



Dom Maklerski BDM S.A.

GLOBAL CITY HOLDINGS

RAPORT ANALITYCZNY

KUPUJ

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 52.1 PLN

22 GRUDZIEŃ 2014

Zdecydowaliśmy się na podtrzymanie zalecenia Kupuj i podniesienie naszej ceny docelowej dla GCH do 52.1 PLN/akcję. Podkreślamy, że GCH jest to nasz jeden z głównych faworytów na 2015 rok pod względem atrakcyjności inwestycyjnej i mamy nadzieję, że przyszłe aktualizacje założeń uwzględniające już wpływ na wycenę parku rozrywki będą miały pozytywny skutek dla długoterminowej oceny atrakcyjności inwestycyjnej.

Wyceny GCH dokonaliśmy na podstawie sumy wartości głównych składników majątku, gdyż po sprzedaży segmentu kinowego do Cineworld, spółka stała się holdingiem. W symulacji jeszcze nie uwzględniamy efektów realizacji parku rozrywki w Mszczonowie. Liczymy, że na przełomie 1H'15 spółka poda bardziej szczegółowe dane na temat tego projektu i będziemy mogli uwzględnić zmiany w naszej wycenie (z akcentem na podniesienie wyceny zważywszy na obecne mnożniki rynkowe notowanych na giełdach zagranicznych innych podmiotów specjalizujących się w prowadzeniu parków rozrywki). Ogółem suma wartości głównych składników majątku spółki dała nam wartość ponad 660 mln EUR, co daje ok. 13.5 EUR/akcję (57.3 PLN/akcję). Uwzględniając dodatkowo dyskonto z uwagi na strukturę holdingową GCH zdecydowaliśmy się na wyznaczenie ceny docelowej na pułapie 52.1 PLN/akcję.

Obecnie głównym składnikiem majątku spółki są posiadane udziały w Cineworld (przynoszące wpływy z dywidendy). Okres 1H'14 pod względem frekwencji dla Cineworld był przeciętny. Na głównym rynku działania, czyli w UK liczba sprzedanych biletów spadła o 3.4% r/r do 25.1 mln szt. Lepiej zachowywały się rynki lokalne w obszarze CEE. W Polsce liczba sprzedanych biletów wzrosła o 5.8% do 6.5 mln szt., na Węgrzech wzrost wyniósł 9.5% do poziomu 3.7 mln szt. Symulacja za cały okres 1H'14 wskazuje, że spółka zaraportowałaby wzrost sprzedanych biletów o 1% (43.9 mln szt). Z uwagi na konsolidację Cinema City przez 17 tygodni wykazana liczba wejść wynosi 35.8 mln szt. Ogółem w 1H'14 spółka osiągnęła przychody na poziomie 268.6 mln GBP, z czego na obszar UK&Irlandia przypadło ok. 202.3 mln GBP a na przejęte Cinema City ok. 66.3 mln GBP (konsolidacja przez 17 tygodni). Wynik EBITDA za omawiany okres wyniósł 45.9 mln GBP (na obszar UK&Irlandia przypisano 32.5 mln GBP, z kolei Cinema City wypracowało w okresie 17 tygodni raportowanego okresu ok. 13.4 mln GBP).

Cineworld podało, że z sukcesem odbywa się połączenie operacyjne z kinami Cinema City. Materialnym dowodem na to ma być podwyższenie planowanych oszczędności (synergii kosztowych) z 2 do 5 mln GBP. Na dzień 19.11.2014 po dokupieniu kolejnych akcji Cineworld spółka zwiększyła swój stan posiadania w tym podmiocie do ok. 29% w kapitale (ponad 76.62 mln akcji). Obecna wartość rynkowa tego pakietu wynosi niespełna 388 mln EUR. Zwracamy uwagę, że kurs Cineworld w ostatnich tygodniach mocno zyskał na wartości i wpływ na poprawę oceny atrakcyjności może mieć spodziewany mocny box office za 2H'14 (w odróżnieniu od wymagającego/słabszego okresu 1H'14).

Wycena końcowa [PLN]	52.1
Potencjał do wzrostu / spadku	+26 %
Cena rynkowa [PLN]	41.49
Kapitalizacja [mln PLN]	2 124
Ilość akcji [mln. szt.]	51.2
Kurs maksymalny za 6 mc [PLN]	42.1
Kurs minimalny za 6 mc [PLN]	31.54
Stopa zwrotu za 3 mc	7%
Stopa zwrotu za 6 mc	19%
Stopa zwrotu za 9 mc	21%
Akcjonariat (% głosów):	
I.T. International Theatres	54.8%
Aviva OFE	6.8%
ING PTE	5.2%

Maciej Bobrowski

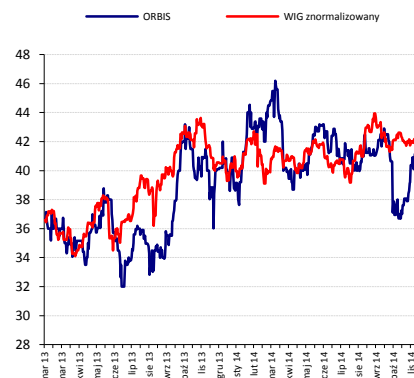
bobrowski@bdm.pl

tel. (0-32) 208-14-12

Dom Maklerski BDM S.A.

ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice

	2012	2013	2014P	2015P	2016P
Przychody [mln EUR]	280.7	297.9	61.9	12.5	13.5
EBITDA [mln EUR]	60.2	70.2	37.5	38.5	43.0
EBIT [mln EUR]	29.7	38.7	28.8	33.5	38.0
Wynik netto [mln EUR]	24.8	21.6	21.1	40.2	42.6
P/BV	2.0x	1.8x	0.8x	0.7x	0.7x
P/E	25.2x	28.8x	29.4x	15.2x	14.3x
EV/EBITDA	11.7x	9.7x	9.9x	8.8x	7.1x
EV/EBIT	23.7x	17.7x	12.9x	10.1x	8.1x



SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	3
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA.....	4
ANALIZA PORÓWNAWCZA.....	5
WYNIKI FINANSOWE ZA 1H 2014	6
PROGNOZA GCH NA 2014-2016.....	6
WARTOŚĆ RYNKU KINOWEGO W WYBRANYCH KRAJACH OPERACYJNYCH	10
RYNEK KINOWY W UK	10
RYNEK KINOWY W POLSCE.....	10
RYNEK KINOWY NA WĘGRZECH	11
RYNEK KINOWY W IZRAELU.....	11
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	12

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wyceny GCH dokonaliśmy na podstawie sumy wartości głównych składników majątku, gdyż po sprzedaży segmentu kinowego do Cineworld, spółka stała się holdingiem. W symulacji jeszcze nie uwzględniamy efektów realizacji parku rozrywki w Mszczonowie. Liczymy, że na przełomie 1H'15 spółka poda bardziej szczegółowe dane na temat tego projektu i będziemy mogli uwzględnić zmiany w naszej wycenie (z akcentem na podniesienie wyceny zważywszy na obecne mnożniki rynkowe notowanych na giełdach zagranicznych innych podmiotów specjalizujących się w prowadzeniu parków rozrywki). **Ogółem suma wartości głównych składników majątku spółki dała nam wartość ponad 660 mln EUR, co daje ok. 13.5 EUR/akcję (57.3 PLN/akcję). Uwzględniając dodatkowo dyskonto z uwagi na strukturę holdingową GCH decydujemy się na wydanie zalecenia Kupuj z ceną docelową 52.1 PLN. Podkreślamy, że GCH jest to nasz jeden z głównych faworytów na 2015 rok pod względem atrakcyjności inwestycyjnej i mamy nadzieję, że przyszłe aktualizacje założeń uwzględniające już wpływ na wycenę parku rozrywki będą miały pozytywny skutek dla długoterminowej oceny atrakcyjności inwestycyjnej.**

Obecnie głównym składnikiem majątku są posiadane udziały w Cineworld (przynoszące do GCH wpływ z dywidendy). Na dzień 19.11.2014 po dokupieniu kolejnych akcji Cineworld spółka zwiększyła swój stan posiadania w tym podmiocie do ok. 29% w kapitale (ponad 76.62 mln akcji). Obecna wartość rynkowa tego pakietu wynosi niespełna 388 mln EUR. Przy takiej wycenie Cineworld jest handlowany wg mnożników EV/EBITDA na poziomie 9.3x i 8.4x odpowiednio na lata 2015-2016. Inni międzynarodowi operatorzy kinowi cechują się niższymi wskaźnikami (długoterminowo przyjmujemy, że EV/EBITDA dla dużych operatorów kinowych powinno być w okolicy 8.0x) niemniej Cineworld zwiększyło dywersyfikację działania i ma obecnie ekspozycję na region CEE, a dodatkowo w latach 2015-2017 planuje otwarcie ponad 180 ekranów na rodzimym rynku w UK.

Zachowanie kursu Global City Holding na tle Cineworld (licząc od początku 2013 roku)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Drugim filarem wartości GCH są aktywa deweloperskie, do których zalicza się pakiet akcji w Ronsonie oraz posiadane nieruchomości, w skład których wchodzi m.in. przynoszące obecnie dochód: i) wynajmowane na potrzeby Cineworld kina, ii) galeria handlowa Mall of Rousse, iii) obiekt biurowy w Izraelu. Szacujemy, że roczny wynik wspomnianych obiektów wynosi ponad 11 mln EUR, przy czym na 2015 rok oczekujemy poprawy rezultatów Mall of Rousse. Dodatkowo spółka posiada ok. 200 ha gruntów pod budowę parku rozrywki w Mszczonowie. Łącznie aktywa deweloperskie wyceniamy na ok. 178.4 mln EUR.

Istotny wpływ na ocenę GCH ma także posiadany stan gotówki (przy braku zadłużenia), którą spółka otrzymała z tytułu sprzedaży aktywów kinowych do Cineworld. W związku z dokupieniem walorów Cineworld oraz otrzymaniem częściowej dywidendy szacujemy wartość gotówki posiadanej przez GCH na ok. 94.6 mln EUR. Inwestorzy powinni mieć jednak na uwadze, że w 2015 roku rozpocznie się budowa parku wodnego (szacowany capex to ok. 100 mln EUR; z czego wkład własny może wynieść ok. 20-30 mln EUR), a w kolejnych latach GCH będzie chciało realizować kolejne części tematyczne parku rozrywki.

Symulacja SOTP dla Global City Holdings

		Wartość	Komentarz
A	Udziały w Cineworld [mln EUR]	387.6	szacunek wartości w oparciu o bieżącą cenę rynkową Cineworld (EV/EBITDA na lata 2015-2016 wynosi odpowiednio 9.3x i 8.4x); na koniec 1H'14 spółka wyceniała na bilansie pakiet w Cineworld na 278.1 mln EUR
B	Aktywa deweloperskie GCH [mln EUR]	178.4	B=b1+b2+b3
b1	Ronson [mln EUR]	32.8	wycena w oparciu o cenę rynkową akcji z zastosowaniem 10% dyskonta
b2	Mall of Rousse [mln EUR]	40.0	szacujemy, że wartość bilansowa (nieruchomości inwestycyjne) wynosiła początkowo ok. 66 mln EUR, przy czym spółka zakomunikowała kolejny raz, że rozpoznana odpis tym razem na 10 mln EUR; w naszej wycenie uwzględniamy ostrożnościowo kolejne 10% dyskonta do wartości bilansowej po odpisie
b3	Pozostałe aktywa trwałe [mln EUR]	105.6	uwzględnia szacunek wartości posiadanych gruntów pod park rozrywki, 7 obiektów kinowych, obiekt biurowy w Izraelu oraz grunty w Bułgarii z 30% dyskontem do wartości bilansowej (na koniec 1H'14 łącznie wartość bilansową szacujemy na ok. 150.8 mln EUR)
C	Dług netto [mln EUR]	-94.6	stan na koniec 1H'14 skorygowany o zakup akcji Cineworld oraz otrzymaną dywidendę z tego podmiotu
D	SOTP (A+B-C) [mln EUR]	660.51	bez uwzględnienia wartości dodanej jaka powstanie z parku rozrywki
	Liczba akcji [mln szt]	48.8	uwzględniamy umorzenia skupionych akcji własnych
	Wycena 1 akcji [EUR]	13.5	
	Wycena 1 akcji [PLN]	57.3	
	Sugerowana wycena rynkowa 1 akcji [PLN]	52.1	zastosowano 10% dyskonto z uwagi na ewentualne ryzyka założeń i strukturę holdingową

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

Spółka będzie realizowała park rozrywki. GCH posiada ok. 200 ha gruntów i w 2015 roku rozpocznie budowę parku wodnego o wartości ok. 100 mln EUR (pierwszy etap projektu). Spodziewamy się, że w 1H'15 spółka poda więcej informacji o tym projekcie. Ewentualne rozczarowujące wyniki frekwencyjne tego obiektu będą miały negatywny wpływ na ocenę przeprowadzonej inwestycji i kontynuację rozbudowy o nowe części tematyczne. Uwzględniając wyjątkowość tego miejsca na mapie parków rozrywki w CEE mamy jednak nadzieję, że w przyszłości będziemy mogli uwzględnić pozytywne zmiany w naszym modelu i będziemy mogli akcentować ten projekt jako czynnik wzrostu wartości dla akcjonariuszy.

Aktualnie głównym aktywem GCH jest posiadany pakiet w Cineworld. W długim terminie niekorzystny wpływ na frekwencję w kinach może mieć transformacja udostępniania treści filmowych za pomocą internetu. Tym samym może się okazać, że w przyszłości nastąpi skrócenie czasu licząc od premiery kinowej do udostępnienia filmu w formie płatnej w tv, co będzie miało niekorzystne odbicie w branży kinowej. Istotne dla wyników segmentu kinowego są wpływy z barów kinowych i reklamy. Dlatego ewentualne pogorszenie sytuacji makro w poszczególnych krajach operacyjnych może mieć negatywne przełożenie na wpływy z tego obszaru biznesowego.

ANALIZA PORÓWNAWCZA

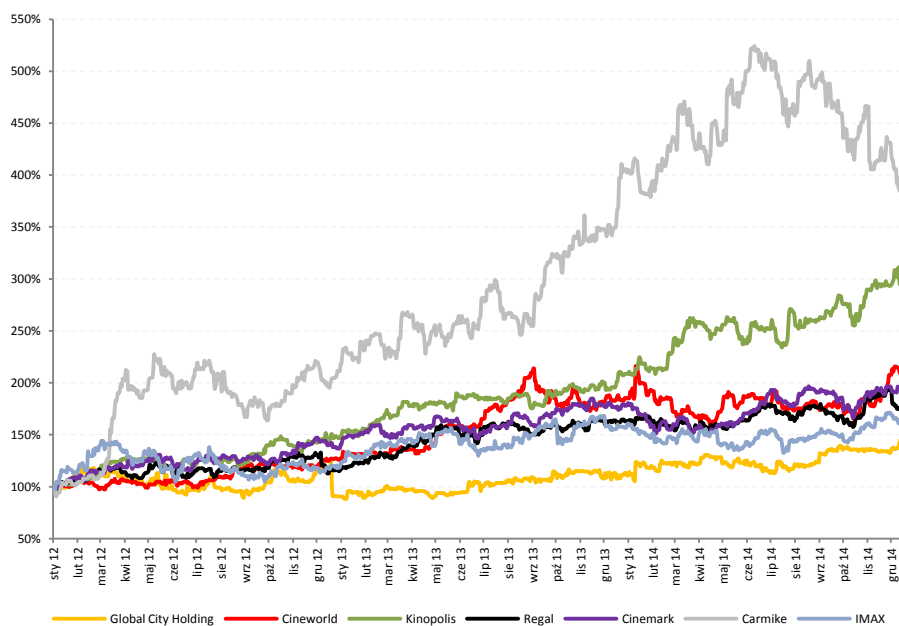
Przygotowaliśmy zestawienie mnożników rynkowych wybranych operatorów multipleksów na świecie. Wykorzystaliśmy prognozy na lata 2014-2016 i prezentujemy dwa wskaźniki: P/E oraz EV/EBITDA. Mediana EV/EBITDA na 2015 rok wynosi 8.3x, a na 2016 rok spada poniżej 8.0x. Długoterminowo ten poziom jest dla nas punktem odniesienia dla dużych operatorów kin.

Analiza porównawcza

	Cena	P/E			EV/EBITDA		
		2014P	2015P	2016P	2014P	2015P	2016P
Regal Entertainment	20.6 USD	22.9	16.8	16.4	9.7	8.3	7.9
Cinemark Holdings	36.19 USD	21.9	17.6	15.9	9.8	8.2	7.5
Carmike Cinemas	25.5 USD		22.9	14.9	9.0	6.8	5.9
Cineworld Group	398.7 GBP	24.2	17.0	14.5	11.6	9.3	8.4
Kinopolis	33.24 EUR	23.5	21.3	17.8	12.7	11.9	10.5
Mediana		23.2	17.6	15.9	9.8	8.3	7.9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursów wybranych operatorów kin (licząc od początku 2012 roku)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Po przejęciu aktywów deweloperskich od głównego akcjonariusza (grudzień 2012 roku) kurs Cinema City był do początku 2013 roku pod wyraźną presją negatywnego odbioru rynku tej transakcji. Tym samym spółka zaczęła być stopniowo handlowana z dyskontem do grupy porównawczej (wcześniej mając na aktywach wyłącznie segment kinowy występowała premia m.in. z uwagi na perspektywę dalszego wzrostu). Na początku 2014 roku poinformowano o sprzedaży działalności kinowej do Cineworld i objęcia pakietu udziałów w tej firmie. Tym samym GCH stał się holdingiem bazującym na segmencie kinowym (udziały w Cineworld) oraz koncentrującym się na działalności deweloperskiej (budowa parku rozrywki, udziały w Ronsoenie, własne nieruchomości).

WYNIKI FINANSOWE ZA 1H 2014

Spółka od kiedy sprzedała część kinową i objęła udziały w Cineworld zmieniła sposób publikowania wyników finansowych. W porównaniu z wcześniejszymi standardami raportowania nowe raporty okresowe spółki istotnie utrudniają ocenę spółki przez zewnętrznego obserwatora. Zdecydowaliśmy się jednak na docenienie zmian jakie zachodzą w obrębie składników majątkowych GCH i postanowiliśmy przeprowadzić aktualizację naszej analizy.

Wyniki skonsolidowane GCH za 1H'14

	1H'13	1H'14	
Przychody	136.3	56.4	
Koszty z dz. operacyjnej	115.2	42.1	
Wynik brutto z dz. operacyjnej	21.1	14.3	
Koszty ogólnego zarządu i adm.	7.5	5.3	
Udział w wyniku - Cineworld		3.4	
EBITDA	29.0	18.6	
EBIT	13.6	12.4	
Przychody finansowe	0.3	3.7	
Koszty finansowe	6.1	2.1	
Aktualizacja wartości			
Udział w wyniku - Ronson	1.0	0.4	
Wynik przed podatkiem	8.8	14.4	
Podatek	0.7	0.5	
Wynik netto	8.1	13.9	
Dług netto eop	199.4	-110.9	

Przychody zaraportowane w 1H'14 obejmują jeszcze działalność własnych multiplexów (przed przejściem przez Cineworld) do 27.02.2014 roku.

Nową pozycją w raportowanych wynikach jest pozycja udział w wyniku Cineworld (aktualnie GCH ma 29% udziałów)

Na koniec czerwca 2014 roku spółka miała prawie 111 mln EUR gotówki netto.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

PROGNOZA GCH NA 2014-2016

Wpływ na rezultaty z działalności kinowej będzie miał udział w wyniku Cineworld. Dodatkowo spółka będzie ujmowała wpływy z wynajmu kilku kin dla Cineworld. W obszarze deweloperskim główne składowe wyniku to rezultaty Mall of Rouse oraz biurowca w Izraelu. Dodatkowo na poziom netto będzie wpływały dane Ronsona.

Po roku 2016 istotny udział w wynikach będzie miał także park rozrywki. W pierwszym etapie ma to być Aquapark, a docelowo rozbudowany kompleks rozrywkowy. W kwietniu 2014 roku GCH podpisało z WUND Gruppe umowę strategicznego partnerstwa na budowę Aquaparku w Mszczonowie (WUND będzie odpowiedzialny za budowę oraz za zarządzanie obiektem; kontrakt na 20 lat). Zakładamy, że prace budowlane będą rozpoczęte w 2Q'15. Otwarcie obiektu ma mieć miejsce pod koniec 2016 roku. Szacowana przez GCH wartość inwestycji w Aquapark ma być na poziomie ok. 100 mln EUR. Po oddaniu parku wodnego do użytkowania, spółka będzie chciała realizować kolejne etapy budowy parku i będzie to proces rozłożony na kilka lat.

Projekcja wyników GCH na kolejne okresy [mln EUR]

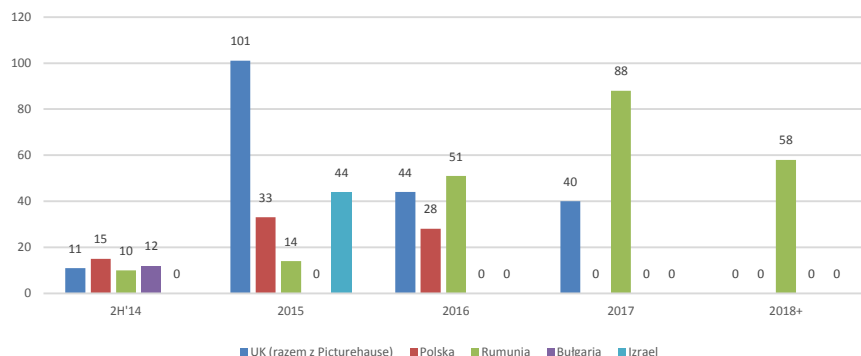
RZiS	1H'13	2H'13	1H'14	2H'14P	1H'15P	2H'15P	2012	2013	2014P	2015P	2016P
Przychody	136.3	161.6	56.4	5.50	6.00	6.50	280.7	297.9	61.9	12.5	13.5
Koszty z dz. operacyjnej	115.2	128.5	42.1	0.10	0.10	0.10	236.6	243.7	42.2	0.2	0.5
Wynik brutto z dz. operacyjnej	21.1	33.108	14.3	5.4	5.9	6.4	44.0	54.2	19.7	12.3	13.0
Koszty ogólnego zarządu i adm.	7.5	8.0	5.3	0.3	0.8	0.8	14.3	15.5	5.6	1.5	1.6
Udział w wyniku - Cineworld	---	---	3.4	11.3	7.6	15.1	---	---	14.7	22.7	26.6
EBITDA	29.0	41.2	18.6	18.9	15.3	23.2	60.2	70.2	37.5	38.5	43.0
EBIT	13.6	25.139	12.4	16.4	12.8	20.7	29.7	38.7	28.8	33.5	38.0
Saldo finansowe	-5.8	-5.4	1.6	1.9	2.3	2.5	-3.9	-11.2	3.5	4.8	2.7
Aktualizacja wartości	---	-10.3		-10.0	0.0	0.0	-0.3	-10.3	-10.0	0.0	0.0
Udział w wyniku - Ronson	1.0	5.4	0.4	-0.8	0.0	3.5	1.4	6.4	-0.4	3.5	3.6
Wynik przed podatkiem	8.8	14.865	14.4	7.5	15.1	26.7	26.8	23.7	21.9	41.8	44.3
Podatek	0.7	1.4	0.5	0.4	0.7	0.8	1.8	2.1	0.9	1.6	1.7
Wynik netto	8.1	13.472	13.9	7.19	14.32	25.88	25.0	21.6	21.1	40.2	42.6

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

PLANOWANY WZROST BAZY EKRANÓW W CINEWORLD

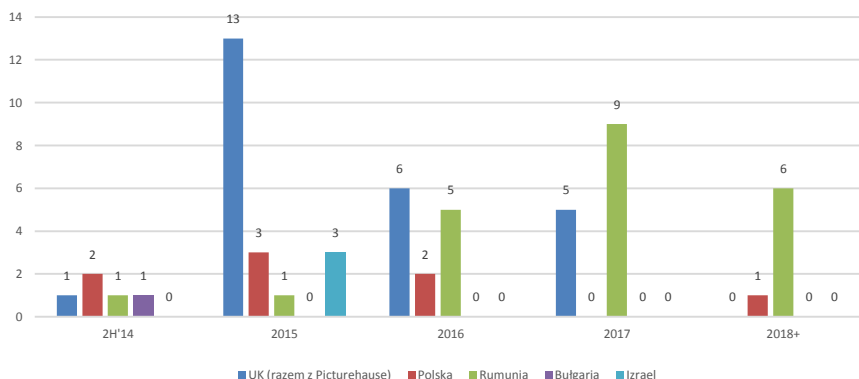
Na podstawie przedstawionych przez Cineworld projekcji nowych otwarć multiplexów zauważamy, że spółka zrewidowała w dół liczbę ekranów jaka powstanie do końca 2016 roku. W prezentacji z 6 marca 2014 roku Cineworld podawało, że na koniec 2016 roku połączona sieć będzie składała się z 2 398 ekranów (1 055 w UK, oraz 1 343 w Cinema City). W przedstawionej symulacji nowych otwarć z 14 sierpnia 2014 roku wynika jednak, że na koniec 2016 roku łączna liczba ekranów wyniesie 2 279 (1 055 w UK oraz 1 224 w Cinema City). Zaktualizowanie bazy planowanych otwarć nowych obiektów w ramach Cinema City nie jest dla nas zaskoczeniem, gdyż już wcześniej dostrzegaliśmy, że harmonogram dotyczący Rumunii i Bułgarii jest bardzo ambitny.

Planowane otwarcia nowych ekranów w podziale na kraje



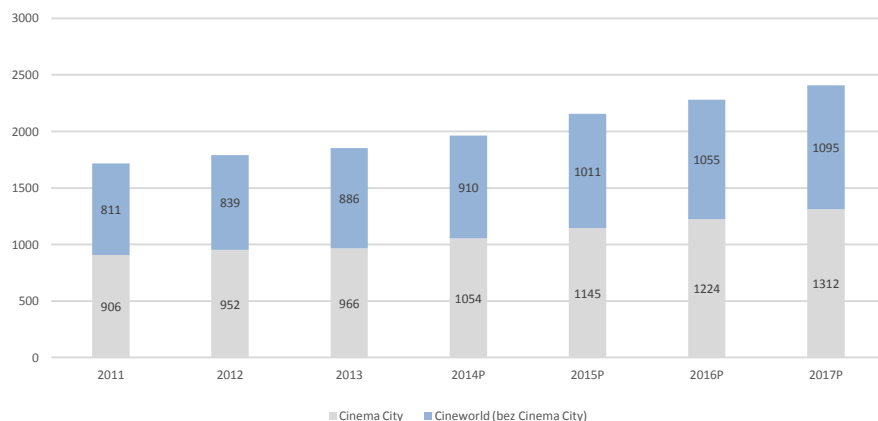
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Symulacja oddawania do użytkowania nowych multiplexów w podziale na kraje



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Oczekiwana baza ekranów Cineworld oraz Cinema City



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Cineworld chce w 2015 roku otworzyć 20 nowych obiektów z 192 ekranami. Najwięcej nowych obiektów w 2015 roku ma powstać w UK (odpowiednio 13 multiplexów oraz 101 obiektów). Duże znaczenie dla przyrostu sieci będzie miała też wzrost w Rumunii, gdzie ma powstawać największa liczba nowych ekranów w latach 2016-2018.

WYNIKI OPERACYJNE CINEWORLD

Spółka podała, że z sukcesem odbywa się połączenie operacyjne z Cinema City. Materialnym dowodem na to ma być podwyższenie planowanych oszczędności (synergii kosztowych) z 2 do 5 mln GBP.

Okres 1H'14 pod względem frekwencji był przeciętny dla spółki. Na głównym rynku działania, czyli w UK liczba sprzedanych biletów spadła o 3.4% r/r do 25.1 mln szt. Lepiej zachowywały się rynki lokalne w obszarze CEE. W Polsce liczba sprzedanych biletów wzrosła o 5.8% do 6.5 mln szt., na Węgrzech wzrost wyniósł 9.5% do poziomu 3.7 mln szt. Symulacja za cały okres 1H'14 wskazuje, że spółka zaraportowałaby wzrost sprzedanych biletów o 1% (43.9 mln szt). Z uwagi na konsolidację Cinema City przez 17 tygodni wykazana liczba wejść wynosi 35.8 mln szt.

Ogółem w 1H'14 spółka osiągnęła przychody na poziomie 268.6 mln GBP, z czego na obszar UK&Irlandia przypadało ok. 202.3 mln GBP a na przejęte Cinema City ok. 66.3 mln GBP (konsolidacja przez 17 tygodni). Wynik EBITDA za omawiany okres wyniósł 45.9 mln GBP (na obszar UK&Irlandia przypisano 32.5 mln GBP, z kolei Cinema City wypracowało w okresie 17 tygodni raportowanego okresu ok. 13.4 mln GBP).

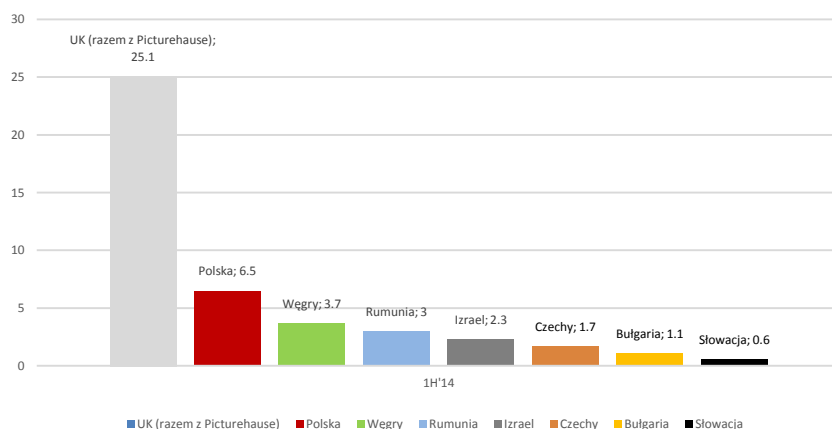
Wyniki skonsolidowane Cineworld 2012-1H2014

Cineworld [mln GBP]	1H'12	2H'12	1H'13	2H'13	1H'14	2012	2013
Liczba wejść [mln biletów]			25.9	25.6	35.8		51.5
Przychody	165.4	193.3	201.6	204.5	268.6	358.7	406.1
Sprzedaż biletów	118.6	133	140.9	139	180	251.6	279.9
Bary kinowe	38	44.3	46.3	47.8	61.6	82.3	94.1
Inne wpływy	8.8	13.5	14.4	17.7	27	22.3	32.1
EBITDA	26.2	40.7	32	40.3	45.9	66.9	72.3
marża EBITDA	15.8%	21.1%	15.9%	19.7%	17.1%	18.7%	17.8%
Amortyzacja	10.5	12.40	12.00	12.00	19.90	22.90	24.00
EBIT	15.7	28.30	20.00	17.50	19.60	44.00	37.50
Saldo finansowe	-2.2	-3.40	-3.20	-3.30	-5.50	-5.60	-6.50
Wynik brutto	13.3	25.00	16.50	14.40	13.90	38.30	30.90
Podatek	-3.6	-7.20	-4.50	-5.40	-2.10	-10.80	-9.90
Wynik netto	9.70	17.80	12.00	9.00	11.80	27.50	21.00
Dług netto	99.2	126.9	120.50	112.30	286.10	126.90	112.30
UK & Irlandia [mln GBP]	1H'12	2H'12	1H'13	2H'13	1H'14	2012	2013
Liczba wejść [mln biletów]	23	24.8	25.9	25.6	25.1	47.8	51.5
Przychody	165.4	193.3	201.6	204.5	202.3	358.7	406.1
Sprzedaż biletów	118.6	133	140.9	139	140.2	251.6	279.9
Bary kinowe	38	44.3	46.3	47.8	47	82.3	94.1
Inne wpływy	8.8	13.5	14.4	17.7	15.1	22.3	32.1
EBITDA	26.2	40.7	32	40.3	32.5	66.9	72.3
marża EBITDA	15.8%	21.1%	15.9%	19.7%	16.1%	18.7%	17.8%
CEE & Izrael [mln GBP]	1H'12	2H'12	1H'13	2H'13	1H'14	2012	2013
Liczba wejść [mln biletów]					10.7		
Przychody					66.3		
Sprzedaż biletów					39.8		
Bary kinowe					14.6		
Inne wpływy					11.9		
EBITDA					13.4		
marża EBITDA					20.2%		

Cineworld od 2013 roku konsolidował Picturehouse. Wpływ na dynamikę wzrostu w 1H'14 ma przejęcie Cinema City (od lutego 2014).

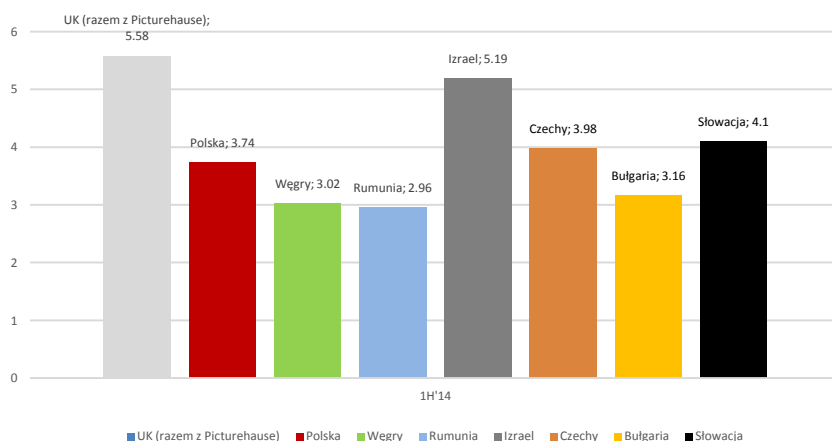
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Cineworld

Struktura geograficzna sprzedaży biletów za 1H'14 [mln szt.]



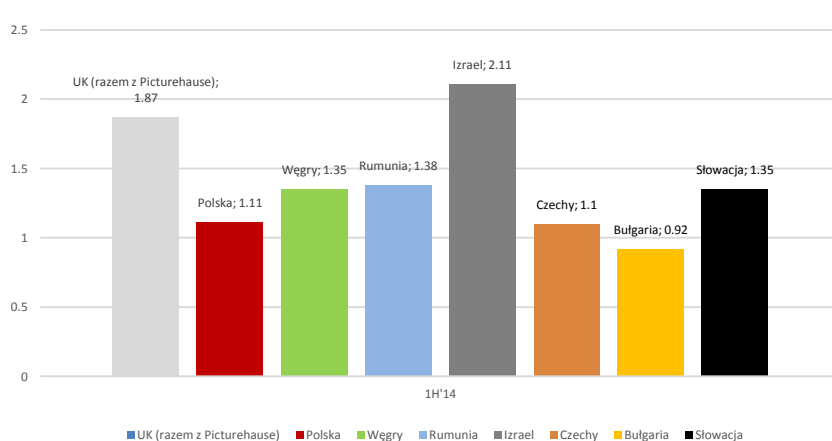
Dane za 1H'14 (licząc za pełny okres) wskazują, że najwięcej biletów spółka sprzedała w UK (25.1 mln szt.). Razem sprzedaż w UK odpowiadała za 57% łącznej liczby wejść. Drugim pod względem wielkości rynkiem dla spółki jest Polska, gdzie liczba wejść wyniosła 6.55 mln, czyli prawie 15% łącznej liczby wejść w ramach Cineworld.

Średnia cena biletu w krajach operacyjnych [GBP]



Najwyższa osiągnięta cena biletów w 1H'14 była w Izraelu (5.19 GBP) oraz w UK (5.58 GBP). Najtańsze bilety w ramach sieci były w Rumunii i na Węgrzech (po ok. 3 GBP).

Wydatki w barach kinowych w przeliczeniu na 1 widza [GBP]



Istotną grupą przychodów dla raportowanego wyniku EBITDA są wpływy z barów kinowych. W przeliczeniu na 1 widza najlepsze rezultaty dotyczyły Izraela (2.11 GBP/widza).

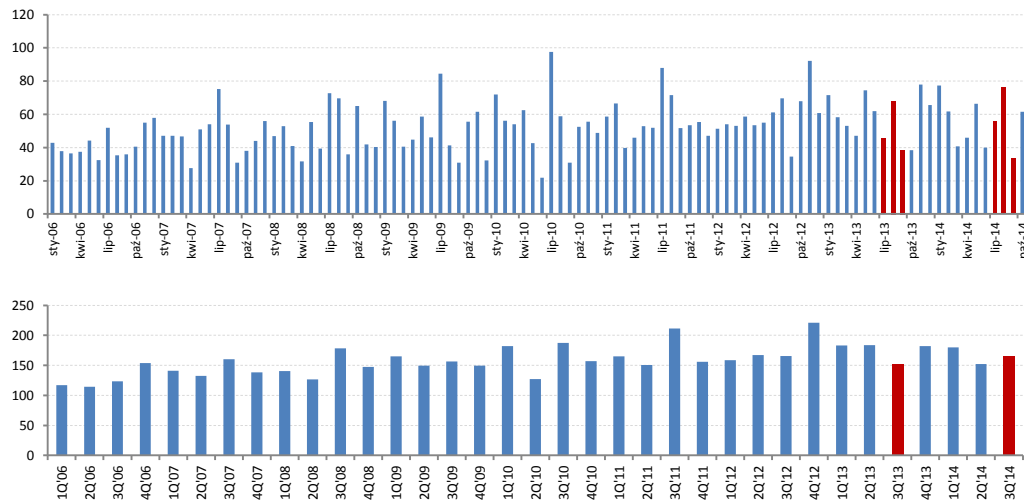
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Cineworld

WARTOŚĆ RYNKU KINOWEGO W WYBRANYCH KRAJACH OPERACYJNYCH

RYNEK KINOWY W UK

Szacujemy, że rynek kinowy w UK był dość wymagający w 1H'14. Teoretyczna wartość rynku w 1Q'14 była na niewielkim jednocyfrowym minusie w ujęciu r/r, z kolei w 2Q'14 spadek wynosił kilkanaście procent r/r. Znacznie lepiej wygląda frekwencja w 3Q'14, kiedy to wartość rynku kinowego wzrosła o ok. 9% r/r. Na podstawie danych sprzedażowych z października i listopada'14 (bardzo mocny październik i słabszy listopad w ujęciu r/r) oceniamy, że 4Q'14 może zanotować niewielki wzrost.

Szacunkowa wartość sprzedaży biletów w UK w okresie weekendowym – ujęcie miesięczne i kwartalne [mln GBP]



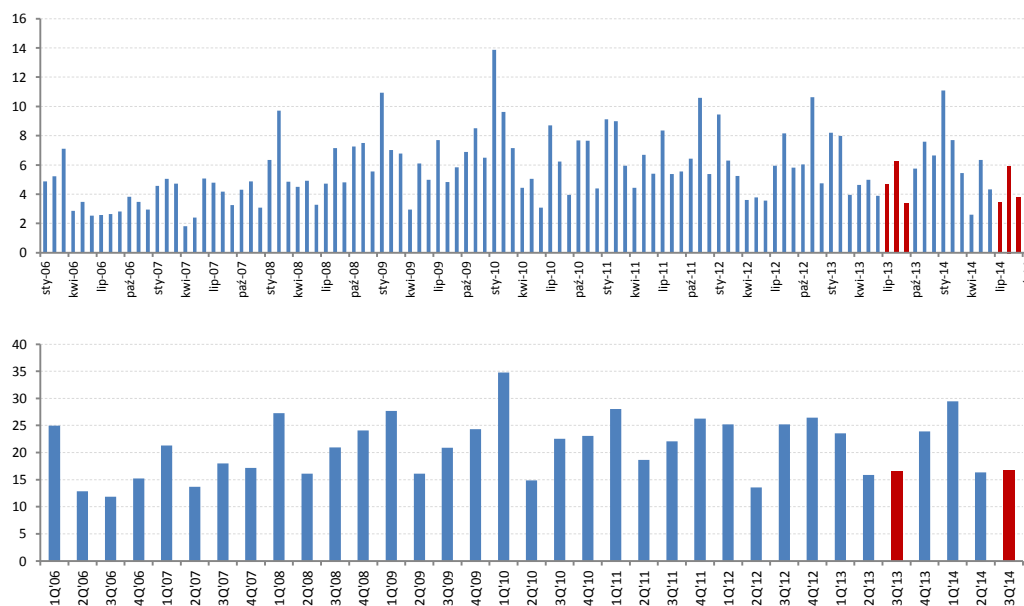
Cineworld podało, że w 1H'14 liczba sprzedanych biletów spadła o 3.4% do 25.1 mln sztuk. Średnia cena biletu wzrosła o 2.6% do 5.58 GBP, a wydatki w barach kinowych wzrosły o 4.5% do 1.87 GBP/widza.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Boxoffice Mojo

RYNEK KINOWY W POLSCE

Wpływ na udany okres 1-3Q'14 (wzrost liczby wejść do kin o 6% r/r) w polskich kinach miał w szczególności dobry 1Q'14, kiedy to liczba sprzedanych biletów wzrosła o ponad 17.5% r/r. Kolejne dwa kwartały były na lekkim minusie r/r. Zauważamy, że pozytywne odczyty o frekwencji dotyczą października i listopada'14, dlatego spodziewamy się, że cały 4Q'14 zakończy się wzrostem frekwencji w polskich kinach.

Szacunkowa wartość sprzedaży biletów w Polsce w okresie weekendowym – ujęcie miesięczne i kwartalne [mln GBP]



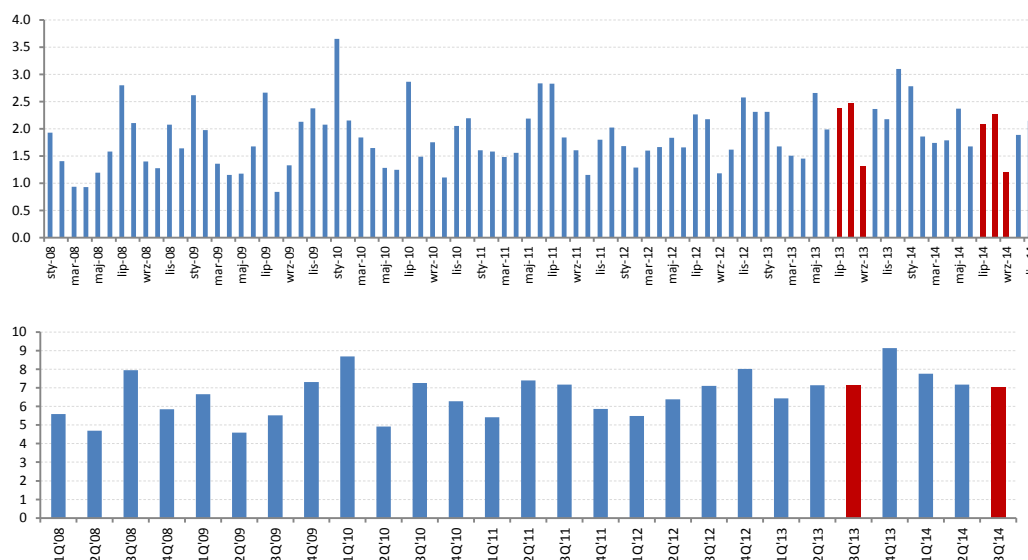
W 1H'14 liczba sprzedanych biletów do kin w sieci Cineworld w Polsce wzrosła o 5.8% do poziomu 6.5 mln szt. Średnia cena biletu spadła o 0.6% do 3.74 GBP, a wydatki w barach kinowych wzrosły o 1.1% do 1.11 GBP/widza.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Boxoffice Mojo, Stopklatka

RYNEK KINOWY NA WĘGRZECH

Sytuacja na rynku kinowym na Węgrzech jest dość wymagająca. W 1Q'14 zanotowano duży wzrost frekwencji i tym samym wartość rynku kinowego była wyższa o ponad 15% r/r, a w kolejnych okresach widać było już coraz słabsze odczyty i spadki w ujęciu r/r. Dane za październik'14 wskazują, że wartość rynku spadła o ponad 20% r/r, z kolei listopad'14 był raczej płaski r/r.

Szacunkowa wartość sprzedaży biletów na Węgrzech w okresie weekendowym – ujęcie miesięczne i kwartalne [mln GBP]



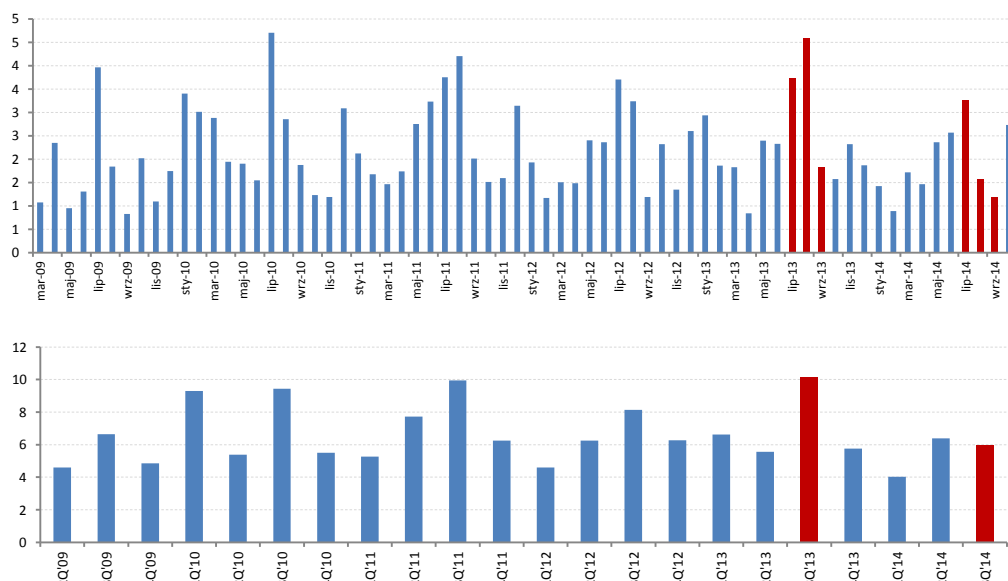
W 1H'14 liczba sprzedanych biletów do kin w sieci Cineworld na Węgrzech wzrosła o 9.5% do poziomu 3.7 mln szt. Średnia cena biletu była wyższa o 2.7% i wyniosła 3.02 GBP, a wydatki w barach kinowych wzrosły aż o 8% do 1.35 GBP/widza.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Boxoffice Mojo

RYNEK KINOWY W IZRAELU

W Izraelu rok 2014 jest słaby dla rynku kinowego w porównaniu r/r. Spadek wartości rynku miał miejsce w 1Q'14 oraz w 3Q'14. Wzrostowy okazał się tylko 2Q'14. Spoglądając na frekwencję za październik'14 i listopad'14 mamy nadzieję, że końcówka 2014 roku będzie bardziej udana dla operatorów kin w tym kraju.

Szacunkowa wartość sprzedaży biletów w Izraelu w okresie weekendowym – ujęcie miesięczne i kwartalne [mln EUR]



W 1H'14 liczba sprzedanych biletów do kin w sieci Cineworld w Izraelu spadła o 8.8% i wyniosła 2.3 mln szt. Średnia cena biletu w tym okresie była niższa o 3.1% r/r. Wydatki w barach kinowych w przeliczeniu na 1 widza spadły o 1.4% i wyniosły 2.11 GBP.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Boxoffice Mojo

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

RZIS [mln EUR]	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Przychody	280.7	297.9	61.9	12.5	13.5	13.8	14.0	14.3	14.6	14.9	15.2	15.5	15.8	16.1
Koszty z dz. operacyjnej	236.6	243.7	42.2	0.2	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
Wynik brutto z dz. operacyjnej	44.0	54.2	19.7	12.3	13.0	13.3	13.5	13.8	14.1	14.4	14.6	14.9	15.2	15.5
Koszty ogólnego zarządu i adm.	14.3	15.5	5.6	1.5	1.6	1.7	1.7	1.8	1.9	2.0	2.1	2.2	2.3	2.4
Udział w wyniku - Cineworld	0.0	0.0	14.7	22.7	26.6	29.6	32.9	35.2	37.6	39.6	41.7	43.2	44.8	46.5
EBITDA	60.2	70.2	37.5	38.5	43.0	46.2	49.7	52.2	54.7	56.9	59.2	61.0	62.7	64.6
EBIT	29.7	38.7	28.8	33.5	38.0	41.2	44.7	47.2	49.7	51.9	54.2	56.0	57.7	59.6
Saldo finansowe	-3.9	-11.2	3.5	4.8	2.7	3.3	3.8	4.4	5.1	5.8	6.5	7.2	8.1	8.9
Aktualizacja wartości	-0.3	-10.3	-10.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Udział w wyniku - Ronson	1.4	6.4	-0.4	3.5	3.6	2.6	2.4	2.5	2.6	2.7	2.8	2.9	2.9	2.9
Wynik przed podatkiem	26.8	23.7	21.9	41.8	44.3	47.1	50.9	54.1	57.4	60.4	63.5	66.1	68.7	71.4
Podatek	1.8	2.1	0.9	1.6	1.7	2.2	3.0	3.1	3.3	3.4	3.6	3.8	4.0	4.2
Wynik netto	25.0	21.6	21.1	40.2	42.6	44.9	47.9	50.9	54.1	57.0	59.9	62.4	64.8	67.2
Bilans [mln EUR]	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Aktywa trwałe	482.3	477.8	525.8	538.6	551.5	563.3	577.6	592.3	607.2	622.6	638.5	654.5	670.7	687.4
RZAT+WNIP	359.7	353.3	132.4	131.4	130.4	129.4	128.4	127.4	126.4	125.4	124.4	123.4	122.4	121.4
Nieruchomości inwestycyjne	80.7	71.6	61.9	61.9	61.9	61.9	61.9	61.9	61.9	61.9	61.9	61.9	61.9	61.9
Udziały w Cineworld			285.8	296.1	309.9	323.6	337.9	352.4	366.9	381.9	397.2	412.8	428.4	444.6
Udziały w Ronson	36.0	44.6	44.1	47.6	47.7	46.7	47.8	49.1	50.4	51.9	53.3	54.9	56.4	57.9
Podatek odroczone	3.0	4.3	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
Pozostałe należności dł term	3.0	4.0	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
Aktywa obrotowe	63.1	66.6	131.6	159.0	188.8	221.9	255.4	291.7	330.9	372.5	416.5	462.8	511.4	561.9
Zapasy	4.5	4.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Należności handlowe	20.1	17.4	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Pozostałe należności	8.7	10.5	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Środki pieniężne	29.8	34.4	129.3	156.8	186.5	219.6	253.2	289.4	328.6	370.2	414.3	460.6	509.1	559.6
Aktywa razem	545.4	544.4	657.4	697.6	740.2	785.1	833.1	884.0	938.1	995.1	1055.0	1117.3	1182.1	1249.3
Kapitał własny	259.0	276.2	649.8	690.0	732.6	777.5	825.5	876.4	930.5	987.5	1047.4	1109.7	1174.5	1241.7
Zobowiązania dł term	211.9	206.4	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1
Kredyty i pożyczki %	204.9	197.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zobowiązania podatkowe	4.7	6.5	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Pozostałe zobowiązania dł term	2.3	2.2	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
Zobowiązania kr term	74.5	61.8	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5
Kredyty i pożyczki %	22.7	16.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zobowiązania handlowe	51.7	45.3	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5
Zobowiązania razem	286.4	268.2	7.6	7.6	7.6	7.6	7.6	7.6	7.6	7.6	7.6	7.6	7.6	7.6
Pasywa razem	545.4	544.4	657.4	697.6	740.2	785.1	833.1	884.0	938.1	995.1	1055.0	1117.3	1182.1	1249.3
CF [mln EUR]	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Przepływy operacyjne	62.2	58.2	29.4	19.0	17.5	17.6	17.7	18.3	18.9	19.7	20.4	21.2	22.0	22.8
Przepływy inwestycyjne	-87.7	-33.2	-8.1	-4.0	-4.0	-4.0	-4.0	-4.0	-4.0	-4.0	-4.0	-4.0	-4.0	-4.0
Przepływy finansowe	42.3	-16.9	71.3	12.4	16.3	19.5	19.9	21.9	24.3	25.9	27.7	29.1	30.6	31.7
Zmiana stanu środków pieniężnych	17.4	7.7	94.9	27.4	29.8	33.1	33.6	36.2	39.2	41.6	44.1	46.3	48.6	50.5
Środki pieniężne sop	9.3	26.7	34.4	129.3	156.8	186.5	219.6	253.2	289.4	328.6	370.2	414.3	460.6	509.1
Środki pieniężne eop	26.7	34.4	129.3	156.8	186.5	219.6	253.2	289.4	328.6	370.2	414.3	460.6	509.1	559.6

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wybrane wskaźniki dla GCH

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Mkt Cap [mln PLN]	2 124.3	2 124.3	2 124.3	2 124.3	2 124.3	2 124.3	2 124.3	2 124.3	2 124.3
Cena akcji [PLN]	41.49	41.49	41.49	41.49	41.49	41.49	41.49	41.49	41.49
Mkt Cap [mln EUR]	505.8	504.0	501.6	494.0	494.0	494.0	494.0	494.0	494.0
Liczba akcji [mln szt.]	51.2	51.2	51.2	51.2	51.2	51.2	51.2	51.2	51.2
P/E	25.2	28.8	29.4	15.2	14.3	13.6	12.7	12.0	11.3
EV/EBITDA	11.7	9.7	9.9	8.8	7.1	5.9	4.8	3.9	3.0
EV/EBIT	0.0	17.7	12.9	10.1	8.1	6.7	5.4	4.3	3.3
P/BV	0.0	1.8	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6	0.5
EPS [EUR]	0.5	0.4	0.4	0.8	0.8	0.9	0.9	1.0	1.1
BVPS [EUR]	5.1	5.4	12.7	13.5	14.3	15.2	16.1	17.1	18.2
EV [mln EUR]	704	684	372	337	308	274	241	205	165
Dług netto [mln EUR]	198	180	-129	-157	-187	-220	-253	-289	-329

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zaprezentowana symulacja nie uwzględnia realizacji parku rozrywki. Na chwilę obecną taka symulacja byłaby obciążona zbyt dużym błędem.

Park rozrywki będzie miał wpływ na rezultaty od 2017 roku (oddanie do użytkowania od końca 2016 roku). Szacowany capex na park wodny ma wynieść ok. 100 mln EUR (GCH ma już grunty i stara się o kredyt bankowy; oczekiwany przez nas udział finansowania zewnętrznego to ok. 60 mln EUR)

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Maciek Bobrowski

Dyrektor Wydziału
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-412
e-mail: bobrowski@bdm.pl

strategia, banki/finanse, media/rozrywka,
handel stała

Krzysztof Pado

Specjalista ds. analiz
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 20-81-432
e-mail: pado@bdm.pl
materiały budowlane, budownictwo, paliwa

Krzysztof Brymora

tel. (032) 20-81-435
e-mail: brymora@bdm.pl
chemia, przemysł drzewny

Adrian Górniak

tel. (032) 20-81-438
e-mail: adrian.gorniak@bdm.pl
deweloperzy

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Dariusz Wareluk

Dyrektor Wydziału
tel. (022) 62-20-100
e-mail: dariusz.wareluk@bdm.pl

Leszek Mackiewicz

tel. (022) 62-20-848
e-mail: leszek.mackiewicz@bdm.pl

Bartosz Zieliński

tel. (022) 62-20-854
e-mail: bartosz.zielinski@bdm.pl

Maciej Bąk

tel. (022) 62-20-855
e-mail: maciej.bak@bdm.pl

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	kurs	WIG
kupuj	52.1	kupuj	40.2	22.12.2014	41.49	51 297
kupuj	40.2	kupuj	36.50	10.01.2014	35.0	49 560
kupuj	36.5	akumuluj	32.0	10.01.2014	30.2	49 753
akumuluj	32.0	akumuluj	30.3	04.07.2013	29.5	45 613
akumuluj	30.3	trzymaj	33.2	21.02.2013	27.5	45 600
trzymaj	33.20	redukuj	28.30	10.12.2012	34.2	45 684
redukuj	28.30	trzymaj	31.00	17.07.2012	31.00	40 140
trzymaj	31.00	trzymaj	30.40	11.05.2012	30.40	38 471
akumuluj	30.40	akumuluj	36.00	18.10.2011	26.80	39 422
akumuluj	36.00	akumuluj	39.50	26.07.2011	32.48	47 400
akumuluj	39.50	trzymaj	39.50	07.06.2011	36.30	49 397
trzymaj	39.50	redukuj	39.60	25.01.2011	42.91	47 396
redukuj	39.60	redukuj	35.90	08.12.2010	43.50	47 380
redukuj	35.90	akumuluj	35.90	24.08.2010	41.70	42 261
akumuluj	35.90	redukuj	27.00	13.05.2010	33.19	41 848
redukuj	27.80	akumuluj	24.15	08.01.2010	31.00	41 120
akumuluj	24.15	akumuluj	21.40	01.09.2009	21.45	36 255
kupuj	17.10	-	-	21.10.2008	14.01	29 115

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 4Q'14:

Kupuj	3	25%
Akumuluj	4	33%
Trzymaj	3	25%
Redukuj	2	17%
Sprzedaj	0	0%

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej
 EBITDA — wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację
 Dług netto — zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty
 WACC - średni ważony koszt kapitału
 CAGR - średnioroczny wzrost
 EPS - zysk netto na 1 akcję
 DPS - dywidenda na 1 akcję
 CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
 EV — suma kapitalizacji rynkowej i długu netto
 EV/S — stosunek EV do przychodów ze sprzedaży
 EV/EBITDA — stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację
 P/EBIT — stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej
 MC/S — stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży
 P/E — stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto
 P/BV — stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej
 P/CE — wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję
 ROE — stosunek zysku netto do kapitałów własnych
 ROA - stosunek zysku netto do aktywów
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów
 marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF — najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny — opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).
 DDM — opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).
 Porównawcza — bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

System rekomendacji:

Kupuj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową;
 Akumuluj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową;
 Trzymaj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej;
 Redukuj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej;
 Sprzedaj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.
 Cena docelowa — teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka
 Poszczególne rekomendacje powinny skłaniać inwestorów do odpowiedniego zachowania się na giełdzie. I tak odpowiednio:
 Kupuj — inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;
 Akumuluj — proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;
 Trzymaj — inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;
 Redukuj — proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;
 Sprzedaj — inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

Nota prawna:

Niniejszy raport został opracowany na podstawie Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. z 2005 r., nr 206, poz. 1715, dalej: Rozporządzenie).

Raport jest skierowany do wszystkich klientów obsługiwanych przez Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM). Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Nie może być on jednak publikowany bądź powielany bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazany lub wydany osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własną analizę (bazując także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakiegokolwiek strategii inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 22.12.2014 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 30.12.2014 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendację okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 6 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

W opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe a Zarząd BDM ma prawo przyznać mu wynagrodzenie dodatkowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

Inwestor powinien zakładać, że BDM świadczył, świadczy lub ma zamiar złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

BDM nie ma obowiązku podejmowania jakiegokolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac nad raportem są wписywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz zgodnie z wymogami §13.1 Rozporządzenia.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.” Zaznaczamy, że na dzień 22.12.2014 roku:

- BDM jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie posiadają akcji emitenta instrumentów finansowych w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.
- Emitent instrumentów finansowych nie posiada udziału stanowiącego co najmniej 5% kapitału zakładowego BDM i podmiotów z nim powiązanych.
- Osoba przygotowująca rekomendację nie jest zaangażowana kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta. Osoba przygotowująca rekomendację i osoba blisko z nią związana, o której mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1-3 ustawy, nie pełni funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pozostają stroną umowy z emitentem instrumentów finansowych dotyczącej sporządzenia rekomendacji.
- BDM nie wykonuje i nie wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji czynności dotyczących oferowania instrumentów finansowych emitenta w obrocie pierwotnym lub pierwszej ofercie publicznej.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji BDM i podmioty z nim powiązane nie pełniły funkcji podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych emitenta.
- BDM nie wykonuje czynności dotyczących nabywania i zbywania instrumentów finansowych emitenta na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego i umów o subemisję inwestycyjne i usługowe.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pełnią funkcji animatora rynku i animatora emitenta instrumentów finansowych.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji nie obowiązywała umowa między BDM lub podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych w sprawie świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej.
- BDM nie otrzymuje wynagrodzenia od emitenta instrumentów finansowych z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.
- Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane. Nie istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych ich emitentów lub wystawców (Dz. U. 2005.206.1715.), które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog Rozdziału 3 Rozporządzenia na temat ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zaistnieć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.