



Dom Maklerski BDM S.A.

## CINEMA CITY

### RAPORT ANALITYCZNY

Obecne pułapy cenowe wg nas odzwierciedlają wartość godziwą akcji Cinema City. Dlatego decydujemy się na zmianę zalecenia z Akumuluj na Trzymaj podwyższając nieznacznie cenę docelową z 30.4 PLN do 31.0 PLN/akcję. Rok 2012 rozpoczął się wg nas przeciętnie dla spółki. Wyniki za 2Q, które historycznie są dla Cinema City najsłabszym okresem, także naszym zdaniem nie pozwolą na poprawę klimatu inwestycyjnego. W box office nie odnajdujemy spektakularnych międzynarodowych hitów kasowych, a dodatkowo w okresie letnim będą jeszcze dwie duże imprezy sportowe (historyczny wpływ imprez sportowych na frekwencję w kinach pokazaliśmy w osobnym rozdziale). Lepsze wyniki sprzedażowe wg nas możliwe są dopiero w 2H'12, kiedy to frekwencja powinna być istotnie wyższa. Dodatkowo inwestorzy powinni mieć na uwadze, że na rezultaty od 2H'12 wpływ będzie miał budowany nowy kompleks kinowy Planet w Rishon Letzion (Izrael) z 25 ekranami.

Rok 2012 rozpoczął się wg nas słabo dla spółki. Spodziewamy się, że frekwencja w poszczególnych krajach istotnie się różniła. Słabe wyniki sprzedażowe odnotowano na najważniejszym rynku czyli w Polsce, gdzie spadła wartość całego rynku. Zakładamy, że w Polsce styczeń br. przyniósł wzrost frekwencji w kinach, kolejne dwa miesiące były już jednak zdecydowanie słabsze r/r. W okresie lutego i marca 2012 roku nie było tak zdecydowanego lidera pod względem oglądalności jakim w 2011 roku okazał się Och Karol 2. Dodatkowo negatywny wpływ na porównanie r/r ma zakończenie programu promocyjnego Orange (nowa promocja będzie miała wyraźniejszy wpływ na wyniki sprzedażowe od 2Q'12). Z pozostałych najważniejszych rynków lokalnych najlepszych wyników sprzedażowych oczekujemy w Czechach. Pozytywny wpływ na frekwencję miały w szczególności dwie produkcje lokalne czyli film Laska-je-laska (wyświetlany na początku roku) oraz Okresni prebor- Posledni zapas Pepika Hnatka, który zanotował bardzo dobre! wyniki sprzedażowe w marcu i kwietniu br. Ogółem w ramach sieci zakładamy, że spółka w 1Q'12 sprzedała niespełna 8.7 mln szt.

Ze względu na słabsze niż wcześniej oczekiwaliśmy wpływy z 1Q'12 obniżyliśmy nasze założenia sprzedażowe na 2012 rok. Spodziewamy się, że również 2Q'12 będzie dla spółki wymagający i dopiero 2H'12 zadecyduje o realizacji prognozy. Na poziomie zysku EBIT prognozujemy bowiem, że w 1H'12 spółka wypracuje ok. 35% wyniku całorocznego. Duże znaczenie dla wyników w 2H'12 będzie miało też nowe centrum rozrywki w Izraelu. Plany dotyczące tego obiektu uważamy za bardzo ambitne i przynajmniej w pierwszych kwartałach funkcjonowania jesteśmy sceptycznie nastawieni co do zapowiadanej kontrybucji. W segmencie dystrybucji uwzględniamy włącznie przejętych aktywów. Tym samym spodziewamy się wzrostu nakładów inwestycyjnych na zakup praw do poszczególnych tytułów i ich późniejszą amortyzację. Zakładamy zatem, że działalność segmentu dystrybucyjna będzie coraz częściej wykraczała poza dotychczasową standardową usługę dystrybucji. Podwyższenie wyniku netto związane jest głównie z uwzględnieniem efektu optymalizacji dodatkowej dokonanej w Polsce.

	2009	2010	2011	2012P	2013P	2014P
Przychody [mln EUR]	211.6	325.8	267.5	275.1	307.7	336.1
EBITDA [mln EUR]	46.5	56.2	50.1	56.5	66.0	73.2
EBIT [mln EUR]	30.2	36.3	24.7	27.9	35.9	40.4
Zysk netto [mln EUR]	23.9	30.0	21.4	22.5	29.0	33.3
P/BV	2.0	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3
P/E	15.4	12.3	17.3	16.5	12.8	11.1
EV/EBITDA	10.0	7.2	8.6	7.5	6.4	5.7
EV/EBIT	15.4	11.1	17.5	15.2	11.8	10.4

## TRZYMAJ

(POPZEDNIO: AKUMULUJ)

WYCENA 31.0 PLN

14 MAJ 2012

Wycena DCF [EUR]	7.05
Wycena porównawcza [EUR]	7.14
Wycena końcowa [EUR]	7.39
Wycena końcowa [PLN]	31.0
Potencjał do wzrostu / spadku	+2%
Koszt kapitału	10.5%
Cena rynkowa [PLN]	30.40
Kapitalizacja [mln PLN]	1 556
Ilość akcji [mln. szt.]	51.2
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	36.80
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	26.02
Stopa zwrotu za 3 mc	-6%
Stopa zwrotu za 6 mc	2%
Stopa zwrotu za 9 mc	17%

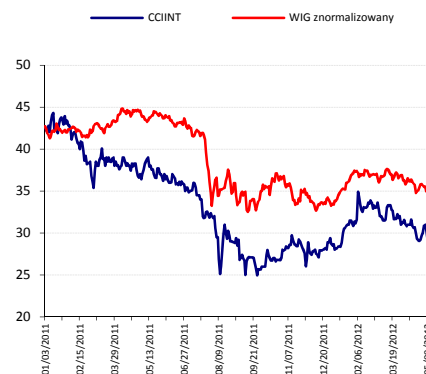
Maciej Bobrowski

bobrowski@bdm.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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



Publikowanie w prasie lub w Internecie w części lub całości niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.

Informacje, o których mowa w Rozporządzeniu Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów znajdują się na ostatniej stronie Raportu.

**SPIS TREŚCI:**

WYCENA I PODSUMOWANIE.....	3
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA.....	4
WYCENA DCF.....	4
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	7
WYNIKI ZA 4Q'11.....	8
PROGNOZA WYNIKÓW NA 1Q'12.....	11
WARTOŚĆ RYNKU KINOWEGO W WYBRANYCH KRAJACH OPERACYJNYCH.....	13
WPŁYW IMPREZ SPORTOWYCH NA RYNEK KINOWY W POLSCE.....	13
RYNEK KINOWY NA WĘGRZECH, W IZRAELU, RUMUNII I W CZECHACH.....	14
ZMIANA W PROGNOZIE WYNIKÓW.....	16
PROGNOZA WYNIKÓW I ZAŁOŻENIA DO MODELU.....	17
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI.....	18

## WYCENA I PODSUMOWANIE

Nasza zaktualizowana wycena opiera się na metodzie DCF oraz na wycenie porównawczej do wybranych, zbliżonych profilem działalności spółek zagranicznych. Za pomocną wyceny DCF uzyskaliśmy wartość 7.50 EUR/akcję. Wycena porównawcza, oparta na naszych prognozach na lata 2012-2014 dała wartość 7.14 EUR/akcję. Wycena końcowa jest średnią ważoną z tych metod i wynosi 7.39 EUR/akcję.

### Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

Wycena DCF [EUR] – waga 70%	7.50
Wycena porównawcza [EUR] – waga 30%	7.14
<b>Końcowa wycena 1 akcji [EUR]</b>	<b>7.39</b>
<b>Końcowa wycena 1 akcji [PLN]</b>	<b>31.0</b>

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Obecne pułapy cenowe wg nas odzwierciedlają wartość godziwą akcji Cinema City. Dlatego decydujemy się na zmianę zalecenia z Akumuluj na Trzymaj podwyższając nieznacznie cenę docelową z 30.4 PLN do 31.0 PLN/akcję. Długoterminowo, nadal uważamy że walory Cinema City mogą być ciekawą propozycją inwestycyjną z obszaru mediów/rozrywki. Spółka zbudowała największą sieć kin w regionie CEE, który w kolejnych latach będzie dalej rósł. Jednocześnie jednak zwracamy uwagę, że inwestorzy powinni przyjmować założenie, że w przyszłości poza wyjątkowymi okresami wyświetlania międzynarodowych hitów filmowych, frekwencja w przeliczeniu na 1 ekran w poszczególnych krajach operacyjnych będzie malała wraz z coraz większym nasyceniem multipleksów poszczególnych rynków lokalnych.

Rok 2012 rozpoczął się wg nas słabo dla spółki. Spodziewamy się, że frekwencja w poszczególnych krajach istotnie się różniła. Słabe wyniki sprzedażowe odnotowano na najważniejszym rynku czyli w Polsce, gdzie spadła wartość całego rynku. W Polsce wg danych boxoffice.pl w 1Q'12 sprzedano ok. 10.8 mln szt. biletów, czyli zanotowano spadek frekwencji kinowej o ponad 6%. W tym czasie powstały nowe ekrany i tym samym doszło do jeszcze większego spadku frekwencji w przeliczeniu na 1 ekran. Pod względem frekwencji na 1 ekran zakładamy, że najlepiej wypadła sieć Multikino, której pomaga także program promocyjny prowadzony wspólnie z Orange (wcześniej promocja była realizowana w sieci Cinema City).

Wyniki za 2Q, które historycznie są dla Cinema City najsłabszym okresem, także naszym zdaniem nie pozwolą na poprawę klimatu inwestycyjnego. W box office nie odnajdujemy spektakularnych międzynarodowych hitów kasowych, a dodatkowo w okresie letnim będą jeszcze dwie duże imprezy sportowe (historyczny wpływ imprez sportowych na frekwencję w kinach pokazaliśmy w osobnym rozdziale). Poprawa wyników wg nas możliwa jest dopiero w 2H'12, kiedy to frekwencja powinna być istotnie wyższa. Dodatkowo inwestorzy powinni mieć na uwadze, że na rezultaty od 2H'12 wpływ będzie miał budowany nowy kompleks kinowy Planet w Rishon Letzion (Izrael) z 25 ekranami. Podsumowując, cały 2012 rok wg nas nie przyniesie międzynarodowych spektakularnych wydarzeń kinowych. Po słabszym okresie 1H'12, liczymy na poprawę frekwencji w sieci Cinema City dopiero w 2H'12. Z tym, że na rynkach zagranicznych oczekujemy wzrostu r/r, natomiast w Polsce z uwagi na bardzo wysoką bazę z 4Q'11 należy liczyć się ze spadkiem r/r.

## GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

- W najbliższych 2-3 latach największa liczba nowych multipleksów powstanie w Rumunii i Bułgarii. Oba rynki są relatywnie nisko nasycone multipleksami i spółka uruchamiając kolejne ekrany de facto buduje dopiero wartość tych rynków lokalnych. Dlatego inwestorzy powinni mieć na uwadze ryzyko, że kolejne multipleksy (w odróżnieniu od udanych dotychczasowych otwarć) będą miały już dłuższy okres osiągania docelowej rentowności. W pesymistycznym scenariuszu może to mieć istotne negatywne przełożenie na marżę segmentu kinowego, czego jednak w modelu nie założyliśmy.
- 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.
- W długim terminie ryzykiem dla kin może być upowszechnienie usługi premium VOD. Obecnie trudno jednoznacznie określić jakie to stanowi ryzyko dla branży kinowej i kiedy ta usługa upowszechni się w krajach operacyjnych Cinema City.
- W długim terminie niekorzystny wpływ na frekwencje w kinach może mieć także upowszechnienie telewizorów 3D wraz z poprawą parametrów transmisji danych. Inwestorzy powinni uwzględnić ryzyko, że ta forma rozrywki wraz ze skróceniem czasu licząc od premiery kinowej do udostępnienia filmu w formie płatnej w tv może niekorzystnie odbić się na branży kinowej.
- Wskaźniki rynkowe grupy porównawczej wskazują na premię z jaką notowane są walory Cinema City. Zwracamy uwagę, że obecnie premia może nie być akceptowalna w przyszłości w miarę jak spodziewana dynamika wzrostu będzie coraz mniejsza.

## WYCENA DCF

Wyceny spółki metodą DCF dokonaliśmy na podstawie 10 letniej prognozy free cash flow (FCF). Koszt kapitału własnego w naszym modelu opiera się na rynkowych stopach wolnych od ryzyka (rentowność 10 letnich obligacji). Premię za ryzyko ustaliliśmy na poziomie 5%. Przy wycenie zastosowaliśmy współczynnik Beta równy 1.0.

### Główne zmiany w modelu (szczegółowe założenia znajdują się w osobnych rozdziałach):

- Obniżyliśmy nasze założenia sprzedażowe na 2012 rok ze względu na słabsze niż wcześniej oczekiwaliśmy wpływy z 1Q'12. Zakładamy, że również 2Q'12 będzie dla spółki wymagający i dopiero w 2H'12 zadecyduje o realizacji prognozy. Na poziomie zysku EBIT zakładamy bowiem, że w 1H'12 spółka wypracuje ok. 35% wyniku całorocznego.
- W 2012 roku spodziewamy się, że sprzedaż biletów wyniesie niespełna 36.3 mln szt. Czyli średnia frekwencja na 1 ekran spadnie z 40.3 do 38.6 tys. widzów. Na koniec 2012 roku zakładamy, że w ramach Cinema City będzie działało 991 ekranów.
- Prognozujemy, że w 2012 roku koszty czynszów wyniosą 34.6 mln EUR, a koszty wynagrodzeń zakładamy na poziomie 31.1 mln EUR.
- W segmencie dystrybucji uwzględniamy włączenie nowych przejętych aktywów. Tym samym spodziewamy się wzrostu nakładów inwestycyjnych na zakup praw do poszczególnych tytułów filmowych oraz ich późniejszą amortyzację. Zakładamy zatem, że działalność segmentu dystrybucji będzie coraz częściej wykraczała poza dotychczasową standardową usługę dystrybucji.
- Dług netto uwzględnia również 15 mln EUR należności jakie spółka ma otrzymać w trzech ratach od Israel Theatres (spółka powiązana)
- Zmniejszyliśmy stopę wolną od ryzyka z 5.80% do 5.50%.
- Podnieśliśmy stopę wzrostu w okresie rezydualnym do 2.5% z uwagi na prawdopodobne dalsze procesy konsolidujące rynek oraz ekspansję na nowych rynkach.
- W okresie rezydualnym zakładamy, że CAPEX będzie równy amortyzacji z roku 2021.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na 384 mln EUR, co w przeliczeniu na 1 akcję daje 7.50 EUR.

**Model DCF**

	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	+2021P
Przychody ze sprzedaży [mln EUR]	275.1	307.7	336.1	362.0	383.1	401.4	418.3	433.5	447.7	462.3	
EBIT [mln EUR]	27.9	35.9	40.4	43.2	44.7	47.9	45.5	47.4	49.3	51.2	
Stopa podatkowa	10%	10%	11%	11%	11%	12%	12%	12%	12%	12%	
Podatek od EBIT [mln EUR]	2.7	3.7	4.4	4.9	5.1	5.5	5.3	5.5	5.7	6.0	
NOPLAT [mln EUR]	25.2	32.2	36.0	38.2	39.5	42.4	40.3	41.9	43.6	45.3	45.3
Amortyzacja [mln EUR]	28.6	30.1	32.7	34.9	37.2	37.2	37.3	37.7	37.8	37.7	37.7
CAPEX [mln EUR]	-52.3	-53.7	-48.8	-39.2	-35.4	-33.1	-32.0	-30.8	-30.7	-30.7	-37.7
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln EUR]	-3.1	-2.4	-0.7	-0.5	-0.4	-0.3	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
Inwestycje kapitałowe [mln EUR]	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
FCF [mln EUR]	-1.6	6.1	19.3	33.4	40.9	46.2	45.4	48.7	50.5	52.2	45.2
DFCF [mln EUR]	-1.5	5.2	15.1	23.8	26.5	27.1	24.2	23.6	22.2	20.8	
Suma DFCF [mln EUR]	186.9										
Wartość rezydualna [mln EUR]	601.2										
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln EUR]	239.5										
Wartość firmy EV [mln EUR]	426.4										
Dług netto [mln EUR]*	42.4										
<b>Wartość kapitału [mln EUR]</b>	<b>384.0</b>										
Ilość akcji [mln. szt.]	51.2										
<b>Wartość kapitału na akcję [EUR]</b>	<b>7.50</b>										

\*kwota obejmuje również ponad 15 mln EUR, jakie spółka ma jeszcze otrzymać z rozliczenia sprzedaży nieruchomości

Przychody zmiana r/r	3%	12%	9%	8%	6%	5%	4%	4%	3%	3%
EBIT zmiana r/r	13%	29%	13%	7%	4%	7%	-5%	4%	4%	4%
NOPLAT zmiana r/r	22%	28%	12%	6%	3%	7%	-5%	4%	4%	4%
FCF zmiana r/r	---	---	216%	73%	23%	13%	-2%	7%	4%	3%
Marża EBITDA	20.5%	21.4%	21.8%	21.6%	21.4%	21.2%	19.8%	19.6%	19.5%	19.2%
Marża EBIT	10.1%	11.7%	12.0%	11.9%	11.7%	11.9%	10.9%	10.9%	11.0%	11.1%
Marża NOPLAT	9%	10%	11%	11%	10%	11%	10%	10%	10%	10%
CAPEX / Przychody	19%	17%	15%	11%	9%	8%	8%	7%	7%	7%
CAPEX / Amortyzacja	183%	179%	149%	112%	95%	89%	86%	82%	81%	81%
Zmiana KO / Przychody	1%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	41%	7%	2%	2%	2%	2%	1%	1%	1%	1%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Kalkulacja WACC**

	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
Stopa wolna od ryzyka	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
Premia za ryzyko	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
Premia kredytowa	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
Koszt kapitału własnego	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%
Udział kapitału własnego	81.3%	82.4%	84.2%	85.7%	88.9%	92.4%	92.6%	92.7%	92.9%	93.1%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	6.3%	6.3%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%
Udział kapitału obcego	18.7%	17.6%	15.8%	14.3%	11.1%	7.6%	7.4%	7.3%	7.1%	6.9%
WACC	9.7%	9.8%	9.8%	9.9%	10.0%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: beta / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-2.0%	-1.0%	0.0%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%
beta	0.7	6.69	7.09	7.59	8.21	8.59	9.02	9.53	10.11	10.81
	0.8	6.31	6.67	7.10	7.65	7.97	8.34	8.76	9.25	9.82
	0.9	5.96	6.28	6.67	7.14	7.42	7.73	8.09	8.50	8.98
	1.0	5.65	5.93	6.27	6.68	6.92	7.19	7.50	7.85	8.25
	1.1	5.35	5.60	5.91	6.27	6.48	6.71	6.98	7.28	7.62
	1.2	5.08	5.31	5.57	5.89	6.08	6.28	6.51	6.77	7.06
	1.3	4.83	5.03	5.27	5.55	5.72	5.90	6.10	6.32	6.57
	1.4	4.59	4.77	4.99	5.24	5.38	5.54	5.72	5.91	6.13
	1.5	4.37	4.54	4.73	4.95	5.08	5.22	5.38	5.55	5.74

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: beta / premia za ryzyko

		premia za ryzyko								
		3.5%	4.0%	4.5%	4.8%	5.0%	5.3%	5.5%	6.0%	6.5%
beta	0.7	11.57	10.81	10.13	9.82	9.53	9.24	8.98	8.48	8.03
	0.8	10.81	10.04	9.36	9.05	8.76	8.48	8.22	7.73	7.28
	0.9	10.13	9.36	8.69	8.38	8.09	7.81	7.56	7.08	6.65
	1.0	9.53	8.76	8.09	7.78	7.50	7.23	6.98	6.51	6.10
	1.1	8.98	8.22	7.56	7.26	6.98	6.72	6.47	6.02	5.61
	1.2	8.48	7.73	7.08	6.79	6.51	6.26	6.02	5.58	5.19
	1.3	8.03	7.28	6.65	6.36	6.10	5.85	5.61	5.19	4.81
	1.4	7.61	6.88	6.26	5.98	5.72	5.48	5.25	4.84	4.47
	1.5	7.23	6.51	5.90	5.63	5.38	5.14	4.92	4.52	4.16

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-2.0%	-1.0%	0.0%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%
premia za ryzyko	3.0%	7.10	7.56	8.13	8.86	9.30	9.81	10.42	11.13	11.99
	3.5%	6.69	7.09	7.59	8.21	8.59	9.02	9.53	10.11	10.81
	4.0%	6.31	6.67	7.10	7.65	7.97	8.34	8.76	9.25	9.82
	4.5%	5.96	6.28	6.67	7.14	7.42	7.73	8.09	8.50	8.98
	5.0%	5.65	5.93	6.27	6.68	6.92	7.19	7.50	7.85	8.25
	5.5%	5.35	5.60	5.91	6.27	6.48	6.71	6.98	7.28	7.62
	6.0%	5.08	5.31	5.57	5.89	6.08	6.28	6.51	6.77	7.06
	6.5%	4.83	5.03	5.27	5.55	5.72	5.90	6.10	6.32	6.57
	7.0%	4.59	4.77	4.99	5.24	5.38	5.54	5.72	5.91	6.13

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o prognozy na lata 2012-2014 do wybranych spółek zagranicznych, które są zbliżone profilem działalności. Analizę oparto na dwóch wskaźnikach: P/E oraz EV/EBITDA (wskaźnikom przypisaliśmy równą wagę).

Ostatecznie porównując wyniki Cinema City ze wskaźnikami wybranych spółek, wyceniliśmy 1 akcję na 7.14 EUR. Zarówno wskaźnik P/E jak i EV/EBITDA na 2012 rok wskazują na premię z jaką notowane są aktualnie walory Cinema City względem spółek z grupy porównawczej. Zwracamy jednak uwagę, że obecnie premia ta jest już na istotnie niższym poziomie niż to miało miejsce wcześniej i historycznie spółka ma obecnie atrakcyjne mnożniki wyprzedzające. Dostrzegamy szereg czynników, które mogą uzasadniać występowania premii. Jest to m.in. i) silna pozycja w regionie CEE, ii) prowadzona od kilku lat szybka ekspansja, iii) małe zadłużenie, czy iv) możliwość dalszej konsolidacji rynku.

### Wycena porównawcza

	Cena	P/E			EV/EBITDA		
		2012P	2013P	2014P	2012P	2013P	2014P
Regal Entertainment	14.65 USD	16.1	15.8	14.5	7.0	6.6	6.3
Cinemark Holdings	24.31 USD	15.1	13.4	12.7	6.9	6.4	5.7
Carmike Cinemas	15.4 USD	15.8	12.3	12.6	5.3	4.7	4.6
Cineworld Group	213 GBP	10.1	9.4	8.5	6.0	5.4	5.0
Kinepolis	68.41 EUR	13.0	12.6	12.2	6.9	6.5	6.0
Mediana		15.1	12.6	12.6	6.9	6.4	5.7
Cinema City		16.5	12.8	11.1	7.5	6.4	5.7
Premia / dyskonto		9%	1%	-12%	9%	1%	1%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [EUR]		6.6	7.1	8.2	6.5	7.2	7.2
Waga roku		1/3	1/3	1/3	1/3	1/3	1/3
<b>Wycena 1 akcji wg wskaźników [EUR]</b>			<b>7.3</b>			<b>7.0</b>	
Waga wskaźnika			50%			50%	
<b>Wycena końcowa 1 akcji [EUR]</b>		<b>7.14</b>					
<b>Wycena końcowa spółki [mln EUR]</b>		<b>365.5</b>					

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

## WYNIKI ZA 4Q'11

Wyniki za 4Q'11 były dobre jednak słabsze niż wcześniejsze oczekiwania. Frekwencja w Polsce na Bitwie Warszawskiej była znacznie niższa niż założenia, zneutralizowała to jednak duża widownia na dwóch innych polskich tytułach: Listy do M oraz Wyjazd integracyjny. Wysoką frekwencję odnotowano także na tytule Baby są jakieś inne oraz na zagranicznym filmie Zmierzch. Końcówka 2011 roku była zatem okresem wyjątkowej dominacji krajowych filmów, podczas gdy tytuły zagraniczne okazały się przeciętne pod względem frekwencji. Tym samym odbiło się to na różnej sprzedaży biletów w poszczególnych krajach operacyjnych Cinema City. Ogółem w 4Q'11 spółka sprzedała 9.43 mln szt. biletów. Wpływy z biletów wyniosły 40.1 mln EUR. Sprzedaż w barach kinowych wzrosła do 13.1 mln EUR, a wpływy z reklamy wyniosły 9.6 mln EUR.

## Wyniki skonsolidowane spółki [mln EUR]

	4Q'10	4Q'11	zmiana r/r	2010	2011	zmiana r/r
<b>Przychody</b>	<b>56.6</b>	<b>69.9</b>	<b>23.5%</b>	<b>325.8</b>	<b>267.5</b>	<b>-17.9%</b>
<i>segment kinowy</i>	51.8	62.8	21.3%	215.5	243.8	13.1%
<i>segment dystrybucja</i>	4.2	6.6	56.7%	17.0	21.8	28.1%
<i>segment nieruchomości</i>	0.6	0.5	-17.8%	93.3	1.9	-98.0%
<b>EBITDA</b>	<b>11.7</b>	<b>14.8</b>	<b>27.0%</b>	<b>56.2</b>	<b>50.1</b>	<b>-10.7%</b>
<b>EBIT</b>	<b>6.4</b>	<b>7.6</b>	<b>19.7%</b>	<b>36.3</b>	<b>24.7</b>	<b>-32.0%</b>
<i>segment kinowy</i>	6.9	7.8	12.7%	33.7	23.3	-30.9%
<i>segment dystrybucja</i>	-0.4	-0.4	---	-0.1	0.8	---
<i>segment nieruchomości</i>	-0.1	0.3	---	2.8	0.6	-77.4%
<b>Zysk (strata) netto</b>	<b>5.3</b>	<b>6.0</b>	<b>14.2%</b>	<b>30.0</b>	<b>21.4</b>	<b>-28.8%</b>
Marża EBITDA	20.6%	21.2%		17.2%	18.7%	
Marża EBIT	11.3%	10.9%		11.2%	9.2%	
Marża zysku netto	9.3%	8.6%		9.2%	8.0%	

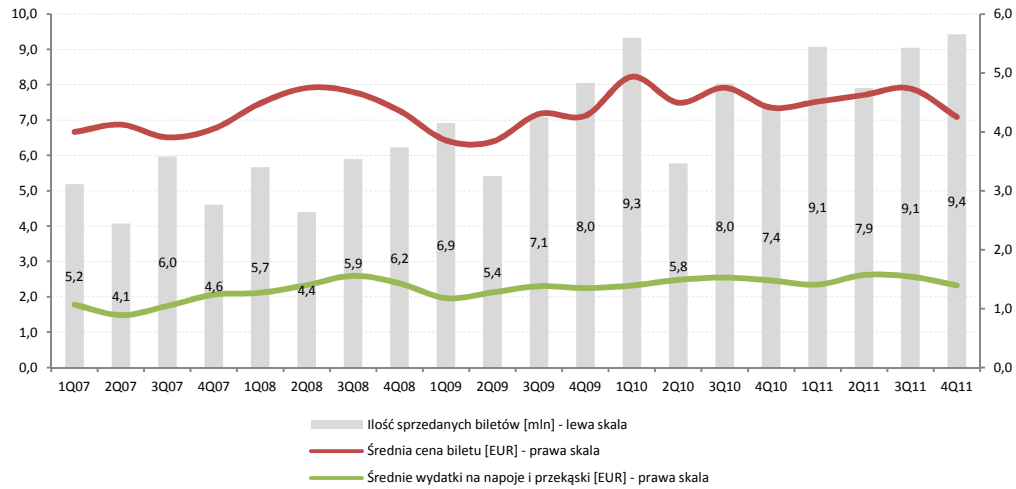
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

## Zestawienie najpopularniejszych tytułów w Polsce w 4Q'11 w okresie weekendowym

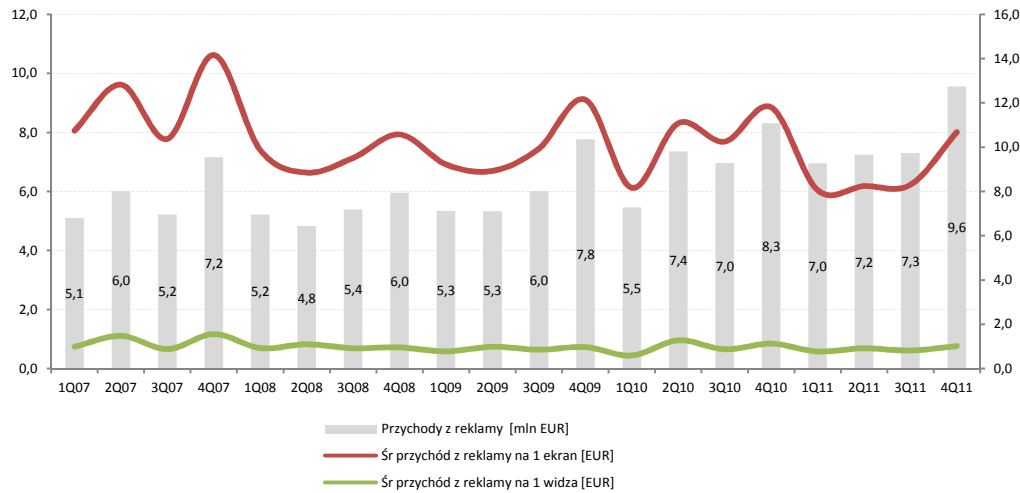
Lp.	Tytuł	4Q'10	Lp.	Tytuł	4Q'11
1	Harry Potter i insygnia śmierci, część 1	746	1	Listy do M	1 196
2	Śluby panieńskie	539	2	Wyjazd integracyjny	700
3	Śniadanie do łóżka	495	3	<b>1920 Bitwa warszawska 3D</b>	<b>698</b>
4	<b>Zaplątani 3D</b>	<b>364</b>	4	Baby są jakieś inne	562
5	<b>Żółwik Sammy 3D</b>	<b>232</b>	5	Zmierzch: przed świtem - część 1	533
6	<b>Piła 3D</b>	<b>201</b>	6	<b>Immortals. Bogowie i herosi 3D</b>	<b>202</b>
7	Skrzydlate świnię	191	7	<b>Przygody Tintina 3D</b>	<b>187</b>
8	<b>Zakochany wilczek 3D</b>	<b>166</b>	8	Mniam!	172
9	Jedź, módl się, kochaj	164	9	<b>Artur ratuje gwiazdkę 3D</b>	<b>149</b>
10	Zanim odejdą wody	162	10	Szpieg	118
11	Red	131	11	Giganci ze stali	117
12	Social Network	120	12	<b>Happy Feet 2 3D</b>	<b>106</b>
	<b>Frekwencja na top 12 [tys.]</b>	<b>3 512</b>		<b>Frekwencja na top 12 [tys.]</b>	<b>4 739</b>
	<b>Udział top 12 we frekwencji za 4Q'11</b>	<b>80%</b>		<b>Udział top 12 we frekwencji za 4Q'11</b>	<b>77%</b>
	<b>Frekwencja na filmy 3D (w top 12)</b>	<b>964</b>		<b>Frekwencja na filmy 3D (w top 12)</b>	<b>1 342</b>

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Stopklatka, PISF, boxoffice.pl

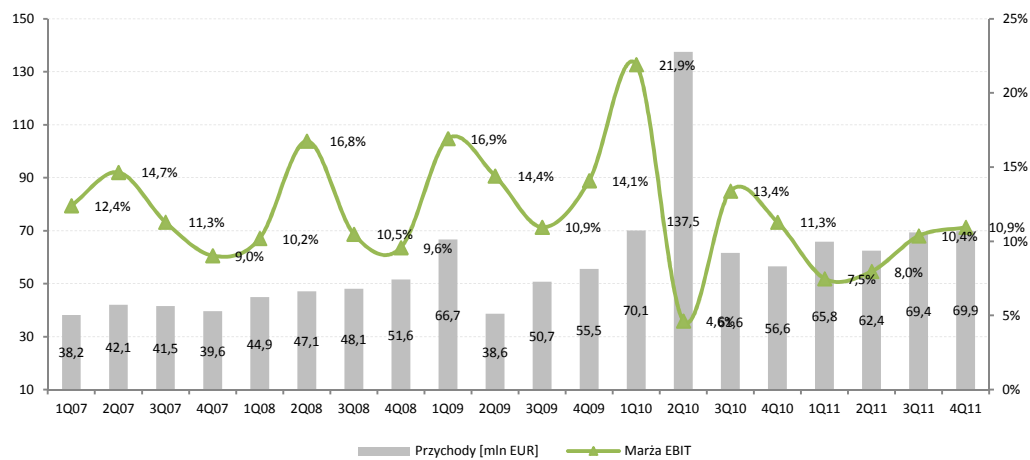


**Sprzedż biletów, średnia cena biletów oraz wydatki na napoje i przekąski**


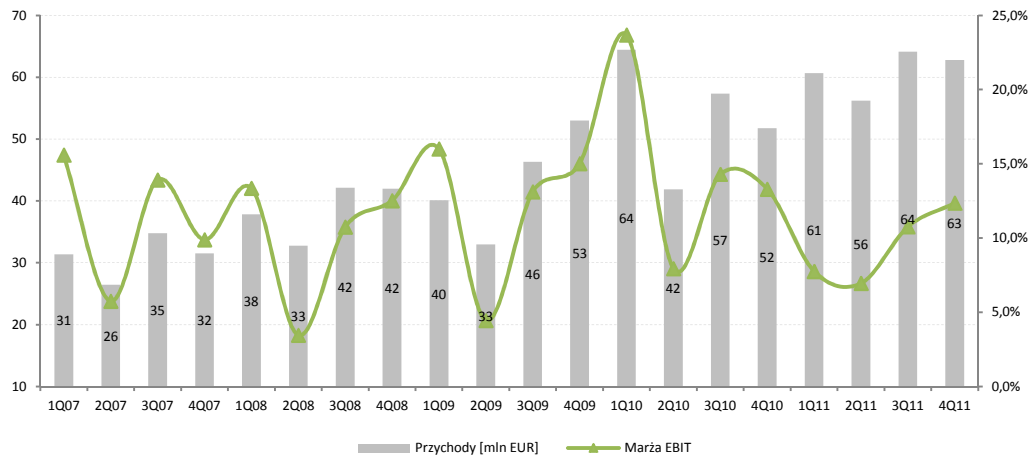
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Wpływy z reklamy w ujęciu kwartalnym**


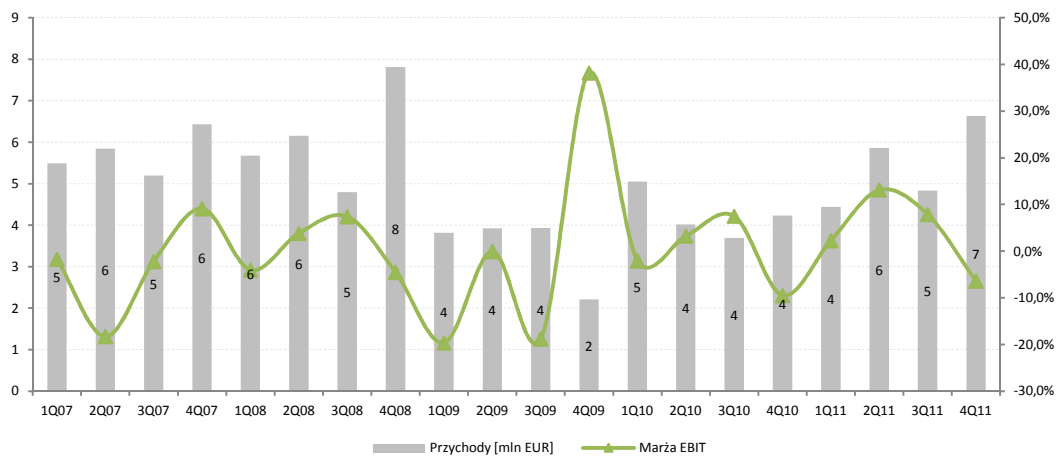
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Wyniki skonsolidowane w ujęciu kwartalnym**


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Wyniki segmentu kinowego w ujęciu kwartalnym**


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Wyniki segmentu dystrybucja w ujęciu kwartalnym**


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

## PROGNOZA WYNIKÓW NA 1Q'12

Okres pierwszych trzech miesięcy każdego roku jest historycznie czasem wysokiej frekwencji. Wbrew wcześniejszym oczekiwaniom w 1Q'12 brakowało jednak tak silnych pozycji w box office jak w 1Q'11 roku i tym samym liczymy się z tym, że początek 2012 roku okazał się przeciętny dla kin Cinema City. Zwracamy też uwagę, że w 1Q'12 rynek kinowy w poszczególnych krajach operacyjnych Cinema City znacznie się różnił. Wpływ na to miały w szczególności produkcje lokalne oraz baza z poprzedniego roku.

Zakładamy, że na najważniejszym rynku czyli w Polsce, styczeń br. przyniósł wzrost frekwencji w kinach, kolejne dwa miesiące były już jednak zdecydowanie słabsze r/r. W okresie lutego i marca 2012 roku nie było tak zdecydowanego lidera pod względem oglądalności jakim w 2011 roku okazał się Och Karol 2. Dodatkowo negatywny wpływ na porównanie r/r ma zakończenie programu promocyjnego Orange (nowy program promocyjny będzie miał wyraźniejszy wpływ na wyniki sprzedażowe od 2Q'12). Sprzedaż biletów na filmy 3D w Polsce w 1Q'12 w ogóle sprzedanych biletów powinna wg nas być na trochę wyższym poziomie niż w 1Q'11, który był pod tym względem słaby. W Polsce najpopularniejszymi tytułami na 3D w 1Q'12 była animacja Kot w butach oraz Podróż na tajemniczą wyspę.

Z pozostałych najważniejszych rynków lokalnych najlepszych wyników sprzedażowych oczekujemy w Czechach. Pozytywny wpływ na frekwencję miały w szczególności dwie produkcje lokalne czyli film Laska-je-laska (wyświetlany na początku roku) oraz Okresni prebor- Posledni zapas Pepika Hnatka, który zanotował bardzo dobre! wyniki sprzedażowe w marcu i kwietniu br. Z naszych szacunków wynika, że w Czechach styczeń przyniósł prawie 10% wzrost sprzedaży, luty ok. 15% spadek, a marzec ponad 35% wzrost r/r. Ogółem zakładamy, że rynek czeski w 1Q'12 wzrośnie o ok. 9% r/r, jednak w ujęciu q/q był mniejszy o ok. 4.5%. Na Węgrzech wartość rynku kinowego w 1Q'12 była porównywalna w ujęciu r/r i ok. 6% mniejsza niż w 4Q'11 (dobry styczeń, spadek w lutym i wzrost w marcu). W Izraelu w 1Q'12 szacujemy spadek rynku kinowego o prawie 10% r/r i o 25% q/q (spadek r/r w styczniu i lutym oraz wzrost w marcu).

Ogółem zakładamy, że spółka w 1Q'12 sprzedała niespełna 8.7 mln szt. biletów, czyli o 7.8% mniej niż w 4Q'11, natomiast w ujęciu r/r spadek sprzedaży wolumenowej wynosi ponad 4.2%. Oczekujemy, że w 1Q'12 przychody spadły do 63.3 mln EUR, czyli o ok. 3.9% r/r. Zysk EBITDA szacujemy na 12.9 mln EUR (w 1Q'11 wyniki były obciążone przejściem Cinema Palace na kwotę ok. 2.4 mln EUR), a wynik netto na poziomie 4.5 mln EUR.

### Prognoza wyników na 1Q'12 [mln EUR]

	1Q'11	1Q'12P	zmiana r/r	2011	2012P	zmiana r/r
<b>Przychody</b>	<b>65.8</b>	<b>63.3</b>	<b>-3.9%</b>	<b>267.5</b>	<b>275.1</b>	<b>2.9%</b>
<i>segment kinowy</i>	<i>60.7</i>	<i>57.4</i>	<i>-5.3%</i>	<i>243.8</i>	<i>247.9</i>	<i>1.7%</i>
<i>segment dystrybucja</i>	<i>4.4</i>	<i>5.3</i>	<i>20.0%</i>	<i>21.8</i>	<i>25.3</i>	<i>16.0%</i>
<i>segment nieruchomości</i>	<i>0.7</i>	<i>0.5</i>	<i>-30.7%</i>	<i>1.9</i>	<i>1.9</i>	<i>1.3%</i>
<b>EBITDA</b>	<b>11.0</b>	<b>12.9</b>	<b>16.9%</b>	<b>50.1</b>	<b>56.5</b>	<b>12.7%</b>
<b>EBIT</b>	<b>4.9</b>	<b>5.9</b>	<b>20.3%</b>	<b>24.7</b>	<b>27.9</b>	<b>12.7%</b>
<i>segment kinowy</i>	<i>4.7</i>	<i>5.9</i>	<i>25.0%</i>	<i>23.3</i>	<i>27.8</i>	<i>19.7%</i>
<i>segment dystrybucja</i>	<i>0.1</i>	<i>-0.1</i>	<i>---</i>	<i>0.8</i>	<i>-0.4</i>	<i>---</i>
<i>segment nieruchomości</i>	<i>0.1</i>	<i>0.1</i>	<i>-17.4%</i>	<i>0.6</i>	<i>0.4</i>	<i>-38.6%</i>
<b>Zysk (strata) netto</b>	<b>3.7</b>	<b>4.5</b>	<b>21.8%</b>	<b>21.4</b>	<b>22.5</b>	<b>5.3%</b>
Marża EBITDA	16.7%	20.3%		18.7%	20.5%	
Marża EBIT	7.5%	9.4%		9.2%	10.1%	
Marża zysku netto	5.7%	7.2%		8.0%	8.2%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

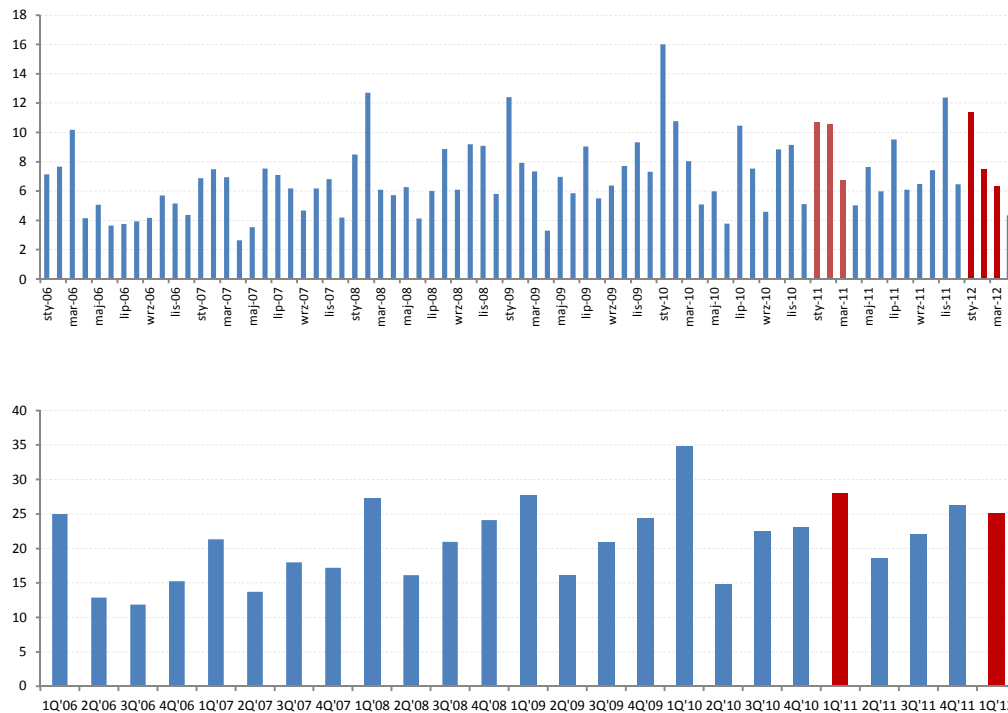
## Zestawienie najpopularniejszych tytułów w Polsce w 1Q'12 w okresie weekendowym

Lp.	Tytuł	1Q'11	Lp.	Tytuł	1Q'12
1	Och Karol 2	1063	1	W ciemności	594
2	Jak zostać królem	481	2	<b>Kot w butach 3D</b>	<b>562</b>
3	Weekend	412	3	Sherlock Holmes: gra cieni	333
4	Sala samobójców	293	4	Dziewczyna z tatuażem	331
5	Czarny czwartek. Janek Wiśniewski padł	234	5	Alvin i wiewiórki 3	323
6	Jak się pozbyć cellulitu	207	6	I że cię nie opuszczę	204
7	Czarny Łabędź	195	7	Sztos 2	203
8	<b>Miś Yogi 3D</b>	<b>190</b>	8	Róża	194
9	<b>Opowieści z Narnii 3 3D</b>	<b>181</b>	9	<b>Podróż na tajemniczą wyspę 3D</b>	<b>193</b>
10	<b>Podróż Guliwera 3D</b>	<b>179</b>	10	Sponsoring	178
11	<b>Megamocny 3D</b>	<b>174</b>	11	Żelazna dama	166
12	Wojna żeńsko-męska	170	12	Muppety	139
	<b>Frekwencja na top 12 [tys.]</b>	<b>3 780</b>		<b>Frekwencja na top 12 [tys.]</b>	<b>3 421</b>
	<b>Udział top 12 we frekwencji za 1Q'11</b>	<b>66%</b>		<b>Udział top 12 we frekwencji za 1Q'12</b>	<b>66%</b>
	<b>Frekwencja na filmy 3D (w top 12)</b>	<b>725</b>		<b>Frekwencja na filmy 3D (w top 12)</b>	<b>755</b>

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Stopklatka, PISF, boxoffice.pl

## WARTOŚĆ RYNKU KINOWEGO W WYBRANYCH KRAJACH OPERACYJNYCH

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

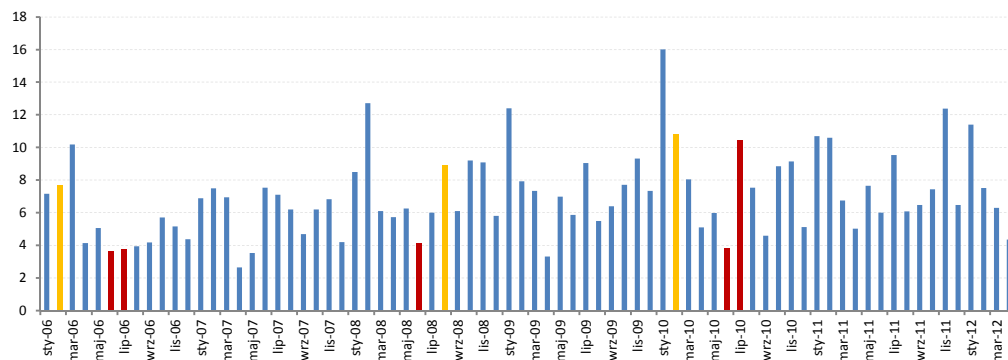


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Boxoffice Mojo, Stopklatka

## WPŁYW IMPREZ SPORTOWYCH NA RYNEK KINOWY W POLSCE

W 2012 roku będą odbywały się dwie duże imprezy sportowe: i) Mistrzostwa Europy w Piłce Nożnej w Polsce i na Ukrainie (08 czerwiec – 01 lipiec 2012) oraz ii) Letnie Igrzyska Olimpijskie w Londynie (27 lipiec - 12 sierpień 2012). Obie imprezy sportowe mogą wpłynąć negatywnie na frekwencję w kinach i wydatki w barach kinowych. Nałożenie się jednak blisko siebie obu wydarzeń wg nas nie musi oznaczać, że będzie to martwy okres dla polskich kin. Jak pokazują historyczne dane kluczowe znaczenie mają przede wszystkim pozycje w box office i to od nich będą w szczególności zależały przyszłe rezultaty Cinema City.

Wpływ imprez sportowych na wartość krajowego rynku kinowego



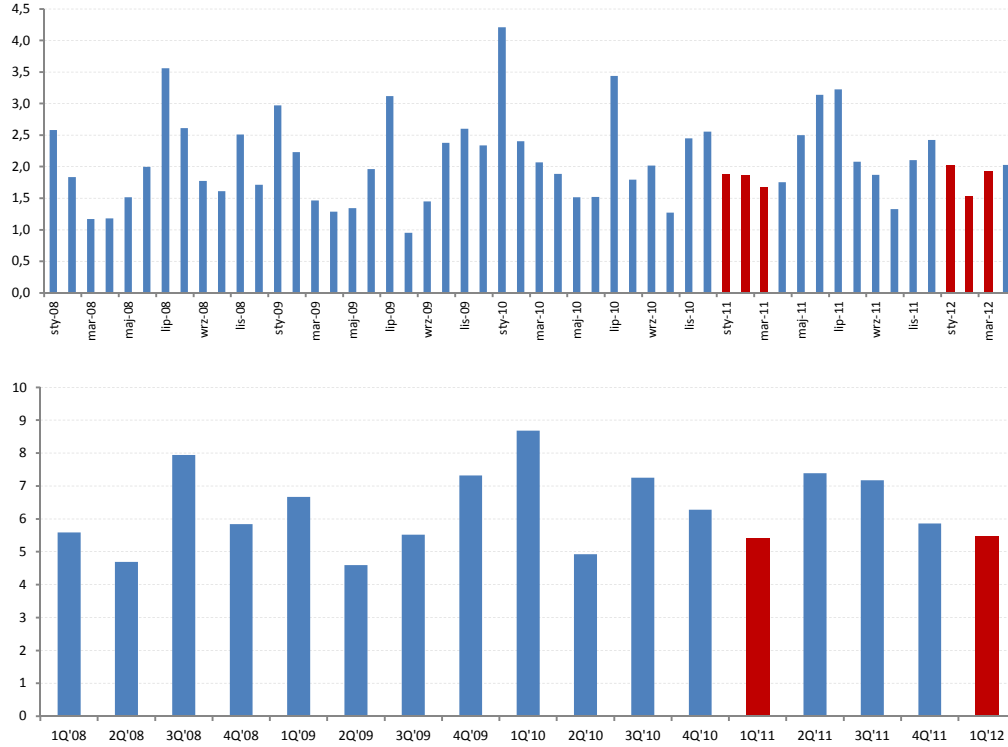
Na wykresie wyróżniono następujące imprezy sportowe:

- luty 2006 – Zimowe Igrzyska Olimpijskie (Włochy)
- czerwiec/lipiec 2006 – Mistrzostwa Świata w Piłce Nożnej (Niemcy)
- sierpień 2008 - Letnie Igrzyska Olimpijskie (Chiny)
- czerwiec 2008 – Mistrzostwa Europy w Piłce Nożnej (Austria/Szwajcaria)
- luty 2010 - Zimowe Igrzyska Olimpijskie (Kanada)
- czerwiec/lipiec 2010 - Mistrzostwa Świata w Piłce Nożnej (RPA)

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

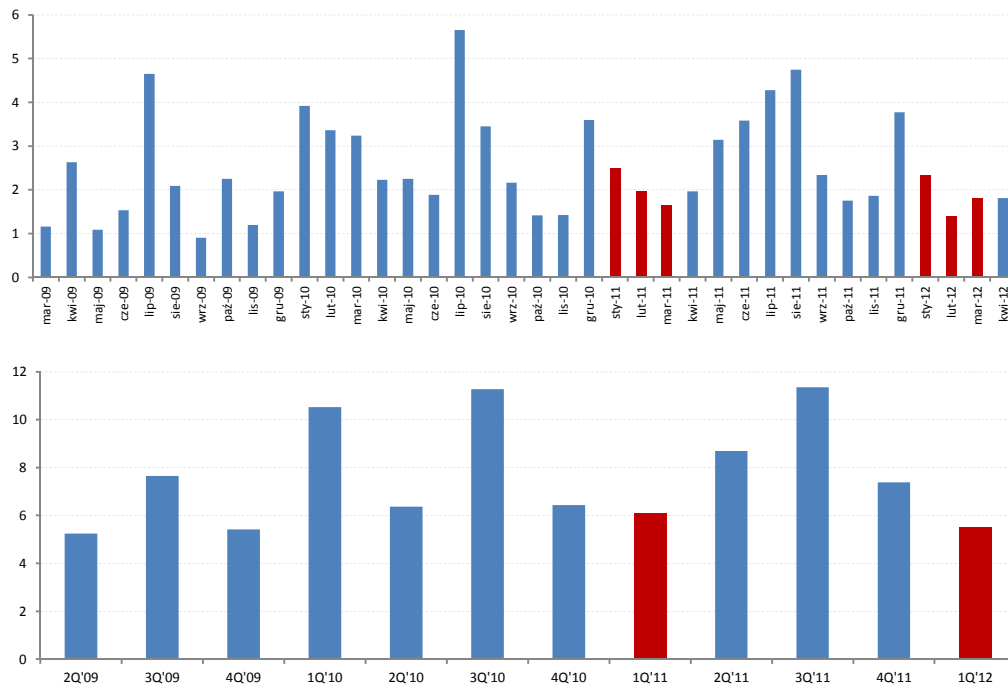
## RYNEK KINOWY NA WĘGRZECH, W IZRAELU, RUMUNII I W CZECHACH

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



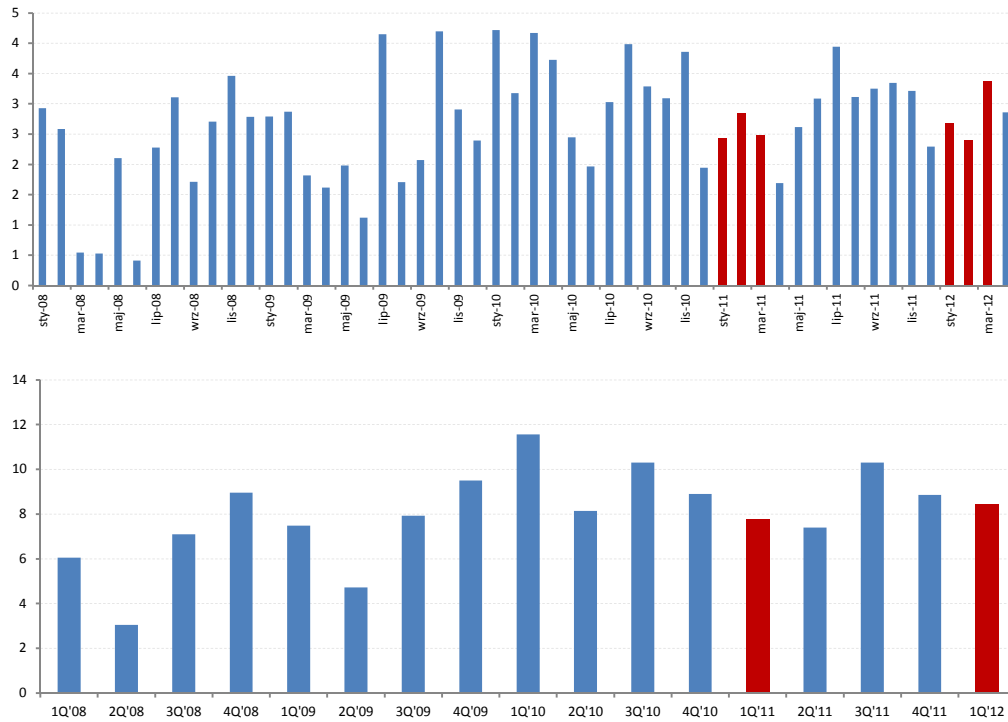
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Boxoffice Mojo

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



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

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



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

## ZMIANA W PROGNOZIE WYNIKÓW

Obniżyliśmy nasze założenia sprzedażowe na 2012 rok ze względu na słabsze niż wcześniej oczekiwaliśmy wpływy z 1Q'12. Zakładamy, że również 2Q'12 będzie dla spółki wymagający i dopiero w 2H'12 zadecyduje o realizacji prognozy. Na poziomie zysku EBIT zakładamy bowiem, że w 1H'12 spółka wypracuje ok. 35% wyniku całorocznego. Duże znaczenie dla wyników w 2H'12 będzie miało też nowe centrum rozrywki w Izraelu. Plany dotyczące tego obiektu uważamy za bardzo ambitne i przynajmniej w pierwszych kwartałach funkcjonowania jesteśmy sceptycznie nastawieni co do zapowiadanej dużej dodatniej kontrybucji tego obiektu do wyników Cinema City. Podwyższenie wyniku netto związane jest głównie z uwzględnieniem efektu optymalizacji podatkowej dokonanej w Polsce.

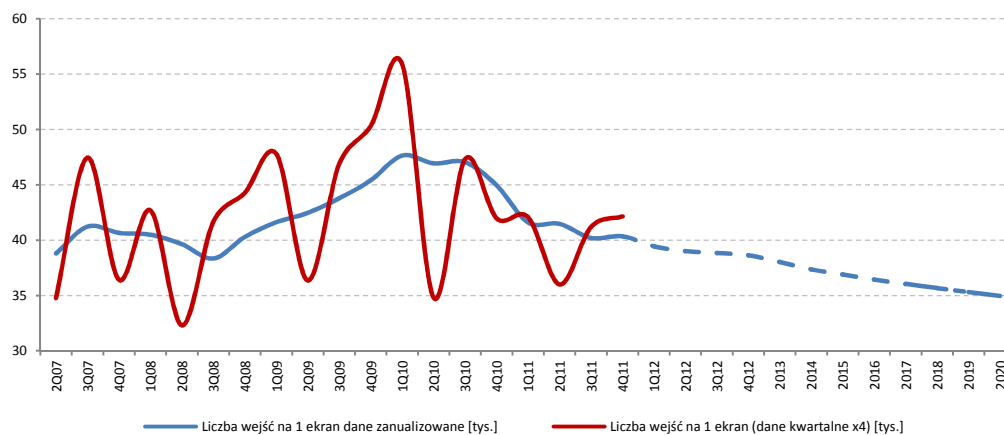
W segmencie dystrybucji uwzględniamy włącznie do spółki aktywów będących wcześniej własnością osób powiązanych. Tym samym spodziewamy się wzrostu nakładów inwestycyjnych na prawa do poszczególnych tytułów i ich późniejszą amortyzację. Zakładamy zatem, że działalność segmentu dystrybucyjna będzie coraz częściej wykraczała poza dotychczasową standardową usługę dystrybucji.

### Zmiany w prognozach na 2012 i 2013 rok w porównaniu do wcześniejszego raportu

	2012 stare	2012 nowe	zmiana	2013 stare	2013 nowe	zmiana
Przychody [mln EUR]	289.6	275.1	-5.0%	326.5	307.7	-5.8%
EBITDA [mln EUR]	59.0	56.5	-4.2%	66.4	66.0	-0.6%
EBIT [mln EUR]	29.5	27.9	-5.5%	32.1	35.9	11.9%
Zysk netto [mln EUR]	21.5	22.5	4.7%	22.9	29.0	26.8%
marża EBITDA	20.4%	20.5%		20.3%	21.5%	
marża EBIT	10.2%	10.1%		9.8%	11.7%	
marża netto	7.4%	8.2%		7.0%	9.4%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

### Historyczna i prognozowana frekwencja w przeliczeniu na 1 ekran w ramach sieci multipleksów CCIINT



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka



## PROGNOZA WYNIKÓW I ZAŁOŻENIA DO MODELU

### Prognoza wyników w ujęciu kwartalnym [mln EUR]

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	2011	2012P	2013	2014
<b>CCIINT</b>												
Przychody	65.79	62.40	69.39	69.88	63.25	62.36	73.00	76.50	267.46	275.12	307.72	336.07
EBITDA	11.0	11.1	13.3	14.8	12.9	10.9	15.9	16.8	50.1	56.5	66.0	73.2
marża EBITDA	16.7%	17.7%	19.1%	21.2%	20.3%	17.5%	21.8%	21.9%	18.7%	20.5%	21.5%	21.8%
EBIT	4.9	5.0	7.2	7.6	5.9	3.9	8.7	9.4	24.7	27.9	35.9	40.4
marża EBIT	7.5%	8.0%	10.4%	10.9%	9.4%	6.3%	11.9%	12.3%	9.2%	10.1%	11.7%	12.0%
<b>Kina</b>												
Przychody	60.7	56.2	64.1	62.8	57.4	55.1	66.9	68.4	243.8	247.9	277.9	305.4
Bilety	40.9	36.6	42.9	40.1	36.9	35.2	43.9	43.7	160.5	159.7	177.5	193.3
Bary kinowe	12.8	12.4	14.0	13.1	12.8	12.4	14.9	15.2	52.3	55.3	61.9	68.1
Reklama	7.0	7.2	7.3	9.6	7.7	7.5	8.1	9.5	31.1	32.9	38.6	44.0
EBITDA	10.7	9.9	12.9	13.9	12.0	10.7	15.0	15.6	47.5	53.3	61.6	67.8
marża EBITDA	17.7%	17.7%	20.1%	22.2%	20.9%	19.4%	22.4%	22.8%	19.5%	21.5%	22.1%	22.2%
EBIT	4.7	3.9	6.9	7.8	5.9	4.5	8.5	9.0	23.3	27.8	34.7	39.1
marża EBIT	7.8%	7.0%	10.8%	12.4%	10.2%	8.2%	12.7%	13.1%	9.5%	11.2%	12.5%	12.8%
Frekwencja zanualizowana (na 1 ekran)	41.6	41.5	40.2	40.3	39.4	39.0	38.8	38.6	40.3	38.6	38.0	37.4
<b>Dystrybucja</b>												
Przychody	4.4	5.9	4.8	6.6	5.3	6.7	5.6	7.6	21.8	25.3	27.8	28.6
EBITDA	0.2	0.8	0.4	0.6	0.7	0.1	0.8	1.1	2.0	2.8	4.0	4.9
marża EBITDA	3.4%	14.0%	8.9%	8.7%	13.6%	1.6%	15.0%	14.2%	9.1%	10.9%	14.4%	17.0%
EBIT	0.1	0.8	0.4	-0.4	-0.1	-0.7	0.1	0.3	0.8	-0.4	0.8	0.9
marża EBIT	2.3%	13.1%	7.9%	-6.4%	-1.0%	-10.0%	1.0%	4.0%	3.8%	-1.5%	3.0%	3.0%
<b>Nieruchomości, inne</b>												
Przychody	0.7	0.3	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	1.9	1.9	2.0	2.0
EBITDA	0.1	0.3	-0.1	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1	0.7	0.4	0.5	0.5
marża EBITDA	19.0%	95.9%	-18.6%	69.4%	23.2%	23.1%	23.1%	23.1%	35.9%	23.1%	23.2%	23.4%
EBIT	0.1	0.3	-0.1	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1	0.6	0.4	0.4	0.4
marża EBIT	16.8%	91.5%	-21.9%	66.9%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	33.0%	20.0%	20.0%	20.0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

Bilans [mln EUR]	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Aktywa trwałe	235	294	318	337	348	347	345	341	336	329	321	314
Rzeczowe aktywa trwałe	232	264	286	307	321	324	321	315	309	301	294	286
Aktywa obrotowe	57	46	46	48	50	59	59	60	72	90	107	127
Zapasy	5	7	8	9	9	10	11	11	12	12	12	13
Należności krótkoterminowe	42	29	17	20	21	24	27	29	31	33	34	36
Inwestycje krótkoterminowe	11	10	21	20	19	24	21	20	30	45	61	78
<b>AKTYWA RAZEM</b>	<b>292</b>	<b>340</b>	<b>364</b>	<b>385</b>	<b>398</b>	<b>406</b>	<b>404</b>	<b>401</b>	<b>408</b>	<b>418</b>	<b>429</b>	<b>441</b>
Kapitał (fundusz) własny	222	229	252	272	288	297	306	315	320	328	336	347
Zobowiązania i rezerwy	75	113	114	115	112	111	100	88	91	93	94	96
Kredyty pożyczki	32	68	68	68	63	58	45	30	30	30	30	30
Pozostałe zobowiązania	43	45	46	47	49	53	55	58	60	62	64	66
<b>PASYWA RAZEM</b>	<b>292</b>	<b>340</b>	<b>364</b>	<b>385</b>	<b>398</b>	<b>406</b>	<b>404</b>	<b>401</b>	<b>408</b>	<b>418</b>	<b>429</b>	<b>441</b>

Rachunek zysków i strat [mln EUR]	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Przychody	326	267	275	308	336	362	383	401	418	434	448	462
Koszty operacyjne	289	243	247	272	296	319	338	354	373	386	398	411
Amortyzacja	20	25	29	30	33	35	37	37	37	38	38	38
Koszty wynajmu	24	30	32	35	38	42	44	47	49	51	53	54
Pozostałe koszty	246	187	186	207	224	242	257	270	287	298	308	319
EBITDA	56	50	57	66	73	78	82	85	83	85	87	89
EBIT	36	25	28	36	40	43	45	48	46	47	49	51
Saldo działalności finansowej	-2	-4	-3	-3	-3	-2	-2	-1	-1	0	1	2
Zysk brutto	34	21	25	33	38	41	42	46	45	47	50	54
Zysk netto	30	21	23	29	33	36	37	41	40	42	44	48

CF [mln EUR]	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Przepływy z działalności operacyjnej	55	42	66	60	68	73	77	79	78	80	81	83
Przepływy z działalności inwestycyjnej	12	-75	-51	-47	-42	-33	-34	-32	-31	-29	-28	-27
Przepływy z działalności finansowej	-80	33	-4	-14	-27	-36	-45	-49	-37	-36	-37	-39
Przepływy pieniężne netto	-13	-1	11	-1	-1	5	-3	-1	10	15	16	17
Środki pieniężne na początek okresu	22	11	9	20	19	19	23	21	19	29	44	60
Środki pieniężne na koniec okresu	11	9	20	19	19	23	21	19	29	44	60	77

<b>Dane finansowe</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012P</b>	<b>2013P</b>	<b>2014P</b>	<b>2015P</b>	<b>2016P</b>	<b>2017P</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>
Przychody zmiana r/r	12%	54%	-18%	3%	12%	9%	8%	6%	5%	4%	4%
EBITDA zmiana r/r	12%	21%	-11%	13%	17%	11%	7%	5%	4%	-3%	3%
EBIT zmiana r/r	30%	20%	-32%	13%	29%	13%	7%	4%	7%	-5%	4%
Zysk netto zmiana r/r	48%	26%	-29%	5%	29%	15%	8%	4%	10%	-3%	6%
<b>Marża EBITDA</b>	<b>22%</b>	<b>17%</b>	<b>19%</b>	<b>21%</b>	<b>21%</b>	<b>22%</b>	<b>22%</b>	<b>21%</b>	<b>21%</b>	<b>20%</b>	<b>20%</b>
<b>Marża EBIT</b>	<b>14%</b>	<b>11%</b>	<b>9%</b>	<b>10%</b>	<b>12%</b>	<b>12%</b>	<b>12%</b>	<b>12%</b>	<b>12%</b>	<b>11%</b>	<b>11%</b>
<b>Marża netto</b>	<b>11%</b>	<b>9%</b>	<b>8%</b>	<b>8%</b>	<b>9%</b>	<b>10%</b>	<b>10%</b>	<b>10%</b>	<b>10%</b>	<b>9%</b>	<b>10%</b>
<b>Dług</b>	<b>107</b>	<b>32</b>	<b>68</b>	<b>68</b>	<b>68</b>	<b>63</b>	<b>58</b>	<b>45</b>	<b>30</b>	<b>30</b>	<b>30</b>
<b>Odsetki / EBIT</b>	<b>-6%</b>	<b>-6%</b>	<b>-15%</b>	<b>-11%</b>	<b>-9%</b>	<b>-7%</b>	<b>-5%</b>	<b>-5%</b>	<b>-3%</b>	<b>-2%</b>	<b>0%</b>
<b>Dług netto</b>	<b>96</b>	<b>32</b>	<b>63</b>	<b>52</b>	<b>53</b>	<b>49</b>	<b>39</b>	<b>29</b>	<b>16</b>	<b>6</b>	<b>-10</b>
<b>Dług / EV</b>	<b>24%</b>	<b>8%</b>	<b>16%</b>	<b>16%</b>	<b>16%</b>	<b>15%</b>	<b>15%</b>	<b>12%</b>	<b>8%</b>	<b>8%</b>	<b>9%</b>
<b>CAPEX / Przychody</b>	<b>15%</b>	<b>19%</b>	<b>17%</b>	<b>15%</b>	<b>11%</b>	<b>9%</b>	<b>8%</b>	<b>8%</b>	<b>7%</b>	<b>7%</b>	<b>7%</b>
<b>CAPEX / Amortyzacja</b>	<b>252%</b>	<b>183%</b>	<b>179%</b>	<b>149%</b>	<b>112%</b>	<b>95%</b>	<b>89%</b>	<b>86%</b>	<b>82%</b>	<b>81%</b>	<b>81%</b>
<b>Amortyzacja / Przychody</b>	<b>8%</b>	<b>6%</b>	<b>10%</b>	<b>10%</b>	<b>10%</b>	<b>10%</b>	<b>10%</b>	<b>10%</b>	<b>9%</b>	<b>9%</b>	<b>9%</b>
<b>Wskaźniki rynkowe</b>											
<b>MC/S</b>	<b>1.7</b>	<b>1.1</b>	<b>1.4</b>	<b>1.3</b>	<b>1.2</b>	<b>1.1</b>	<b>1.0</b>	<b>1.0</b>	<b>0.9</b>	<b>0.9</b>	<b>0.9</b>
<b>P/E</b>	<b>15.4</b>	<b>12.3</b>	<b>17.3</b>	<b>16.5</b>	<b>12.8</b>	<b>11.1</b>	<b>10.3</b>	<b>9.9</b>	<b>9.1</b>	<b>9.4</b>	<b>8.9</b>
<b>P/BV</b>	<b>2.0</b>	<b>1.7</b>	<b>1.6</b>	<b>1.5</b>	<b>1.4</b>	<b>1.3</b>	<b>1.2</b>	<b>1.2</b>	<b>1.2</b>	<b>1.2</b>	<b>1.1</b>
<b>P/CE</b>	<b>9.2</b>	<b>7.4</b>	<b>7.9</b>	<b>7.2</b>	<b>6.3</b>	<b>5.6</b>	<b>5.2</b>	<b>5.0</b>	<b>4.7</b>	<b>4.8</b>	<b>4.7</b>
<b>EV/EBITDA</b>	<b>10.0</b>	<b>7.2</b>	<b>8.6</b>	<b>7.5</b>	<b>6.4</b>	<b>5.7</b>	<b>5.2</b>	<b>4.9</b>	<b>4.5</b>	<b>4.5</b>	<b>4.2</b>
<b>EV/EBIT</b>	<b>15.4</b>	<b>11.1</b>	<b>17.5</b>	<b>15.2</b>	<b>11.8</b>	<b>10.4</b>	<b>9.5</b>	<b>8.9</b>	<b>8.1</b>	<b>8.3</b>	<b>7.6</b>
<b>EV/S</b>	<b>2.2</b>	<b>1.2</b>	<b>1.6</b>	<b>1.5</b>	<b>1.4</b>	<b>1.2</b>	<b>1.1</b>	<b>1.0</b>	<b>1.0</b>	<b>0.9</b>	<b>0.8</b>
<b>BVPS</b>	<b>3.6</b>	<b>4.3</b>	<b>4.5</b>	<b>4.9</b>	<b>5.3</b>	<b>5.6</b>	<b>5.8</b>	<b>6.0</b>	<b>6.1</b>	<b>6.2</b>	<b>6.4</b>
<b>EPS</b>	<b>0.5</b>	<b>0.6</b>	<b>0.4</b>	<b>0.4</b>	<b>0.6</b>	<b>0.7</b>	<b>0.7</b>	<b>0.7</b>	<b>0.8</b>	<b>0.8</b>	<b>0.8</b>
<b>CEPS</b>	<b>0.8</b>	<b>1.0</b>	<b>0.9</b>	<b>1.0</b>	<b>1.2</b>	<b>1.3</b>	<b>1.4</b>	<b>1.5</b>	<b>1.5</b>	<b>1.5</b>	<b>1.6</b>
<b>DPS</b>											
<b>Payout ratio</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>40%</b>	<b>60%</b>	<b>80%</b>	<b>80%</b>	<b>85%</b>	<b>85%</b>	<b>85%</b>
<b>DYield</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>2%</b>	<b>5%</b>	<b>7%</b>	<b>8%</b>	<b>9%</b>	<b>9%</b>	<b>9%</b>

**WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**

**Maciek Bobrowski**  
 Dyrektor Wydziału  
 Makler Papierów Wartościowych  
 tel. (032) 20-81-412  
 e-mail: bobrowski@bdm.pl  
IT, media, handel

**Krzysztof Pado**  
 Specjalista ds. analiz  
 tel. (032) 20-81-432  
 e-mail: pado@bdm.pl  
materiały budowlane, budownictwo

**Krzysztof Zarychta**  
 Makler Papierów Wartościowych  
 tel. (032) 20-81-438  
 e-mail: zarychta@bdm.pl  
surowce, energetyka

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

**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

**Jarosław Duszczyk**  
 tel. (022) 62-20-100  
 e-mail: jaroslaw.duszczyk@bdm.pl

**Historia rekomendacji spółki:**

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	kurs	WIG
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 2Q'12:**

Kupuj	1	17%
Akumuluj	2	33%
Trzymaj	3	50%
Redukuj	0	0%
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

**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.

**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).

**Klauzule:**

Niniejszy raport został opracowany na podstawie Rozporządzenia z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców i jest z nim zgodny.  
 Niniejszy raport jest skierowany do inwestorów obsługiwanych przez 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 i Informacji. 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.  
 Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM 14.05.2012 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od 17.05.2012 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM.  
 Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.  
 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 raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące spółek 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 sprawdzą się.  
 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 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, rzetelności i z wykluczeniem jakiegokolwiek konfliktu interesów, który mógłby wpłynąć na jego treść. Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją. BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek 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.  
 Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie zależne od wyników finansowych BDM, które zależą, między innymi, od wyniku pozostałych usług oferowanych przez BDM w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak wynagrodzenie to nie jest 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, jego pracownicy lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, lecz nie więcej niż 5%, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji.  
 Pomiędzy BDM a spółkami będącymi 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.  
 BDM nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.  
 Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.