



Dom Maklerski

mDomMaklerski.pl

poniedziałek, 20 lipca 2015 | aktualizacja raportu

Capital Park: kupuj (podtrzymana)

CPG PW; CPGP.WA | Deweloperzy, Polska

Sprzedaż aktywów i dywidenda

W ciągu kilku miesięcy Capital Park odda do użytku dwa duże projekty deweloperskie – Royal Wilanów i Eurocentrum Delta, co zwiększy powierzchnię nieruchomości pracujących o 70% do ponad 150 tys. m². Na koniec 2015 roku niemal 80% wartości portfela nieruchomości Spółki będą stanowiły nieruchomości pracujące o wartości bliskiej 1,4 mld PLN oraz NAV około 550 mln PLN. Celem zarządu jest sprzedaż powyższych aktywów. W naszej ocenie, pozyskana gotówka mogłaby zostać podzielona między dywidendę a nowe przedsięwzięcia inwestycyjne. Widzimy duże szanse na sprzedaż w 2016 r. kompleksu Eurocentrum po cenie zbliżonej do wartości bilansowej (scenariusz nie uwzględniony jeszcze w naszych projekcjach finansowych). Szacujemy, że transakcja ta przyniesie jednorazowo około 250-300 mln PLN wolnej gotówki (kwota ok. 2,40-2,90 PLN na akcję), z czego znaczna część mogłaby zostać wypłacona akcjonariuszom w formie dywidendy (ewentualnie buybacku). Podtrzymujemy rekomendację kupuj dla akcji Capital Park, wyznaczając cenę docelową na poziomie 6,50 PLN (poprzednio – kupuj; 6,70 PLN).

Systematyczny spadek wskaźnika pustostanów

Nieruchomości pracujące Capital Park o łącznej powierzchni 93 tys. m² są wynajęte średnio w 82%, co stanowi wzrost o 7 p.p. od czasu naszego ostatniego raportu z 22.10.2014 r. W samym EC Beta-Gamma (42 tys. m²) wynajęcie wzrosło o 9 p.p. do 74%, a zarząd zapowiada przyspieszenie 80% w 3Q'15. W lipcu br. Spółka zawarła pierwszą umowę pre-let na 26% powierzchni w budowanym obecnie ostatnim etapie kompleksu Eurocentrum (EC Delta). Wynajęcie w Royal Wilanów (budowa zakończy się w 3Q'15) osiągnęło 67%, a Spółka jest w trakcie finalizowania kolejnych umów.

Art Norblin

Budowa Art Norblin (64 tys. m²) ma rozpocząć się w 4Q'15. Termin ten wydaje się realny. Zarząd potwierdził już z generalnymi wykonawcami koszt budowy inwestycji, Spółka jest również po spotkaniach z wszystkimi dużymi bankami ws. finansowania projektu Art Norblin. Kwota niezbędna do zabezpieczenia pozostałego wkładu własnego inwestycji – około 50 mln PLN – znajduje się na rachunkach Spółki. Ostatnią barierą dla deklarowanego terminu rozpoczęcia budowy jest pre-let, który obecnie wynosi 9%. Odmowną przewagą inwestycji Art Norblin względem najbliższej konkurencji jest około 40% udział powierzchni usługowo-handlowej w projekcie, która powinna być z łatwością skomercjalizowana.

Wyceny nieruchomości już nie takie agresywne

Szacowane przez rzeczoznawcę na koniec 2014 r. wyceny największych projektów Capital Park (AN, RW, EC) są o około 15-30% niższe od obserwowanych w minionych 2 latach cen w transakcjach porównywalnych na warszawskim rynku biurowym. Stanowi to silny argument, wspierający prezentowane przez Spółkę wartości bilansowe nieruchomości. Na koniec 2015 r. 2 z 3 największych projektów inwestycyjnych Capital Park będą oddane do użytku, a ostatni z nich powinien być już w budowie. W tych okolicznościach nie widzimy uzasadnienia dla 45% dyskonta do NAV, przy którym obecnie notowane są akcje Capital Park.

(mln PLN)	2013	2014	2015P	2016P	2017P
Przychody	38,7	54,8	76,3	124,5	138,1
EBIT bez rewaluacji	17,7	25,8	44,1	80,6	94,5
marża EBIT	45,6%	47,1%	57,9%	64,7%	68,4%
Wycena nieruchomości	25,3	-61,0	-70,4	-20,8	9,9
EBIT z rewaluacją	43,0	-35,2	-26,3	59,8	104,4
Zysk netto	25,6	-61,5	-46,6	14,1	43,1
P/BV	0,53	0,56	0,59	0,59	0,57
P/E	20,0	-	-	37,3	12,2
EV/EBITDA	24,3	-	-	28,3	18,6
EV/EBITDA bez rewaluacji	59,6	47,1	34,9	21,1	20,7
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Cena bieżąca	4,89 PLN
Cena docelowa	6,50 PLN
Kapitalizacja	515 mln PLN
Free float	104 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	0,15 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Patron Capital Partners	73,81%
Jan Motz	2,66%
Jerzy Kowalski	2,65%
Michał Koślacz	0,30%
Marcin Juszczak	0,29%

Pozostali 20,28%

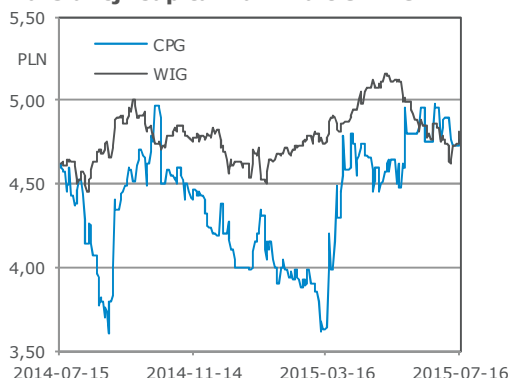
Strategia dotycząca sektora

W Polsce widoczna jest presja na czynsze, szczególnie odczuwalna na warszawskim rynku biurowym. Towarzyszy jej wysoka podaż nowych inwestycji komercyjnych. Od 2007 r. obserwujemy najwyższy popyt na nieruchomości, prowadzący do obniżenia stóp kapitalizacji. Popytowi sprzyja rekordowy spread między rentownością obligacji a stopami kapitalizacji. Kompresja yieldów będzie stabilizować wyceny nieruchomości pomimo obserwowanej presji na czynsze. Biorąc pod uwagę, że cały sektor jest notowany z dyskontem do wartości księgowej oraz do zagranicznych spółek porównywalnych, deweloperzy komercyjni wydają się atrakcyjnym pomysłem inwestycyjnym.

Profil spółki

Capital Park działa na polskim rynku nieruchomości koncentrując się w Warszawie. Spółka inwestuje w istniejące budynki wymagające gruntownej rewitalizacji oraz w klasyczne projekty deweloperskie. Ponad 95% portfela nieruchomości stanowią projekty komercyjne, głównie biurowe. Spółka zarządza portfelem gotowych nieruchomości komercyjnych o powierzchni ok. 83 tys. m² GLA. W budowie i przygotowaniu znajdują się nieruchomości na kolejne ok. 150 tys. m² GLA.

Kurs akcji Capital Park na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Capital Park	6,50	6,70	kupuj	kupuj

Analitik:

Piotr Zybała
+48 22 438 24 04
piotr.zybała@mdm.pl

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. pełni funkcje animatora rynku i emitenta dla Capital Park.

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 lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

Zdyskontowanych aktywów netto (NAV) – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

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	2014-10-22
kurs z dnia rekomendacji	4,59
WIG w dniu rekomendacji	53213,51

Michał Marczak
członek zarządu
tel. +48 22 438 24 01
michal.marczak@mdm.pl
strategia, surowce, metale

Departament analiz:

Kamil Kliszc
dyrektor
tel. +48 22 438 24 02
kamil.kliscz@mdm.pl
paliwa, chemia, energetyka

Michał Konarski
tel. +48 22 438 24 05
michal.konarski@mdm.pl
banki

Jakub Szkopek
tel. +48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mdm.pl
przemysł

Paweł Szpigel
tel. +48 22 438 24 06
pawel.szpigel@mdm.pl
media, IT

Piotr Zybala
tel. +48 22 438 24 04
piotr.zybala@mdm.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Bogusz
tel. +48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mdm.pl
handel

Departament sprzedaży instytucjonalnej:

Piotr Gawron
dyrektor
tel. +48 22 697 48 95
piotr.gawron@mdm.pl

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
tel. +48 22 697 48 82
marzena.lempicka@mdm.pl

Zagraniczna sprzedaż instytucjonalna:

Łukasz Wójtowicz, CAIA
wicedyrektor ds. rynków zagranicznych
tel. +48 22 697 48 47
lukasz.wojtowicz@mdm.pl

Dom Maklerski mBanku S.A.
Departament analiz
ul. Senatorska 18
00-075 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

Jędrzej Łukomski
tel. +48 22 697 48 46
jedrzej.lukomski@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