

wtorek, 17 marca 2015 | komentarz specjalny

Global City Holdings – Wyniki Cineworld i aktualizacja wyceny SOTP

Rekomendacja: w trakcie aktualizacji | cena bieżąca: 42,33 PLN

GCH PW; GCHP.WA | Media, Polska

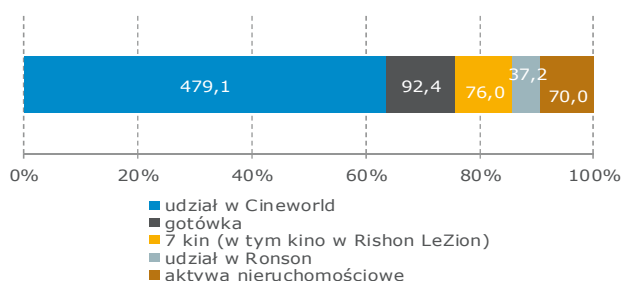
Opracowanie: Paweł Szpigel +48 22 438 24 06

W ostatnim tygodniu grupa Cineworld, której akcje są głównym aktywem w ramach Global City Holdings, podała wyniki za 53 tygodnie zakończone 1 stycznia 2015 r. W niniejszej publikacji aktualizujemy naszą wycenę SOTP holdingu. Wartość jednej akcji szacujemy na 54,3 PLN, przy (1) zastosowaniu dyskonta z tytułu holdingu na poziomie 15%, (2) założeniu o niższej wycenie aktywów deweloperskich, które Cinema City przejęło w transakcji z grudnia'12 od ich wartości bilansowych oraz (3) NPV=0 dla projektu aquaparku w Mszczonowie, na które GCH przeznaczy część posiadanej gotówki. Uważamy nasze podejście za konserwatywne. W połowie lutego kurs GCH uległ znacznemu obniżeniu na wiadomość o potencjalnym wycofaniu akcji spółki z GPW. Na 20 marca Spółka zwołała NWZA, podczas którego Rada Dyrektorów przedyskutuje z akcjonariuszami rekomendację wycofania Spółki z Giełdy. W dniach 21-31 marca mogłoby mieć miejsce złożenie dokumentu w Komisji Nadzoru Finansowego oraz ogłoszenie wezwania do sprzedaży akcji. Od 24 kwietnia do 7 maja trwałyby zapisy na akcje Spółki w wezwaniu. Wycofanie miałyby się odbyć przez publiczny skup akcji z ceną 40 PLN. Nasza wycena jest 36% wyższa od podanej propozycji skupu.

Opis grupy

GCH po transakcji połączenia części kinowej Cinema City z Cineworld jest największym akcjonariuszem spółki notowanej na londyńskim parkiecie z pakietem 29,0% udziałów. Założyciele i równocześnie Członkowie Zarządu dawnego Cinema City International – prezes Mooky Greidinger oraz 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)



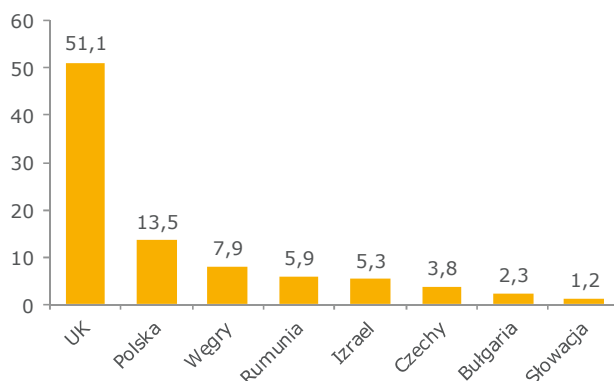
Źródło: Dom Maklerski mBanku

Cineworld

W 53 tygodniach zakończonych 1 stycznia 2015 r. Cineworld wygenerował 619,4 mln GBP przychodów ze sprzedaży (tj. +52,5% R/R, +1,7% proforma). Liczba wejściówek w grupie Cineworld (w porównaniu proforma) spadła o 0,5%, głównie przez słaby performance rynku brytyjskiego, gdzie spadki były na poziomie 3,7% oraz izraelskiego, gdzie biletów sprzedało się mniej o 8,3% R/R. Negatywny efekt został

zniwelowany udaną sprzedażą wejściówek w Polsce (+6,8% R/R), Rumunii (+14,5% R/R) i Bułgarii (+10,7% R/R)

Liczba sprzedanych biletów proforma w Cineworld w 2014 r. (mln)



Źródło: Cineworld

Średnia cena biletów w całej grupie proforma wzrosła o 1,3% R/R, przy czym największe wzrosty zanotowano na rynku brytyjskim, a spadki w Izraelu. Sprzedaż w barach na jedną wejściówkę wzrosła o 3,6% R/R w grupie, przy czym wzrosty zanotowano w UK, a spadki w Polsce. W 2014 r. wynik EBITDA proforma w Cineworld wyniósł 137,4 mln GBP (tj. +7,4% R/R), przy czym 58,7 mln GBP wygenerował rynek CEE i Izrael (+13,8% R/R), a 78,7 mln GBP rynek UK i Irlandia (+3,0% R/R). Dzięki wyższej rentowności dodanych kin (w wyniku przejęcia działalności kinowej od Cinema City w 2014 r.) Cineworld poprawiło rentowność EBITDA do 20,6% z 17,8%. W 2015 r. Cineworld chce wygenerować dalsze synergije kosztowe w wysokości 3,5 mln GBP i mieć koszty cash'owe odsetek na poziomie 13 mln GBP. CAPEX w 2015 r. wyniesie 80 mln GBP. Cineworld z optymizmem patrzy na 2015 r. dzięki silnemu line-upowi produkcji, który zawiera m.in. kolejną część przygód Jamesa Bonda („Spectre”), kolejną część Igrzysk Śmierci i Gwiezdnych Wojen, ekranizację książki „50 twarzy Greya” oraz powrót starych franczyz: „Jurassic Park”, „Avengers”, „Terminator” i „Mad Max”.

Wycena

Wycenę 1 akcji GCH sporządzamy w trzech wariantach. W wariantcie bazowym zastosowaliśmy założenia: (1) wycenę Cineworld sporządzamy metodą mnożnikową na bazie EV/EBITDA dla lat 2014, 2015 i 2016 r. z równymi wagami, (2) stosujemy dyskonto do wartości bilansowych aktywów nieruchomościowych, które GCH przejęło w transakcji z grudnia'12. W wariantcie drugim przyjęliśmy wycenę rynkową walorów Cineworld, a w trzecim dodatkowo wartość bilansową składników majątku trwałego (uwzględniając odpis wartości Mall od Rouse w wysokości 10 mln EUR, który GCH ogłosiła w listopadzie'14). We wszystkich wariantach przyjęliśmy dodatkowo założenia: (1) w projekcie Park of Poland stosujemy NPV=0, (2) przy wycenie udziału w Ronsonie i Cineworld nie stosujemy premii z tytułu kontroli, (3) przyjmujemy dyskonto z tytułu holdingu równe 15%. Przyjmujemy kurs EUR/PLN = 4,13 i GBP/PLN = 5,80.

WARIANT 1

Wycena Cineworld (metoda porównawcza)

(mln GBP)	2014	2015P	2016P
EBITDA	137,4**	149,7	162,8
EV/EBITDA mediana spółek porównywalnych	11,3x	9,3x	8,8x
Implikowane EV	1547	1397	1431
Dług netto	282		
Wycena equity*	1265	1115	1149
Średnia	1176		
Udział GCH	341		
Udział GCH w mln EUR	479		

Źródło: Dom Maklerski mBanku, Bloomberg (dane dot. Cineworld i wskaźniki)
* przyjmujemy stałą wartość długu netto, ** wynik proforma

Wycena GCH (metoda SOTP)

aktywo	wartość (mln EUR)	założenia
udział w Cineworld	479,1	29,0% x oszacowana przez nas wartość Cineworld
gotówka	92,4	gotówka z bilansu GCH na koniec 2Q'14 i dywidenda od Cineworld po pomniejszeniu o 23,8 mln EUR (szacowana wartość zakupu dodatkowych akcji w Cineworld)
7 kin (w tym kino w Rishon LeZion)	76,0	NOI = 7,6 mln EUR, rynkowa stopa kapitalizacji = 10%
udział w Ronsonie	37,2	39,7% udziału, cena rynkowa
aktywa nieruchomościowe, w tym:	70,0	
grunt pod Park of Poland	20,0	wartość gruntów z grudnia 2012 + przejęcia dodatkowych działek w 2013 roku
Mall of Rousse	35,0	NOI = 3,5 mln EUR, rynkowa stopa kapitalizacji = 10%
pozostałe	15,0	inne aktywa przejęte w grudniu 2012 z 50% dyskontem
RAZEM		754,7 mln EUR
liczba akcji		48,8 mln*
wycena na akcję		15,5 EUR
dyskonto z tytułu holdingu (15%)		2,3 EUR
wycena po dyskoncie		13,1 EUR
kurs EURPLN		4,13
wycena 1 akcji		54,3 PLN

Źródło: Dom Maklerski mBanku, Bloomberg
* liczba akcji pomniejszona o 2,37 mln skupionych akcji

WARIANT 2

Wycena GCH (metoda SOTP)

aktywo	wartość (mln EUR)	założenia
udział w Cineworld	514,8	29,0% x wycena rynkowa Cineworld
gotówka	92,4	gotówka z bilansu GCH na koniec 2Q'14 i dywidenda od Cineworld po pomniejszeniu o 23,8 mln EUR (szacowana wartość zakupu dodatkowych akcji w Cineworld)
7 kin (w tym kino w Rishon LeZion)	76,0	NOI = 7,6 mln EUR, rynkowa stopa kapitalizacji = 10%
udział w Ronsonie	37,2	39,7% udziału, cena rynkowa
aktywa nieruchomościowe, w tym:	70,0	
grunt pod Park of Poland	20,0	wartość gruntów z grudnia 2012 + przejęcia dodatkowych działek w 2013 roku
Mall of Rousse	35,0	NOI = 3,5 mln EUR, rynkowa stopa kapitalizacji = 10%
pozostałe	15,0	inne aktywa przejęte w grudniu 2012 z 50% dyskontem
RAZEM		790,4 mln EUR
liczba akcji		48,8 mln*
wycena na akcję		16,2 EUR
dyskonto z tytułu holdingu (15%)		2,4 EUR
wycena po dyskoncie		13,8 EUR
kurs EURPLN		4,13
wycena 1 akcji		56,9 PLN

Źródło: Dom Maklerski mBanku, Bloomberg
* liczba akcji pomniejszona o 2,37 mln skupionych akcji

WARIANT 3

Wycena GCH (metoda SOTP)

aktywo	wartość (mln EUR)	założenia
udział w Cineworld	514,8	29,0% x wycena rynkowa Cineworld
gotówka	92,4	gotówka z bilansu GCH na koniec 2Q'14 i dywidenda od Cineworld po pomniejszeniu o 23,8 mln EUR (szacowana wartość zakupu dodatkowych akcji w Cineworld)
udział w Ronsonie	37,2	39,7% udziału, cena rynkowa
Rzeczowe aktywa trwałe	122,9	wartość bilansowa z końca 2Q'14 skorygowana o 10 mln EUR odpisu Mall of Rousse
Nieruchomości inwestycyjne	71,9	wartość bilansowa z końca 2Q'14
RAZEM		839,2 mln EUR
liczba akcji		48,8 mln*
wycena na akcję		17,2 EUR
dyskonto z tytułu holdingu (15%)		2,6 EUR
wycena po dyskoncie		14,6 EUR
kurs EURPLN		4,13
wycena 1 akcji		60,4 PLN

Źródło: Dom Maklerski mBanku, Bloomberg
* liczba akcji pomniejszona o 2,37 mln skupionych akcji

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, Miesko, 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, Miesko, 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, Bakalland, BNP Paribas, Boryszew, BPH, mBank, BZ WBK, Deutsche Bank, Elzab, Enea, Energoaparatúra, Erbud, Erste Bank, Es-System, Farmacol, Ferrum, Getin Holding, Grupa o2, Handlowy, Impexmetal, ING BSK, Interagrocln Auto, Ipopema, Kęty, Koelner, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Miesko, 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, RBI, Robygy, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Sokołów, Solar, Sygnity, Tarczyński, Techmex, Unibep, Vistal, Work Service, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy Dom Maklerski mBanku S.A. był oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Polwax. 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 abonamentową 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 branżą; 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
strategia, surowce, metale

Departament analiz:**Kamil Kliszc**

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

Michał Konarski

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

Jakub Szkopek

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

Paweł Szpigiel

tel. +48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mdm.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybała

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

Piotr Bogusz

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

Departament sprzedaży instytucjonalnej:**Piotr Gawron**

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

Marzena Łempicka-Wilim

wicedyrektor
tel. +48 22 697 48 82
marzena.lempicka@mdm.pl

Zagraniczna sprzedaż instytucjonalna:**Łukasz Wójtowicz, CAIA**

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

Dom Maklerski mBanku S.A.

Departament analiz
ul. Senatorska 18
00-075 Warszawa
www.mDomMaklerski.pl

Maklerzy:**Krzysztof Bodek**

tel. +48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mdm.pl

Michał Jakubowski

tel. +48 22 697 47 44
michal.jakubowski@mdm.pl

Tomasz Jakubiec

tel. +48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mdm.pl

Szymon Kubka, CFA, PRM

tel. +48 22 697 48 16
szymon.kubka@mdm.pl

Anna Łagowska

tel. +48 22 697 48 25
anna.lagowska@mdm.pl

Paweł Majewski

tel. +48 22 697 49 68
pawel.majewski@mdm.pl

Adam Mizera

tel. +48 22 697 48 76
adam.mizera@mdm.pl

Adam Prokop

tel. +48 22 697 47 90
adam.prokop@mdm.pl

Michał Roźmiej

tel. +48 22 697 49 85
michal.rozmiej@mdm.pl

Zespół Prywatnego Maklera:**Jarosław Banasiak**

dyrektor biura aktywnej sprzedaży
tel. +48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mdm.pl