać bardzo dobre wyniki finansowe. Przemawiają za tym: (1) bardzo duże doświadczenie w realizacji projektów deweloperskich, (2) dostęp do finansowania, (3) zdywersyfikowany bank ziemi, (4) wysoka rentowność nowych projektów biurowych. Rekomendujemy kupno akcji Echo Investment, wyznaczając cenę docelową na poziomie 8,10 PLN.

Zaawansowany program inwestycyjny

Echo realizuje obecnie 7 budynków biurowych w 5 lokalizacjach w 4 miastach w Polsce. Łączna powierzchnia najmu tych projektów wynosi 148 tys. m². Trwa również budowa 2 obiektów handlowych o łącznej powierzchni najmu 51 tys. m². Wszystkie projekty komercyjne, których realizację zakładamy do końca 2015 r. są już w budowie. Echo historycznie konserwatywnie wyceniało swoje projekty deweloperskie. Również nasze prognozy na lata 2014-2016 są oparte na konserwatywnych założeniach (stopy kapitalizacji biur równe 8,0%; czynsze poniżej stawek rynkowych). Potencjał realizowanych obecnie przedsięwzięć jest wyższy niż wynika z naszych prognoz finansowych. Mimo to, Spółka jest notowana z 10% dyskontem do grupy porównawczej na P/E(2014P) i 18% dyskontem na P/E(2015P).

Źródła finansowania

W 9M 2013 Echo pozyskało ze sprzedaży czterech nieruchomości 72 mln EUR wolnej gotówki. Zarząd spodziewa się pozyskać kolejne 45 mln EUR do połowy 2014 r. Transakcje sprzedaży nieruchomości powinny przynieść spółce zysk, tak jak to miało miejsce w latach ubiegłych. Biorąc pod uwagę posiadaną gotówkę (596 mln PLN), wolne limity kredytowe (420 mln PLN) oraz potencjał do refinansowania ukończonych nieruchomości (78 mln EUR), nie obawiamy się o finansowanie inwestycji.

Mocniejsze wejście w segment mieszkaniowy

Echo próbuje wykorzystać poprawiającą się koniunkturę na rynku mieszkaniowym. W H2 2013 Spółka nabyła 3 działki na łącznie 535 mieszkań. Bazując na obecnym banku ziemi, Echo zamierza w ciągu najbliższych 3 lat co roku zwiększać liczbę mieszkań oddawanych do użytkowania.

(mln PLN)	2012	2013P	2014P	2015P	2016P
Przychody	583,6	542,0	545,3	614,9	808,2
EBIT bez rewaluacji	250,8	233,1	235,6	259,5	335,6
marża EBIT	43,0%	43,0%	43,2%	42,2%	41,5%
Wycena nieruchomości	-61,6	266,6	-34,3	184,9	221,8
EBIT z rewaluacją	189,2	499,8	201,3	444,3	557,4
Zysk netto	373,3	316,5	171,6	271,6	338,2
P/BV	1,06	0,93	0,88	0,80	0,73
P/E	6,9	8,1	15,0	9,5	7,6
EV/EBITDA	25,5	9,4	24,5	12,7	11,1
EV/EBITDA bez rewaluacji	19,4	19,9	21,0	21,6	18,3
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Cena bieżąca	6,23 PLN
Cena docelowa	8,10 PLN
Kapitalizacja	2 571 mln PLN
Free float	731 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	2,01 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Michał Sołowow	45,88%
AVIVA OFE	10,18%
ING OFE	10,17%
PZU OFE	5,33%
Pozostali	28,44%

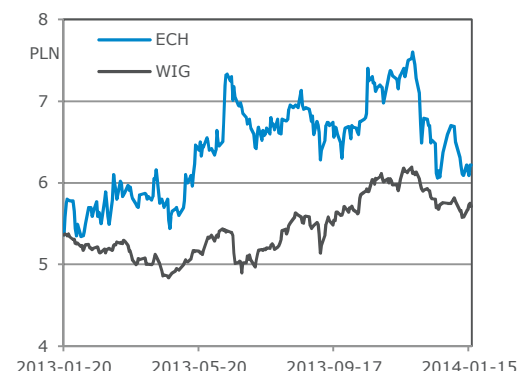
Strategia dotycząca sektora

Presja na spadek czynszów powinna maleć w trakcie 2014 r., a stopy kapitalizacji utrzymają się na niskim poziomie. Dlatego też nie oczekujemy istotnych zmian w wycenie portfeli nieruchomości deweloperów komercyjnych. Wiele spółek posiada w banku ziemi atrakcyjne projekty, na których budowane będą wyniki 2014 i 2015 r. Firmy z sektora są notowane na niskich wskaźnikach (P/BV: 0,5-0,9x). W przypadku silniej zadłużonych podmiotów katalizatorem wzrostów powinna być sprzedaż nieruchomości. Zalecamy przeważanie spółek z sektora.

Profil spółki

Echo Investment działa na rynku nieruchomości komercyjnych i mieszkaniowych od 1996 r. Wcześniej dominującym segmentem działalności były centra handlowe. Obecnie Spółka koncentruje się na realizacji projektów biurowych. Echo jest obecne we wszystkich kluczowych aglomeracjach w Polsce. W przyszłości Spółka planuje rozszerzenie działalności na Węgry, Rumunię i Ukrainę.

Kurs akcji ECH na tle WIG



Analityk:

Piotr Zybała
+48 22 697 47 01
piotr.zybala@mdm.pl

Wycena

Akcje Echo Investment wyceniliśmy przy zastosowaniu metody NAV oraz metody porównawczej. Wyznaczona cena docelowa jednej akcji równa 8,10 PLN jest 32% wyższa od wartości rynkowej, w związku z czym rekomendujemy kupno akcji Echo Investment.

Wycena akcji Echo Investment

(PLN)	Cena	Waga
Wycena NAV	7,2	70%
Wycena porównawcza	8,4	30%
Wycena 1 akcji Echo Investment	7,6	
9-miesięczny koszt kapitału własnego	7,1%	
Cena docelowa 1 akcji (PLN)	8,1	

Źródło: Dom Maklerski mBanku

Wycena porównawcza

Do wyceny akcji metodą porównawczą wykorzystaliśmy wskaźnik ceny do kapitałów własnych (P/BV) oraz ceny do zysku netto (P/E) w horyzoncie 2013-2015. Do grupy porównawczej wybraliśmy polskie i zagraniczne spółki deweloperskie, których głównym obszarem działalności jest rynek nieruchomości komercyjnych. Polskiej i zagranicznej grupie porównawczej przypisujemy jednakowe wagi.

Mediana wskaźnika P/BV wynosi ok. 0,7 w obu grupach porównawczych. Na wskaźniku P/BV spółka jest notowana ze średnio 23% premią do spółek porównywanych. Premię uważamy za uzasadnioną. Wartość bilansowa portfela nieruchomości Echo Investment jest zaniżona względem obecnej wartości rynkowej. Spółka osiąga ponadto wyższą rentowność kapitałów własnych niż inne podmioty z branży. Na wskaźniku P/E Echo jest notowane ze średnio 34% dyskontem do grupy porównawczej.

Wycena akcji metodą porównawczą

	Kurs* (waluta lokalna)	Kapitalizacja (mln EUR)	P/BV			P/E		
			2013P	2014P	2015P	2013P	2014P	2015P
GTC	7,51	578	0,83	0,80	0,70	-	17,9	5,4
Capital Park	5,20	131	0,56	0,54	0,51	20,1	15,8	8,0
BBI Development	0,38	48	0,78	0,74	0,68	72,9	15,2	8,8
PHN	26,37	283	0,65	0,65	0,65	38,5	27,8	21,6
Mediana			0,71	0,70	0,67	38,5	16,8	8,4
Waga spółek z Polski			50%	50%	50%	50%	50%	50%
Atrium European Real Estate	4,25	1 593	0,68	0,66	0,64	14,9	12,5	12,2
CA Immobilien Anlagen	13,41	1 178	0,67	0,66	0,64	20,4	18,4	15,1
Conwert Immobilien Invest SE	9,37	800	0,73	0,71	0,70	20,9	18,1	16,4
Deutsche Euroshop AG	32,39	1 747	1,21	1,17	1,15	15,3	15,8	15,2
Immofinanz AG	3,47	3 922	0,68	0,66	0,64	14,5	15,4	14,2
Klepierre	33,30	6 641	1,37	1,37	1,42	16,3	16,0	15,3
Segro	339,50	3 036	1,11	1,05	0,98	19,9	20,6	19,2
Unibail Rodamco SE	186,25	18 111	1,27	1,19	1,11	18,4	17,1	15,9
S Immo AG	5,33	357	0,72	0,69	0,65	15,8	15,5	14,3
Mediana			0,73	0,71	0,70	16,3	16,0	15,2
Waga spółek zagranicznych			50%	50%	50%	50%	50%	50%
Mediana			0,72	0,70	0,68	27,4	16,4	11,8
Echo Investment	6,15	612	0,92	0,87	0,79	8,0	14,8	9,3
Premia			27,9%	23,6%	16,5%	-70,7%	-9,8%	-20,9%
BVPS			6,7	7,1	7,7	0,77	0,42	0,66
Mediana			0,72	0,70	0,68	27,4	16,4	11,8
Implikowana wycena			4,8	5,0	5,3	21,0	6,8	7,8
Waga roku			16,7%	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%
Wartość firmy na akcję (PLN)			8,4					

Źródło: Dom Maklerski mBanku, Bloomberg; *cena z dn. 14.01.2014

Wycena NAV

Nasza wycena akcji Echo Investment metodą NAV jest oparta na zdyskontowanym NAV16P i wynosi 2 988 mln PLN (7,20 PLN na akcję).

Założenia modelu NAV:

- **Inwestycje.** W latach 2014-2015 dokończenie inwestycji, których budowa rozpoczęła się w 2012 i 2013 r. W latach 2014-2015 zakładamy rozpoczęcie realizacji 2 projektów w segmencie handlu (rozbudowa obiektów w Szczecinie, łącznie na 24,5 tys. m² GLA) oraz 4 obiektów w segmencie biurowym (łącznie 64,7 tys. m² GLA), których budowa zakończy się w 2016 r. Wszystkie projekty będą realizowane na banku ziemi posiadanych obecnie przez Spółkę. W okresie prognozy nie zakładamy inwestycji w nowe grunty przeznaczone pod budownictwo komercyjne.
- **Rewaluacja portfela.** Wzrost wartości obecnego portfela ukończonych nieruchomości w tempie ok. 2% rocznie. Większość dodatniej rewaluacji z lat 2014-2016 wynika z realizacji programu inwestycyjnego. Na rewaluację 2014 r. ujemnie wpływa założenie o umocnieniu PLN względem EUR o około 6%.
- **Kurs EUR/PLN = 3,90** od końca 2014 r. do końca okresu prognozy.
- **Sprzedaż nieruchomości.** Nie zakładamy sprzedaży nieruchomości w okresie prognozy, niemniej dezinwestycje w 2014 r. są możliwe. Spółka posiada kilka obiektów, które mogłyby być przedmiotem transakcji. Najbardziej prawdopodobna wydaje się nam sprzedaż parku biurowego Malta w Poznaniu. Ewentualne transakcje powinny wiązać się z rozpoznaniem zysku na sprzedaży.
- **Dług.** Szacujemy wzrostu wskaźnika LTV z obecnych 44% do 51% na koniec 2016 r. Ze względu na wysoką rentowność działalności Echo, powyższy wzrost zadłużenia dewelopera nie wiązałby się według nas z nadmiernym ryzykiem. Ewentualna sprzedaż nieruchomości przez Echo skutecznie powstrzymałaby wzrost wskaźników zadłużenia pomimo intensywnego programu inwestycyjnego.
- **Wyniki operacyjne.** Wzrost EBIT oczyszczonego o rewaluację o 1% w 2014 r., 10% w 2015 r. oraz 29% w 2016 r. Spodziewamy się wzrostu wyników w każdym segmencie działalności Echo. W perspektywie najbliższych 3 lat najsilniejszy wzrost powinien być udziałem segmentu mieszkaniowego, a w drugiej kolejności biurowego. Szacujemy również umiarkowany wzrost w segmencie centrów handlowych.
- **Dywidenda.** Brak wypłaty dywidendy w okresie prognozy.

Wycena metodą zdyskontowanych aktywów netto

(mln PLN)	2011	2012	2013P	2014P	2015P	2016P
Nieruchomości inwestycyjne	3 941	4 311	4 402	4 933	5 797	6 700
Inwestycje finansowe	106	108	108	108	108	108
Zapasy	501	461	464	489	535	487
Gotówka	561	377	624	339	301	284
Pozostałe aktywa	258	197	383	383	383	383
Suma aktywów	5 367	5 453	5 981	6 252	7 124	7 962
Zobowiązania	3 303	3 023	3 226	3 326	3 926	4 426
NAV	2 064	2 431	2 754	2 926	3 198	3 536
Korekty wartości NAV	387	387	387	387	387	387
NAV skorygowany	2 451	2 818	3 141	3 313	3 585	3 923
Liczba akcji	420	413	413	413	413	413
NAVPS skorygowany (PLN)	5,8	6,8	7,6	8,0	8,7	9,5
dynamika NAVPS	-	17,0%	11,5%	5,5%	8,2%	9,4%
Stopa dyskontowa	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%
Współczynnik dyskonta	100,0%	100,0%	100,0%	91,3%	83,4%	76,2%
Zdyskontowany NAV	2 451	2 818	3 141	3 026	2 990	2 988
Liczba akcji (mln)	420,0	412,7	412,7	412,7	412,7	412,7
Wartość firmy na akcję (PLN)	5,8	6,8	7,6	7,3	7,2	7,2
Koszt kapitału własnego	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%
Stopa wolna od ryzyka	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Premia za ryzyko kredytowe	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0

Źródło: Echo Investment, Dom Maklerski mBanku

Rachunek wyników

(mln PLN)	2010	2011	2012	2013P	2014P	2015P	2016P
Przychody ze sprzedaży	426,4	406,9	583,6	542,0	545,3	614,9	808,2
zmiana %	-1,2%	-4,6%	43,4%	-7,1%	0,6%	12,8%	31,4%
w tym: wynajem powierzchni i budowa hoteli	319,5	361,8	395,0	400,9	367,6	426,2	496,1
w tym: sprzedaż mieszkań	82,9	28,9	178,0	125,8	162,2	173,2	296,5
w tym: inne	24,0	13,4	11,0	15,5	15,5	15,5	15,5
Koszt własny sprzedaży	-167,9	-161,1	-277,7	-238,6	-238,2	-275,7	-388,5
Zysk brutto na sprzedaży	258,5	245,9	305,9	303,4	307,2	339,2	419,7
marża brutto na sprzedaży	60,6%	60,4%	52,4%	56,0%	56,3%	55,2%	51,9%
Zysk brutto na sprzedaży: wynajem powierzchni	228,8	237,8	262,0	273,6	267,7	307,9	354,9
marża	71,6%	65,7%	66,3%	68,2%	72,8%	72,2%	71,5%
Zysk brutto na sprzedaży: sprzedaż mieszkań	18,9	7,6	39,0	28,0	37,7	29,6	63,0
marża	22,8%	26,3%	21,9%	22,3%	23,3%	17,1%	21,3%
Koszty sprzedaży	-22,1	-26,4	-28,6	-28,1	-29,5	-31,0	-32,5
Koszty ogólnego zarządu	-40,3	-52,4	-54,7	-60,7	-62,5	-64,4	-66,3
Pozostała działalność operacyjna netto	11,5	22,5	28,2	15,5	20,4	15,6	14,8
Zysk ze sprzedaży nieruchomości	53,3	136,6	0,0	3,0	0,0	0,0	0,0
EBIT bez rewaluacji	260,8	326,3	250,8	233,1	235,6	259,5	335,6
Wycena nieruchomości inwestycyjnych	-92,1	213,1	-61,6	266,6	-34,3	184,9	221,8
EBIT	168,7	539,4	189,2	499,8	201,3	444,3	557,4
zmiana %	-14,0%	219,7%	-64,9%	164,1%	-59,7%	120,7%	25,4%
marża EBIT	39,6%	132,5%	32,4%	92,2%	36,9%	72,3%	69,0%
Wynik na działalności finansowej	-72,4	-164,3	-129,5	-151,4	-132,5	-158,5	-201,4
Zysk (strata) z tytułu różnic kursowych	40,9	-175,3	124,3	-25,9	111,8	0,0	0,0
Aktualizacja wartości jedn. podporządkowanych	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	137,3	199,7	184,0	322,4	180,7	285,9	356,0
Podatek dochodowy	10,3	8,1	189,3	-5,8	-9,0	-14,3	-17,8
Zysk akcjonariuszy mniejszościowych	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	147,7	207,9	373,3	316,5	171,6	271,6	338,2
zmiana %	42,5%	40,7%	79,6%	-15,2%	-45,8%	58,2%	24,5%
marża %	34,6%	51,1%	64,0%	58,4%	31,5%	44,2%	41,8%
Amortyzacja	4,0	7,9	5,7	3,8	6,8	6,8	6,8
EBITDA bez rewaluacji	264,8	334,1	256,5	237,0	242,3	266,2	342,4
zmiana %	18,5%	26,2%	-23,2%	-7,6%	2,3%	9,9%	28,6%
marża EBITDA	62,1%	82,1%	43,9%	43,7%	44,4%	43,3%	42,4%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	420,0	420,0	412,7	412,7	412,7	412,7	412,7
EPS	0,35	0,49	0,90	0,77	0,42	0,66	0,82
CEPS	0,36	0,51	0,92	0,78	0,43	0,67	0,84
ROAE	8,2%	10,6%	16,6%	12,2%	6,0%	8,9%	10,0%
ROAA	3,4%	4,2%	6,9%	5,5%	2,8%	4,1%	4,5%

Bilans

(mln PLN)	2010	2011	2012	2013P	2014P	2015P	2016P
AKTYWA	4 491,0	5 367,3	5 453,4	5 980,5	6 252,1	7 123,7	7 961,9
Majątek trwały	3 538,8	4 146,9	4 487,1	4 588,8	5 120,2	5 984,3	6 887,1
Rzeczowe aktywa trwałe	25,0	55,9	55,8	67,3	67,5	67,7	67,9
Nieruchomości inwestycyjne	3497,1	3941,4	4310,5	4402,0	4933,3	5797,2	6699,8
Inwestycje w jednostkach stowarzyszonych	0,0	106,0	107,5	107,9	107,9	107,9	107,9
Aktywa z tytułu odroczonego podatku	15,4	42,2	11,4	10,6	10,6	10,6	10,6
Inne	1,3	1,4	1,8	0,9	0,9	0,9	0,9
Majątek obrotowy	952,2	1 220,4	966,3	1 391,8	1 131,9	1 139,4	1 074,8
Zapasy	474,6	500,9	461,3	464,1	489,0	535,0	486,9
Należności handlowe i pozostałe	52,5	73,7	77,5	76,2	76,2	76,2	76,2
Udzielone pożyczki	1,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pochodne instrumenty finansowe	0,8	0,0	1,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	379,3	561,4	376,6	623,8	339,1	300,5	284,1
Inne	43,9	84,3	49,3	227,6	227,6	227,6	227,6
PASYWA	4 491,0	5 367,3	5 453,4	5 980,5	6 252,1	7 123,7	7 961,9
Kapitał własny	1 875,6	2 064,2	2 430,8	2 754,3	2 925,9	3 197,5	3 535,7
Kapitał mniejszości	-0,1	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Zobowiązania długoterminowe	2 105,1	2 665,5	2 314,3	2 403,8	2 503,8	3 103,8	3 603,8
Kredyty i pożyczki i leasing	1 802,9	2 318,2	2 222,8	2 316,3	2 416,3	3 016,3	3 516,3
Pochodne instrumenty finansowe	10,3	13,2	13,0	6,4	6,4	6,4	6,4
Rezerwy z tytułu odroczonego podatku	239,9	285,1	24,5	28,4	28,4	28,4	28,4
Inne	52,0	49,0	53,8	52,8	52,8	52,8	52,8
Zobowiązania krótkoterminowe	510,3	637,6	708,3	822,3	822,3	822,3	822,3
Kredyty i pożyczki	325,2	317,5	551,2	450,8	450,8	450,8	450,8
Pochodne instrumenty finansowe	8,6	20,7	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Zobowiązania handlowe	102,6	192,5	107,5	89,5	89,5	89,5	89,5
Otrzymane zaliczki	21,3	77,0	28,0	29,6	29,6	29,6	29,6
Inne	52,7	29,9	21,5	252,2	252,2	252,2	252,2
Dług	2 128,1	2 635,7	2 774,0	2 767,1	2 867,1	3 467,1	3 967,1
Dług netto	1 748,8	2 074,4	2 397,4	2 143,3	2 528,0	3 166,5	3 682,9
(Dług netto / Kapitał własny)	93,2%	100,5%	98,6%	77,8%	86,4%	99,0%	104,2%
(Dług netto / EBITDA bez rewaluacji)	6,6	6,2	9,3	9,0	10,4	11,9	10,8
BVPS	4,5	4,9	5,9	6,7	7,1	7,7	8,6

Rachunek przepływów pieniężnych

(mln PLN)	2010	2011	2012	2013P	2014P	2015P	2016P
Przepływy operacyjne	99,9	163,6	212,7	278,3	215,7	213,6	380,7
Zysk netto	147,6	199,7	184,0	321,9	171,6	271,6	338,2
Amortyzacja	4,0	7,9	5,7	3,8	6,8	6,8	6,8
Kapitał obrotowy	-29,9	-2,4	-6,6	34,6	-24,9	-46,0	48,1
Wycena nieruchomości inwestycyjnych	-67,2	-342,4	29,4	-240,2	34,3	-184,9	-221,8
Inne	45,3	300,8	0,2	158,1	28,0	166,1	209,3
Przepływy inwestycyjne	-42,4	-157,4	-469,0	152,4	-572,5	-686,1	-687,8
Zbycie (nabycie) rzeczowych aktywów trwałych	-10,5	-39,0	-5,4	-17,0	-7,0	-7,0	-7,0
Zbycie inwestycji w nieruchomości	248,4	591,6	0,0	550,3	0,0	0,0	0,0
Inwestycje w nieruchomości	-184,0	-625,5	-490,3	-390,6	-565,5	-679,1	-680,8
Inne	-96,2	-84,5	26,7	9,6	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	158,5	163,8	81,0	-188,8	72,0	433,9	290,7
Emisja akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług	269,3	309,1	270,6	-42,5	211,8	600,0	500,0
Dywidendy wypłacone	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Odsetki zapłacone	-110,5	-136,6	-156,3	-146,6	-139,8	-166,1	-209,3
Pozostałe	-0,2	-8,7	-33,3	0,2	0,0	0,0	0,0
Różnice kursowe	-5,8	12,1	-9,4	6,1	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	210,2	182,1	-184,8	248,0	-284,7	-38,5	-16,4
Środki pieniężne na koniec okresu	379,3	561,4	376,6	624,6	339,9	301,4	284,9
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF	125,4	121,6	-283,6	437,0	-361,7	-472,6	-304,1
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	45,6%	163,3%	84,9%	75,2%	105,0%	111,6%	85,1%

Wskaźniki rynkowe

	2010	2011	2012	2013P	2014P	2015P	2016P
P/E	17,7	12,6	6,9	8,1	15,0	9,5	7,6
P/CE	17,2	12,1	6,8	8,0	14,4	9,2	7,5
P/BV	1,40	1,27	1,06	0,93	0,88	0,80	0,73
P/S	6,1	6,4	4,4	4,7	4,7	4,2	3,2
FCF/EV	2,9%	2,6%	-5,7%	9,3%	-7,1%	-8,2%	-4,9%
EV/EBITDA	25,3	8,6	25,5	9,4	24,5	12,7	11,1
EV/EBITDA bez rewaluacji	16,5	14,0	19,4	19,9	21,0	21,6	18,3
EV/EBIT	25,9	8,7	26,3	9,4	25,3	12,9	11,2
EV/S	10,2	11,5	8,5	8,7	9,4	9,3	7,7
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cena (PLN)	6,23						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	420,0	420,0	412,7	412,7	412,7	412,7	412,7
MC (mln PLN)	2616,6	2616,6	2571,1	2571,1	2571,1	2571,1	2571,1
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	-0,1	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
EV (mln PLN)	4 365,4	4 690,9	4 968,5	4 714,5	5 099,2	5 737,7	6 254,1

wtorek, 21 stycznia 2014 | aktualizacja raportu

GTC: kupuj (podtrzymana)

GTC PW; GTC.PA | Deweloperzy, Polska

Koniec serii negatywnych zaskoczeń

W ostatnich dniach GTC z sukcesem pozyskało kapitał z emisji 31,9 mln nowych akcji. Ostatnie 12 miesięcy w GTC trudno jednak zaliczyć do sukcesów. W 2013 r. kurs akcji GTC spadł o 24%. Cały 2013 r. Spółka zakończy stratą finansową, zapewne przekraczającą 60 mln EUR. Nie udało się też pozyskać pozwolenia na budowę żadnej z planowanych galerii handlowych w Warszawie. Wciąż wysokie zadłużenie skłoniło Zarząd do kolejnego podniesienia kapitału. Kwestie, które stanowiły o porażce Spółki w roku ubiegłym powinny stać się przyczyną wzrostu kursu w roku bieżącym. Po dewaluacji portfela nieruchomości o ponad 80 mln EUR w 2013 r. (łącznie prawie 500 mln EUR w ciągu ostatnich trzech lat), ryzyko dalszych znacznych strat na wycenie wyraźnie zmalało. Podniesienie kapitału poprawiło wskaźniki zadłużenia i zwiększyło siłę negocjacyjną GTC w rozmowach z potencjalnymi nabywcami nieruchomości oraz obligatariuszami, co w konsekwencji znacznie zmniejsza ryzyko braku gotówki na finansowanie planu inwestycyjnego. Pozwolenia na budowę warszawskich galerii wydają się z kolei bliżej niż jeszcze rok temu. Dokonana w Q4 2013 zmiana głównego akcjonariusza powinna wspierać kurs w dłuższym terminie. Rok 2014, będący rokiem ożywienia w gospodarkach CEE i SEE, powinien być również okresem odwrócenia sentymentu do GTC i poprawy wyników finansowych dewelopera. Rekomendujemy kupno akcji GTC, wyznaczając cenę docelową na poziomie 9,20 PLN.

Potrzebne rolowanie obligacji

Nie sprawdziły się nasze przewidywania, że emisja akcji z 2012 r. była dla GTC ostatnią. W styczniu br. Spółka pozyskała ok. 50 mln EUR gotówki z emisji 31,9 mln akcji. Negocjacje w sprawie sprzedaży Galerii Jurajskiej zakończyły się niepowodzeniem. Nie stanowi to jednak zagrożenia z punktu widzenia finansowania warszawskich inwestycji, zakładając rolowanie około połowy z 85 mln EUR obligacji zapadających w kwietniu br.

Plany inwestycyjne

Pozwolenie na budowę galerii handlowej na Białoleścu ma być pozyskane w H1 2014, a galerii w Wilanowie w H2 2014. Wycena obu obiektów do wartości godziwej powinna przynieść Spółce ok. 250-300 mln EUR zysku rozłożonego na lata 2014-2016. Brakujący wkład własny to około 50 mln EUR, do poniesienia w 2014 i 2015 r. W 2014 r. Spółka zamierza rozpocząć realizację obiektu w Belgradzie (17,3 tys. m²), a w razie dobrej koniunktury również w Bukareszcie i Katowicach (gotowe pozwolenia na budowę).

Restrukturyzacja kosztów zapoczątkuje w kolejnych latach

W 9M 2013 Spółka zredukowała bezpośrednie koszty utrzymania obiektów oraz dokonała dalszej redukcji kosztów SG&A. EBIT oczyszczony o rewaluację wzrósł r/r o 2% pomimo sprzedaży dochodowego kompleksu biurowego na przełomie 2012 i 2013 r. Podstawowa działalność GTC wygenerowała o 18% więcej gotówki (po kosztach odsetek) niż w ciągu 9M 2012. Redukcja zadłużenia będzie postępować w 2014 r. w związku ze spłatą części obligacji. Spółka pracuje też nad zmniejszeniem kosztów obsługi kredytów.

(mln EUR)	2012	2013P	2014P	2015P	2016P
Przychody	147,6	135,0	120,3	132,2	165,7
EBIT bez rewaluacji	63,4	67,5	57,1	64,9	88,6
marża EBIT	42,9%	50,0%	47,5%	49,1%	53,5%
Wycena nieruchomości	-114,7	-82,3	27,9	123,3	113,1
EBIT z rewaluacją	-51,3	-14,8	85,1	188,2	201,7
Zysk netto	-96,0	-66,5	35,5	117,7	130,9
P/BV	0,78	0,84	0,82	0,72	0,63
P/E	-	-	18,3	5,5	5,0
EV/EBITDA	-	-	16,2	7,9	7,3
EV/EBITDA bez rewaluacji	22,8	20,8	24,0	22,7	16,6
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Cena bieżąca	7,59 PLN
Cena docelowa	9,20 PLN
Kapitalizacja	2 424 mln PLN
Free float	926 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	6,07 mln PLN

Struktura akcjonariatu

LSREF III GTC Investments B.V.	28,62%
ING OFE	13,16%
AVIVA OFE	11,24%
PZU OFE	8,77%
Pozostali	38,21%

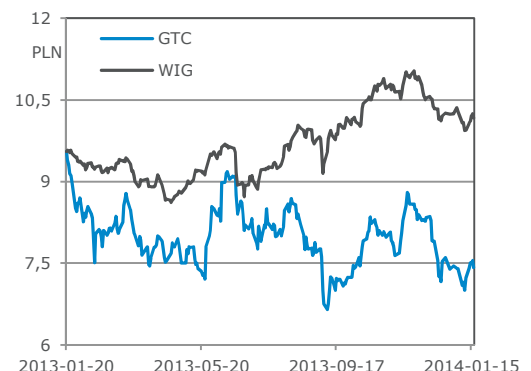
Strategia dotycząca sektora

Presja na spadek czynszów powinna maleć w trakcie 2014 r., a stopy kapitalizacji utrzymają się na niskim poziomie. Dlatego też nie oczekujemy istotnych zmian w wycenie portfeli nieruchomości deweloperów komercyjnych. Wiele spółek posiada w banku ziemi atrakcyjne projekty, na których budowane będą wyniki 2014 i 2015 r. Firmy z sektora są notowane na niskich wskaźnikach (P/BV: 0,5-0,9x). W przypadku silnie zadłużonych podmiotów katalizatorem wzrostów powinna być sprzedaż nieruchomości. Zalecamy przeważanie spółek z sektora.

Profil spółki

GTC jest jednym z największych deweloperów działających na rynku nieruchomości komercyjnych w krajach CEE oraz SEE. Spółka posiada portfel ukończonych nieruchomości o łącznej powierzchni najmu 584 tys. m². Najbliższe plany inwestycyjne GTC dotyczą rynku warszawskiego.

Kurs akcji GTC na tle WIG



Analitik:

Piotr Zybała
+48 22 697 47 01
piotr.zybała@mdm.pl

Wycena

Akcje GTC wyceniliśmy przy zastosowaniu metody NAV oraz metody porównawczej. Wyznaczona cena docelowa jednej akcji równa 9,20 PLN jest 23% wyższa od wartości rynkowej, w związku z czym rekomendujemy kupno akcji GTC.

Wycena akcji GTC

(EUR)	Cena	Waga
Wycena NAV	2,3	70%
Wycena porównawcza	2,1	30%
Wycena 1 akcji GTC	2,2	
9-miesięczny koszt kapitału własnego	7,1%	
Cena docelowa 1 akcji	2,4	
Docelowy kurs EUR/PLN	3,9	
Cena docelowa 1 akcji (PLN)	9,2	

Źródło: Dom Maklerski mBanku

Wycena porównawcza

Do wyceny akcji metodą porównawczą wykorzystaliśmy wskaźnik ceny do kapitałów własnych (P/BV) oraz ceny do zysku netto (P/E) w horyzoncie 2013-2015. Do grupy porównawczej wybraliśmy polskie i zagraniczne spółki deweloperskie, których głównym obszarem działalności jest rynek nieruchomości komercyjnych. Polskiej i zagranicznej grupie porównawczej przypisujemy jednakowe wagi.

Mediana wskaźnika P/BV wynosi ok. 0,7 w obu grupach porównawczych. Na P/BV Spółka jest notowana z około 16% premią w latach 2013-2014 oraz 4% premią w 2015 r. GTC jest również notowany z około 15% premią na P/E 2014 oraz ponad 50% dyskontem na P/E 2015. Przyczyną znacznego spadku wskaźnika P/E w roku 2015 w GTC są zyski z realizacji projektów biurowych w Warszawie. Ponadprzeciętne zyski z realizacji tych inwestycji powinny pojawić się w również w wynikach 2016 r.

Wycena akcji metodą porównawczą

	Kurs* (waluta lokalna)	Kapitalizacja (mln EUR)	P/BV			P/E		
			2013P	2014P	2015P	2013P	2014P	2015P
Echo Investment	6,15	612	0,92	0,87	0,79	8,0	14,8	9,3
Capital Park	5,20	131	0,56	0,54	0,51	20,1	15,8	8,0
BBI Development	0,38	48	0,78	0,74	0,68	72,9	15,2	8,8
PHN	26,37	283	0,65	0,65	0,65	38,5	27,8	21,6
Mediana			0,71	0,70	0,67	29,3	15,5	9,1
Waga spółek z Polski			50%	50%	50%	50%	50%	50%
Atrium European Real Estate	4,25	1 593	0,68	0,66	0,64	14,9	12,5	12,2
CA Immobilien Anlagen	13,41	1 178	0,67	0,66	0,64	20,4	18,4	15,1
Conwert Immobilien Invest SE	9,37	800	0,73	0,71	0,70	20,9	18,1	16,4
Deutsche Euroshop AG	32,39	1 747	1,21	1,17	1,15	15,3	15,8	15,2
Immofinanz AG	3,47	3 922	0,68	0,66	0,64	14,5	15,4	14,2
Klepierre	33,30	6 641	1,37	1,37	1,42	16,3	16,0	15,3
Segro	339,50	3 036	1,11	1,05	0,98	19,9	20,6	19,2
Unibail Rodamco SE	186,25	18 111	1,27	1,19	1,11	18,4	17,1	15,9
S Immo AG	5,33	357	0,72	0,69	0,65	15,8	15,5	14,3
Mediana			0,73	0,71	0,70	16,3	16,0	15,2
Waga spółek zagranicznych			50%	50%	50%	50%	50%	50%
Mediana			0,72	0,70	0,68	22,8	15,7	12,2
GTC	7,51	578	0,84	0,81	0,71	-	18,1	5,5
Premia			15,9%	16,1%	4,1%	-	15,3%	-55,0%
BVPS / EPS			2,2	2,2	2,6	-0,21	0,10	0,33
Mediana			0,72	0,70	0,68	22,8	15,7	12,2
Implikowana wycena			1,6	1,6	1,8	-	1,6	4,1
Waga roku			20%	20%	20%	0%	20%	20%
Wartość firmy na akcję (EUR)			2,1					

Źródło: Dom Maklerski mBanku, Bloomberg; *cena z dn. 14.01.2014

Wycena NAV

Nasza wycena akcji GTC metodą NAV jest oparta na zdyskontowanym NAV16P i wynosi 791 mln EUR (2,30 EUR na akcję).

Założenia modelu NAV:

- **Inwestycje.** Budowa dwóch centrów handlowych w Warszawie (rozpoczęcie budów w 2014 r. oraz zakończenie w Q4 2015 oraz w Q2 2016). Pierwsze przeszacowania wartości tych inwestycji od 2013 r. o wartości około 30 mln EUR. Brak innych projektów inwestycyjnych oprócz realizowanej obecnie inwestycji Pascal w Krakowie. Brak zakupów gruntów.
- **Rewaluacja portfela.** Wzrost wartości obecnego portfela nieruchomości o około 1,5% od 30.09.2013 do 31.12.2016 (efekt stabilizacji stóp kapitalizacji i umiarkowanego wzrostu oczekiwanych stawek czynszów w tym okresie).
- **Sprzedaż nieruchomości.** Wygenerowanie około 50 mln EUR wolnych przepływów pieniężnych ze sprzedaży nieruchomości w 2014 r. (w połowie

stycznia Spółka poinformowała, że dotychczasowe negocjacje dotyczące sprzedaży Galerii Jurajskiej zakończyły się niepowodzeniem. Zarząd nie wyklucza jednak sprzedaży tej nieruchomości w przyszłości.

- **Dług.** Rolowanie części obligacji (50 mln EUR) zapadających w kwietniu 2014 r. Spadek LTV z 55% na koniec września 2013 do 43% na koniec 2016 r. (nie zakładamy innych emisji akcji poza podniesieniem kapitału dokonany w styczniu 2014).
- **Wyniki operacyjne.** Spadek EBIT oczyszczonego o rewaluację o 15% w 2014 r., wzrost o 14% w 2015 r. oraz wzrost o 36% w 2016 r. Zakładany spadek EBIT wynika ze sprzedaży nieruchomości w 2014 r. Wzrost EBIT w latach 2015-2016 jest pochodną poprawy obłożenia w istniejących obiektach, nieznacznego wzrostu stawek czynszów, poprawy efektywności niektórych nieruchomości na południu Europy oraz, przede wszystkim, oddania do użytku warszawskich galerii handlowych.
- **Dywidenda.** Brak wypłaty dywidendy w okresie prognozy.

Wycena metodą zdyskontowanych aktywów netto

(mln EUR)	2011	2012	2013P	2014P	2015P	2016P
Nieruchomości inwestycyjne	1 838	1 656	1 478	1 480	1 724	1 866
Nieruchomości ukończone	1 529	1 309	1 184	1 036	1 054	1 054
Program inwestycyjny	50	66	71	223	449	591
Grunt	259	281	224	221	221	221
Inwestycje w jednostkach stowarzyszonych	54	42	39	41	42	43
Zapasy	107	82	48	43	38	33
Grunt pod projekty mieszkaniowe	74	73	94	94	94	94
Gotówka i depozyty krótkoterminowe	179	254	137	112	62	71
Pozostałe aktywa	57	46	47	47	47	48
Suma aktywów	2 310	2 153	1 843	1 818	2 007	2 155
Zobowiązania	1 565	1 395	1 143	1 028	1 099	1 117
NAV	744	757	700	790	907	1 038
Liczba akcji (mln)	219,4	319,4	319,4	351,3	351,3	351,3
NAVPS (EUR)	3,4	2,4	2,2	2,2	2,6	3,0
dynamika NAVPS	-	-30,1%	-7,5%	2,5%	14,9%	14,4%
Stopa dyskontowa	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%
Współczynnik dyskonta	100,0%	100,0%	100,0%	91,3%	83,4%	76,2%
Zdyskontowany NAV	744	757	700	721	757	791
Liczba akcji (mln)	219,4	319,4	319,4	351,3	351,3	351,3
Wartość firmy na akcję (EUR)	3,4	2,4	2,2	2,1	2,2	2,3
Kurs EUR/PLN	3,90	3,90	3,90	3,90	3,90	3,90
Wartość firmy na akcję (PLN)	13,2	9,2	8,6	8,0	8,4	8,8
Koszt kapitału własnego	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%
Stopa wolna od ryzyka	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Premia za ryzyko kredytowe	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0

Źródło: GTC, Dom Maklerski mBanku

Rachunek wyników

(mln EUR)	2010	2011	2012	2013P	2014P	2015P	2016P
Przychody ze sprzedaży	169,0	153,7	147,6	135,0	120,3	132,2	165,7
zmiana %	8,1%	-9,1%	-4,0%	-8,5%	-10,9%	9,9%	25,4%
Przychody: wynajem powierzchni	124,1	129,1	128,6	119,8	103,5	113,8	145,5
Przychody: budownictwo mieszkaniowe	44,9	24,6	19,0	15,2	16,7	18,4	20,3
Koszt własny sprzedaży	-72,3	-58,4	-57,2	-48,8	-44,4	-48,1	-57,5
Zysk brutto na sprzedaży	96,7	95,2	90,4	86,2	75,8	84,1	108,3
marża brutto na sprzedaży	57,2%	62,0%	61,3%	63,9%	63,1%	63,6%	65,3%
Zysk brutto na sprzedaży: wynajem powierzchni	94,4	93,4	90,4	87,0	75,5	83,3	107,0
marża brutto na sprzedaży	76,1%	72,3%	70,3%	72,6%	72,9%	73,2%	73,6%
Zysk brutto na sprzedaży: budownictwo mieszkaniowe	2,3	1,9	0,0	-0,8	0,3	0,7	1,2
marża brutto na sprzedaży	5,1%	7,6%	0,0%	-5,0%	2,0%	4,0%	6,0%
Koszty sprzedaży	-6,3	-7,2	-3,9	-3,7	-3,7	-3,9	-4,0
Koszty ogólnego zarządu	-21,7	-20,9	-18,9	-11,3	-11,3	-11,7	-12,0
Pozostała działalność operacyjna netto	-1,3	-2,5	-4,2	-3,6	-3,6	-3,6	-3,6
EBIT bez rewaluacji	67,4	64,7	63,4	67,5	57,1	64,9	88,6
Wycena nieruchomości inwestycyjnych	43,2	-296,0	-114,7	-82,3	27,9	123,3	113,1
EBIT	110,6	-231,2	-51,3	-14,8	85,1	188,2	201,7
zmiana %	-190,5%	-309,1%	-77,8%	-71,1%	-674,8%	121,2%	7,2%
marża EBIT	65,4%	-150,5%	-34,7%	-11,0%	70,7%	142,4%	121,7%
Wynik na działalności finansowej	-69,5	-84,0	-63,9	-50,6	-44,5	-41,6	-41,6
Udział w zyskach jednostek stowarzyszonych	4,7	-4,4	-10,0	-2,6	1,8	1,0	1,5
Zysk brutto	45,7	-319,6	-125,2	-68,0	42,4	147,6	161,7
Podatek dochodowy	-17,1	-18,3	-7,0	-10,4	-8,0	-28,0	-30,7
Zysk akcjonariuszy mniejszościowych	-13,3	-67,6	-36,2	-11,9	-1,2	1,9	0,1
Zysk netto	41,9	-270,4	-96,0	-66,5	35,5	117,7	130,9
zmiana %	-132,7%	-744,7%	-64,5%	-30,8%	-153,4%	231,7%	11,3%
marża %	24,8%	-175,9%	-65,1%	-49,3%	29,5%	89,0%	79,0%
Amortyzacja	0,5	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
EBITDA bez rewaluacji	68,0	65,3	63,9	68,0	57,6	65,4	89,1
zmiana %	34,5%	-4,0%	-2,2%	6,5%	-15,3%	13,5%	36,3%
marża EBITDA	40,2%	42,5%	43,3%	50,4%	47,9%	49,5%	53,8%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	219,4	219,4	319,4	319,4	351,3	351,3	351,3
EPS	0,2	-1,2	-0,3	-0,2	0,1	0,3	0,4
CEPS	0,2	-1,2	-0,3	-0,2	0,1	0,3	0,4
ROAE	4,3%	-30,8%	-12,8%	-9,1%	4,8%	13,9%	13,5%
ROAA	1,6%	-10,7%	-4,3%	-3,3%	1,9%	6,2%	6,3%

Bilans

(mln EUR)	2010	2011	2012	2013P	2014P	2015P	2016P
AKTYWA	2 728,4	2 309,7	2 152,9	1 843,3	1 817,5	2 006,5	2 155,0
Majątek trwały	2 259,1	1 998,7	1 802,6	1 644,4	1 648,4	1 892,7	2 036,5
Pożyczki udzielone i inne należności	19,6	21,7	21,9	22,3	22,3	22,3	22,3
Nieruchomości inwestycyjne	2117,6	1703,9	1613,7	1478,3	1480,4	1723,7	1865,9
Rzeczowe aktywa trwałe	2,0	1,8	1,8	1,7	1,7	1,7	1,7
Inwestycje w jednostkach stowarzyszonych	56,3	54,5	42,1	39,1	40,9	41,9	43,5
Gruntły przeznaczone pod zabudowę	52,4	74,3	73,2	94,0	94,0	94,0	94,0
Pozostałe	11,1	142,5	49,8	9,1	9,1	9,1	9,1
Majątek obrotowy	469,3	311,0	350,3	198,8	169,2	113,8	118,5
Zapasy	201,8	107,2	81,9	48,0	43,0	38,0	33,0
Należności, depozyty i zaliczki	72,6	57,5	37,5	38,4	33,4	35,6	42,7
Instrumenty pochodne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	191,7	141,7	227,9	108,2	88,5	35,9	38,6
Inne	3,1	4,5	2,9	4,3	4,3	4,3	4,3

(mln EUR)	2010	2011	2012	2013P	2014P	2015P	2016P
PASYWA	2 728,4	2 309,7	2 152,9	1 843,3	1 817,5	2 006,5	2 155,0
Kapitał własny	1 008,8	744,2	757,5	700,4	789,8	907,4	1 038,4
Kapitał mniejszości	44,1	-20,6	-16,7	-28,1	-29,3	-27,4	-27,3

Zobowiązania długoterminowe	1 486,9	1 238,9	1 084,1	937,6	837,6	907,1	924,5
Pożyczki i kredyty	1 294,9	1 029,2	917,0	788,3	683,0	729,0	725,0
Rezerwa na podatek odroczone	127,1	123,6	119,8	127,9	133,3	156,7	178,2
Instrumenty pochodne	54,2	80,8	34,9	6,4	6,4	6,4	6,4
Rezerwy i inne	10,8	5,3	12,5	15,0	15,0	15,0	15,0

Zobowiązania krótkoterminowe	188,6	347,2	328,0	233,4	219,4	219,4	219,4
Pożyczki i kredyty	83,2	264,1	193,6	169,1	169,1	169,1	169,1
Instrumenty pochodne	15,1	20,8	32,4	33,3	19,3	19,3	19,3
Zobowiązania handlowe i pozostałe	78,0	56,0	70,6	27,8	27,8	27,8	27,8
Otrzymane zaliczki	12,1	6,4	4,0	3,2	3,2	3,2	3,2
Rozliczenia międzyokresowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inne	0,2	0,0	27,5	0,0	0,0	0,0	0,0

Dług	1 378,1	1 293,3	1 110,6	957,4	852,2	898,2	894,2
Dług netto	1 186,4	1 151,6	882,7	849,3	763,7	862,2	855,6
(Dług netto / Kapitał własny)	117,6%	154,7%	116,5%	121,2%	96,7%	95,0%	82,4%
(Dług netto / EBITDA bez rewaluacji)	17,5	17,6	13,8	12,5	13,3	13,2	9,6
BVPS	4,6	3,4	2,4	2,2	2,2	2,6	3,0

Rachunek przepływów pieniężnych

(mln EUR)	2010	2011	2012	2013P	2014P	2015P	2016P
Przepływy operacyjne	77,6	67,7	77,1	73,4	59,7	65,6	86,6
Zysk brutto	45,7	-319,6	-125,2	-68,0	42,4	147,6	161,7
Amortyzacja	0,5	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Kapitał obrotowy	12,7	13,4	10,0	7,9	4,8	4,8	4,7
Wycena nieruchomości inwestycyjnych	-43,2	296,0	114,7	82,3	-27,9	-123,3	-113,1
Pozostałe	61,8	77,3	77,1	50,7	40,0	36,0	32,8
Przepływy inwestycyjne	-51,9	-85,6	110,5	63,0	29,4	-118,6	-27,6
CAPEX / zbycie nieruchomości	-135,2	-179,3	-47,3	-27,1	-124,7	-120,5	-29,6
Inwestycje kapitałowe	-9,4	-5,0	-14,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Sprzedaż nieruchomości inwestycyjnych	90,5	97,1	164,9	86,1	150,0	0,0	0,0
Pozostałe	2,2	1,6	7,0	4,0	4,0	1,9	2,0
Przepływy finansowe	-20,7	-30,4	-102,1	-255,0	-108,7	0,4	-56,4
Emisja akcji	0,8	0,0	100,2	0,0	53,9	0,0	0,0
Dług	58,7	36,7	-143,8	-196,8	-105,3	46,0	-4,0
Odsetki zapłacone	-68,0	-61,9	-68,5	-52,5	-48,6	-43,6	-45,6
Pozostałe	-12,1	-5,1	10,0	-5,8	-8,8	-2,0	-6,8
Różnice kursowe	1,0	-1,7	1,0	-1,4	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	6,1	-50,0	86,5	-120,0	-19,7	-52,6	2,6
Środki pieniężne na koniec okresu	191,7	141,7	227,9	108,2	88,5	35,9	38,6
DPS (EUR)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF	-64,4	-106,2	11,9	48,3	-62,7	-50,8	63,7
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	80,0%	116,7%	32,0%	20,1%	103,7%	91,2%	17,9%

Wskaźniki rynkowe

	2010	2011	2012	2013P	2014P	2015P	2016P
P/E	9,7	-	-	-	18,3	5,5	5,0
P/CE	9,6	-	-	-	18,1	5,5	4,9
P/BV	0,40	0,55	0,78	0,84	0,82	0,72	0,63
P/S	2,4	2,6	4,0	4,4	5,4	4,9	3,9
FCF/EV	-3,9%	-6,9%	0,8%	3,4%	-4,5%	-3,4%	4,3%
EV/EBITDA	14,7	-	-	-	16,2	7,9	7,3
EV/EBITDA bez rewaluacji	24,1	23,5	22,8	20,8	24,0	22,7	16,6
EV/EBIT	14,8	-	-	-	16,3	7,9	7,3
EV/S	9,7	10,0	9,9	10,5	11,5	11,2	8,9
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cena (EUR) dla kursu EUR/PLN = 4,1	1,85						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	219,4	219,4	319,4	319,4	351,3	351,3	351,3
MC (mln EUR)	406,1	406,1	591,2	591,2	650,4	650,4	650,4
Kapitał udziałowców mniej. (mln EUR)	44,1	-20,6	-16,7	-28,1	-29,3	-27,4	-27,3
EV (mln EUR)	1 636,5	1 537,1	1 457,2	1 412,4	1 384,8	1 485,2	1 478,7

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**EV** - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)**EBIT** - Zysk operacyjny**EBITDA** - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją**BOOK VALUE** - wartość księgowa**WNDB** - wynik na działalności bankowej**P/CE** - cena do zysku wraz z amortyzacją**MC/S** - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży**EBIT/EV** - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej**P/E** - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję**ROE** - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych**P/BV** - (Cena/Wartość księgowa) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję**Dług netto** - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent**Marża EBITDA** - EBITDA / Przychody ze sprzedaży**Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku S.A.**

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%**AKUMULUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%**TRZYMAJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%**REDUKUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%**SPRZEDAJ** - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Dom Maklerski mBanku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku S.A. nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Dom Maklerski mBanku S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji. Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Dom Maklerski mBanku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od spółki Echo Investment za świadczone usługi.

Dom Maklerski mBanku S.A. pełni funkcję animatora rynku i animatora emitenta dla spółki Capital Park.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy Dom Maklerski mBanku S.A. był oferującym akcje spółki Capital Park w ofercie publicznej.

Dom Maklerski mBanku S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody Domu Maklerskiego mBanku S.A.

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

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

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Domu Maklerskim mBanku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:**DCF** – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu**Wskaźnikowa** – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.**Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące spółki Capital Park**

rekomendacja	Kupuj
data wydania	2014-01-15
kurs z dnia rekomendacji	5,20
WIG w dniu rekomendacji	50605,74

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące spółki Echo Investment

rekomendacja	Akumuluj	Kupuj
data wydania	2013-06-12	2014-01-15
kurs z dnia rekomendacji	6,72	6,15
WIG w dniu rekomendacji	48324,52	50605,74

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące spółki GTC

rekomendacja	Akumuluj	Kupuj	Kupuj
data wydania	2013-06-12	2013-09-09	2014-01-15
kurs z dnia rekomendacji	9,14	6,75	7,51
WIG w dniu rekomendacji	48324,52	46717,04	50605,74

Michał Marczak

członek zarządu

tel. +48 22 697 47 38

michal.marczak@mdm.pl

strategia, telekomunikacja, surowce, metale

Departament analiz:**Kamil Kliszcz**

wicedyrektor

tel. +48 22 697 47 06

kamil.kliszcz@mdm.pl

paliwa, chemia, energetyka

Michał Konarski

tel. +48 22 697 47 37

michal.konarski@mdm.pl

banki

Jakub Szkopek

tel. +48 22 697 47 40

jakub.szkopek@mdm.pl

przemysł

Paweł Szpigel

tel. +48 22 697 49 64

pawel.szpigel@mdm.pl

media, IT

Piotr Zybała

tel. +48 22 697 47 01

piotr.zybała@mdm.pl

budownictwo, deweloperzy

Departament sprzedaży instytucjonalnej:**Piotr Dudziński**

dyrektor

tel. +48 22 697 48 22

piotr.dudzinski@mdm.pl**Marzena Łempicka-Wilim**

wicedyrektor

tel. +48 22 697 48 95

marzena.lempicka@mdm.pl**Kierownik zagranicznej sprzedaży instytucjonalnej:****Matthias Falkiewicz**

tel. +48 22 697 48 47

matthias.falkiewicz@mdm.pl**Dom Maklerski mBanku S.A.**

ul. Wspólna 47/49, 00-684 Warszawa

www.mDomMaklerski.pl**Maklerzy:****Krzysztof Bodek**

tel. +48 22 697 48 89

krzysztof.bodek@mdm.pl**Michał Jakubowski**

tel. +48 22 697 47 44

michal.jakubowski@mdm.pl**Tomasz Jakubiec**

tel. +48 22 697 47 31

tomasz.jakubiec@mdm.pl**Szymon Kubka, CFA, PRM**

tel. +48 22 697 48 16

szymon.kubka@mdm.pl**Anna Łagowska**

tel. +48 22 697 48 25

anna.lagowska@mdm.pl**Paweł Majewski**

tel. +48 22 697 49 68

pawel.majewski@mdm.pl**Adam Mizera**

tel. +48 22 697 48 76

adam.mizera@mdm.pl**Adam Prokop**

tel. +48 22 697 47 90

adam.prokop@mdm.pl**Michał Roźmiej**

tel. +48 22 697 49 85

michal.rozmiej@mdm.pl**Zespół Prywatnego Maklera:****Jarosław Banasiak**

dyrektor biura aktywnej sprzedaży

tel. +48 22 697 48 70

jaroslaw.banasiak@mdm.pl