

ROZDZIAŁ 4.

WYCENA SPÓŁKI DEWELOPERSKIEJ W CZASACH KRYZYSU – NA PRZYKŁADZIE GRUPY KAPITAŁOWEJ CAPITAL PARK

1. Wprowadzenie

Na rynkach finansowych rzadkie, nagłe i niespodziewane zdarzenia określane są mianem „czarnych łabędzi”. Termin ten został spopularyzowany przez N.N. Taleba w jego książce z 2007 r., w której stwierdza że „czarne łabędzie” w coraz większym stopniu definiują bieg światowych wydarzeń i historię z uwagi na rosnącą złożoność społeczeństwa¹. W 2013 r., w ramach Światowego Forum Ekonomicznego w Davos w Szwajcarii, M. Wucker wprowadził termin „szarego nosorożca” tj. zdarzenia, które ma ogromny wpływ na rzeczywistość lecz można było je przewidzieć (jest prawdopodobne) – cechą charakterystyczną „szarego nosorożca” jest fakt, że inwestorzy długo je ignorują albo go nie doceniają². Globalny kryzys wywołany wybuchem wojny na Ukrainie 24 lutego 2022 roku, pogłębiający skutki pandemii COVID-19 oraz kryzys energetyczny i klimatyczny wprowadzające poważne turbulencje w gospodarkach światowych (zwiększające niepewność i ryzyko) stanowią niezwykle trudne okoliczności sporządzania prognoz w wielu obszarach, w tym również w sferze rynku nieruchomości³. O ile istnieją rozbieżności dotyczące zaklasyfikowania ww. zdarzeń do grupy

* dr Joanna Cymerman, Politechnika Koszalińska, ORCID: 0000-0002-4339

¹ N.N. Taleb (2007), *The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable*, Random House.

² M. Wucker (2016), *The Grey Rhino: How to Recognize and Act on the Obvious Danger We Ignore*, St. Martin's Press.

³ Por. D.N. Yuni, I.N. Enwo-Irem and C. Urom (2024), *Dynamic effects of geopolitical risks and infectious diseases on real estate markets*, International Journal of Housing Markets and Analysis, Vol. 17 No. 1, pp. 170-191, <https://doi.org/10.1108/IJHMA-09-2022-0130>; B. Zhu, D. van Dijk, C. Lizieri (2024), *Price diffusion across international private commercial real estate markets*, Journal of International Money and Finance, Volume 140, 102976, ISSN 0261-5606, <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2023.102976>; W. Hanif, J. M. Andraz, M. Gubareva, T. Teplova, (2024), *Are REITS hedge or safe haven against oil price fall?*, International Review of Economics & Finance, Volume 89, Part A, pp. 1-16, ISSN 1059-0560, <https://doi.org/10.1016/j.iref.2023.07.052>.

„czarnych łabędzi” lub „szarych nosorożców”, o tyle panuje zgodność co do wysokiego stopnia złożoności prognozowania skutków tych zdarzeń⁴.

Prognozowanie zjawisk gospodarczych odgrywa istotną rolę w finansach, zwłaszcza w obszarze wyceny przedsiębiorstw. Wśród metod wyceny szczególną rolę przypisuje się metodom dochodowym, w tym metodzie zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF). Coraz więcej inwestorów, analityków i bankierów zwraca się ku fundamentalnej analizie finansowej i wyrafinowanym modelom zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) jako kamieniom probierczym wyceny przedsiębiorstw⁵. Zdaniem Damodarana, głównym mitem w obszarze wyceny jest stwierdzenie, że „wycena jest obiektywna ponieważ modele wyceny są ilościowe” – wycena nie jest ani nauką, jak przedstawiają ją niektórzy z jej zwolenników, ani obiektywnym poszukiwaniem prawdziwej wartości, jaką chcieliby, aby stała się idealisci. Modele stosowane w wycenach mogą mieć charakter ilościowy, ale dane wejściowe pozostawiają dużo miejsca na subiektywne oceny. Nawet na końcu najbardziej ostrożnej i szczegółowej wyceny pozostanie niepewność co do ostatecznych liczb, zabarwionych założeniami, jakie przyjmujemy na temat przyszłości firmy i gospodarki. Oczekiwanie lub żądanie całkowitej pewności wyceny jest nierealistyczne, ponieważ przepływy pieniężne i stopy dyskontowe są szacowane z błędem. Oznacza to również, że przy formułowaniu rekomendacji na podstawie wycen należy zapewnić sobie rozsądny margines błędu⁶.

Opracowanie poświęcono zagadnieniu wyceny spółek deweloperskich w czasach kryzysu na przykładzie Grupy Kapitałowej Capital Park – uznanego inwestora, dewelopera i zarządcę nieruchomości działającego na rynku nieruchomości w Polsce od ponad 20 lat, w latach 2013-2023 notowanego na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Jako standard wartości przyjęto wartość wewnętrzną (ang. *Intrinsic Value*) kapitału własnego (ang. *Equity Value*) w postaci jednej akcji. Do oszacowania wartości wykorzystano: metodę zdyskontowanych przepływów pieniężnych DCF (ang. *Discounted Cash Flows*) w wariantcie FCFE (ang. *Free Cash Flow to the Firm*), model dwufazowy, reprezentującą podejście dochodowe (ang. *Income Approach*); metodę porównawczą z wyko-

⁴ Por. R. Gonzales Martinez, (2023), *Apocalypse unleashed: a critical perspective on complexity science, catastrophes, and black swan events in international business*, Critical Perspectives on International Business, Vol. 20 No. 1, pp. 94-120. <https://doi.org/10.1108/cpoib-03-2022-0014>; S. Andonov (2021), *Safety Accidents in Risky Industries: Black Swans, Gray Rhinos and Other Adverse Events*, Taylor & Francis Group.

⁵ T. Koller, M. Goedhart, D. Wessels (2005), *Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies 5th edition*, McKinsey & Company.

⁶ A. Damodaran (2012), *Investment valuation 3rd edition*, John Wiley & Sons Inc.

rzystaniem mnożników rynkowych (ang. *Multiplier Metod*) reprezentującą podejście porównawcze (ang. *Market Approach*) oraz dodatkowo, metodę wartości netto aktywów (ang. *Net asset value*) reprezentującą podejście majątkowe, wskazując na zasadność jej zastosowania z uwagi na specyfikę wycenianego podmiotu (deweloper-inwestor, którego głównym składnikiem majątku są nieruchomości inwestycyjne stanowiące 90% aktywów) a także stosowane przez Grupę zasady rachunkowości w obszarze wyceny nieruchomości wchodzących w skład portfela inwestycyjnego na dzień bilansowy zgodne z Międzynarodowym Standardem Rachunkowości 40 „Nieruchomości inwestycyjne”⁷.

2. Charakterystyka Grupy Kapitałowej Capital Park

Grupa Capital Park⁸, w której jednostką dominującą jest spółka Capital Park S.A., jest uznanym inwestorem, deweloperem i zarządcą nieruchomości działającym na rynku nieruchomości w Polsce od ponad 20 lat, w latach 2013-2023 notowanym na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Podstawowym celem działalności Grupy jest inwestowanie w nieruchomości celem uzyskania wysokiej stopy zwrotu w postaci przychodów ze sprzedaży lub najmu albo obu tych źródeł jednocześnie. Grupa realizuje sprawdzony model biznesowy gwarantujący jej atrakcyjne zwroty z inwestycji:

- ✓ wyszukuje projekty o dużym potencjale budowy wartości;
- ✓ nabywa unikalne nieruchomości na perspektywicznych rynkach a także pakiety kontrolne w najlepszych nieruchomościach i portfelach na perspektywicznych rynkach, wchodzi we wspólne przedsięwzięcia z renomowanymi funduszami, deweloperami i właścicielami gruntów;
- ✓ rozwija funkcjonalne, zrównoważone i zaawansowane architektonicznie koncepty wielofunkcyjne, które są atrakcyjne dla najemców, lokalnej społeczności i inwestorów, realizuje złożone projekty deweloperskie i re-witalizacyjne, które przynoszą atrakcyjne stopy zwrotu;
- ✓ komercjalizuje projekty tworząc optymalny mix najemców gwarantujący maksymalizację dochodów i wzrost wartości inwestycji;
- ✓ decyzje o sprzedaży projektów podejmowane, kiedy warunki rynkowe pozwalają na osiągnięcie założonych zwrotów.

⁷ W opracowaniu wykorzystano elementy wyceny Grupy Kapitałowej Capital Park przygotowanej przez Autorkę pod kierownictwem dr. Marka Panfila w ramach studiów podyplomowych „Wycena przedsiębiorstwa i modelowanie finansowe” IV edycja (2023 r.), ALK w Warszawie.

⁸ W skład Grupy Kapitałowej Capital Park wchodzi 26 podmiotów, w tym spółka Capital Park S.A. jako jednostka dominująca, 24 spółki celowe oraz Fundacja Fabryki Norblina.

Grupa ma bogate doświadczenie w tworzeniu wysokiej jakości nowoczesnych nieruchomości biurowych i handlowych klasy A, w tym Royal Wilanów oraz Fabryka Norblina (kluczowe inwestycje grupy generujące 80% przychodów z najmu i 91% przychodów z tytułu service charge). W 2022 r. zysk operacyjny netto (NOI) Grupy wyniósł 87 mln zł, marża zysku operacyjnego netto wyniosła 68% a gotówka w kasie i jej ekwiwalenty osiągnęły kwotę 99,3 mln zł. Grupa zarządza portfelem nieruchomości o łącznej powierzchni 172 000 m² i wartości rynkowej 2,4 mld zł. 92% wartości portfela nieruchomości w których Grupa posiada 100% udziału, zlokalizowana jest w Warszawie. Grupa zarządza portfelem nieruchomości o łącznej powierzchni 172 000 m² i wartości rynkowej 2,6 mld zł. 92% wartości portfela nieruchomości w których Grupa posiada 100% udziału, zlokalizowana jest w Warszawie (tabela 1).

Tabela 1. Portfel nieruchomości Grupy Capital Park w 2022 r.

Nieruchomości inwestycyjne	Status	Miasto	Rodzaj	GLA (tys. m ²)	Wskaźnik obłożenia (%)	Wartość księgowa (mln EUR)	Wartość księgowa (mln zł)	WAULT (w latach)	Zadłużenie (mln zł)	Docelowe NOI (mln zł)	Capex do poniesienia (mln zł)	Udział Grupy (%)
KLUCZOWE INWESTYCJE												
Fabryka Norblina	ukończone	Warszawa	wielofunkcyjny	66	94	131	1551	6,2	747	88	19	100
Royal Wilanów	ukończone	Warszawa	wielofunkcyjny	37	98	118	554	4,5	310	42	5	100
Suma				102	95	449	2105	5,7	1057	130	24	
POZOSTAŁE INWESTYCJE												
Galeria Zaspą	ukończone	Gdańsk	handlowy	9	97	12	56	3,3	35	5	1	100
Hampton By Hilton Old Town Gdańsk	ukończone	Gdańsk	hotel	9	97	17	78	15,1	48	7	0	100
Vis à Vis Łódź	ukończone	Łódź	handlowy	6	95	7	35	4,2	24	3	0	100
Warszawa Aleja KEN	ukończone	Warszawa	handlowy	0	100	1	6	3,2	0	0	0	100
Bydgoszcz Krasin-skiego	ukończone	Bydgoszcz	handlowy	0	100	0	1	2,1	0	0	0	100
Rezydencja Aleja Fontann	w przygotowaniu	Szczecin	mieszkalniowy	1	b.d.	4	17	n/a	0	0	0	100
pozostałe		5 miast				3	12	n/a	0	0	0	100
Suma				24	95	44	204	6,0	107	15	1	
Razem nieruchomości konsolidowane w 100%				127	95	493	2309		1164	145	25	
INWESTYCJE JOINT-VENTURE												
ETC Swarzędz	ukończone	Swarzędz	handlowy	21	91	34	160	3,1	123	13	1	60
Vis à Vis Wilanów	ukończone	Warszawa	handlowy	4	100	11	50	5,6	29	4	0	66
Polski Hak	w przygotowaniu	Gdańsk	mieszkalniowy	b.d.	b.d.	12	55	n/a	0	n/a	n/a	26
Suma				25	93	56	265	3,7	152	17	1	
RAZEM												
				152	95	549	2574	5,8	1316	162	26	

Źródło: Capital Park; Raporty z wyceny portfela nieruchomości Capital Park na dzień 31.12.2022 sporządzone przez Knight Frank Sp. z o.o., Jones Lang LaSalle sp. z o.o., Emmerson Evaluation sp. z o.o., Axi Immo Group sp. z o.o. – dla wartości księgowej, docelowe NOI, capex do poniesienia.

Po debiucie Grupy Capital Park na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, w 2013 r.⁹ i spadku kursu w 2014 r. Grupa odnotowywała dynamiczny wzrost notowań swoich walorów (rys. 1).



Rys. 1. Kurs akcji Grupy Capital Park na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2013-2023

Źródło: <https://stooq.pl/q/?s=cpg&d=20230627&c=10y&t=l&a=lg> (dostęp 01.04.2024).

25 września 2023 r. nastąpiło wycofanie akcji Grupy z obrotu na Głównym Rynku GPW na podstawie uchwały nr 992/2023 Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. z dnia 21 września 2023, poprzez przymusowy wykup na wniosek udziałowców większościowych, w których posiadaniu dotychczas znajdowało się 99,27% akcji reprezentujących 99,27% kapitału zakładowego i ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu¹⁰. Cenę przymusowego wykupu ustalono na 10,50 zł za akcję. Grupa uzasadniała to osiągnięciem wszystkich celów wyznaczonych sobie przed wejściem na giełdę – wpływy z IPO

⁹ Debiut Grupy na giełdzie zaliczyć należy do nieudanych: cena akcji kształtowała się około 14 proc. poniżej kursu odniesienia – cenę emisyjną ustalono na 6,5 zł a w pierwszej porannej transakcji 1 akcję wyceniono na 6,35, a w południe kurs wynosił już około 5,60 zł. (<https://eurobuildcee.com/news/15891-skromny-debiut-capital-park#>).

¹⁰ Madison International Real Estate Liquidity Fund VI 73,78% akcji, Europi Property Group AB 22,02% akcji oraz członkowie zarządu 3,38% akcji.

w kwocie 136 mln zł oraz trzech programów obligacji w kwocie 470 mln zł umożliwiły realizację projektów zakończonych sukcesem, jak Eurocentrum Office Complex, Royal Wilanów i Fabryka Norblina. Capital Park wypłacił łącznie 335 mln zł dywidendy inwestorom. Zdaniem Zarządu, obecne cele i strategię na przyszłość uzgodnioną z akcjonariuszami, Grupa zrealizuje bardziej efektywnie jako spółka prywatna.

Grupa Capital Park reprezentuje przykład biznesu prowadzonego w sposób zgodny z najnowszymi trendami światowymi dotyczącymi ESG, wśród swoich wartości wymienia: innowacyjność, zaufanie, zorientowanie na budowanie wartości, inwestycje w zrównoważony rozwój, skuteczność co przy uwzględnieniu realizowanego modelu biznesowego zapewnia jej dobrą pozycję w branży (tabela 2).

Tabela 2. Analiz 5 sił Portera dla Grupy Capital Park

Rywalizacja między przedsiębiorstwami w branży – duża
Przedsiębiorstwa rywalizują na kilku płaszczyznach, w szczególności: - o atrakcyjne lokalizacje nieruchomości (zakup atrakcyjnych terenów od jednostek samorządu terytorialnego lub podmiotów prywatnych); - o renomowanych najemców (uznane marki), którzy przyciągną innych najemców (współzależność rynku nieruchomości); - o kapitał (banki, inwestorzy, partnerzy joint-venture); stosując innowacyjne rozwiązania projektowe i w obszarze oferowanych usług zarządzania nieruchomościami.
Bariery wejścia – duże
Reprezentowany przez Grupę sektor wysokiej klasy nieruchomości komercyjnych jest kapitałochłonny a także wymaga zaangażowania wysokiej klasy kapitału ludzkiego, intelektualnego (wykwalifikowanych ekspertów, kreatywnych).
Substytuty – niska
Grupa dostarcza wysokiej klasy nowoczesną powierzchnię biurową, handlową w bardzo dobrych lokalizacjach czym przyciąga najemców – podaż takich obiektów jest ograniczona; substytutem / zmiennikiem są obiekt niższych klas, starsze mniej atrakcyjne dla klientów.
Siła przetargowa dostawców – średnia
Dostawcami są w szczególności: generalni wykonawcy realizowanych przez Grupę inwestycji a także podmioty obsługujące nieruchomości komercyjne Grupy (dostawa mediów, usługi ochrony, sprzątania, remontowe. Z uwagi na konkurencję w ww. sektorach Grupa ma silniejszą pozycję.
Siła przetargowa nabywców – średnia
Nabywcami / klientami grupy są najemcy powierzchni komercyjnej – ich siła jest średnia z uwagi na ograniczoną podaż wysokiej klasy nieruchomości komercyjnych.

Źródło: opracowanie własne.

Pozycję Grupy Capital Park w sektorze oceniono na dobrą, opartą o solidne przewagi konkurencyjne: innowacyjność, zaufanie, zorientowanie na budowanie wartości, inwestycje w zrównoważony rozwój. Unikalność Grupy Capital Park wynika z obranego przez Grupę modelu biznesowego, przyjętych wartości i celów strategicznych. Od początku istnienia Grupa kładła nacisk na aspekty środowiskowe, społeczne i ładu korporacyjnego – były one ważne i miały wpływ na realizowaną strategię. Grupa prezentuje odpowiedzialne podejście do biznesu, chcąc być godnym zaufania partnerem, cenionym przez wszystkich interesariuszy (akcjonariuszy i rynek kapitałowy, najemców, instytucje finansowe, pracowników i konsultantów, dostawców, partnerów biznesowych, społeczności lokalne, władze centralne i samorządowe, otoczenie biznesu i konkurentów, stowarzyszenia, organizacje pozarządowe, media). Czynniki wzrostu wartości Grupy (value drivers) zaprezentowano w poniższej tabeli 3.

Tabela 3. Czynniki wzrostu wartości Grupy Capital Park

Czynniki finansowe	Czynniki marketingowe	Czynniki niematerialne
✓ Wartość portfela nieruchomości w zarządzaniu 2,6 mld zł ✓ Wysoki wskaźnik komercjalizacji powierzchni 95% ✓ Zysk operacyjny netto 87 mln zł (wzrost o 102% - 43 mln zł w 2021) ✓ Przychody operacyjne 127 mln zł (wzrost o 94% - 65 mln zł w 2021) ✓ WALUT 5,8 lat (81% umów najmu wygasa po 2026) ✓ Niski wskaźnik zadłużenia (dług netto/aktywa ogółem – 39%) ✓ Niski średni ważony koszt długu 3,04% (2021 - 2,83%) ✓ Gotówka i jej ekwiwalenty 99,3 mln zł ✓ Realizacja istotnej marży deweloperskiej ✓ Kapitalizacja rynkowa 940 mln zł ✓ Wysoka płynność	✓ Kapitał społeczny i relacyjny – reputacja i pozycja rynkowa oraz relacja z brokerami, bliskie i bezpośrednie relacje z najemcami, relacje z bankami, inwestorami, regulatorem, partnerzy biznesowi, wpływ społeczny) ✓ Efektywność i odpowiedzialność w działaniu – zarządzanie wpływem na środowisko i klimat (zrównoważone budownictwo potwierdzone międzynarodowymi certyfikatami), korzystny wpływ na lokalną społeczność, przyjazny pracodawca	✓ Kapitał intelektualny – oryginalne koncepcje stanowiące wartość dodaną projektów, m.in. biuro+ ✓ Kapitał ludzki – wykwalifikowany zespół pracowników i współpracowników ✓ Kapitał produkcyjny – innowacyjne koncepcje miastotwórcze wysokiej jakości, wyjątkowe koncepcje wielofunkcyjne i lokalne koncepcje handlowe – vis à vis, zrównoważone inwestycje, projekty rewitalizacyjne (optymalny portfel nieruchomości)

Źródło: opracowanie własne na podstawie Raport zrównoważonego rozwoju Grupy Kapitałowej Capital Park SA za 2021r., Sprawozdanie zarządu z działalności Capital Park SA oraz Grupy Kapitałowej Capital Park w 2022 r.

Według skonsolidowanego raportu finansowego za 2022 r. na 31.12.2022 r. Grupa Capital Park osiadał aktywa o łącznej wartości 2,6 mln zł. Struktura aktywów Grupy uwarunkowana jest realizowanym modelem biznesowym. Głównym składnikiem majątku Grupy są nieruchomości inwestycyjne generujące przychody czynszowe, w momencie podjęcia przez Zarząd decyzji o ich sprzedaży są one wykazywane jako aktywa trwałe przeznaczone do sprzedaży. Od momentu powstania Grupy w 2010 r. suma bilansowa systematycznie wzrastała z wyjątkiem roku 2019 i 2020 kiedy Grupa przeprowadziła dwie dezinwestycje sprzedając kompleks biurowy Eurocentrum (w tym czasie największy budynek biurowy Grupy o łącznej powierzchni najmu ponad 85,100 m²) z premią 19% do wartości księgowej nieruchomości oraz grunty na Mazurach z premią 18% do ostatniej wartości księgowej nieruchomości. Dodatkowo, na dzień raportowy (31.12.2019.) Zarząd podjął również decyzję o ujawnieniu jako aktywów przeznaczonych do sprzedaży: projektu Royal Wilanów zlokalizowanego w Warszawie oraz niezabudowanej nieruchomości gruntowej, zlokalizowanej w Warszawie, składającej się o łącznej powierzchni 5 984 m². W 2020 r. – roku pandemii COVID-19, Grupa zmniejszyła stan gotówki z 591 mln zł w 2019 r. na 149 mln – spadek o 75% (tabela 4).

Tabela 4. Aktywa Grupy Capital Park w latach 2017-2022 (mln zł)

Wyszczególnienie	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Aktywa trwałe	2 244	2 420	983	1 248	1 772	1 911
% aktywów ogółem	90,8	94,2	45,9	61,8	69,7	73,2
Nieruchomości inwestycyjne	2 174	2 360	891	1 171	1 684	1 788
% aktywów ogółem	88,0	91,8	41,6	58,0	66,3	68,5
Aktywa z tytułu odroczonego CIT	22	3	6	0	0	0
% aktywów ogółem	0,9	0,1	0,3	0,0	0,0	0,0
Inwestycje w jednostki współkontrolowane	43	54	51	41	38	49
% aktywów ogółem	1,7	2,1	2,4	2,0	1,5	1,9
Pozostałe aktywa finansowe	3	1	33	22	21	68
% aktywów ogółem	0,1	0,0	1,5	1,1	0,8	2,6
Pozostałe aktywa trwałe	2	2	2	14	29	6
% aktywów ogółem	0,1	0,1	0,1	0,7	1,1	0,2

Tabela 4. cd. Aktywa Grupy Capital Park w latach 2017-2022 (mln zł)

Wyszczególnienie	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Aktywa obrotowe	227	150	1 159	772	769	699
<i>% aktywów ogółem</i>	9,2	5,8%	54,1	38,2	30,3	26,8
Zapasy	0	0	0	0	0	18
<i>% aktywów ogółem</i>	0	0%	0	0	0	0,7
Pozostałe należności i aktywa obrotowe	15	17	10	25	19	7
<i>% aktywów ogółem</i>	0,6	0,6%	0,5	1,2	0,8	0,3
Należności handlowe	12	16	7	7	11	10
<i>% aktywów ogółem</i>	0,5	0,6%	0,3	0,4	0,5	0,4
Pozostałe aktywa finansowe	7	6	8	8	0	1
<i>% aktywów ogółem</i>	0,3	0,3%	0,4	0,4	0,0	0,0
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	193	110	591	149	172	99
<i>% aktywów ogółem</i>	7,8	4,3	27,6	7,4	6,8	3,8
Aktywa trwale sklasyfikowane jako przeznaczone do sprzedaży	0	0	543	582	566	564
<i>% aktywów ogółem</i>	0	0	25,4	28,8	22,3	21,6
AKTYWA RAZEM	2 471	2 570	2 142	2 020	2 541	2 610

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Grupy Capital Park.

W analizowanym okresie kapitał własny Grupy wzrósł o 8,1% z kwoty 1,09 mln zł w 2017 r. do 1,18 mln zł w 2022. Do istotnych pozycji źródeł finansowania Grupy należą zobowiązania długoterminowe, których średni udział w latach 2017-2022 wyniósł 39,6% – głównym elementem w tej grupie są kredyty i pożyczki bankowe pozyskiwane na realizację inwestycji w nieruchomości, których średni udział w latach 2017-2022 wyniósł 30,4% (tabela 5).

Tabela 5. Pasywa Grupy Capital Park w latach 2017-2022 (mln zł)

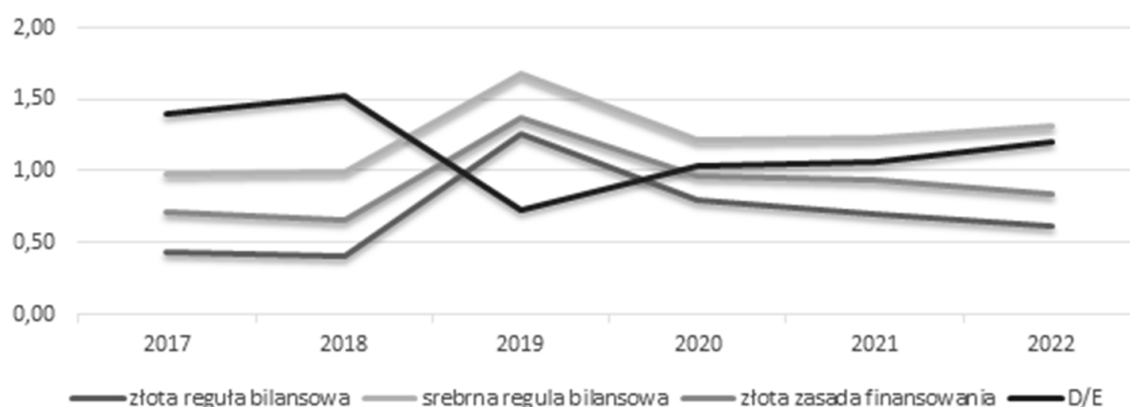
Wyszczególnienie	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Kapitały własne	1 099	1 090	1 241	990	1 230	1 188
<i>Udział w pasywach ogółem</i>	<i>44,5</i>	<i>42,4</i>	<i>57,9</i>	<i>49,0</i>	<i>48,4</i>	<i>45,5</i>
Kapitał zakładowy	106	107	108	108	108	108
<i>Udział w pasywach ogółem</i>	<i>4,3</i>	<i>4,2</i>	<i>5,1</i>	<i>5,4</i>	<i>4,3</i>	<i>4,2</i>
Kapitał zapasowy ze sprzedaży akcji powyżej ceny nominalnej	858	798	778	853	826	826
<i>Udział w pasywach ogółem</i>	<i>34,7</i>	<i>31,0</i>	<i>36,3</i>	<i>42,2</i>	<i>32,5</i>	<i>31,7</i>
Pozostałe kapitały rezerwowe	6	71	73	73	73	211
<i>Udział w pasywach ogółem</i>	<i>0,3</i>	<i>2,8</i>	<i>3,4</i>	<i>3,6</i>	<i>2,9</i>	<i>8,1</i>
Różnice kursowe z przeliczenia	2	5	5	5	0	0
<i>Udział w pasywach ogółem</i>	<i>0,1</i>	<i>0,2</i>	<i>0,2</i>	<i>0,2</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
Niepodzielony wynik finansowy	13	-92	13	-50	222	43
<i>Udział w pasywach ogółem</i>	<i>0,5</i>	<i>-3,6</i>	<i>0,6</i>	<i>-2,5</i>	<i>8,7</i>	<i>1,6</i>
Wynik finansowy bieżącego okresu	-2	85	263			
<i>Udział w pasywach ogółem</i>	<i>-0,1</i>	<i>3,3</i>	<i>12,3</i>			
Udziały niekontrolujące	115	115				
<i>Udział w pasywach ogółem</i>	<i>4,7</i>	<i>4,5</i>				
Zobowiązania długoterminowe	1 207	1 417	403	530	959	1 327
<i>Udział w pasywach ogółem</i>	<i>48,8</i>	<i>55,1</i>	<i>18,8</i>	<i>26,3</i>	<i>37,8</i>	<i>50,9</i>
Kredyty bankowe	1 011	1 089	229	374	715	1 087
<i>Udział w pasywach ogółem</i>	<i>40,9</i>	<i>42,4</i>	<i>10,7</i>	<i>18,5</i>	<i>28,1</i>	<i>41,6</i>
Inne zobowiązania finansowe	4	5	10	24	14	0
<i>Udział w pasywach ogółem</i>	<i>0,2</i>	<i>0,2</i>	<i>0,4</i>	<i>1,2</i>	<i>0,6</i>	<i>0,0</i>
Zobowiązania z tytułu wyemitowanych obligacji	156	193	29	0	0	0
<i>Udział w pasywach ogółem</i>	<i>6,3</i>	<i>7,5</i>	<i>1,4</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
Zobowiązania z tytułu leasingów	0	0	37	49	47	47
<i>Udział w pasywach ogółem</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>1,7</i>	<i>2,4</i>	<i>1,9</i>	<i>1,8</i>
Pozostałe zobowiązania i rezerwy	11	20	7	9	23	14
<i>Udział w pasywach ogółem</i>	<i>0,5</i>	<i>0,8</i>	<i>0,3</i>	<i>0,4</i>	<i>0,9</i>	<i>0,5</i>
Rezerwy z tytułu odroczonego CIT	25	110	91	75	161	179
<i>Udział w pasywach ogółem</i>	<i>1,0</i>	<i>4,3</i>	<i>4,2</i>	<i>3,7%</i>	<i>6,3%</i>	<i>6,9</i>

Tabela 5. cd. Pasywa Grupy Capital Park w latach 2017-2022 (mln zł)

Wyszczególnienie	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Zobowiązania krótkoterminowe	165	63	499	500	351	94
<i>Udział w pasywach ogółem</i>	6,7	2,5	23,3	24,8	13,8	3,6
Kredyty bankowe	83	31	28	114	275	60
<i>Udział w pasywach ogółem</i>	3,4	1,2	1,3	5,7	10,8	2,3
Inne zobowiązania finansowe	0	0	2	7	1	0
<i>Udział w pasywach ogółem</i>	0,0	0,0	0,1	0,4	0,0	0,0
Zobowiązania z tytułu wyemitowanych obligacji	54	12	163	32	0	0
<i>Udział w pasywach ogółem</i>	2,2	0,5	7,6	1,6	0	0
Zobowiązania z tytułu leasingów	0	0	2	2	2	3
<i>Udział w pasywach ogółem</i>	0	0	0,1	0,1	0,1	0,1
Zobowiązania handlowe	17	8	4	5	11	3
<i>Udział w pasywach ogółem</i>	0,7	0,3	0,2	0,3	0,4	0,1
Pozostałe zobowiązania i rezerwy	11	12	17	26	52	17
<i>Udział w pasywach ogółem</i>	0,5	0,5	0,8	1,3	2,1	0,6
Zobowiązania Grupy do zbycia klasyfikowane jako przeznaczone do sprzedaży			283	313	11	11
<i>Udział w pasywach ogółem</i>			13,2	15,5	0,4	0,4

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Grupy Capital Park.

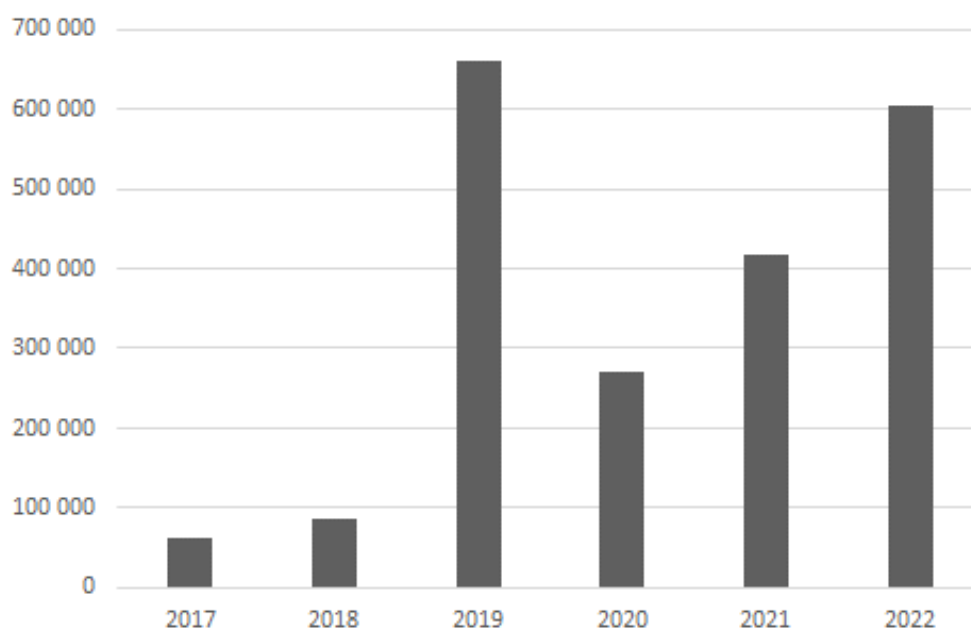
Analizując strukturę majątkowo-kapitałową Grupy można zauważyć, że złota reguła bilansowa (1. stopień pokrycia) była zachowana jedynie w 2019 r. (1,26), natomiast srebrna reguła bilansowa (2. stopień pokrycia) praktycznie w całym okresie (rys. 2). Rok 2019 wyróżnia się na tle pozostałych najwyższymi poziomami wskaźników, co wynika ze sprzedaży przez Grupę w tym roku dwóch nieruchomości: kompleksu biurowego Eurocentrum w Warszawie (w tym czasie największy budynek biurowy Grupy o łącznej powierzchni najmu ponad 85,100 m²) oraz gruntów na Mazurach, z premią do ostatniej wartości księgowej 19% i 18%.



Rys. 2. Wybrane wskaźniki oceny struktury majątkowo-kapitałowej Grupy Capital Park w latach 2017-2022

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Grupy Capital Park.

Od 2017 r. Grupa dysponowała dodatnim kapitałem obrotowym netto, którego wartość znacząco wzrosła w 2019 r. po sprzedaży dwóch nieruchomości i spłacie części kredytów bankowych (rys. 3).



Rys. 3. Kapitał obrotowy netto kapitałowej Grupy Capital Park w latach 2017-2022 (mln zł)

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Grupy Capital Park.

W analizowanym okresie Grupa generowała dodatni wynik finansowy na każdym poziomie działalności z wyjątkiem roku 2017 i 2020. W 2020 r. na skutek pandemii COVID-19 i związanych z nią obostrzeń (lockdown) poniosła stratę na działalności gospodarczej w wysokości 15 mln zł, odnotowując spadek zysku operacyjnego netto (NOI) o 56% z 92 mln zł w 2019 r. do 40 mln w 2020 r. co wynikało ze spadku przychodów ze sprzedaży o 53% z 124 mln zł w 2019 r. do 58 mln zł w 2020 (tabela 6).

Tabela 6. Rachunek zysków i strat Grupy Capital Park w latach 2017-2022 (mln zł)

Wyszczególnienie	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Przychody z wynajmu	126	117	98	47	53	101
<i>dynamika rok do roku w %</i>		-6,9	-16,4	-52,4	12,8	91,5
Przychody związane z funkcjonowaniem nieruchomości		29	26	11	13	27
<i>dynamika rok do roku w %</i>			-10,2	-57,5	16,5	109,0
Przychody operacyjne	126	146	124	58	65	127
<i>dynamika rok do roku w %</i>		16,0	-15,2	-53,4%	13,5	94,9
Koszty bezpośrednio związane z nieruchomościami	33	37	32	17	22	40
<i>dynamika rok do roku w %</i>		14,0	-14,2	-46,1	30,0	80,8
Zysk operacyjny netto (NOI)	93	109	92	40	43	87
<i>dynamika rok do roku w %</i>		16,7	-15,5	-56,0	6,5	102,2
Pozostałe przychody, w tym z tytułu usług zarządzania	2	3	4	4	14	14
<i>dynamika rok do roku w %</i>		70,7	40,8	15,5	237,1	-0,7
Koszty funkcjonowania spółek celowych	6	6	4	3	3	5
<i>dynamika rok do roku w %</i>		-3,8	-31,3	-25,9	8,1	36,4
Koszty ogólnego zarządu	11	8	21	14	13	16
<i>dynamika rok do roku w %</i>		-26,5	151,8	-33,6	-6,2	24,2
Koszty remontów i napraw nieruchomości	1	1	0	b.d.	b.d.	b.d.
<i>dynamika rok do roku w %</i>		-8,6	-93,2			
Koszty wyceny programu motywacyjnego	2	6	2	b.d.	b.d.	b.d.
<i>dynamika rok do roku w %</i>		226,5	-60,3			
Zyski/straty z aktualizacji wyceny nieruchomości	-85	79	162	46	261	4
<i>dynamika rok do roku w %</i>		193,5	105,1	-71,5	464,6	-98,6

Tabela 6. cd. Rachunek zysków i strat Grupy Capital Park w latach 2017-2022 (mln zł)

Wyszczególnienie	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Pozostałe koszty	4	1	0	2	0	10
<i>dynamika rok do roku w %</i>		-81,7	-80,2	1719,4	-91,4	5036,3
Udział w zysku/stracie jednostek wycenianych metoda praw własności	9	3	2	0	0	-1
<i>dynamika rok do roku w %</i>		-65,7	-31,4	-99,2	2700,0	361,8
Utrata kontroli nad jednostkami zależnymi	0	0	135	1	0	2
<i>dynamika rok do roku w %</i>				-99,6		
Zysk/strata z działalności operacyjnej	-5	172	367	72	302	74
<i>dynamika rok do roku w %</i>		3559,8	113,6	-80,4	319,3	-75,5
Przychody z tytułu dywidend	0	0	1	0	0	0
<i>dynamika rok do roku w %</i>				-68,3		
Przychody z tytułu odsetek	2	3	3	3	2	4
<i>dynamika rok do roku w %</i>		21,2	23,7	-13,7	-30,3	94,6
Koszty odsetek	40	41	34	18	20	37
<i>dynamika rok do roku w %</i>		2,1	-16,1	-48,0	9,3	91,4
Pozostałe przychody i koszty finansowe	47	-37	-11	-72	6	44
<i>dynamika rok do roku w %</i>		-179,4	-70,0	547,9	108,9	585,2
Zysk/strata przed opodatkowaniem	4	97	326	-15	291	84
<i>dynamika rok do roku w %</i>		2409,6	237,4	-104,5	2074,6	-71,0
Podatek dochodowy	-14	-5	-63	-9	-46	-19
<i>dynamika rok do roku w %</i>		-59,7	1048,3	-85,7	406,8	-58,6
Zysk/strata netto	-10	91	263	-24	246	66
<i>dynamika rok do roku w %</i>		1037,5	188,7	-109,0	1134,5	-73,3

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Grupy Capital Park.

W 2021 r. Grupa odnotowała zysk z działalności w kwocie 291 mln zł i zysk netto w wysokości 246 mln zł co wynikało głównie z uzyskania zysku z aktualizacji wyceny nieruchomości w kwocie 261 mln zł. W 2022 r. Grupa odnotowała znaczący wzrost przychodów operacyjnych o 95% (127 mln zł w porównaniu z rokiem 2021 – 65 mln zł), w tym przychodów z wynajmu o 93,5% (101 mln zł

w porównaniu z rokiem 2021 – 53 mln zł, co wynikało z oddania do użytku we wrześniu 2021 r. kluczowej inwestycji Grupa – Fabryki Norblina¹¹.

Przychody ze sprzedaży Grupy obejmują dwie kategorie: przychody z wynajmu powierzchni w nieruchomościach z portfela Grupy oraz przychody związane z funkcjonowaniem nieruchomości (*service charge*), czyli opłaty wnoszone przez najemców poza czynszem dotyczące utrzymania części wspólnych w obiektach (obsługa techniczna, sprzątanie, ochrona, media etc.). Przychody z wynajmu stanowią średnio 80% wpływów ze sprzedaży (tabela 7).

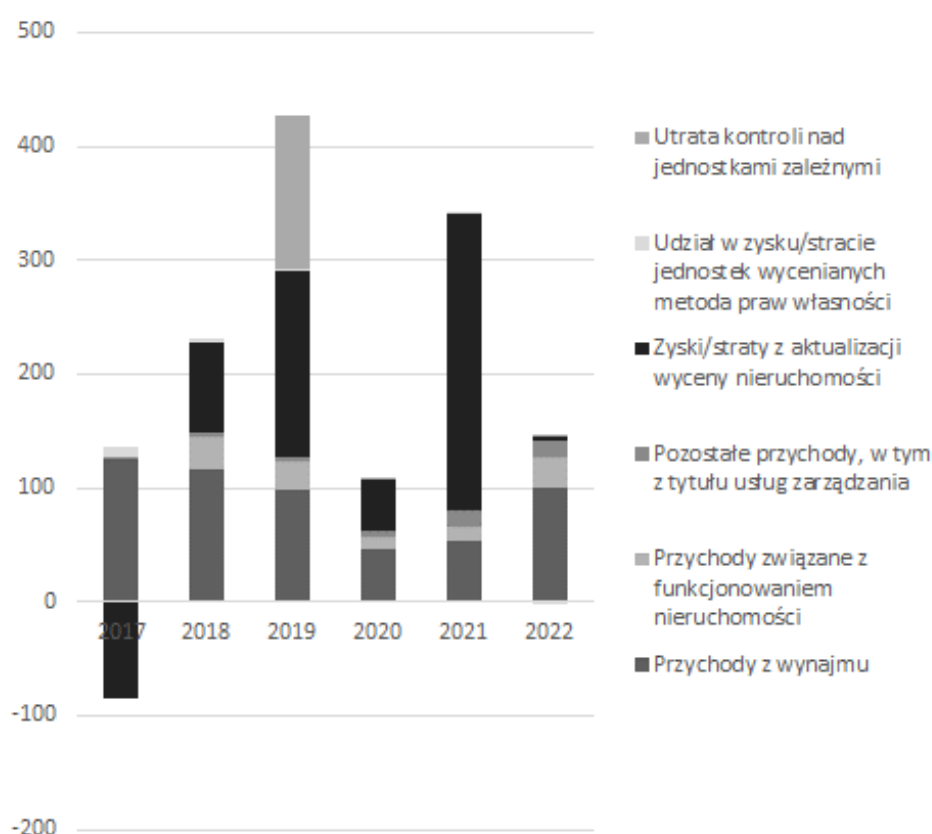
Tabela 7. Przychody z podstawowej działalności operacyjnej Grupy Capital Park w latach 2017-2022 (mln zł)

Wyszczególnienie	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Przychody operacyjne:	126	146	124	58	65	127
1) przychody z najmu	b.d.	b.d.	98	47	53	101
	b.d.	b.d.	79,2%	81,0%	80,4%	79,0%
a) kluczowe inwestycje	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	36	81
	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	69,1%	80,0%
b) pozostałe inwestycje	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	16	20
	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	30,9%	20,0%
2) przychody związane z funkcjonowaniem nieruchomości (<i>servis charge</i>)	b.d.	b.d.	26	11	13	27
	b.d.	b.d.	20,8%	19,0%	19,6%	21,0%
a) kluczowe inwestycje	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	11	24
	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	82,4%	91,0%
b) pozostałe inwestycje	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	2	2
	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	17,6%	9,0%

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Grupy Capital Park.

Do pozostałych przychodów operacyjnych Grupa zalicza, m.in.: przychody z tytułu usług zarządzania, zysk/stratę z aktualizacji wyceny nieruchomości, udział w zysku/stracie jednostek wycenianych metodą praw własności (rys. 4).

¹¹ Powierzchnia najmu brutto (GLA) wynosi 65 622 m²: biura: 41 371 m², zdrowie i uroda: 2 174 m², artykuły spożywcze: 1 955 m², gastronomia: 6 303 m², rozrywka: 10 078 m², pozostała część handlowa: 2 892 m², usługi: 849 m², 724 miejsca parkingowe podziemne). Wartość księgowa 1 595 mln zł (328 mln euro).



Rys. 4. Przychody operacyjne Grupy Capital Park w latach 2017-2022 (mln zł)

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Grupy Capital Park.

Widoczny w 2019 r. zysk z aktualizacji wartości nieruchomości wynika głównie ze wzrostu wartości projektu Fabryka Norblina, oraz Eurocentrum Hotel i Rezydencje, w stosunku do 31 grudnia 2018 r. Z kolei, odnotowany w 2021 r. zysk z aktualizacji wartości nieruchomości wynika przede wszystkim ze wzrostu wartości Fabryki Norblina w związku z zakończeniem budowy i oddaniem jej do użytkowania w sierpniu 2021 roku oraz wzrostu wartości Royal Wilanów. Większość nieruchomości inwestycyjnych jest wyceniana i finansowana w euro. Ponieważ aktywa te są aktualizowane według kursu waluty na koniec każdego okresu sprawozdawczego, wycena z tytułu zmiany kursu walutowego istotnie wpływa na wynik finansowy okresu sprawozdawczego.

Koszty operacyjne Grupy obejmują: koszty bezpośrednio związane z nieruchomościami (usługi obce, zużycie materiałów, wynagrodzenia, amortyzacja, podatki i opłaty, pozostałe), koszty funkcjonowania spółek celowych, koszty ogólnego zarządu oraz zajmujące dominującą pozycję pozostałe koszty stanowiące głównie odpisy aktualizujące rzeczowe aktywa trwałe wynikające z rozpoznania utraty ich wartości (tabela 8).

Tabela 8. Koszty operacyjne Grupy Capital Park w latach 2017-2022 (mln zł)

Wyszczególnienie	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Koszty bezpośrednio związane z nieruchomościami	33	37	32	17	22	40
<i>Udział w kosztach operacyjnych ogółem</i>	<i>0,9%</i>	<i>5,2%</i>	<i>17,0%</i>	<i>0,7%</i>	<i>9,3%</i>	<i>0,4%</i>
Koszty funkcjonowania spółek celowych	6	6	4	3	3	5
<i>Udział w kosztach operacyjnych ogółem</i>	<i>0,2%</i>	<i>0,9%</i>	<i>2,2%</i>	<i>0,1%</i>	<i>1,4%</i>	<i>0,0%</i>
Koszty ogólnego zarządu	11	8	21	14	13	16
<i>Udział w kosztach operacyjnych ogółem</i>	<i>0,3%</i>	<i>1,2%</i>	<i>11,2%</i>	<i>0,6%</i>	<i>5,5%</i>	<i>0,2%</i>
Koszty remontów i napraw nieruchomości	1	1	0	b.d.	b.d.	b.d.
<i>Udział w kosztach operacyjnych ogółem</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,1%</i>	<i>0,0%</i>			
Koszty wyceny programu motywacyjnego	2	6	2	b.d.	b.d.	b.d.
<i>Udział w kosztach operacyjnych ogółem</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,8%</i>	<i>1,2%</i>			
Pozostałe koszty	3 558	652	129	2 347	201	10 324
<i>Udział w kosztach operacyjnych ogółem</i>	<i>98,5%</i>	<i>91,8%</i>	<i>68,5%</i>	<i>98,6%</i>	<i>83,8%</i>	<i>99,4%</i>
Razem	3 611	710	188	2 381	240	10 385

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Grupy Capital Park.

Jak można zaobserwować w analizowanym okresie koszty bezpośrednio związane z nieruchomościami spadły znacząco w 2020 r., co miało związek ze sprzedażą w 2019 r. kompleksu biurowego Eurocentrum w Warszawie (w tym czasie największy budynek biurowy Grupy o łącznej powierzchni najmu ponad 85,100 m²). W kolejnych latach zaczęły rosnąć, co z kolei wynikało z faktu oddania do użytku w 2021 r. kluczowej inwestycji w Warszawie Fabryki Norblina.

Poddając analizie marże na różnych rodzajach działalności Grupy można zauważyć ich znaczne wahania. Wynika to, po części z realizowanego przez Grupę modelu biznesowego, w którym głównym źródłem regularnych przychodów są wynajmowane nieruchomości a – w określonych warunkach rynkowych – przychody z realizowanych sprzedaży z zamiarem uzyskiwania ponadprzeciętnych stóp zwrotu. Najlepiej wypadają lata 2019 i 2021. W 2019 r. Grupa sprzedała dwie nieruchomości ze swojego portfela realizując marże EBIT na poziomie 296,9%, marżę zysku netto 212,5% (tabela 9). Z kolei w 2021 r. oddano do użytku

flagową inwestycję Fabrykę Norblina, zwiększając głównie przychody z najmu i usług zarządzania oraz odniesiono zysk w wysokości 261 mln zł z aktualizacji wyceny nieruchomości.

Tabela 9. Marże na różnych rodzajach działalności Capital Park w latach 2017-2022

Wyszczególnienie	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Marża zysku netto ROS	-7,7%	62,5%	212,5%	-41,2%	375,5%	51,5%
Marża zysku brutto	3,1%	66,2%	263,2%	-25,6%	445,2%	66,3%
Marża zysku operacyjnego (marża EBIT)	-4,0%	117,9%	296,9%	125,1%	462,3%	58,2%

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Grupy Capital Park.

W analizowanym okresie Grupa utrzymywała dodatnie przepływy z działalności operacyjnej, najwyższe w latach 2017-2019 – w 2018 r. przepływy z działalności operacyjnej przekroczyły kwotę 106 mln zł, co wynikało ze wzrostu przychodów z najmu oraz gotówki operacyjnej (tabela 10). Znaczący spadek tych przepływów odnotowano w 2020 roku (wybuchu pandemii) wyniosły zaledwie 18,5 mln zł. Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej w całym analizowanym okresie z wyjątkiem 2019 r. były ujemne, co wynikało z realizowanej przez Grupę strategii i nabywania nieruchomości inwestycyjnych, jak również udziałów w spółkach zależnych i udzielania pożyczek jednostkom współkontrolowanym. Dodatni przepływ z działalności inwestycyjnej w 2019 r. wynikał z wpływów z tytułu sprzedaży udziałów i certyfikatów w jednostkach zależnych w kwocie 553 mln zł oraz spłat udzielonych pożyczek.

Tabela 10. Rachunek przepływów pieniężnych Capital Park w latach 2017-2022 (mln zł)

Wyszczególnienie	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej	85	106	86	18	39	22
Amortyzacja	0,5	0,5	1	1	1	2
Przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej	-88	-115	386	-249	-207	-88
CAPEX	123	112	154	256	332	95
Przepływy pieniężne netto z działalności finansowej	40	-74	22	-237	177	-9
Przepływy pieniężne netto razem	37	-83	494	-467	8	-75

Tabela 10. cd. Rachunek przepływów pieniężnych Capital Park w latach 2017-2022 (mln zł)

Wyszczególnienie	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Bilansowa zmiana stanu środków pieniężnych	37	-83	494	-439	7	-73
różnice kursowe dotyczące środków pieniężnych				28	-1	2
Środki pieniężne na początek okresu	157	193	110	604	165	172
Środki pieniężne na koniec okresu	193	110	604	165	172	99

Źródło: Sprawozdania finansowe Grupy Capital Park.

Przepływy z działalności finansowej Grupy były naprzemiennie dodatnie i ujemne, co wynikało głównie z uzyskiwania wpływów z emisji obligacji, zaciągniętych kredytów oraz wykupu obligacji i spłaty kredytów i pożyczek. Najniższy poziom przepływów odnotowano w 2020 r. (- 236,6 mln zł) co miało związek z wykupem obligacji na kwotę 173 mln zł oraz wypłaconą dywidendą na w kwocie 227 mln zł. Przepływy pieniężne razem były na przemian dodatnie i ujemne – najwyższe w 2019 r. w kwocie 493,9 mln zł (efekt wysokich przepływów z działalności inwestycyjnej) a najniższe w 2020 r. (-467,4 mln zł) – wykup obligacji i wypłacona dywidenda na łączną kwotę 400 mln zł.

W ramach analizy wskaźnikowej zbadano: rentowność, płynność, zadłużenie i sprawność działania. W analizowanym okresie, poza rokiem 2017 r. Grupa uzyskiwała zysk netto z działalności gospodarczej – najlepszym rokiem jest rok 2019, w którym Grupa sprzedała dwie nieruchomości ze swojego portfela: ROE 5,64%, ROA 2,8%, rentowność operacyjna aktywów 17,1% (tabela 11).

Tabela 11. Analiza wskaźnikowa Grupy Capital Park w latach 2017-2022

Wskaźniki	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Rentowność						
Rentowność kapitałów własnych ROE	-0,23%	2,08%	5,64%	-0,53%	5,53%	1,36%
Rentowność aktywów ROA	-0,1%	0,9%	2,8%	-0,3%	2,7%	0,6%
Rentowność operacyjna aktywów	-0,2%	6,7%	17,1%	3,6%	11,9%	2,8%
Płynność						
Ujęcie statyczne						
Wskaźnik płynności bieżącej (WPB)	1,4	2,4	2,3	1,5	2,2	7,4
Wskaźnik płynności przyspieszonej (WPP)	1,4	2,4	2,3	1,5	2,2	7,3
Wskaźnik płynności natychmiastowej (WPN)	1,2	1,8	1,2	0,3	0,5	1,1

Tabela 11. cd. Analiza wskaźnikowa Grupy Capital Park w latach 2017-2022

Wskaźniki	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Ujęcie dynamiczne						
Wskaźnik wydajności gotówkowej sprzedaży	68%	73%	69%	32%	60%	17%
Wskaźnik wydajności gotówkowej zysku	-1719%	62%	23%	26%	13%	30%
Wskaźnik wydajności gotówkowej aktywów	3%	4%	4%	1%	2%	1%
Wskaźnik wystarczalności gotówki operacyjnej na spłatę zobowiązań ogółem	6%	7%	10%	2%	3%	2%
Wskaźnik wystarczalności gotówki operacyjnej na spłatę zobowiązań długoterminowych	7%	7%	21%	3%	4%	2%
Wskaźnik wystarczalności gotówki operacyjnej na spłatę zobowiązań bieżących	52%	169%	17%	4%	11%	24%
Wskaźnik udziału amortyzacji w przepływach pieniężnych netto z działalności operacyjnej	0,5%	0,4%	0,6%	3,4%	2,7%	87,0%
Zadłużenie						
Złota reguła bilansowa	0,44	0,40	1,26	0,79	0,69	0,62
Srebrna reguła bilansowa	0,98	0,99	1,67	1,22	1,24	1,32
Złota zasada finansowania	0,72	0,66	1,38	0,96	0,94	0,84
D/E	1,39	1,52	0,73	1,04	1,07	1,20
Sprawność działania						
Cykl rotacji zapasów	0	0	0	0	0	161
Cykl rotacji należności	35	35	33	44	52	30
Cykl rotacji zobowiązań	186	119	64	95	132	64
Cykl operacyjny	35	35	33	44	52	192
Cykl konwersji gotówki	-151	-84	-30	-51	-79	127

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Grupy Capital Park.

Poddając analizie płynność należy zauważyć, iż Grupa nie miała problemów z płynnością nawet w 2020 r. kiedy wybuchła pandemia. Możemy za to mówić o niewielkiej nadpłynności w latach 2018-2019 co miało związek z podjęciem decyzji o sprzedaży dwóch nieruchomości inwestycyjnych i wykazywaniu ich w aktywach obrotowych, jak również ze sprzedażą dwóch innych projektów w 2019 r.

3. Wycena metodą dochodową FCFF na dzień 31.12.2022

3.1. Założenia przyjęte dla potrzeb metody dochodowej

Na potrzeby wyceny metodą dochodową opracowano prognozy na okres 01.01.2023.-31.12.2027:

- ✓ rachunku zysków i strat (tabela 12),
- ✓ bilansu (tabela 13),
- ✓ rachunku przepływów pieniężnych (tabela 14) oraz
- ✓ kosztu kapitału.

Grupa nie publikuje swoich prognoz.

Tabela 12. Prognoza rachunku zysków i strat w okresie 01.01.2023.-31.12.2027
w mln zł

Rachunek zysków i strat	2023 P	2024 P	2025 P	2026 P	2027 P
Przychody	147	162	187	213	242
- Koszty operacyjne (bez amortyzacji) (OPEX)	42	44	43	48	55
= EBITDA	115	132	150	171	120
- Amortyzacja	20	20	20	21	21
= Zysk operacyjny (EBIT)	80	84	94	111	129
- Koszty finansowe	100	100	100	100	100
= Zysk brutto	-15	-5	12	30	51
- Podatek	-3	-1	2	6	10
= Zysk netto	-13	-4	9	24	41

Źródło: opracowanie własne na podstawie przeprowadzonych obliczeń.

Tabela 13. Prognoza bilansu okresie 01.01.2023.-31.12.2027. w mln zł

Aktywa	BO	2023 P	2024 P	2025 P	2026 P	2027 P
Operacyjne aktywa trwałe	1 837	1 857	1 876	1 896	1 915	1 934
Nieoperacyjne aktywa trwałe	74	74	74	74	74	74
Aktywa obrotowe	699	700	701	731	780	852
Zapasy	18	21	23	26	30	34
Należności	17	20	22	25	28	32
Gotówka i ekwiwalenty	99	95	91	115	156	220
Rozliczenia międzyokresowe	1	1	1	1	1	2
Aktywa trwałe przeznaczone do sprzedaży	564	564	564	564	564	564
Suma aktywów	2 610	2 631	2 651	2 701	2 769	2 860
Pasywa						
Kapitał własny	1 188	1 176	1 172	1 181	1 205	1 247
Zobowiązania odsetkowe (IBD)	1 206	1 208	1 208	1 208	1 208	1 208
Rezerwy	210	243	267	307	350	399
Zobowiązania nieodsetkowe	3	4	4	5	6	7
Leasing fin. krótkoterminowy	3	0	0	0	0	0
Suma pasywów	2 610	2 631	2 651	2 701	2 769	2 860

Źródło: opracowanie własne na podstawie przeprowadzonych obliczeń.

Tabela 14. Prognoza rachunku przepływów pieniężnych w okresie 01.01.2023.-31.12.2027. w mln zł

	Rachunek przepływów pieniężnych	2023 P	2024 P	2025 P	2026 P	2027 P
	Zysk netto	-13	-4	9	24	41
+	Amortyzacja	20	20	20	21	21
+	Nakłady na kapitał obrotowy (WCI)	28	21	34	36	41
+	Odsetki	100	100	100	100	100
=	Przeływy operacyjne	135	136	163	181	203
=	Przeływy inwestycyjne	-40	-40	-40	-40	-40
+	Zaciągnięcia (+) / Spłaty (-) kredytu	0	0	0	0	0
+	Dopłaty (+) / Wypłaty (-) na rzecz właścicieli	0	0	0	0	0
+	Odsetki	-100	-100	-100	-100	-100
=	Przeływy finansowe	0	-100	-100	-100	-100
=	Suma przepływów	0	-5	24	41	63
+	Saldo początkowe środków płynnych	99	99	91	115	156
=	Saldo środków pieniężnych	99	95	91	115	220

Źródło: opracowanie własne na podstawie przeprowadzonych obliczeń.

Koszt kapitału własnego został obliczony na podstawie modelu *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Model ten został opracowany w latach 60. XX wieku przez czterech pracujących niezależnie ekonomistów: Jacka Treynora, Williama Sharp'a, Johna Lintnera i Jana Mossina. Zastosowano następujący wzór:

$$r_e = r_f + \beta \cdot \text{MRP},$$

gdzie:

- r_e – koszt kapitału własnego,
- r_f – stopa wolna od ryzyka (rentowność 10-letnich obligacji skarbowych),
- β – współczynnik określający udział danego papieru wartościowego w ryzyku rynkowym (opublikowany przez Damodarana dla sektora),
- MRP (*Market Risk Premium*) – premia za ryzyko rynkowe.

WACC (*Weighted Average Cost of Capital*), czyli średni ważony koszt kapitału, został obliczony w następujący sposób (tabela 15):

Tabela 15. Prognoza kosztu kapitału na lata 2023-2027

WACC		5,70%
Beta <i>Real Estate (General/Diversified)</i> – A. Damodaran*		0,46
Market D/E <i>Real Estate (General/Diversified)</i> – A. Damodaran*		116,24%
Dane ogólnorynkowe		
Stopa wolna od ryzyka (<i>Risk free rate</i>) - Poland 10Y Bond Yield		6,842%
Premia za ryzyko rynkowe (<i>Market Risk Premium</i>) - P. Fernandez (mediana)**		6,00%
Stopa podatkowa (<i>Income tax rate in Poland</i>)		19,0%
Dane dotyczące wycenianego podmiotu		
Udział długu w strukturze finansowania		53,76%
Udział kapitału własnego w strukturze finansowania		46,24%
Koszty kapitału własnego r_e		9,602%
Koszt długu r_d		2,89%

*A. Damodaran, <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

** P. Fernandez, T. García and J.A. Fernandez (2022), *Survey: Market Risk Premium and Risk-Free Rate Used for 95 Countries in 2022* (May 23, 2022) <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3803990>

Źródło: opracowanie własne na podstawie przeprowadzonych obliczeń.

3.2. Oszacowanie wartości metodą dochodową FCFF

W oparciu o przyjęte założenia oszacowano wartość wewnętrzną jednej akcji Grupy przy wykorzystaniu metodę zdyskontowanych przepływów pieniężnych DCF (ang. *Discounted Cash Flows*) w wariantcie FCFF (ang. *Free Cash Flow to the Firm*), model dwufazowy (tabela 16).

Tabela 16. Wycena grupy metodą FCFF na 31.12.2022. w mln zł

	FCFF	2023 P	2024 P	2025 P	2026 P	2027 P
	Przychody	142	151	158	165	170
-	Koszty operacyjne (bez amort.) (OPEX)	42	44	47	48	50
=	EBITDA	101	107	112	116	120
-	Amortyzacja	20	20	21	21	21
=	Zysk operacyjny (EBIT)	80	86	91	95	98
-	Podatek	15	16	17	18	19
=	NOPAT (zysk operacyjny po opodatkowaniu)	65	70	74	77	80
+	Amortyzacja	20	20	21	21	21
-	Nakłady na kapitał obrotowy (WCI)	-21	-12	-11	-9	-7
-	Wydatki inwestycyjne (CAPEX)	50	50	50	50	50
+	Wartość rezydualna lub CV					1 685
=	FCFF + CV	56	52	55	57	1 743
	D FCFF	53	47	47	46	1 321
=	EV	1 513				
+	NOA & gotówka	737				
=	V	2 251				
-	D	1 208				
=	E (wartość udziałów)	1 043				
	P/BV	0,88				
	Liczba akcji	108 333 998				
	Wartość w pln na 1 akcję	9,62				
	Cena akcji z 30.12.2022 w pln	8,68				

Źródło: opracowanie własne na podstawie przeprowadzonych obliczeń.

4. Wycena metodą porównawczą na dzień 31.12.2022.

4.1. Dobór spółek porównywalnych

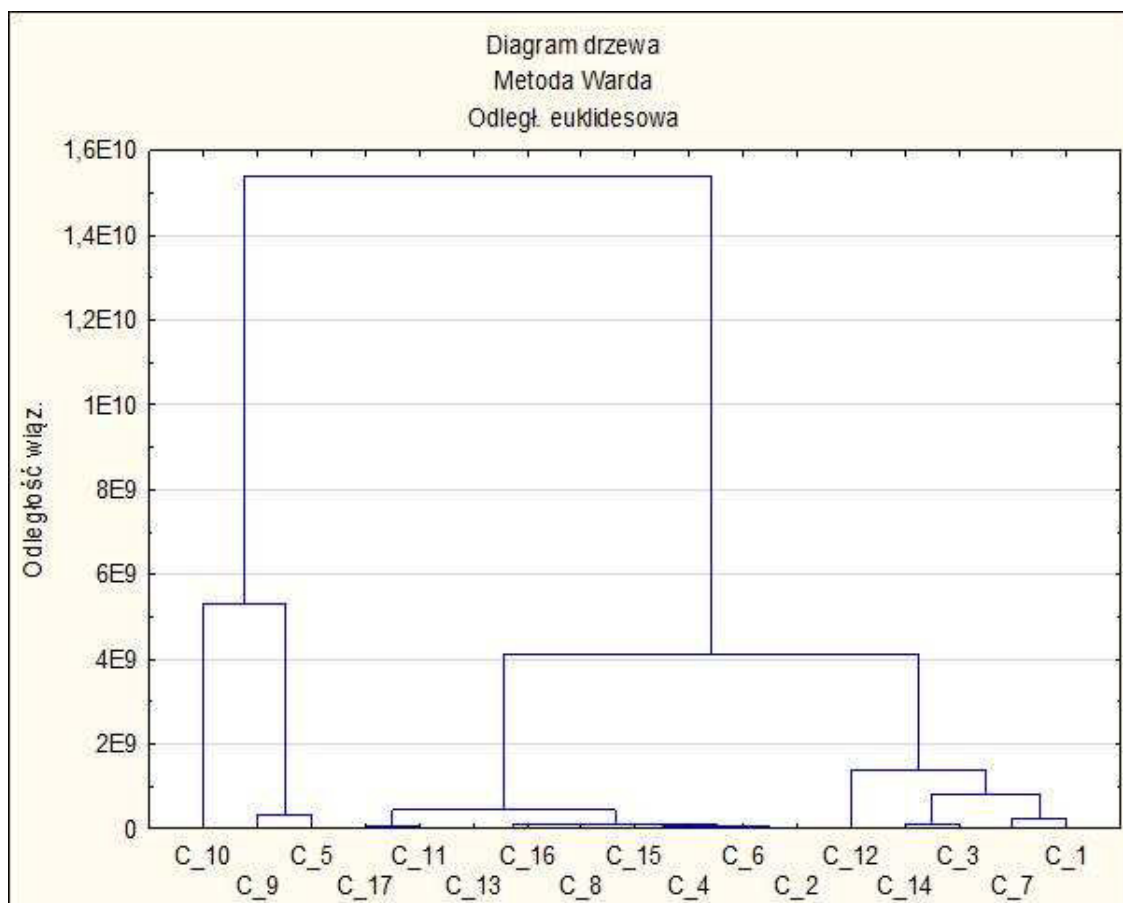
Wyceniana Grupa Capital Park od 2013 roku jest notowana na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, sklasyfikowana w sektorze nieruchomości. Na ogólną liczbę 418 spółek notowanych giełdzie papierów wartościowych w Warszawie 8,4% (35 spółek) reprezentuje sektor nieruchomości, z czego: 17 stanowią deweloperzy spekulanci nastawieni na sprzedaż zrealizowanych inwestycji, 17 stanowią deweloperzy inwestorzy, którzy po zakończeniu realizacji inwestycji nie sprzedają ich, lecz zatrzymują w swoim portfelu czerpiąc dochody z najmu – w tej grupie mieści się Capital Park. Z uwagi na model biznesowy wycenianej Grupy Capital Park dalszym analizom poddano 16 spółek deweloperskich nastawionych na wynajem nieruchomości (tabela 17).

Tabela 17. Spółki deweloperskie (deweloperzy inwestorzy) notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie – główne charakterystyki giełdowe

Up.	Spółka	Indeksy	Profil	Kurs akcji z 30.12.2021. (zł)	Kurs akcji z 02.03.2022. (zł)	kurs 02.03.22. (zł)	Liczba akcji	Kapitałizacja	Przychody 2021 (mln zł)	Przychody 2022 (mln zł)	ROE 2022	ROA 2022	P/E (cena / zysk)	P/BV (cena / wartość księgową)	cena / zysk operacyjny	EV/EBIT DA	EV/EBIT	EV/Sales
1	CAPITAL PARK SPÓŁKA AKCYJNA (CPG)	Główny Rynek Wynajem nieruchomości	Wynajem nieruchomości	9,50	8,68	9	108 333 598,00	940 339 102,64	65,39	121,45	5,52%	2,51%	14,33	0,79	12,67	27,25	27,47	16
2	BBI DEVELOPMENT SPÓŁKA AKCYJNA (BBD) G	(3) Główny Rynek WIG-nieruchomości, WIG-Poland, WIG-WIG240, WIG-GBOT, WIG-Poland, WIG-WIG240, WIG-GBOT, WIG-Poland, WIG-WIG240, WIG-GBOT	Wynajem nieruchomości	5,10	3,83	4,2	10 133 584,00	38 811 626,72	20,50	bd	-4,86%	-2,83%	n	0,44	31,1	40,59	64,69	3,13
3	CAVIATINA HOLDING SPÓŁKA AKCYJNA (CAV)	(6) Główny Rynek WIG240, WIG-GBOT, WIG-Poland, WIG-WIG240, WIG-GBOT, WIG-Poland, WIG-WIG240, WIG-GBOT	Wynajem nieruchomości	22,18	20,10	19,8	25 425 034,00	511 063 283,40	40,45	bd	11,27%	4,96%	3,97	0,45	2,43	7	7,26	23,41
4	CPD SPÓŁKA AKCYJNA (CPD)	(3) Główny Rynek WIG-nieruchomości, WIG-Poland, WIG-GBOT, WIG-Poland, WIG-GBOT	Wynajem nieruchomości	7,15	9,20	10,2	8 966 185,00	82 488 902,00	19,08	bd	-2,55%	-1,14%	n	0,77	n	86,9	-33,62	3,13
5	CPI FIM SA (OPG)	Główny Rynek Wynajem nieruchomości	Wynajem nieruchomości	2,50	2,50	2,5	1 279 198 976,00	3 197 597 440,00	311,03	bd	28,32%	4,55%	9,2	2,61	5,47	15,11	15,59	84,55
6	CZERWONA TOREKA SPÓŁKA AKCYJNA (CZT)	Główny Rynek Wynajem nieruchomości	Wynajem nieruchomości	0,47	0,64	0,72	75 025 066,00	48 016 682,24	25,58	bd	8,95%	4,84%	2,97	0,27	1,45	0,5	0,51	2,1
7	ECHO INVESTMENT SPÓŁKA AKCYJNA (ECH)	(6) Główny Rynek WIG240, WIG-GBOT, WIG-Poland, WIG-WIG240, WIG-GBOT, WIG-Poland, WIG-WIG240, WIG-GBOT	Wynajem nieruchomości	4,03	3,36	3,185	352 788 834,00	1 185 370 482,24	1 532,67	1 394,31	7,74%	2,09%	11,04	0,85	5,09	10,72	11,31	2,23
8	ELKOP SE (EKP)	(3) Główny Rynek WIG-nieruchomości, WIG-Poland, WIG-GBOT, WIG-Poland, WIG-GBOT	Wynajem nieruchomości	0,44	0,37	0,3775	46 047 200,00	17 129 558,40	12,29	bd	5,75%	3,78%	3,96	0,23	2,48	6,22	6,37	3,2
9	GLOBE TRADE CENTRE SPÓŁKA AKCYJNA (GTC)	(3) Główny Rynek WIG-nieruchomości, WIG-Poland, WIG-GBOT, WIG-Poland, WIG-GBOT	Wynajem nieruchomości	6,99	6,18	6	574 255 122,00	3 548 896 653,96	785,369	bd	4,84%	2,01%	12,2	0,59	6,33	17,19	17,27	11,05
10	IMMOFINANZ AG (IIA)	(2) Główny Rynek WIG-nieruchomości, WIG-Poland, WIG-GBOT, WIG-Poland, WIG-GBOT	Wynajem nieruchomości	101,00	53,75	56,9	138 669 711,00	7 453 496 966,25	1 725	1 797	7,30%	4,21%	10,46	0,76	10,85	18,16	18,21	12,76
11	MARVIPOL DEVELOPMENT SPÓŁKA AKCYJNA (MNP)	(3) Główny Rynek WIG-nieruchomości, WIG-Poland, WIG-GBOT, WIG-Poland, WIG-GBOT	Wynajem nieruchomości	7,90	5,78	6,2	41 652 852,00	240 753 484,56	394	589	13,72%	6,53%	2,68	0,37	1,98	3,99	4,24	0,88
12	MLP GROUP SPÓŁKA AKCYJNA (MLG)	(3) Główny Rynek WIG-nieruchomości, WIG-Poland, WIG-GBOT, WIG-Poland, WIG-GBOT	Wynajem nieruchomości	78,80	76,00	72,8	23 994 982,00	1 823 618 632,00	201	279	16,91%	8,46%	4,32	0,73	3,09	5,7	5,7	12,06
13	PIAZA CENTERS N.V. (PIZ) Główny Rynek	(3) WIG-nieruchomości, WIG-Poland, WIG-GBOT, WIG-Poland, WIG-GBOT	Wynajem nieruchomości	2,78	1,67	1,58	68 556 03,00	11 448 857,01	0	-	7,03%	-102,35%	n	n	5,65	285,42	285,42	n
14	POLSKI HOLDING NIERUCHOMOŚCI SPÓŁKA AKCYJNA (PHN)	(7) Główny Rynek WIG240, WIG-GBOT, WIG-Poland, WIG-WIG240, WIG-GBOT, WIG-Poland, WIG-WIG240, WIG-GBOT	Wynajem nieruchomości	12,20	12,00	12,85	51 217 313,00	614 607 756,00	480,5	bd	3,56%	1,92%	7,11	0,25	3,1	9,84	10,84	4,21
15	RANK PROGRESS SPÓŁKA AKCYJNA (RNK)	(3) Główny Rynek WIG-nieruchomości, WIG-Poland, WIG-GBOT, WIG-Poland, WIG-GBOT	Wynajem nieruchomości	2,32	1,84	2,2	37 183 550,00	68 417 732,00	61,464	bd	4,38%	2,37%	2,69	0,12	1,41	7,82	7,97	5,39
16	FEINHOLD EUROPE AB (RHD)	Główny Rynek Wynajem nieruchomości	Wynajem nieruchomości	0,18	0,11	0,132	14 352 4724,00	15 787 719,64	-	-	11,95%	-16,16%	n	n	269,62	277,22	277,22	n
17	WARIMFEX FINANZ- UND BETEILIGUNGS AG (WKF)	Główny Rynek WIG-nieruchomości, WIG-Poland, WIG-GBOT, WIG-Poland, WIG-GBOT	Wynajem nieruchomości	4,70	3,40	3,33	540 000 000,00	183 600 000,00	122,896	bd	13,03%	4,63%	1,72	0,22	1,39	9,89	10,65	7,6

Źródło: opracowanie własne na podstawie <https://www.gpw.pl/spolki>.

W kolejnym kroku analiz, w celu wyłonienia spółek podobnych do Grupy Capital Park zastosowano hierarchiczną metodę analizy skupień – metodę Warda uzyskując dendrogram, ilustrujący hierarchiczną strukturę zbioru obiektów ze względu na zmniejszające się podobieństwo między nimi w oparciu o 3 cechy: kapitalizacja, ROE i ROA (rys. 5).



Rys. 5. Diagram drzewa metoda Warda – grupowanie spółek deweloperskich (najem)

Źródło: opracowanie własne w programie Statistica na podstawie tabeli 30.

W oparciu o uzyskane wyniki za najbardziej podobne do Capital Park uznano spółki nr 3, 7, 14.

4.2. Mnożniki

Do wyceny Grupy CP za najbardziej odpowiednie uznano mnożniki oparte na wartości rynkowej pochodzące z transakcji z rynku publicznego P/E, P/BV (tabela 18).

Tabela 18. Spółki porównywalne i mnożniki na 31.12.2022.

Lp.	Spółka	Indeksy	P/E	P/BV
3	CAVATINA HOLDING SPÓŁKA AKCYJNA (CAV)	(6) Główny Rynek WIG140, sWIG80TR, WIG-Poland, WIG-nieruchomości, sWIG80, WIG	3,97	0,45
7	ECHO INVESTMENT SPÓŁKA AKCYJNA (ECH)	(6) Główny Rynek WIG140, sWIG80TR, WIG-Poland, WIG-nieruchomości, sWIG80, WIG	11,04	0,85
14	POLSKI HOLDING NIERUCHOMOŚCI SPÓŁKA AKCYJNA (PHN)	(7) Główny Rynek WIG140, sWIG80TR, WIGdiv, WIG-Poland, WIG-nieruchomości, sWIG80, WIG	7,11	0,25
1	CAPITAL PARK SPÓŁKA AKCYJNA (CPG) – przedmiot wyceny	średnia	7,37	0,52
		mediana	7,11	0,45

Źródło: opracowanie własne.

W wycenie nie zastosowano żadnych korekt, premii ani wartości dyskontujących.

4.3. Equity value

Przyjęto wartość kapitału własnego oszacowaną przy wykorzystaniu mediany (tabela 19).

Tabela 19. Wycena w podejściu porównawczym Grupy na 31.12.2022.

Mnożnik	P/BV	
	0,52	0,45
	średnia	mediana
Book value w mln pln	2 610	2 610
Equity value Grupy w mln pln	1 357	1 174
Liczba akcji	108 333 998	108 333 998
Wartość wewnętrzna 1 akcji w pln	12,53	<u>10,84</u>

Źródło: opracowanie własne.

5. Wycena metodą majątkową (NAV) na dzień 31.12.2023.

Mając na względzie stosowany przez grupę model biznesowy – podstawowym celem działalności Grupy jest inwestowanie w nieruchomości celem uzyskania wysokiej stopy zwrotu w postaci przychodów z najmu lub sprzedaży albo obu tych źródeł jednocześnie oraz fakt, że głównym składnikiem majątku grupy są nieruchomości inwestycyjne wchodzące w skład jej portfela (stanowią 90,13% aktywów), wyceniane na dzień bilansowy zgodnie z MSR 40 – „Nieruchomości inwestycyjne” wg wartości godziwej przez niezależnych rzeczoznawców majątkowych w podejściu dochodowym, metodą inwestycyjną, techniką kapitalizacji prostej lub dyskontowania strumieni pieniężnych¹², uznano za zasadne wykorzystanie w wycenie podejścia majątkowego i określenie NAV (*Net asset value*) oraz NAVPS (tabela 20).

Głównym składnikiem majątku Grupy są nieruchomości wchodzące w skład jej portfela – wg stanu na 31.12.2022. stanowią 90,13% aktywów (całkowita powierzchnia zarządzanego portfela 172 tys. m², 2,8 mld zł wartość zarządzanego portfela wszystkie nieruchomości inwestycyjne wyceniane są w wartości godziwej.

Tabela 20. Wycena grupy metodą majątkową NAV w mln zł

Wyszczególnienie	31.12.17	31.12.18	31.12.19	31.12.20	31.12.21	31.12.22
Nieruchomości inwestycyjne	2 174	2 360	891	1 171	1 684	1 788
Zapasy	0	0	0	0	0	18
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	193	110	591	149	172	99
Aktywa dostępne do sprzedaży	0	0	543	582	566	564
Aktywa razem	2 471	2 570	2 142	2 020	2 541	2 610
Zobowiązania oprocentowane, w tym instrumenty finansowe	1 167	1 331	706	808	1 005	1 099
Zobowiązania razem	1 372	1 480	901	1 030	1 311	1 421

¹² 99,3% portfela nieruchomości jest wycenianych w podejściu dochodowym.

Tabela 20. cd. Wycena grupy metodą majątkową NAV w mln zł

Wyszczególnienie	31.12.17	31.12.18.	31.12.19.	31.12.20.	31.12.21	31.12.22
NAV	1 099	1 090	1 241	990	1 230	1 188
Liczba akcji	108 334 003	108 334 003	108 334 003	108 334 003	108 334 003	108 334 003
NAVPS w pln	10,15	10,06	11,45	9,13	11,36	10,97

Źródło: opracowanie własne.

6. Podsumowanie wyceny i rekomendacja wartości

Wycenę Grupy przeprowadzono trzema metodami: dochodową (metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych), porównawczą (metoda mnożników rynkowych) i majątkową (net asset value) – wyniki przedstawiono w tabeli 21.

Tabela 21. Zestawienie wyników wyceny grupy

Wyszczególnienie	Metoda FCFF	Metoda mnożników rynkowych	Metoda NAV
Equity value w mln pln	952	1 174	1 188
Liczba akcji	108 333 998	108 333 998	108 333 998
Wartość 1 akcji w pln	8,79	10,84	10,97
Waga	50%	25%	25%
Wartość 1 akcji w pln	9,85		
Giełdowa cena akcji z dn. 31.12.2022. w pln	8,68		

Źródło: opracowanie własne.

Docelową wartość jednej akcji Grupy oszacowano na 9,85 zł co daje łącznie 1 067 mln zł za 100% akcji. Rekomendowana wartość została ustalona jako średnia ważona z trzech metod: metody FCFF (waga 50%), metody mnożników rynkowych (waga 25%) oraz metody majątkowej NAV (waga 25%).

7. Wnioski

W wyniku wyceny przeprowadzonej metodami: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF), mnożników rynkowych oraz majątkową (NAV) docelową wartość wewnętrzną jednej akcji Grupy Capital Park (dalej: Grupa CP, Grupa)

na 31.12.2022 r. oszacowano na poziomie 9,85 zł. Cena rynkowa akcji na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w tym dniu osiągnęła poziom 8,68 zł, była zatem o 11,86% niższa od oszacowanej wartości wewnętrznej. Mogłoby to wskazywać na niedowartościowanie akcji, należy jednak zwrócić uwagę na specyficzne warunki rynkowe, w jakich była przeprowadzana wycena (wpływ wojny na Ukrainie, skutki pandemii COVID-19 oraz kryzysu energetycznego i klimatycznego na prognozę dla Grupy), a także na fundamentalną charakterystykę Grupy.

Globalny kryzys wywołany wybuchem wojny na Ukrainie 24 lutego 2022 roku, pogłębiający skutki pandemii COVID-19 oraz kryzys energetyczny i klimatyczny, wprowadzające poważne turbulencje w gospodarkach światowych, zwiększające niepewność i ryzyko stanowią niezwykle trudne okoliczności sporządzania prognoz w różnych obszarach, w tym również w sferze rynku nieruchomości komercyjnych, na którym działa wyceniana Grupa kapitałowa Capital Park. Grupa świetnie radzi sobie w tych warunkach – rok 2022 zamknęła z: 87 mln zł zysku operacyjnego (NOI), 67 mln zł wolnych środków pieniężnych, 39% długu netto do aktywów, 2,8 mld zł portfela nieruchomości w zarządzaniu.

BIBLIOGRAFIA

Damodaran A. (2012), *Investment valuation 3rd edition*, John Wiley & Sons Inc.

Koller T., Goedhart M., Wessels D. (2005), *Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies 5th edition*, McKinsey & Company.

Taleb N.N. (2007), *The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable*, Random House.

Wucker M. (2016), *The Grey Rhino: How to Recognize and Act on the Obvious Danger We Ignore*, St. Martin's Press.

Publikacje elektroniczne

Andonov S. (2021), *Safety Accidents in Risky Industries: Black Swans, Gray Rhinos and Other Adverse Events*, Taylor & Francis Group.

Damodaran A., <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Fernandez P., García T. and Fernandez J.A. (2022), *Survey: Market Risk Premium and Risk-Free Rate Used for 95 Countries in 2022* (May 23, 2022) <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3803990>.

Gonzales Martinez R., (2023), *Apocalypse unleashed: a critical perspective on complexity science, catastrophes, and black swan events in international business*, Critical Perspectives on International Business, Vol. 20 No. 1, pp. 94-120. <https://doi.org/10.1108/cpoib-03-2022-0014>.

Hanif W., Andraz J. M., Gubareva M., Teplova T, (2024), *Are REITS hedge or safe haven against oil price fall?*, International Review of Economics & Finance, Volume 89, Part A, pp. 1-16, ISSN 1059-0560, <https://doi.org/10.1016/j.iref.2023.07.052>.

Roczne skonsolidowane sprawozdania finansowe Grupy Kapitałowej Capital Park za lata 2017-2022.

Yuni, D.N., Enwo-Irem, I.N. and Urom, C. (2024), "Dynamic effects of geopolitical risks and infectious diseases on real estate markets", *International Journal of Housing Markets and Analysis*, Vol. 17 No. 1, pp. 170-191 <https://doi.org/10.1108/IJHMA-09-2022-0130>.

Zhu B., van Dijk D., Lizieri C. (2024), *Price diffusion across international private commercial real estate markets*, Journal of International Money and Finance, Volume 140, 102976, ISSN 0261-5606, <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2023.102976>.

Źródła metodologiczne

Standardy Wyceny Przedsiębiorstw Stowarzyszenia Biegłych Wyceny Przedsiębiorstw w Polsce, 2024, Warszawa. <https://www.sbwpwp.org/standardy-za-wodowe>