

16 lipca 2010

Raport analityczny


Media
Polska

Cena bieżąca	39,00 PLN
Cena docelowa	39,90 PLN
Kapitalizacja	1997 mln PLN
Free float	352 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	1,56 mln PLN

Struktura akcjonariatu

I.T. International Theatres LTD	64,37%
Aviva OFE	12,78%
BZ WBK TFI	5,23%

Pozostali 17,62%

Strategia dotycząca sektora

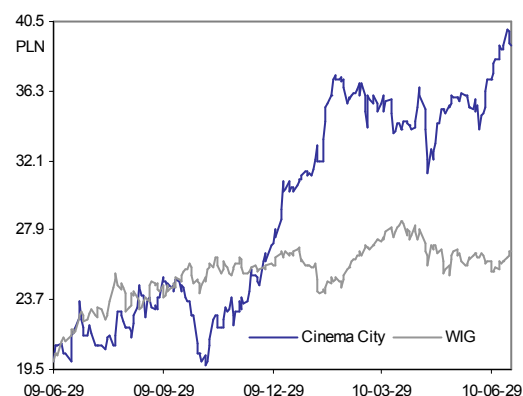
Rynki kinowe krajów Europy Środkowo-Wschodniej charakteryzują się niskimi na tle krajów rozwiniętych współczynnikami liczby sprzedanych biletów do liczby ludności, przy znacząco droższych w stosunku do wynagrodzeń biletach. Stopniowe bogacenie się społeczeństw tego regionu będzie pozytywnie przekładać się na nadrobienie zaległości w stosunku do krajów UE15.

Profil spółki

Cinema City to jeden z największych operatorów kinowych w Europie i największy w regionie Europy Środkowo-Wschodniej. W 6 krajach (Polsce, Czechach, Rumunii, Bułgarii, Izraelu i na Węgrzech) posiadał na koniec 1Q2010 roku 676 sal kinowych w 69 kinach. Poza sprzedażą biletów spółka swe dochody czerpie z reklam emitowanych przed seansami, barów kinowych, dystrybucji filmowej i płyt dvd, a w niewielkim zakresie z działalności deweloperskiej.

Ważne daty

31.08 - raport 1H2010

Kurs akcji Cinema City na tle WIG**Piotr Grzybowski**

(48 22) 697 47 17

piotr.grzybowski@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

CCI

CCiy.WA; CCI.PW

Trzymaj

(Nowa)

Niedoceniany potencjał kina

Rynki kinowe Europy Środkowo-Wschodniej, na których działa obecnie Cinema City, przeżywają okres dynamicznego wzrostu, który jest wypadkową bogacenia się społeczeństw tego regionu, rozwoju sieci kinowej oraz charakterystycznej dla globalnego rynku popularyzacji seansów 3D. Cinema City w oczekiwaniu na dalszy rozwój rynków wdraża obecnie szeroki program inwestycyjny, który pozwoli spółce do końca 2013 roku zwiększyć o ponad połowę liczbę posiadanych ekranów kinowych i dobrze spozycjonować się na rynku, by w jak największym stopniu skorzystać na oczekiwanym boomie. Strategię spółki w tym zakresie postrzegamy pozytywnie i uważamy, że dynamika poprawy wyników w najbliższych latach w pełni uzasadnia premię, z jaką spółka jest obecnie notowana w stosunku do konkurentów (35,6% premii na bazie EV/EBITDA 2010 i 0,9% dyskonta na wskaźniku P/E 2010). Uważamy, że bieżąca wycena w sposób właściwy odzwierciedla bilans szans i zagrożeń dla prowadzonej działalności i w związku z tym wydajemy rekomendację trzymaj, wyznaczając jednocześnie poziom ceny docelowej na 39,9 PLN.

Plan rozbudowy sieci

W najbliższych trzech latach Cinema City wybuduje 41 kin z łączną liczbą 411 ekranów. Najszerzej plan inwestycyjny zakrojony jest w Rumunii, gdzie spółka planuje budowę 28 kin posiadających 264 ekrany. Nieco skromniejszy rozwój przewidywany jest w Bułgarii (5 kin i 46 ekranów) oraz w Polsce (7 kin i 75 ekranów). Realizacja zamierzeń pozwoli na nadrobienie opóźnienia tych krajów w stosunku do krajów Europy Zachodniej pod względem poziomu rozwoju sieci kinowej w relacji do liczby mieszkańców (w Rumunii na jeden ekran przypada 312 tys. mieszkańców, w EU15 16,2 tys. mieszkańców), a także umocni pozycję Cinema City w tych krajach jako lidera rynkowego.

Wciąż perspektywiczne rynki

Rynki kinowe krajów Europy Środkowo-Wschodniej, na których operuje Cinema City, charakteryzują się niskimi na tle krajów rozwiniętych współczynnikami liczby sprzedanych biletów do liczby ludności (0,2-1,3 sprzedanego biletu na rynkach CCI vs. 2,2 biletu w krajach UE15). Dużo wyższe od zachodnich standardów są też jednak ceny biletów w relacji do średnich wynagrodzeń. Za średnią miesięczną pensję na rynkach europejskich CCI mieszkaniec kupi 81-215 biletów, podczas gdy przeciętny mieszkaniec starej UE kupi za średnie wynagrodzenie aż 472 bilety. Wyższe w porównaniu do Europy Zachodniej tempo bogacenia się społeczeństw krajów wschodnioeuropejskich powoduje jednak, że w najbliższych latach wciąż powinien utrzymywać się potencjał do wzrostu liczby sprzedanych biletów i wzrostu ich ceny.

(mln EUR)	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Przychody	179,0	211,6	238,7	270,9	317,9
EBITDA	40,2	46,5	54,5	61,6	75,5
marża EBITDA	22,5%	22,0%	22,8%	22,7%	23,7%
EBIT	21,8	30,2	35,6	41,2	53,3
Zysk netto	17,7	24,4	28,7	35,0	45,5
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	1,3
P/E	28,9	20,9	17,9	14,7	11,3
P/CE	14,2	12,5	10,8	9,3	7,6
P/BV	3,3	2,8	2,4	2,1	1,9
EV/EBITDA	14,9	12,8	9,4	8,1	6,6
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	3,4%

Charakterystyka Cinema City International

Otoczenie rynkowe

Profil spółki

Cinema City jest piątym co do wielkości w Europie i największym w regionie Europy Środkowo-Wschodniej operatorem kinowym. Swoją działalność prowadzi obecnie na terytorium 6 państw: Polski, Izraela, Czech, Węgier, Bułgarii i Rumunii. Łącznie posiada 69 kin z 676 ekranami kinowymi. Większość swoich przychodów spółka czerpie właśnie z działalności kinowej (w 2009 roku było to 81,5% sprzedaży), na którą składa się sprzedaż biletów (53,1% przychodów 2009 roku), wpływy reklamowe (11,5% zeszłorocznych przychodów) oraz dochody z działalności gastronomicznej prowadzonej na terenie kin (16,9% obrotów wygenerowanych w ubiegłym roku). Wpływy spółka uzyskuje również z działalności dystrybucyjnej, która obejmuje dystrybucję kinową (Cinema City ma m.in. wyłączność na dystrybucję filmów Disneya w 5 krajach, w których operuje) oraz dystrybucję kaset wideo i DVD. W 2009 roku ten segment działalności odpowiadał za 6,6% wygenerowanych obrotów. Prócz tego poboczną działalnością spółki jest działalność deweloperska wynikająca z samodzielnego prowadzenia projektów deweloperskich. Spółka w celu przyspieszenia oddawania nowych lokalizacji kin samodzielnie realizuje projekt galerii handlowych z zamiarem późniejszego odsprzedania ich z zachowaniem prawa do dzierżawy powierzchni dla swojego multiplexu. Ten model stosowany jest przede wszystkim na słabo rozwiniętym rynku bułgarskim. W 2009 roku spółka dokonała sprzedaży 30% udziałów w Mall of Plovdiv w Bułgarii za kwotę około 23,0 mln EUR, przez co udział segmentu deweloperskiego stanowił aż 11,9% skonsolidowanych przychodów 2009 roku. Po tegorocznej sprzedaży ostatnich dużych projektów (opis transakcji w dalszej części raportu) należy się spodziewać, że wpływ segmentu na działalność i wyniki Grupy powinien zostać mocno zredukowany.

Struktura przychodów Cinema City International w rozbiciu na segmenty działalności



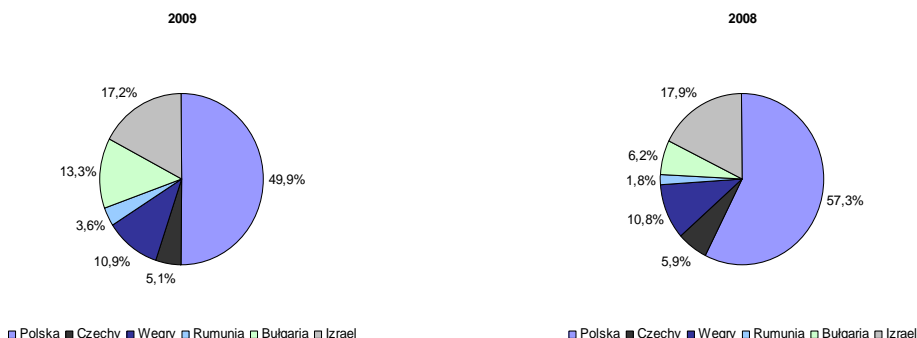
Źródło: Cinema City International

Polska

Polska zajmuje w bieżącej działalności Cinema City kluczową pozycję, odpowiadając za 50,0% uzyskiwanych przychodów (55,6% po skorygowaniu zeszłorocznego wyniku o transakcję sprzedaży udziałów w Mall of Plovdiv). Na terenie Polski Cinema City posiada 28 kin z łączną ilością 316 ekranów (w tym 102 ekrany 3D) i 66 tys. miejsc. Na polskim rynku, podobnie jak i w pozostałych przypadkach, strategia spółki zakłada koncentrację na rozwoju sieci kinowej w dużych miastach powyżej 100 tys. mieszkańców. W tej chwili spółka obecna jest w 17 miastach, przy czym 10 kin znajduje się w 2 największych miastach kraju: Warszawie (6) i Krakowie (4). Cinema City utrzymuje w Polsce pozycję rynkowego lidera zarówno pod względem liczby posiadanych sal kinowych, jak i liczby sprzedawanych biletów (15,4 mln wejściówek w 2009 roku). Głównymi konkurentami spółki są Multikino, które posiada 22 multiplexy ze 196 ekranami, oraz Helios posiadający 26 kin (24 multiplexy oraz 2 kina tradycyjne) i 140 sal kinowych. Strategia Multikina była przy tym dotąd zbieżna z planem rozwoju Cinema City i zakładała rozwój na terenie dużych miast (w ostatnim czasie pojawiły się pomysły otwarcia multiplexów w mniejszych lokalizacjach takich jak Rumia czy Bełchatów), podczas gdy Helios jest obecny przede wszystkim w miastach średniej wielkości (50-200 tys. mieszkańców). W ubiegłym roku Helios sprzedał 7,7 mln biletów, przy 9,6 mln biletów sprzedanych przez Multikino. Obaj konkurenci będą docelowo mieli za sobą wsparcie silnych grup medialnych. Większościowym akcjonariuszem Multikina jest Grupa ITI, do której należy również większościowy pakiet w Grupie TVN. W przypadku Heliosa natomiast UOKiK rozpatruje wniosek o zgodę na przejęcie większościowego pakietu przez Agorę. Około 6,5

mIn biletów zostało sprzedanych przez pozostałych graczy rynkowych, głównie jednoekranowe, niezależne kina.

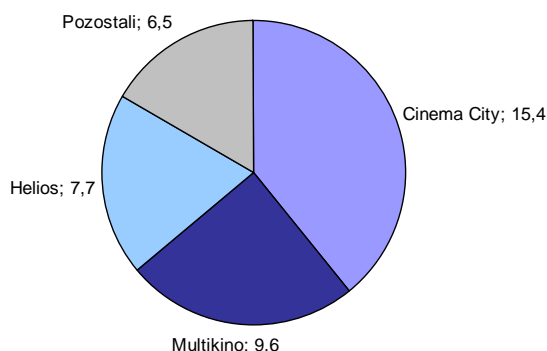
Struktura przychodów Cinema City International w rozbiciu na segmenty geograficzne



Źródło: Cinema City International

Całkowita liczba biletów kinowych sprzedanych w ubiegłym roku wyniosła 39,2 mln sztuk, co stanowiło znaczący 16% wzrost w porównaniu do osiągnięcia z 2008 roku. Mimo tak dynamicznego wzrostu Polska z wynikiem 1,0 sprzedanego biletu na mieszkańca rocznie plasuje się wciąż znacznie nie tylko za rozwiniętymi krajami Europy Zachodniej (mediana na poziomie 2,2 sprzedanego biletu na każdego mieszkańca w 2009 roku), ale również nieco za krajami regionu Europy Środkowej (wskaźnik na poziomie 1,1). Poza działalnością kinową Cinema City prowadzi na terenie Polski biuro reklamy (New Age Media), w którym sprzedawany jest czas reklamowy oraz przestrzeń reklamowa wewnątrz multiplexów nie tylko w ramach własnej sieci kinowej, ale również między innymi w sieci Heliosa. Wydaje się, że mimo przejęcia Heliosa przez dużą grupę medialną, jaką jest Agora, model biznesowy, w którym Cinema City będzie odpowiadać za sprzedaż czasu reklamowego konkurenta, ma duże szanse na kontynuację także po zmianie właściciela, gdyż Agorze brakują w tej chwili kadry i wiedzy w zakresie sprzedaży reklamy w tym segmencie i jest skłonna kontynuować współpracę ze spółką. W 2009 roku New Age Media posiadały 71% udziału w segmencie reklamy kinowej.

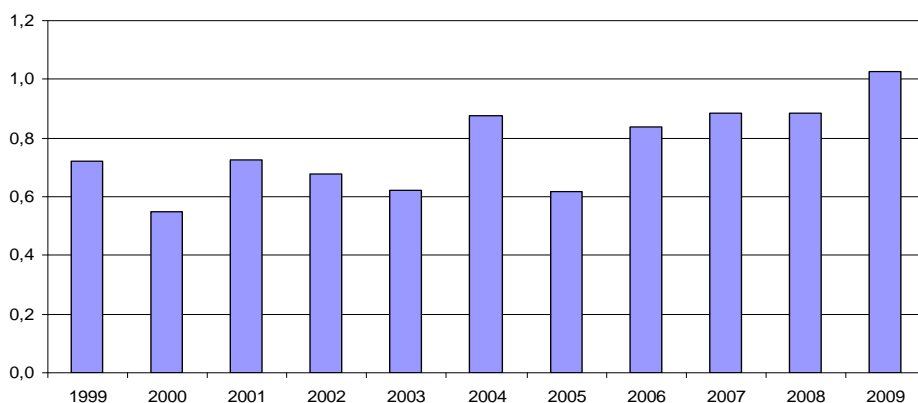
Struktura sprzedaży biletów na rynku polskim w 2009 roku (w mln sztuk)



Źródło: Cinema City, Agora

Cinema City ma również podpisaną na terytorium Polski umowę dystrybucyjną z kilkoma wytwórniami filmowymi (m.in. Disneyem, Spyglass). Umowa na dystrybucję filmów danego producenta polega przede wszystkim na zarządzaniu budżetem marketingowym wyznaczonym przez zleceniodawcę. W związku z tym, że wydatki własne są ograniczone, segment tej działalności charakteryzuje się bardzo niedużym ryzykiem operacyjnym. Rentowność brutto na sprzedaży tej działalności również jest niska i wynosi około 6%. Ostatnim segmentem biznesowym, w ramach którego spółka jest obecna na rynku polskim, jest działalność deweloperska. Cinema City posiada spółkę zależną IT Development, która pozostaje właścicielem 5 nieruchomości, bądź części nieruchomości, w których znajdują się kina spółki.

Liczba sprzedanych biletów na jednego mieszkańca w Polsce



Źródło: Media Salles, Eurostat

Czechy

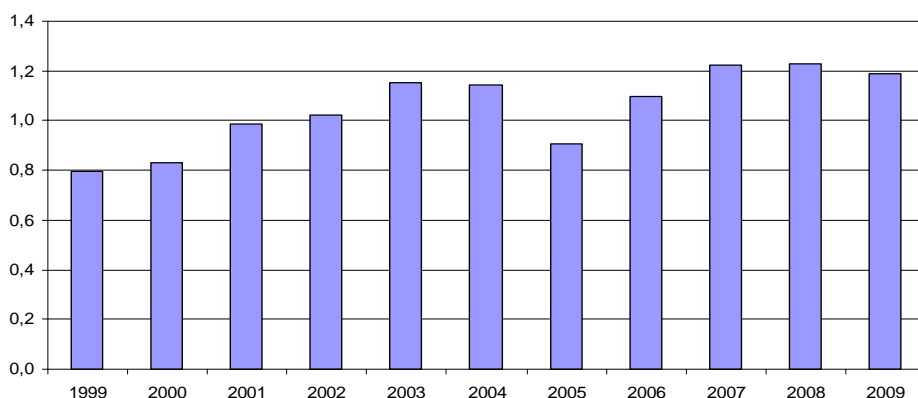
W Czechach spółka posiada 46 ekranów kinowych w pięciu lokalizacjach. Trzy kina Cinema City znajdują się w Pradze, po jednym w Pilźnie i Pardubicach. Łączna liczba miejsc w powyższych kinach wynosi około 8,9 tys. W porównaniu do rynku polskiego rynek czeski należy określić jako dużo bardziej konkurencyjny. Działa na nim aż 5 operatorów multipleksów, przy czym dominującą pozycję zajmuje CineStar, który pod koniec 2009 roku dokonał zakupu sieci Village Cinemas, co powiększyło jego udział w liczbie wszystkich ekranów multipleksowych z 25% do 38%. CineStar posiada obecnie na terenie Czech 11 kin, przy czym jego sieć jest najbardziej rozproszona spośród wszystkich czeskich operatorów. Tylko 2 kina znajdują się w Pradze, pozostałe lokalizacje znajdują się w miastach od 50 tys. do 320 tys. mieszkańców. Łącznie CineStar posiada 83 ekrany kinowe i 14,7 tys. miejsc siedzących.

Za nim plasuje się Palace Cinemas, którego udział sięga 35%. Posiada on 60 ekranów kinowych w 7 kinach (czterech w Pradze, dwóch w Brnie i jednym w Uściu nad Łabą). Łączna liczba miejsc w kinach posiadanych przez Palace Cinemas przekracza 12,9 tys. W 2009 roku liczba biletów sprzedanych przez tę spółkę przekroczyła 3,1 mln wejściówek (24,8% udziału w rynku).

Trzecie miejsce na tym rynku należy do Cinema City, którego udział w ekranach multipleksowych wynosi około 20%. Cinema City w ciągu minionego roku sprzedał na czeskim rynku około 1,65 mln biletów, co dało mu 13,2% udziału w rynku. W niewielkim stopniu na rynku obecne są też Kineapolis (5%) oraz Intersonic (4%).

W ubiegłym roku na czeskim rynku sprzedano około 12,5 mln biletów kinowych, wobec 12,9 mln przed rokiem (spadek o 3,3%), co daje średnią około 1,2 na każdego mieszkańca.

Liczba sprzedanych biletów na jednego mieszkańca w Czechach



Źródło: Media Salles, Eurostat

W Czechach poza kinami prowadzony jest też oddział biura reklamy New Age Media, który zajmuje się sprzedażą spotów reklamowych w czeskiej sieci kinowej spółki. Ponadto na czeskim rynku spółka zajmuje się dystrybucją płyt DVD, jednak ze względu na słabe wyniki i niepewne prognozy na przyszłość zdecydowała się zawiesić dystrybucję.

Zakończenie prowadzenia dystrybucji ma nastąpić z połową 2010 roku. Zamykana działalność przyniosła w zeszłym roku 0,3 mln EUR straty operacyjnej.

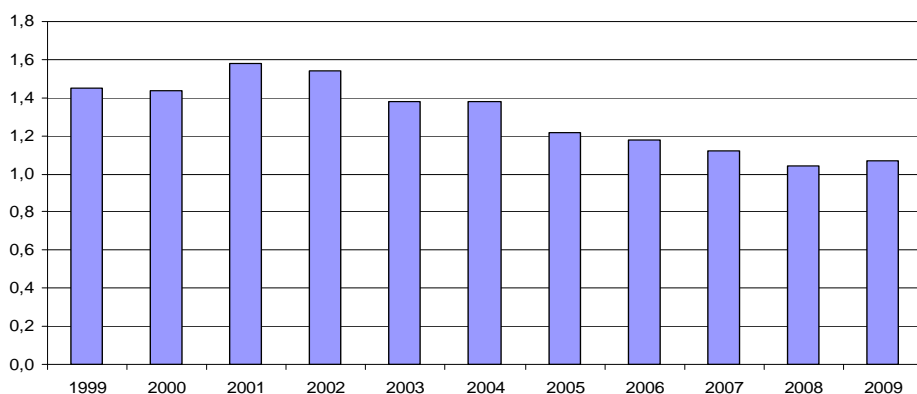
Po skorygowaniu o transakcję w segmencie deweloperskim udział rynku czeskiego w przychodach Grupy wyniósł w ubiegłym roku 5,6%.

Węgry

Na rynku węgierskim dominującą pozycję zajmują dwa podmioty: Cinema City i Palace Cinemas, które posiadają odpowiednio 53% i 42% udziałów w liczbie ekranów multipleksowych na tamtejszym rynku. Cinema City jest właścicielem 13 kin ze 115 ekranami i 20,5 tys. miejsc siedzących. Palace Cinemas, z którym spółka konkuruje również na rynku czeskim posiada z kolei 11 kin z 91 ekranami i 19,4 tys. miejsc. Sieć kinowa Palace Cinemas jest geograficznie skoncentrowana w Budapeszcie, gdzie spółka posiada 8 lokalizacji i 81 ekranów. Poza stolicą Węgier posiada tylko 3 kina: w Kaposvar, Tatabanya i Nyiregyhaza. Sieć Cinema City jest natomiast dużo bardziej rozproszona. Dwa kina znajdują się w Budapeszcie (łącznie 36 ekranów), a pozostałe porozmieszczone są w małych miastach posiadających od 50 tys. do 200 tys. mieszkańców.

Mimo przewagi w zakresie liczby kin i ekranów pod względem liczby sprzedanych biletów na rynku czeskim dominuje Palace Cinemas, który w 2009 roku sprzedał ponad 6,0 mln biletów. Cinema City sprzedało w tym samym czasie około 3,8 mln biletów, co łącznie z osiągnięciem konkurenta stanowiło około 93% całkowitej liczby wejściówek sprzedanych w kraju, która wyniosła 10,6 mln biletów (1,1 biletu na mieszkańca), o 2,4% więcej niż w ubiegłym roku. Był to na przeżywającym od dłuższego czasu stagnację rynku węgierskim pierwszy wzrostowy rok od 2001 roku. Trzecim operatorem multipleksów na Węgrzech jest Budapest Film posiadający jeden multipleks w Budapeszcie oraz sieć 5 klasycznych kin posiadających 13 ekranów.

Liczba sprzedanych biletów na jednego mieszkańca na Węgrzech



Źródło: Media Salles, Eurostat

Poza obsługą sieci kinowej Cinema City na terytorium Węgier prowadzi również oddział New Age Media sprzedając czas reklamowy. Ponadto spółka w zeszłym roku zajmowała się dodatkowo dystrybucją filmów i płyt DVD na rynku węgierskim. Ze względu na utrzymujące się słabe wyniki oraz decyzję jednego ze studiów o nieprzedłużeniu zawartej ze spółką umowy na dystrybucję jej płyt DVD, Cinema City podjęło decyzję o zakończeniu swojej działalności w zakresie dystrybucji płyt DVD (formalnie nastąpi to w połowie 2010 roku). Kontynuowana natomiast będzie działalność dotycząca dystrybucji filmowej. Wpływy z rynku węgierskiego stanowiły w zeszłym roku 12,1% przychodów Grupy skorygowanych o sprzedaż projektu deweloperskiego.

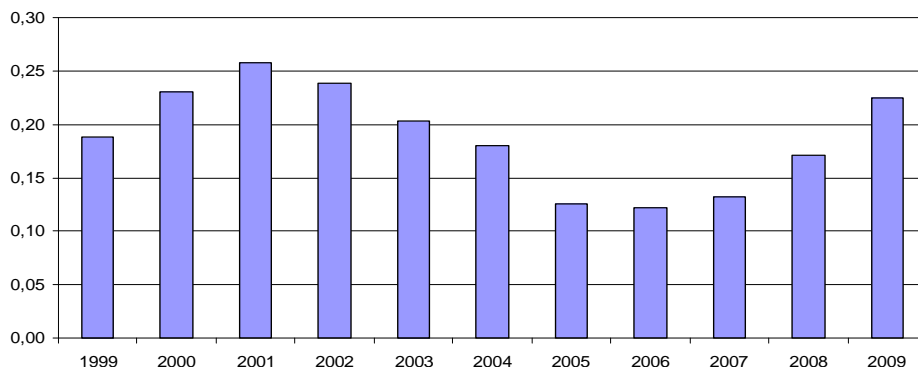
Rumunia

Na rynku rumuńskim Cinema City posiada obecnie 7 kin z 72 ekranami i 13,2 tys. miejsc. Największe 20-ekranowe kino znajduje się w Bukareszcie, pozostałe znajdują się w miastach posiadających 170-300 tys. mieszkańców. Poza spółką jedynym operatorem multipleksów jest Hollywood Multiplex Romania, który posiada dwa kina: 10-ekranowe w Bukareszcie i 5-ekranowe w Oradei. Rynek rumuński jest obecnie zdominowany przez klasyczne kina, których w całym kraju jest około 70. W ubiegłym roku w Rumunii sprzedano 5,0 mln biletów (0,2 biletu na każdego mieszkańca), co stanowiło duży 31,6% skok w porównaniu do 2008 roku. Udział spółki w tej liczbie wyniósł 30,7%.

W Rumunii spółka posiada dodatkowo biuro sprzedaży reklamy, a niedawno uruchomiona została dystrybucja filmowa. Całkowita zeszłoroczna sprzedaż zrealizowana na terenie

Rumunii stanowiła 4,1% przychodów spółki po wyłączeniu sprzedaży projektu deweloperskiego.

Liczba sprzedanych biletów na jednego mieszkańca w Rumunii



Źródło: Media Salles, Eurostat

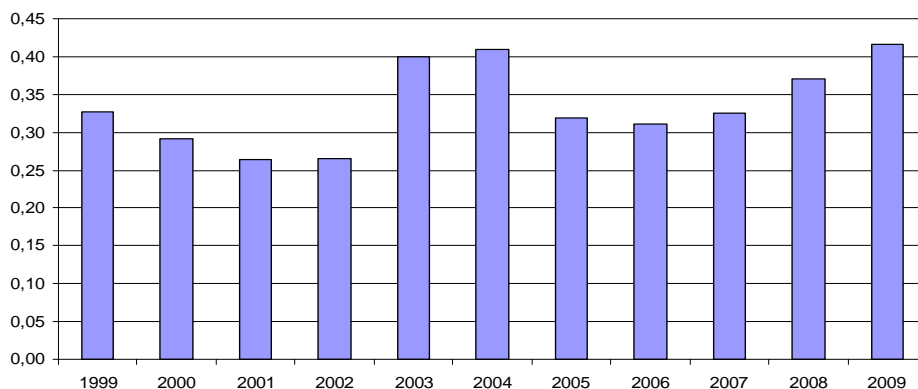
Bułgaria

W Bułgarii Cinema City ma obecnie dwa multipleksy, w Sofii i w Płowdiw, posiadające łącznie 24 ekrany i 4,6 tys. miejsc. Na tamtejszym rynku głównym konkurentem jest Arena posiadająca 6 multipleksów i 2 minipleksy z łącznie 69 ekranami. Trzy multipleksy (40 ekranów) Arena posiada w Sofii. Pozostałe multipleksy znajdują się w Warnie (2 multipleksy), Starej Zagorze oraz minipleksy w Płowdiw i Weliko Turnowo. W całym kraju sprzedano w ubiegłym roku 3,2 mln biletów (0,4 biletu na mieszkańca), z czego na Cinema City przypadło 0,94 mln wejściówek (29,8% udziału w rynku).

W Bułgarii poza operowaniem siecią multipleksową spółka posiada biuro reklamy oraz przez pierwszy kwartał prowadziła działalność deweloperską związaną z budową centrów handlowych w Starej Zagorze i Russe. O transakcji sprzedaży tych projektów piszemy poniżej.

Na rynku bułgarskim spółka wypracowała w 2009 roku z pominięciem wpływów ze sprzedaży udziałów w nieruchomości 3,5% swojej skonsolidowanej sprzedaży.

Liczba sprzedanych biletów na jednego mieszkańca w Bułgarii



Źródło: Media Salles, Eurostat

Izrael

Na terenie Izraela spółka prowadzi działalność pod dwiema markami: Rav-Chen i Planet. Marki te używane są z uwagi na fakt, że jeden z konkurentów zastrzegł wcześniej w Izraelu nazwę Cinema City. Izraelski rynek kinowy jest zdominowany przez dwa podmioty: Cinema City, które pod wspomnianymi markami posiada 110 sal w 15 kinach (z czego 9 w Tel-Awiiwie) oraz Globus, który jest operatorem 14 kin z łączną ilością 96 ekranów. Pozostałymi konkurentami na rynku są Lev Cinemas i Cinema City (marka zarejestrowana przez konkurenta). W ubiegłym roku Cinema City sprzedało w Izraelu 4,1 mln biletów, o 21,8% więcej niż rok wcześniej. W całym kraju sprzedano łącznie 9,9 mln wejściówek (po 8,8% wzroście r/r), co przekłada się na 41% udziału w tamtejszym rynku. Na jednego mieszkańca Izraela przypadało w tym okresie 1,3 sprzedanego biletu.

Obok prowadzenia działalności kinowej spółka na terenie Izraela prowadzi biuro sprzedaży reklamy, zajmuje się dystrybucją filmową oraz dystrybucją płyt DVD. W odniesieniu do dystrybucji filmów (prowadzonej przez spółkę zależną Forum Film) głównym konkurentem Cinema City jest Globus, który posiada wyłączność na dystrybucję obrazów Warnera i UIP. W Izraelu prowadzona jest też działalność deweloperska.

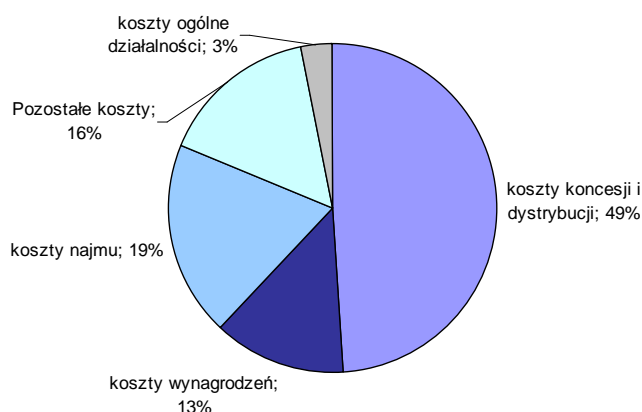
Łącznie rynek izraelski odpowiadał w 2009 roku za 19,2% skonsolidowanej sprzedaży po uwzględnieniu jednorazowych wydarzeń.

Model biznesowy – struktura kosztów

Na wszystkich rynkach, na których działa Cinema City, przyjęty został podobny model biznesowy. Głównym składnikiem kosztów ponoszonych przez spółkę są opłaty za licencje na emitowanie filmów. Wartość opłat ustalona jest jako procent od całkowitych wpływów ze sprzedaży biletów. Średnio stanowią one około 40-45% przychodów biletowych. Koszty promocji pozycji spoczywają w całości na producencie i dystrybutorze filmu, co powoduje, że Cinema City ponosi ograniczone ryzyko operacyjne w związku ze słabszym wynikiem sprzedażowym danego tytułu. Drugą ważną pozycją kosztową są koszty wynajmu powierzchni. We wszystkich krajach stosowany jest standard umowy przewidujący 10-letni okres wynajmu z przysługującą spółce opcją trzykrotnego przedłużenia najmu o następne 5 lat. W większości przypadków koszty oparte są jedynie o metraż obiektu. W nielicznych przypadkach dołączona jest klauzula udziału w przychodach ze sprzedaży biletów. Nałożone w umowach poziomy sprzedaży, od przekroczenia których uruchamiana jest klauzula udziału we wpływach, są stosunkowo wysokie i w praktyce ten składnik kosztów jest statystycznie pomijalny. Koszty najmu na większości rynków ustalone są w EUR (około 70% umów najmu), a w przypadku części umów walutą czynszu jest amerykański dolar (około 30% umów). Wartość stawek czynszowych indeksowana jest co roku o wskaźnik wzrostu cen konsumpcyjnych w strefie euro. Koszty wynajmu powierzchni stanowiły historycznie około 14% skonsolidowanych przychodów spółki.

Trzecią ważną pozycją kosztową są koszty wynagrodzeń personelu, które stanowią około 10% skonsolidowanej sprzedaży. Koszty te ponoszone są w walutach lokalnych. Na pozostałe koszty składają się przede wszystkim koszty energii elektrycznej, koszty ochrony oraz utrzymania czystości obiektów, a także opłaty na fundusze ogólne galerii handlowych.

Struktura kosztów Cinema City International



Źródło: Cinema City

Sytuacja finansowa

Wyniki 1Q2010

Pierwszy kwartał 2010 roku był dla Cinema City bardzo udany, a kluczowa dla dobrych wyników była postawa segmentu działalności kinowej, który zaprezentował 60,6% wzrost przychodów w porównaniu do analogicznego okresu ubiegłego roku (z 40,1 mln EUR do 64,4 mln EUR). Podstawowym czynnikiem wzrostu był tu wzrost wolumenu sprzedaży biletów (wzrost z 6,91 mln do 9,33 mln tj. o 34,9%) oraz ich wyższa średnia cena (wzrost z 3,86 EUR do 4,94 EUR, tj. o 27,9%). Po oczyszczeniu średniej ceny biletu o wpływ wahań kursowych wzrost cen wyniósł około 17,7%. Wyeliminowanie wzrostu sieci kinowej redukuje tempo wzrostu sprzedaży biletów do 19,3%. Na skorygowane dwucyfrowe tempo wzrostu cen i liczby sprzedanych biletów wpływ miał kalendarz kinowy. Pierwszy kwartał

był czasem emisji takich hitów filmowych jak *Avatar* i *Alicja w Krainie Czarów*, które widzowie oglądali przede wszystkim na droższych seansach 3D.

Dobre wyniki zaprezentował również segment dystrybucji filmów, którego przychody wzrosły w porównaniu z ubiegłym rokiem z 3,0 mln EUR do 5,1 mln EUR, a strata operacyjna została zredukowana z 0,4 mln EUR do 0,1 mln EUR. Dobry wynik wynikał z większej ilości filmów w dystrybucji w tym *Alicji w Krainie Czarów*.

Przychody w segmencie deweloperskim spadły z 22,7 mln EUR do 0,6 mln EUR, a zysk operacyjny zmalał z 5,6 mln EUR do 0,2 mln EUR. Spadek jest spowodowany transakcją sprzedaży 30% udziałów w Mall of Plovdiv, która miała miejsce w pierwszym kwartale zeszłego roku i przyniosła 21,5 mln EUR przychodu oraz około 6,0 mln EUR zysku EBITDA.

W rozbiciu na segmenty geograficzne o pozytywnej dynamice sprzedaży w największym stopniu zdecydował rynek polski, gdzie wpływy wzrosły z 26,8 mln EUR do 37,4 mln EUR. Przychody w Izraelu wzrosły do 13,7 mln EUR (+86,5% r/r), w Rumunii do 5,4 mln EUR (+270,6% r/r), na Węgrzech do 7,4 mln EUR (59,9% r/r), w Czechach do 4,0 mln EUR (64,8% r/r). Jedyne spadkowym rynkiem była Bułgaria (2,2 mln EUR przychodów, spadek o 90,6% r/r), jednak był to jedynie efekt wspomnianej wyżej transakcji sprzedaży udziałów w Mall of Plovdiv.

Wzrostowi przychodów towarzyszył znaczący wzrost marży brutto na sprzedaży (z 21,9% do 27,0%). Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu wzrosły z 2,8 mln EUR do 3,6 mln EUR. W konsekwencji wynik operacyjny spółki sięgnął 15,4 mln EUR wobec 11,6 mln EUR w 1Q2009. Saldo na działalności finansowej wyniosło -0,7 mln EUR wobec -0,9 mln EUR w pierwszym kwartale 2009 roku, co przy wyższej efektywnej stawce podatkowej (14,4% vs. 5,2% przed rokiem) przełożyło się na zysk netto w wysokości 12,7 mln EUR vs. 9,7 mln EUR w roku ubiegłym.

Wyniki finansowe Cinema City International w 1Q2010

(mln EUR)	1Q2010	1Q2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Przychody	70,1	65,9	6,4%	238,7	211,6	12,8%
EBITDA	20,3	15,4	32,0%	54,5	46,5	17,0%
marża	28,9%	23,3%	-	22,8%	22,0%	-
EBIT	15,4	11,6	31,9%	35,6	30,2	17,9%
Zysk brutto	14,6	10,7	36,0%	34,0	28,2	20,4%
Zysk netto	12,7	9,7	30,9%	28,9	24,4	18,3%

Źródło: Cinema City International

Sprzedaż działalności deweloperskiej w Bułgarii

W kwietniu Cinema City dokonała sprzedaży swoich projektów deweloperskich w Bułgarii do Israel Theatres Real Estate Holding B.V. and Pan-Europe Finance B.V, spółek zależnych Israel Theatres, która jest podmiotem dominującym wobec spółki-matki Cinema City. Sprzedaż objęła Mall of Russe i Mall of Stara Zagora oraz spółkę zarządzającą powyższymi projektami, a łączna kwota jaką Cinema City uzyska za powyższe aktywa wynosi 91,2 mln EUR, przy czym pierwsza rata w wysokości 76,2 mln EUR została przekazana w momencie finalizacji transakcji, a pozostałe 15,0 mln EUR zostanie zapłaconych w ciągu 9 miesięcy od daty oddania do użytku Mall of Russe, ale nie później niż 18 miesięcy od momentu dokonania transakcji. Ponadto w ramach umowy Cinema City będzie miało udział w zyskach z transakcji realizowanych przez Izrael Theatres na wymienionych nieruchomościach do końca 2014 roku. Kwota dochodu jest równa 72,5% wszelkich dochodów zrealizowanych przez Kupujących przed upływem pierwszej rocznicy zamknięcia Transakcji, 62,5% wszelkich dochodów zrealizowanych pomiędzy pierwszą i drugą rocznicą oraz 25% wszelkich dochodów zrealizowanych pomiędzy drugą rocznicą i końcem 2014 roku. Wynik na transakcji, jaki spółka zaksięguje w drugim kwartale wyniesie około 3,5 mln EUR na poziomie EBITDA. Ponadto, w rezultacie sprzedaży aktywów spółka mocno zredukuje swoje zadłużenie netto, które na koniec pierwszego kwartału wynosiło 93,5 mln EUR.

Perspektywy na przyszłość

Dalszy rozwój sieci multipleksów

Obecnie Cinema City jest w trakcie realizacji dużego planu inwestycyjnego, który na koniec 2013 roku ma pozwolić spółce na osiągnięcie 1069 ekranów kinowych. Zgodnie z jego założeniami Cinema City zamierza powiększyć liczbę posiadanych kin o kolejne 41 lokalizacje. Najszerzej zakrojony jest plan rozwoju sieci kinowej w Rumunii, gdzie spółka planuje budowę kolejnych 28 kin, co przełoży się na powiększenie liczby ekranów kinowych do 336 wobec 72 na koniec 2009 roku. Drugim rynkiem, na którym Cinema City

mocno powiększy swoją obecność jest Bułgaria, gdzie wybudowanych zostanie kolejne 46 ekranów kinowych. W planach są również nowe kina w Polsce (75 nowych ekranów w 7 lokalizacjach) oraz Izraelu (1 kino z 26 ekranami). Spółka nie planuje natomiast w tej chwili żadnych projektów rozwojowych w Czechach i na Węgrzech. W 2010 roku w ramach realizacji planu, liczba ekranów, którymi dysponuje spółka ma wzrosnąć o około 80, z czego większość nowych sal ma przypadać na rynek rumuński. Poza rozwojem sieci multipleksowej Cinema City rozpoczęła w Rumunii i Bułgarii działalność w zakresie dystrybucji kinowej.

Obecna i planowana struktura geograficzna sieci multipleksowej Cinema City

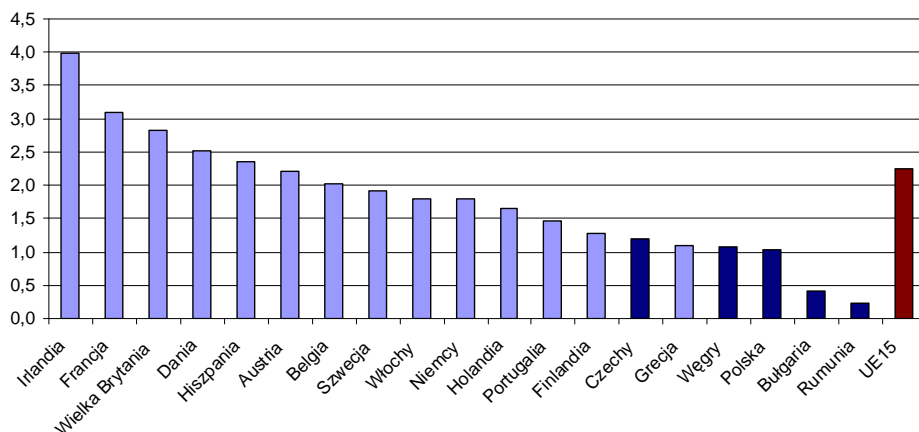


Źródło: Cinema City International

Nadrabianie opóźnienia przez kraje Europy Środkowo-Wschodniej

Wszystkie rynki, na których operuje Cinema City, charakteryzują się znaczącym opóźnieniem w stosunku do krajów starej Unii Europejskiej w zakresie poziomu konsumpcji kina jako rozrywki. Naszym zdaniem istnieją trzy podstawowe czynniki, które determinują liczbę sprzedanych biletów w stosunku do liczby ludności danego kraju: stopień rozwoju infrastruktury kinowej, geograficzna struktura zaludnienia oraz przeciętne wynagrodzenie mieszkańców. Średnie wynagrodzenie jest też głównym determinantem średniej ceny biletu na rynku, drugiej zmiennej w istotny sposób wpływającej na prognozowane przyszłe przychody spółki.

Liczba sprzedanych biletów na 1 mieszkańca

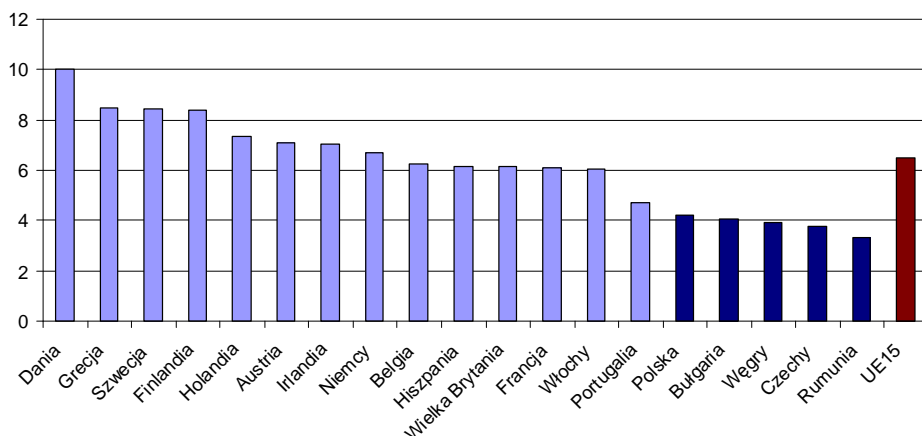


Źródło: Media Salles

Niskie czy wysokie ceny biletów?

Średnia cena biletów na rynkach krajów Europy środkowo-Wschodniej, na których działa Cinema City, kształtuje się znacząco poniżej średniej dla krajów Europy Zachodniej. W krajach UE15 bilety kinowe były sprzedawane po przeciętnej cenie 6,47 EUR, podczas gdy negatywne odchylenie cen biletów na rynkach europejskich spenetrowanych przez spółkę wahało się od -49,0% dla rynku rumuńskiego do -34,6% w przypadku rynku polskiego.

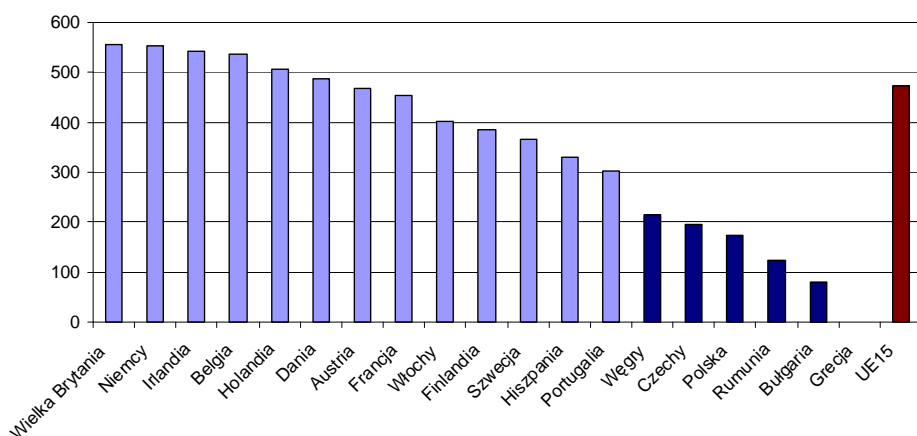
Średnia cena biletów kinowych w krajach UE15 i na rynkach CCI



Źródło: Media Salles

Jeżeli jednak zestawimy poziomy cen biletów ze średnimi wynagrodzeniami osiąganymi przez ludność poszczególnych regionów, wspomniane wyżej dysproporcje wydają się nie tylko uzasadnione, ale i zbyt małe by zrekompensować niższą zamożność społeczeństw Polski, Czech czy Rumunii i Bułgarii. Przeciętne wynagrodzenie w Bułgarii wynosi zaledwie 7,5% średniego wynagrodzenia w krajach starej Unii. W najlepiej pod tym względem wyglądających Węgrzech średnia pensja stanowi 26% przeciętnego wynagrodzenia mieszkańca UE15. W konsekwencji przeciętny mieszkaniec UE15 jest w stanie nabyć za swoje wynagrodzenie 472 bilety, podczas gdy przeciętny Bułgar zaledwie 18% tej ilości, przeciętny Rumun 22%, a przeciętny Węgier 46% tej liczby.

Liczba biletów za przeciętną pensję w krajach UE15 i na rynkach CCI



Źródło: Media Salles, Eurostat

Nieco mniej wyraźne rozbieżności powstają, gdy zamienimy średnią cenę biletu na poszczególnych rynkach na średnie ceny osiągnięte przez spółkę. Cinema City sprzedaje bilety z premią do cen rynkowych w Czechach. Na pozostałych rynkach bilety są sprzedawane z dyskontem do cen rynkowych wynoszącym 5-15%.

Mimo w części dyskontowych cen rozbieżności pomiędzy cenami biletów spółki i średnimi cenami biletów w UE15 w relacji do dochodów poszczególnych społeczeństw pozostają znaczące i stanowią istotny czynnik ograniczający możliwość dalszego podnoszenia cen biletów.

Dysproporcja ta powinna być z czasem nadrabiana dzięki wyższym dynamikom PKB notowanym przez kraje Europy Środkowo-Wschodniej, a co za tym idzie znacznie wyższą dynamiką wynagrodzeń. Jednak nawet jeśli założymy, że pensje w Bułgarii będą rosły 10% rocznie a ceny biletów sprzedawanych przez Cinema City pozostaną bez zmian to liczba biletów, które przeciętny Bułgar będzie mógł za nią kupić osiągnie poziom starej Unii za 17,5 roku. Dla przeciętnego Węgra poziom ten zostanie osiągnięty za 6,5 roku przy tych samych założeniach.

Średnia cena biletów CCI na tle średnich rynkowych

	CCI	Rynek	różnica
Polska	4,03	4,24	-4,9%
Czechy	4,75	3,79	25,3%
Węgry	3,34	3,92	-14,8%
Bułgaria	3,75	4,07	-7,9%
Rumunia	3,06	3,30	-7,4%

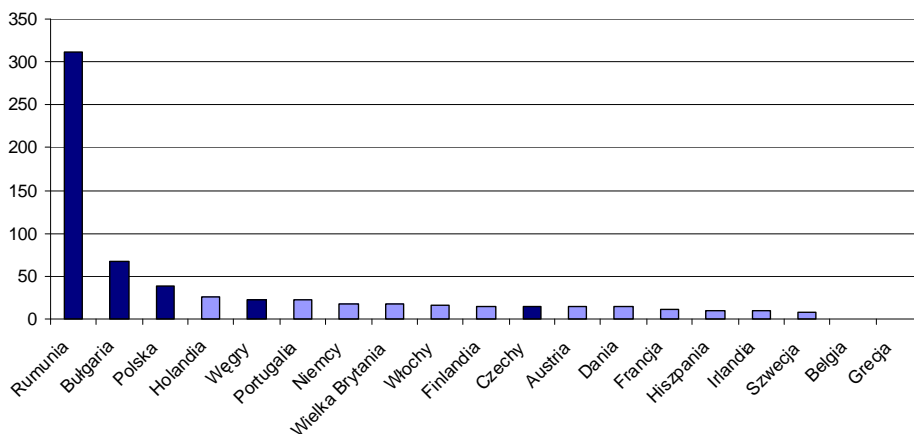
Źródło: CCI, Media Salles

Nie przewidujemy, by mimo powyższych rozbieżności ceny biletów sprzedawanych przez Cinema City mogły spadać. Spodziewamy się dalszego wzrostu cen spowodowanego m.in. popularyzacją droższych seansów 3D. Dynamika wzrostu będzie jednak zdecydowanie niższa niż tempo bogacenia się społeczeństw tych krajów. Co więcej wysokie ceny biletów będą powodować, że przy założeniu porównywalności pozostałych warunków, stan równowagi w odniesieniu do liczby sprzedanych biletów na mieszkańca w krajach regionu Europy Środkowo Wschodniej będzie utrzymywał się znacznie poniżej poziomu charakterystycznego dla krajów UE15.

Infrastruktura kinowa

Drugim czynnikiem w znaczący sposób wpływającym na liczbę sprzedanych biletów na danym rynku jest poziom infrastruktury kinowej. W krajach Europy Zachodniej w 2007 roku liczba mieszkańców przypadających na 1 ekran kinowy wynosiła od 8 do 17 tys. i jedynie na terenie Portugalii wskaźnik ten wynosił 22,0 tys., a na terenie Holandii 26,3 tys. Najbliżej do standardów zachodnioeuropejskich mają pod tym względem Czechy, gdzie na ekran kinowy przypada 15 tys. mieszkańców. Nieco dalej w tej klasyfikacji znajdują się Węgry (23 tys. mieszkańców) i Polska (38 tys. mieszkańców). Znaczne braki w infrastrukturze posiadają natomiast Bułgaria (67 tys. mieszkańców na ekran) i Rumunia (312 tys. mieszkańców na ekran).

Liczba mieszkańców (w tys.) przypadająca na 1 ekran kinowy



Źródło: Cinema City International

Geograficzna struktura zaludnienia

Pod względem demograficznym czynnikiem sprzyjającym rozwojowi sieci kinowej i wzrostowi liczby sprzedanych biletów jest urbanizacja społeczeństwa. Z punktu widzenia opłacalności budowy multiplexu powszechnie za minimalną liczbę mieszkańców konieczną do rentowności kina uznaje się 50 tys., a większość sieci kinowych koncentruje się na miastach powyżej 100 tys. mieszkańców. Najlepsza pod tym względem sytuacja panuje w Bułgarii, gdzie w miastach powyżej 50 tys. mieszkańców mieszka 45,7% ludności, a w miastach powyżej 100 tys. mieszkańców 34,3%. Najlepsze uwarunkowania posiadają Czechy, gdzie w miastach powyżej 50 tys. mieszka 31,7% Czechów (23,9% w miastach powyżej 100 tys. mieszkańców).

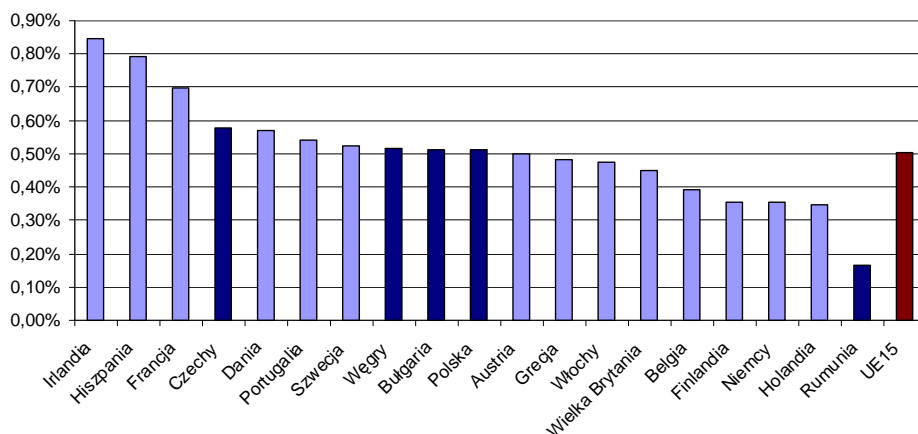
Uwzględniając powyższe statystyki, a także wskaźniki liczby mieszkańców przypadających na jeden ekran kinowy za słuszną należy uznać strategię spółki skupiającą się na rozwoju sieci kinowej w Bułgarii, Rumunii i Polsce.

Podstawowe założenia

W krajach starej Unii Europejskiej przeciętny mieszkaniec wydaje rocznie na bilety kinowe 0,50% swojej miesięcznej pensji, przy czym poziom ten waha się od 0,35% w Holandii do 0,85% w Irlandii. Podobne do europejskiej średniej poziomy wydatków na kinową rozrywkę utrzymują się w chwili obecnej w Polsce, Czechach, Bułgarii i na Węgrzech. Tylko Rumunia znacząco odstaje od tych parametrów (0,17% miesięcznej pensji).

Biorąc pod uwagę stopień urbanizacji oraz wysoki już obecnie poziom rozwoju infrastruktury kinowej w Czechach i na Węgrzech oczekujemy, że wskaźniki te powinny zostać w okresie naszej prognozy utrzymane i jedynym czynnikiem determinującym wielkość rynku kinowego w tych krajach będzie wzrost siły nabywczej tamtejszych społeczeństw.

Udział wydatków na kino w przeciętnych miesięcznych dochodach



Źródło: Media Salles, Eurostat

W Polsce możliwy jest naszym zdaniem niewielki wzrost wydatków na rozrywkę kinową związany z dalszą rozbudową infrastruktury głównie w mniejszych miastach. Zakładamy, że udział wydatków na kino w dochodach Polaków wzrośnie z obecnych 0,51% do 0,56%. Wysoki udział ludności zamieszkującej duże miasta oraz wciąż rozwijająca się infrastruktura wskazują, że mimo faktu, że średnie wydatki na kino osiągnęły już w Bułgarii średnią dla krajów Europy Zachodniej, wciąż istnieje potencjał do wzrostu nakładów na rozrywkę kinową w relacji do wynagrodzeń Bułgarów. Zakładamy, że w okresie prognozy poziom ten wzrośnie z obecnych 0,51% do 0,58%.

Największy potencjał wzrostu istnieje naszym zdaniem w Rumunii. W kraju tym w okresie naszej prognozy spodziewamy się przekroczenia europejskiego poziomu rocznych wydatków na kino i osiągnięcia poziomu 0,58% (średniego miesięcznego wynagrodzenia), co będzie stanowiło potrojenie obecnego poziomu.

Poza osiągnięciem potencjalnego poziomu udziału kina w budżetach domowych drugim, najważniejszym czynnikiem wzrostu jest stopniowe bogacenie się społeczeństw Europy Środkowo-Wschodniej. W naszym modelu zakładamy, że przeciętne wynagrodzenia w Rumunii i Bułgarii będą rosły w okresie prognozy odpowiednio w tempie 8% i 9% nominalnie. Dla Polski, Czech i Węgier przewidujemy 6% tempo wzrostu nominalnych wynagrodzeń. W Izraelu nominalne tempo wzrostu wynagrodzeń wyniesie zgodnie z naszymi założeniami 2,5% rocznie.

Wycena

Podsumowanie wyceny Cinema City International

	mln PLN	waga	cena za 9 m-cy
Wycena metodą DCF	2035,1	50%	
Wycena porównawcza	1743,9	50%	
w tym			
na bazie wskaźnika P/E	1830,8	50%	
na bazie Wskaźnika EV/EBITDA	1657,1	50%	
Średnia	1889,5		2045,4
na 1 akcję Cinema City			39,9

Założenia modelu

1. Wycenę opieramy na prognozie wyników Cinema City w okresie od 2010 do 2019 roku.
2. W okresie prognozy oraz po okresie objętym prognozą zakładamy stopę wolną od ryzyka na poziomie 6,0% (wypadkowa rentowności 10-letnich obligacji rządowych na rynkach, na których operuje spółka).
3. Po okresie prognozy przyjmujemy wzrost FCF na poziomie 3,0%.
4. W wycenie stosujemy dług netto spółki na koniec 2009 roku.

Założenia dotyczące kursów walutowych

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
EUR/PLN	3,90	3,90	3,90	3,90	3,90	3,90	3,90	3,90	3,90	3,90
EUR/CZK	26,45	26,45	26,45	26,45	26,45	26,45	26,45	26,45	26,45	26,45
EUR/HUF	280,32	280,32	280,32	280,32	280,32	280,32	280,32	280,32	280,32	280,32
EUR/BGN	1,96	1,96	1,96	1,96	1,96	1,96	1,96	1,96	1,96	1,96
EUR/RON	4,24	4,24	4,24	4,24	4,24	4,24	4,24	4,24	4,24	4,24
EUR/ILS	5,47	5,47	5,47	5,47	5,47	5,47	5,47	5,47	5,47	5,47

Wycena porównawcza

Wycenę porównawczą opieramy na wskaźnikach EV/EBITDA oraz P/E dla zagranicznych spółek medialnych na lata 2010-2012. Dla kolejnych lat przyjmujemy odpowiednio wagi 25%, 45% i 30%.

Wskaźniki P/E i EV/EBITDA dla operatorów kinowych

	Cena	EV/EBITDA			P/E		
		2010P	2011P	2012P	2010P	2011P	2012P
Cineworld Group PLC		6,9	6,6	6,2	11,3	10,2	9,3
Carmike Cinemas Inc		5,9	5,4	5,4	18,1	9,3	10,4
Cinemark Holdings Inc		6,4	6,0	5,8	13,1	11,8	11,1
Cinemax India LTD		7,4	10,9	9,3	10,1	9,4	8,8
Kinopolis		6,7	6,6	-	12,7	12,0	-
Major Cineplex Group		7,4	6,7	6,1	18,9	15,9	13,8
National Cinemedia Inc		7,5	6,9	6,4	25,4	21,9	19,4
PVR LTD		14,2	6,8	5,3	67,2	15,1	11,4
Regal Entertainment Group		7,0	6,5	6,4	22,8	19,6	19,2
Maksimum		14,2	10,9	9,3	67,2	21,9	19,4
Minimum		5,9	5,4	5,3	10,1	9,3	8,8
Mediana		7,0	6,6	6,1	18,1	12,0	11,2
Cinema City	39,0	9,4	8,1	6,6	17,9	14,7	11,3
premia / dyskonto		35,6%	23,4%	8,0%	-0,9%	22,6%	0,8%



Model DCF

(mln EUR)	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2019+
Przychody ze sprzedaży	238,7	270,9	317,9	349,5	363,5	376,7	389,8	402,3	414,9	427,4	
zmiana	12,8%	13,5%	17,4%	9,9%	4,0%	3,6%	3,5%	3,2%	3,1%	0,0%	
EBITDA	54,5	61,6	75,5	86,4	90,8	94,7	98,3	101,6	104,7	107,0	
marża EBITDA	22,8%	22,7%	23,7%	24,7%	25,0%	25,1%	25,2%	25,2%	25,2%	25,0%	
Amortyzacja	18,8	20,5	22,2	22,8	23,5	24,0	24,6	25,1	25,6	25,6	
EBIT	35,6	41,2	53,3	63,6	67,3	70,6	73,7	76,4	79,1	81,4	
marża EBIT	14,9%	15,2%	16,8%	18,2%	18,5%	18,8%	18,9%	19,0%	19,1%	19,0%	
Opodatkowanie EBIT	6,8	7,8	10,1	12,1	12,8	13,4	14,0	14,5	15,0	15,5	
NOPLAT	28,9	33,3	43,2	51,5	54,6	57,2	59,7	61,9	64,1	65,9	
CAPEX	-31,5	-32,2	-34,0	-33,6	-31,5	-29,3	-27,6	-25,7	-26,5	-25,6	
Kapitał obrotowy	-13,9	-11,0	-15,0	-3,0	-1,6	-1,6	-1,7	-1,4	-1,4	-1,5	
Pozostałe	78,0	15,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
FCF	80,3	25,6	16,4	37,7	44,9	50,3	55,0	59,9	61,8	64,5	66,4
WACC	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	
współczynnik dyskonta	94,9%	85,5%	77,0%	69,4%	62,5%	56,3%	50,7%	45,7%	41,2%	33,4%	
PV FCF	76,2	21,9	12,6	26,2	28,1	28,4	27,9	27,4	25,4	308,1	
WACC	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
Koszt długu	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Stopa wolna od ryzyka	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Premia za ryzyko	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	0,0%
Dług netto / EV	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Koszt kapitału własnego	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	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	1,0	1,0	1,0	1,0
Wzrost FCF po okresie prognozy	3,0%	Analiza wrażliwości					Wzrost FCF w nieskończoności				
Wartość rezydualna (TV)	3 238,1										
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	1 201,5										
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	1 162,5						1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
Wartość firmy (EV)	2 364,0	WACC +1,0pp	33,7	29,1	29,4	31,0	32,2				
Dług netto	328,9	WACC +0,5pp	35,7	37,6	40,1	43,1	47,1				
Inne aktywa nieoperacyjne	0,0	WACC	37,9	40,2	43,0	46,7	51,5				
Udziałowcy mniejszościowi	0,0	WACC -0,5pp	40,4	43,1	46,4	50,8	56,7				
Wartość firmy	2 035,1	WACC -1,0pp	43,2	46,3	50,3	55,5	62,9				
Liczba akcji (mln.)	51,2										
Wartość firmy na akcję (PLN)	39,7										
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,3%										
Cena docelowa	43,0										
EV/EBITDA(*10) dla ceny docelowej	11,1										
P/E(*10) dla ceny docelowej	19,8										
Udział TV w EV	51%										

Rachunek wyników

(mln EUR)	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
Przychody ze sprzedaży	179,0	211,6	238,7	270,9	317,9	349,5	363,5
<i>zmiana</i>	13,7%	18,2%	12,8%	13,5%	17,4%	9,9%	4,0%
Sprzedaż w kinach	154,7	172,5	216,8	252,4	298,1	328,4	341,3
Dystrybucja	14,4	13,9	15,9	16,8	18,1	19,3	20,4
Kasety wideo i płyty DVD	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	9,9	25,2	6,0	1,7	1,7	1,8	1,8
Koszty operacyjne	147,2	170,4	190,1	215,3	248,0	268,0	277,5
Zysk brutto na sprzedaży	31,8	41,2	48,6	55,6	70,0	81,5	86,0
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	9,9	11,0	13,0	14,5	16,6	17,9	18,6
EBIT	21,8	30,2	35,6	41,2	53,3	63,6	67,3
<i>zmiana</i>	13,2%	38,4%	17,9%	15,5%	29,6%	19,2%	5,9%
<i>marża EBIT</i>	12,2%	14,3%	14,9%	15,2%	16,8%	18,2%	18,5%
Wynik na działalności finansowej	-2,6	-1,9	-1,6	0,3	0,6	1,0	1,8
Straty ze zbycia i odpisy	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	19,1	28,2	34,0	41,5	54,0	64,6	69,2
Podatek dochodowy	-1,3	-2,5	-5,1	-6,2	-8,1	-9,7	-10,4
Udziałowcy mniejszościowi	-1,5	-0,6	0,2	0,3	0,4	0,5	0,7
Działalność zaniechana	-1,5	-1,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	17,7	24,4	28,7	35,0	45,5	54,4	58,1
<i>zmiana</i>	6,2%	38,3%	17,5%	21,9%	30,0%	19,7%	6,8%
<i>marża</i>	9,9%	11,5%	12,0%	12,9%	14,3%	15,6%	16,0%
Amortyzacja	18,4	16,3	18,8	20,5	22,2	22,8	23,5
EBITDA	40,2	46,5	54,5	61,6	75,5	86,4	90,8
<i>zmiana</i>	15,8%	15,7%	17,0%	13,1%	22,6%	14,5%	5,1%
<i>marża EBITDA</i>	22,5%	22,0%	22,8%	22,7%	23,7%	24,7%	25,0%
Liczba akcji na koniec roku (mln.)	50,8	50,8	51,2	51,2	51,2	51,2	51,2
EPS	1,3	1,9	2,2	2,7	3,4	4,1	4,4
CEPS	2,8	3,1	3,6	4,2	5,1	5,9	6,2
ROAE	11,4%	14,5%	14,7%	15,3%	17,5%	18,8%	18,0%
ROAA	6,5%	7,5%	8,0%	9,1%	11,0%	12,3%	12,2%

**Bilans**

(mln EUR)	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
AKTYWA	301,6	349,7	371,2	401,5	423,6	458,7	491,4
Majątek trwały	216,1	247,7	218,0	229,7	241,6	252,4	260,4
Rzeczowe aktywa trwałe	182,5	201,8	209,4	216,4	223,5	230,0	234,8
Wartości niematerialne	1,3	1,0	6,1	10,8	15,5	19,8	23,0
Nieruchomości inwestycyjne	29,4	42,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Umowy na instrumenty walutowe	1,9	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Aktywa z tytułu odroczonego podatku	1,1	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Majątek obrotowy	85,5	102,0	153,2	171,8	182,0	206,3	231,0
Zapasy	4,9	5,1	4,7	5,4	6,4	7,0	7,4
Należności handlowe	16,4	15,6	17,5	19,9	23,4	25,7	26,7
Pozostałe należności	1,1	0,7	1,4	1,5	1,7	1,9	1,9
Rozliczenia międzyokresowe	14,3	18,5	20,9	23,7	27,8	30,6	31,8
Pozostałe aktywa	36,1	39,6	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Depozyty i lokaty	0,9	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Środki pieniężne	11,8	22,4	108,3	120,8	122,4	140,8	162,8
(mln EUR)	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
PASYWA	301,6	349,7	371,2	401,5	423,6	458,7	491,4
Kapitał własny	156,5	179,8	210,5	245,8	274,2	306,3	337,9
Kapitał akcyjny	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Kapitały rezerwowe	88,0	87,2	89,0	89,0	89,0	89,0	89,0
Zyski zatrzymane	71,5	96,1	124,7	159,7	187,7	219,4	250,3
Kapitały mniejszości	-3,5	-4,0	-3,8	-3,5	-3,1	-2,6	-1,9
Zobowiązania długoterminowe	76,0	105,6	100,0	100,0	100,0	99,9	99,8
Kredyty i pożyczki	67,2	93,6	93,6	93,6	93,6	93,6	93,6
Rezerwy	5,6	7,0	1,4	1,4	1,4	1,3	1,1
Leasing finansowy	1,4	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Pozostałe	1,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8
Zobowiązania krótkoterminowe	69,0	64,3	60,7	55,7	49,4	52,4	53,7
Kredyty i pożyczki	34,2	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5
Zobowiązania handlowe	13,0	12,7	14,1	16,0	18,4	19,8	20,3
Inne zobowiązania	21,8	39,1	34,0	27,2	18,5	20,1	20,8
Dług	102,8	107,4	107,4	107,4	107,4	107,4	107,4
Dług netto	90,0	84,8	-1,1	-13,6	-15,2	-33,6	-55,6
(Dług netto / Kapitał własny)	57,5%	47,1%	-0,5%	-5,5%	-5,5%	-11,0%	-16,4%
(Dług netto / EBITDA)	2,2	1,8	0,0	-0,2	-0,2	-0,4	-0,6
BVPS	11,9	13,7	16,0	18,6	20,8	23,2	25,6



Przepływy pieniężne

(mln EUR)	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
Przepływy operacyjne	40,4	57,0	35,5	44,4	52,4	73,8	78,8
Zysk brutto	19,1	28,2	34,0	41,5	54,0	64,6	69,2
Odsetki	2,6	1,9	1,6	-0,3	-0,6	-1,0	-1,8
Amortyzacja	18,4	16,3	18,8	20,5	22,2	22,8	23,5
Kapitał obrotowy	6,9	16,7	-13,9	-11,0	-15,0	-3,0	-1,6
Podatek	-1,3	-2,5	-5,1	-6,2	-8,1	-9,7	-10,4
Pozostałe	-5,2	-3,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy inwestycyjne	-80,5	-48,2	52,8	-27,6	-29,1	-28,4	-25,4
CAPEX	-47,4	-44,3	-31,5	-32,2	-34,0	-33,6	-31,5
Inwestycje kapitałowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-33,0	-3,9	84,3	4,6	4,9	5,3	6,1
Przepływy finansowe	43,9	1,9	-2,4	-4,2	-21,7	-27,0	-31,5
Dług	47,9	4,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Emisja akcji	0,0	0,0	1,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidendy/buy-back	0,0	0,0	0,0	0,0	-17,5	-22,7	-27,2
Odsetki	-4,1	-2,7	-4,2	-4,2	-4,2	-4,2	-4,2
Inne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	3,7	10,7	85,8	12,5	1,6	18,4	22,0
Środki pieniężne na koniec okresu	11,8	22,4	108,3	120,8	122,4	140,8	162,8
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	1,3	1,7	2,1
FCF	-1,9	16,3	3,7	12,2	18,5	40,3	47,6
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	26,5%	21,0%	13,2%	11,9%	10,7%	9,6%	8,7%

Wskaźniki rynkowe

	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
P/E	28,9	20,9	17,9	14,7	11,3	9,5	8,9
P/CE	14,2	12,5	10,8	9,3	7,6	6,7	6,3
P/BV	3,3	2,8	2,4	2,1	1,9	1,7	1,5
P/S	2,9	2,4	2,2	1,9	1,6	1,5	1,4
FCF/EV	-0,3%	2,7%	0,7%	2,4%	3,7%	8,4%	10,4%
EV/EBITDA	14,9	12,8	9,4	8,1	6,6	5,6	5,1
EV/EBIT	27,5	19,7	14,4	12,2	9,4	7,6	6,8
EV/S	3,4	2,8	2,2	1,8	1,6	1,4	1,3
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	3,4%	4,4%	5,3%
Cena (PLN)							
Liczba akcji na koniec roku (mln)	50,8	50,8	51,2	51,2	51,2	51,2	51,2
MC (mln PLN)	1982,6	1982,6	1996,8	1996,8	1996,8	1996,8	1996,8
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EV (mln PLN)	2 331,9	2 311,5	1 992,5	1 943,9	1 937,9	1 866,4	1 781,2



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
micchal.marczak@dibre.com.pl
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale, Media

Departament Analiz:

Marta Jeżewska tel. (+48 22) 697 47 37
Wicedyrektor
marta.jezewska@dibre.com.pl
Banki

Analicycy:

Kamil Kliszczyk tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.klisczyk@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Energetyka, Handel

Piotr Grzybowski tel. (+48 22) 697 47 17
piotr.grzybowski@dibre.com.pl
IT, Media

Maciej Stokłosa tel. (+48 22) 697 47 41
maciej.stoklosa@dibre.com.pl
Budownictwo, Deweloperzy

Jakub Szkopek tel. (+48 22) 697 47 40
jakub.szkopek@dibre.com.pl
Przemysł

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

Piotr Dudziński tel. (+48 22) 697 48 22
Dyrektor
piotr.dudzinski@dibre.com.pl

Marzena Łempicka– Wilim tel. (+48 22) 697 48 95
Wicedyrektor
marzena.lempicka@dibre.com.pl

Maklerzy:

Emil Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczyk@dibre.com.pl

Grzegorz Stępień tel. (+48 22) 697 48 62
grzegorz.stepien@dibre.com.pl

Tomasz Dudź tel. (+48 22) 697 49 68
tomasz.dudz@dibre.com.pl

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44
micchal.jakubowski@dibre.com.pl

Tomasz Jakubiec tel. (+48 22) 697 47 31
tomasz.jakubiec@dibre.com.pl

Grzegorz Strublewski tel. (+48 22) 697 48 76
grzegorz.strublewski@dibre.com.pl

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 48 46
Kierownik Zespołu
adam.prokop@dibre.com.pl

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 48 64
micchal.rozmiej@dibre.com.pl

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 64
jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl

Jacek Wrześniewski tel. (+48 22) 697 49 85
jacek.wrzesniewski@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70
Kierownik Zespołu Prywatnego Maklera
pawel.szczepanik@dibre.com.pl

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży
jacek.szczepanski@dibre.com.pl

Dom Inwestycyjny
BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-950 Warszawa
www.dibre.com.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 księgową

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 dzieleny przez średni stan kapitałów własnych

P/BV - (Cena/Wartość księgową) - 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 Inwestycyjnego BRE Banku 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 DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. DI BRE Banku 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 stanowił 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.

DI BRE Banku 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 DI BRE Banku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Raport został przekazany do emitenta przed jego publikacją. Po uwagach przekazanych przez emitenta dokonano zmian w treści raportu. Zmiany nie dotyczyły elementów ocennych.

DI BRE Banku, 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 DI BRE Banku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA 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 DI BRE Banku 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 progностycznych 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.

DI BRE Banku nie wydał w ciągu ostatnich 9 miesięcy rekomendacji dotyczącej Cinema City.