

środa, 3 września 2014 | komentarz specjalny

## Global City Holdings – Wezwanie od ITIT

Rekomendacja: w trakcie aktualizacji | cena bieżąca: 37,81 PLN

**GCH PW; GCHP.WA | Media, Polska**

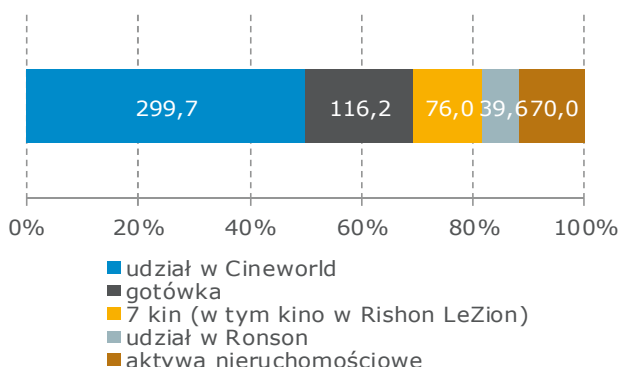
Opracowanie: Paweł Szpigel +48 22 438 24 06

**ITIT Holdings, główny akcjonariusz Global City Holdings, ogłosił wezwanie na 3 mln akcji GCH po cenie 38,50 PLN za sztukę, co stanowi 6,14% efektywnej liczby głosów na WZ (5,86% ogólnej liczby głosów na WZ). Cena w wezwaniu jest wyższa od średniej z cen zamknięcia ostatnich 101 sesji (tj. od początku 2Q'14 do ogłoszenia wezwania) o blisko 10%, co przy niskiej płynności na GCH PW może być odebrane jako poziom atrakcyjny. Z drugiej strony nasza wycena SOTP na akcję po uwzględnieniu ilości gotówki na moment 30 czerwca (110,9 mln EUR) oraz zachowaniu 15% dyskonta z tytułu holdingu jest wyższa niż cena oferowana w wezwaniu. Odradzamy udział w wezwaniu, jednak podkreślamy, że na katalizatory wzrostu kursu trzeba będzie w przypadku Global City Holdings poczekać do ogłoszenia szczegółowych danych dot. założeń aquaparku w Mszczonowie. W naszej wycenie przyjęliśmy NPV = 0 dla projektów inwestycyjnych realizowanych przy użyciu 116,2 mln EUR gotówki, którą Global City Holding dysponuje po wypłacie dywidendy przez Cineworld.**

### Opis grupy

GCH po transakcji połączenia części kinowej Cinema City z Cineworld jest największym akcjonariuszem spółki notowanej na londyńskim parkiecie z pakietem 26,1% udziałów. Założyciele i równocześnie Członkowie Zarządu dawnego Cinema City International – prezes Mooky Greidinger, dyrektor finansowy Israel Greidinger zasiadają w radzie dyrektorów CineWorld jako odpowiednio dyrektor generalny oraz dyrektor operacyjny. Oprócz Cineworld, Global City Holdings posiada 39,8% udziałów w kapitale Ronsona (developera mieszkaniowego w Polsce) oraz portfel nieruchomości w 4 krajach: Bułgarii, Polsce, Izraelu i Słowacji. Global City Holdings tworzy Park of Poland – pierwszy park rozrywki na dużą skalę w Polsce i w Europie Środkowo-Wschodniej.

### Aktywa w Global City Holdings (mln EUR)



Źródło: Dom Maklerski mBanku

### Rozpoczęcie realizacji Park of Poland

W pierwszej fazie projektu Park of Poland, Global City Holdings zamierza zrealizować budowę aquaparku w pobliżu Mszczonowa. Strategicznym partnerem dla GCH będzie WUND, kierowany przez znanego w Niemczech biznesmena, Josefa Wund. W Niemczech spółka ta prowadzi cztery aquaparki, z których największy Therme Erding znajduje się w miejscowości Erding, niedaleko Monachium.

Ten obiekt będzie wzorem dla aquaparku, który powstanie w Mszczonowie. Obiekt będzie zlokalizowany pomiędzy autostradą A2 i drogą ekspresową S8, w odległości ok. 40 km od Warszawy i ok. 70 km od Łodzi. Aquapark będzie działał przez cały rok i będzie się składał z dużego basenu z otwieranym dachem. W aquaparku będzie także zlokalizowane duże centrum odnowy biologicznej. WUND będzie kierował pracami budowlanymi oraz będzie odpowiadał za zarządzanie aquaparkiem. Capex projektu aquaparku ma wynieść 100 mln EUR. Finansowanie projektu ma odbyć się z dużym udziałem długu bankowego, a grunty zgromadzone przez Global City Holdings mają być wniesione jako część equity do projektu. Powodzenie projektu jest kluczowe dla Spółki, która na koniec czerwca 2014 roku posiadała 110,9 mln EUR gotówki na bilansie (brak długu na moment bilansowy). W naszej wycenie zakładamy NPV dla projektu = 0.

### Cineworld

W 1H'14 spółka wygenerowała 268,6 mln GBP przychodów, z czego 202,3 mln GBP przypadała na część biznesu przed transakcją połączenia (+0,2% R/R). Przychody box office w Wielkiej Brytanii i Irlandii spadły o 0,5% vs. 5,7% rynek. Liczba sprzedanych biletów była niższa o 3,4%, co było spowodowane m.in. czerwowymi mistrzostwami świata w piłce nożnej, a cena biletów była o 2,6% wyższa R/R, co wiązało się z niższym odsetkiem biletów na filmy 3D w całości sprzedanych biletów. Przychód detaliczny w kinach był wyższy o 0,7% R/R (na osobę 4,6% R/R). „Nowa część kin” wygenerowała wzrost przychodów ze sprzedaży biletów na poziomie +6,0% do kwoty 68,7 mln GBP. Liczba sprzedanych biletów wzrosła o 7,6% do 18,8 mln (w tym w Polsce liczba admissions wzrosła o 5,8%), a średnia cena biletu spadła o 1,5% do 3,65 GBP, co było przyczyną słabego zachowania rynku izraelskiego charakteryzującego się relatywnie wysokimi cenami biletów (liczba admissions spadła o 8,8% R/R). Liczba sprzedanych biletów w 1H'14 spadła w Wielkiej Brytanii o 3,4%, podczas gdy „nowe rynki” pokazały solidne wzrosty, m.in. W Polsce liczba admissions wzrosła o 5,8%. EBITDA wygenerowana przez Wielką Brytanię i Irlandię była na poziomie 32,5 mln GBP (+1,6% R/R), a EBITDA z rynków CEE i Izraela była o 7,0% wyższa R/R i wyniosła 13,4 mln GBP. Zysk EPS spadł w 1H'14 o 35% R/R przez rozpoznanie kosztów jednorazowych w wysokości 6,4 mln GBP (z czego 5,1 mln GBP związanych jest z transakcją połączenia z Cinema City, a 1,3 mln GBP dotyczyło wzrostu rezerw na spory). Oczyszczony EPS wzrósł o 19% R/R.

### Ronson

W 2Q'14 Ronson zaraportował przychody: 47,1 mln PLN, EBIT: 1,4 mln PLN, zysk netto: 0,0 mln PLN. Wyniki były lepsze od konsensusu na każdym poziomie. Ronson nie wyklucza, że na przełomie sierpnia i września zrewiduje w górę swoje plany sprzedażowe na ten rok. Deweloper szacuje wstępnie, że w roku 2014 może znaleźć nabywców na 700-800 lokali. W 2H'14 spółka może przekazać klientom 150-200 lokali wobec 339 lokali w 1H'14. W całym 2014 r. szacowaliśmy przekazanie 505 mieszkań i stratę finansową w wysokości 4,5 mln PLN, co może być nieco konserwatywnym założeniem. Przedstawiciele Ronsona oczekują zdecydowanej poprawy wyników w 2015 r., gdyż w przyszłym roku spółka może przekazać ok. 1000 lokali. W 2015 r. prognozujemy 856 przekazanych mieszkań i 30,5 mln PLN zysku netto. Potencjał wynikowy Ronsona jest wyższy. Podtrzymujemy pozytywne pozycjonowanie Ronsona w naszym portfelu inwestycyjnym.

## Wycena

Zastosowaliśmy NPV=0 w projekcie Park of Poland. Zwracamy uwagę, że w przypadku większej inwestycji w projekt Global City Holdings może wykorzystywać dywidendy z Cineworld i Ronsona na finansowanie. Do wyceny udziału w Ronsonie i Cineworld nie zastosowaliśmy premii z tytułu kontroli.

### Wycena Cineworld (metoda porównawcza)

	(mln GBP)
Przychody 2014P	632,6
EBITDA 2014P	123,1
dług netto na koniec 2Q'14	286,1
EV/EBITDA'14 mediana spółek porównywalnych	9,5x
wartość kapitałów na podstawie EV/EBITDA'14	885,1

Źródło: Dom Maklerski mBanku, Bloomberg (dane dot. Cineworld i wskaźniki)

### Wstępna wycena GCH (metoda SOTP)

aktywo	wartość (mln EUR)	założenia
udział w Cineworld	299,7	26,1% w oszacowanej przez nas wartości Cineworld
gotówka	116,2	gotówka z bilansu GCH na koniec
7 kin (w tym kino w Rishon LeZion)	76,0	NOI =7,6 mln EUR, rynkowa stopa kapitalizacji =10%
udział w Ronsonie	39,4	39,65% udziału, cena rynkowa
aktywa nieruchomościowe	70,0	
w tym grunt pod Park of Poland	20,0	wartość gruntów z grudnia 2012 + przejęcia dodatkowych działek
w tym Mall of Rousse	35,0	NOI =3,5 mln EUR, rynkowa stopa kapitalizacji =10%
w tym pozostałe	15,0	inne aktywa przejęte w grudniu
<b>RAZEM</b>		<b>601,3 mln EUR</b>
liczba akcji		48,8 mln*
wycena na akcję		12,3 EUR
dyskonto z tytułu holdingu (15%)		1,8 EUR
wycena po dyskoncie		10,5 EUR
kurs EURPLN		4,21
<b>wycena 1 akcji</b>		<b>44,00 PLN</b>

Źródło: Dom Maklerski mBanku, Bloomberg; \*liczba akcji pomniejszona o 2,37 mln skupionych akcji pomimo braku ich umorzenia

**Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**

**EV** - dług netto + wartość rynkowa (EV - wartość ekonomiczna)

**EBIT** - Zysk operacyjny

**EBITDA** - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

**BOOK VALUE** - wartość księgowa

**WNDB** - wynik na działalności bankowej

**P/CE** - cena do zysku wraz z amortyzacją

**MC/S** - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

**EBIT/EV** - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

**P/E** - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję

**ROE** - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

**P/BV** - (Cena/Wartość księgowa) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

**Dług netto** - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent

**Marża EBITDA** - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

**Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:**

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

**KUPUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

**AKUMULUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%

**TRZYMAJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%

**REDUKUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%

**SPRZEDAJ** - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie 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.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących 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.

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

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

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

Komentarz nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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

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

Dom Maklerski mBanku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Energa, Erbud, Es-System, Kruk, Magellan, Mieszko, Neuca, Oponeo, Pemug, Polimex Mostostal, Polna, Solar, Tarczyński, Vistal, ZUE.

Dom Maklerski mBanku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Erbud, Es-System, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mieszko, Neuca, Oponeo, Pekao, PKN Orlen, PKO BP, Polimex Mostostal, Polna, Solar, Tarczyński, Vistal, ZUE.

Dom Maklerski mBanku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: AB, Agora, Alior Bank, Alchemia, Ambra, BNP Paribas, Boryszew, BPH, mBank, BZ WBK, Deutsche Bank, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Erste Bank, Es-System, Farmacol, Ferrum, Getin Holding, Grupa o2, Handlowy, Impexmetal, ING BSK, Interagroclin Auto, Ipopema, Koelner, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Odratrans, Oponeo, Orbis, OTP Bank, Paged, PA Nova, Pekao, Pemug, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen, Robyng, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Solar, Sygnity, Tarczyński, Techmex, Unibep, Vistal.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy Dom Maklerski mBanku S.A. był oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Capital Park, Vistal. Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Dom Maklerski mBanku S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej z Pekao oraz umowę abonentową z Orange Polska S.A. (dawniej TP S.A.).

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

**Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:**

**DCF** – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

**Wskaźnikowa** – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

Michał Marczak  
członek zarządu  
tel. +48 22 438 24 01  
[michal.marczak@mdm.pl](mailto:michal.marczak@mdm.pl)  
strategia, surowce, metale

#### Departament analiz:

Kamil Kliszc  
wicedyrektor  
tel. +48 22 438 24 02  
[kamil.kliszcz@mdm.pl](mailto:kamil.kliszcz@mdm.pl)  
paliwa, chemia, energetyka

Michał Konarski  
tel. +48 22 438 24 05  
[michal.konarski@mdm.pl](mailto:michal.konarski@mdm.pl)  
banki

Jakub Szkopek  
tel. +48 22 438 24 03  
[jakub.szkopek@mdm.pl](mailto:jakub.szkopek@mdm.pl)  
przemysł

Paweł Szpigiel  
tel. +48 22 438 24 06  
[pawel.szpigiel@mdm.pl](mailto:pawel.szpigiel@mdm.pl)  
media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybala  
tel. +48 22 438 24 04  
[piotr.zybala@mdm.pl](mailto:piotr.zybala@mdm.pl)  
budownictwo, deweloperzy

#### Departament sprzedaży instytucjonalnej:

Piotr Gawron  
dyrektor  
tel. +48 22 697 48 95  
[piotr.gawron@mdm.pl](mailto:piotr.gawron@mdm.pl)

Piotr Dudziński  
wicedyrektor  
tel. +48 22 697 48 22  
[piotr.dudzinski@mdm.pl](mailto:piotr.dudzinski@mdm.pl)

Marzena Łempicka-Wilim  
wicedyrektor  
tel. +48 22 697 48 95  
[marzena.lempicka@mdm.pl](mailto:marzena.lempicka@mdm.pl)

#### Zagraniczna sprzedaż instytucjonalna:

Łukasz Wójtowicz, CAIA  
tel. +48 22 697 48 47  
[lukasz.wojtowicz@mdm.pl](mailto:lukasz.wojtowicz@mdm.pl)

Dom Maklerski mBanku S.A.  
Departament analiz  
ul. Senatorska 18  
00-075 Warszawa  
[www.mDomMaklerski.pl](http://www.mDomMaklerski.pl)

#### Maklerzy:

Krzysztof Bodek  
tel. +48 22 697 48 89  
[krzysztof.bodek@mdm.pl](mailto:krzysztof.bodek@mdm.pl)

Michał Jakubowski  
tel. +48 22 697 47 44  
[michal.jakubowski@mdm.pl](mailto:michal.jakubowski@mdm.pl)

Tomasz Jakubiec  
tel. +48 22 697 47 31  
[tomasz.jakubiec@mdm.pl](mailto:tomasz.jakubiec@mdm.pl)

Szymon Kubka, CFA, PRM  
tel. +48 22 697 48 16  
[szymon.kubka@mdm.pl](mailto:szymon.kubka@mdm.pl)

Anna Łagowska  
tel. +48 22 697 48 25  
[anna.lagowska@mdm.pl](mailto:anna.lagowska@mdm.pl)

Paweł Majewski  
tel. +48 22 697 49 68  
[pawel.majewski@mdm.pl](mailto:pawel.majewski@mdm.pl)

Adam Mizera  
tel. +48 22 697 48 76  
[adam.mizera@mdm.pl](mailto:adam.mizera@mdm.pl)

Adam Prokop  
tel. +48 22 697 47 90  
[adam.prokop@mdm.pl](mailto:adam.prokop@mdm.pl)

Michał Roźmiej  
tel. +48 22 697 49 85  
[michal.rozmiej@mdm.pl](mailto:michal.rozmiej@mdm.pl)

#### Zespół Prywatnego Maklera:

Jarosław Banasiak  
dyrektor biura aktywnej sprzedaży  
tel. +48 22 697 48 70  
[jaroslaw.banasiak@mdm.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@mdm.pl)