



23 sierpnia 2010

Komentarz specjalny



Media

Polska

Piotr Grzybowski  
(48 22) 697 47 17  
piotr.grzybowski@dibre.com.pl

# Cinema City

CCIIY. WA; CCI.PW

Trzymaj

(Niezmieniona)

Kwartał zgodny z planem

**Obecna cena: 41,70 PLN; Cena docelowa: 39,90 PLN**

Drugi kwartał 2010 roku oceniamy pozytywnie, mimo że oczekiwana przez nas pozytywna niespodzianka na wynikach nie pojawiła się. O odchyleniu in minus od naszych prognoz zdecydował większy od oczekiwanego wpływ jednorazowego wydarzenia w postaci mniejszej liczby sprzedanych biletów na rynku polskim ze względu na żałobę narodową. Drugie półrocze nie przyniesie już naszym zdaniem tak dynamicznej poprawy wyników jak to miało miejsce w pierwszych sześciu miesiącach roku. Podstawową przyczyną będzie mniejsza dysproporcja w udziale droższych biletów na seanse 3D w miksie sprzedażowym niż miało to miejsce w pierwszym półroczu (34,7% 1H2010 vs. 8,6% rok wcześniej). Dodatkowo zabraknie prawdopodobnie efektu słabszego w ujęciu r/r EUR, co również wspierało wyniki pierwszych sześciu miesięcy. Niemniej nie widzimy w tym momencie podstaw do zmiany tegorocznej prognozy i podtrzymujemy nasze podstawowe założenia z ostatniego raportu. Podtrzymujemy również rekomendację trzymaj.

## Wyniki 2Q2010

Wyniki Cinema City za drugi kwartał okazały się słabsze od naszych oczekiwań i zbliżone do konsensusu rynkowego. Zgodnie z przewidywaniami, wynik jest zawyżony przez jednorazowe wydarzenie w postaci zysku na sprzedaży bułgarskich projektów deweloperskich, który wyniósł 3,1 mln EUR.

Przychody spółki sięgnęły 46,3 mln EUR przy 47,5 mln EUR naszych oczekiwań. Odchylenie pojawia się przede wszystkim w przychodach z działalności deweloperskiej, gdzie oczekiwaliśmy 3,5 mln EUR przychodów, podczas gdy spółka zaprezentowała jedynie 0,4 mln EUR przychodów. Odchylenie wynika z faktu, że spółka nie włączyła do konsolidacji zakładanej przez nas części przychodów ze sprzedaży projektów deweloperskich w Bułgarii.

Wyższe niż się spodziewaliśmy były przychody z działalności kinowej, które wyniosły 41,9 mln EUR (vs. 40,1 mln EUR naszej prognozy). Na osiągnięty wynik przełożyły się przychody ze sprzedaży biletów w wysokości 25,9 mln EUR (26,7 mln EUR naszej prognozy), 8,6 mln EUR z działalności barowej (7,5 mln EUR) oraz 7,4 mln EUR przychodów reklamowych (5,9 mln EUR). Na działalności dystrybucyjnej spółka uzyskała 4,0 mln EUR wpływów (3,9 mln EUR oczekiwań).

## Wyniki Cinema City w 2Q2010 vs. prognozy DI BRE i konsensus rynkowy

| (mln EUR)   | 1Q2010 | 1Q2009 | zmiana | 1Q2010P | różnica | konsensus | różnica | 2010  | 2009  | zmiana |
|-------------|--------|--------|--------|---------|---------|-----------|---------|-------|-------|--------|
| Przychody   | 46,3   | 38,6   | 19,8%  | 47,5    | -2,5%   | 48,9      | -5,3%   | 238,7 | 211,6 | 12,8%  |
| EBITDA      | 11,1   | 9,5    | 16,7%  | 12,3    | -9,8%   | 11,0      | 0,8%    | 54,5  | 46,5  | 17,0%  |
| marża       | 23,9%  | 24,6%  | -      | 25,9%   | -       | 22,5%     | -       | 22,8% | 22,0% | -      |
| EBIT        | 6,4    | 5,6    | 15,1%  | 7,5     | -14,6%  | 6,1       | 5,0%    | 35,6  | 30,2  | 17,9%  |
| Zysk brutto | 5,2    | 4,9    | 5,1%   | 6,9     | -25,0%  | -         | -       | 34,0  | 28,2  | 20,4%  |
| Zysk netto  | 4,8    | 4,1    | 17,8%  | 5,8     | -16,0%  | 4,8       | 1,4%    | 28,9  | 24,4  | 18,3%  |

Źródło: Cinema City, szacunki DI BRE Banku SA, PAP

Łącznie w ciągu drugiego kwartału spółka sprzedała 5,8 mln biletów, o 6,6% więcej niż przed rokiem. Tempo wzrostu 2Q2010 było częściowo naruszone przez rynek polski, gdzie liczba sprzedanych biletów spadła o 9,8% do 2,7 mln wejściówek. Spadek ten jest głównie efektem większego niż się spodziewaliśmy wpływu żałoby narodowej, która miała miejsce w kwietniu (dla porównywalnej bazy ekranowej spadek sprzedaży na rynku polskim wyniósł nawet 15,3%). Pozostałe rynki zanotowały wzrosty sprzedaży biletów, przy czym największą dynamikę, również na porównywalnej bazie, odnotowały rynki rumuński (+152,5% do 617 tys. biletów) oraz bułgarski (+73,1% do 347 tys. biletów). Poza wzrostem wolumenu pozytywnie na przychody ze sprzedaży biletów w drugim kwartale przełożył się wzrost średniej ceny biletów o 16,9% w stosunku do ubiegłego roku. Wzrost ten częściowo jest związany z umocnieniem walut lokalnych do EUR, a częściowo wynika z większego udziału droższych biletów na seanse 3D w miksie sprzedażowym. Udział ten wyniósł w omawianym kwartale 24,6% wobec 10,8% przed rokiem. W walutach lokalnych, a zatem po uwzględnieniu wpływu deprecjacji EUR największy 31,4% wzrost cen wejściówek miał miejsce w Rumunii. Poza omówionymi wyżej czynnikami wpływ na tak znaczący wzrost średnich cen biletów na rynku rumuńskim miało otwarcie nowego kina w Bukareszcie co spowodowało, że większa niż przed rokiem część biletów sprzedawana była w droższej stolicy kraju. Odwrotną sytuację spółka zanotowała w Bułgarii, gdzie baza kinowa w ujęciu r/r poszerzyła się o kina na prowincji, co spowodowało, że średnia cena biletu mimo dużego udziału wejściówek na seanse 3D spadła o 2,1%. Na pozostałych rynkach nastąpił wzrost cen biletów w walutach lokalnych: w Polsce o 7,3%, Izraelu o 7,0%, Czechach o 14,1% a na Węgrzech o 14,8%.

Niższa niż się spodziewaliśmy sprzedaż biletów na rynku polskim spowodowała, że odnotowany przez spółkę zysk operacyjny okazał się niższy od przez nas prognozowanego o 14,6% (6,4 mln EUR vs. 7,5 mln EUR prognozy). Saldo na działalności finansowej wyniosło -1,2 mln EUR wobec -0,6 mln EUR naszych oczekiwań. Wysokie ujemne saldo na działalności finansowej było spowodowane faktem, że środki pieniężne pozyskane ze sprzedaży projektów deweloperskich z opóźnieniem zostały wykorzystane do spłaty zadłużenia. Niskie obciążenie podatkowe (zaledwie 0,3 mln EUR) pozwoliło spółce wypracować 4,8 mln EUR wyniku netto przypadającego akcjonariuszom.

### Przychody Cinema City w rozbiciu na segmenty działalności

| (mln EUR)                | 2Q2010 | 2Q2009 | zmiana | 2Q2010Q | różnica |
|--------------------------|--------|--------|--------|---------|---------|
| Działalność kinowa       | 41,9   | 33,0   | 26,9%  | 40,1    | 4,4%    |
| Sprzedaż biletów         | 25,9   | 20,8   | 24,6%  | 26,7    | -2,8%   |
| Bary                     | 8,6    | 6,9    | 24,2%  | 7,5     | 14,4%   |
| Reklama i pozostałe      | 7,4    | 5,3    | 39,7%  | 5,9     | 24,7%   |
| Dystrybucja              | 4,0    | 3,9    | 2,5%   | 3,9     | 3,0%    |
| Działalność deweloperska | 0,4    | 1,7    | -75,7% | 3,5     | -88,0%  |

Źródło: Cinema City, szacunki DI BRE Banku SA,

### Plany rozwoju sieci na ten rok

Do końca roku spółka planuje otworzyć 5-7 nowych kin. Dwie nowe lokalizacje mają zostać oddane do użytku w Bułgarii (w Starej Zagorze i Russe), kolejne dwie w Polsce ( w Wałbrzychu i Bytomiu). Do trzech nowych multipleksów ma zostać otwarta w Rumunii jednak ukończenie realizacji dwóch z nich przypada na koniec grudnia 2010 roku i w wyniku opóźnień ich otwarcie może się przesunąć na 2011 rok. Z punktu widzenia prognoz rocznych znaczenie dla tegorocznych wyników będzie miało tylko pięć lokalizacji. Wpisuje się to w nasze oczekiwania zakładające powiększenie w tym roku bazy ekranowej o 80 sal kinowych (15-ekranowy multipleks został już uruchomiony w tym roku w Bukareszcie).

### Perspektywy drugiego półrocza

Drugie sześć miesięcy 2010 roku ma przynieść wysyp produkcji, w tym również realizowanych w trójwymiarze, m.in. Kolejne części *Harrego Pottera* i *Kronik Narnii*, *Tron: Dziedzictwo* 3D, filmy animowane: *Zapłątani* 3D i *Megamocny* 3D. Zarząd przewiduje, że dobry repertuar na drugie półrocze zawierający sporo produkcji 3D zapewni, że udział biletów na seanse trójwymiarowe utrzymać się będzie w przedziale 25-30%. Poziom ten będzie zatem znacząco niższy niż w pierwszym półroczu, kiedy bilety na seanse trójwymiarowe stanowiły 34,7% całości sprzedanych biletów (głównie dzięki sukcesowi *Avatara*). Dodatkowo w drugim półroczu 2009 roku liczba seansów 3D była już znacząca ( m.in. *Epoka Lodowcowa 3*, *Oszukać przeznaczenie 4* 3D, *G-Force* 3D) przez co ponad 20% sprzedanych w tym okresie biletów stanowiły droższe wejściówki (przy tylko 8,6% w 1H2010). Z tego względu należy spodziewać się, że pozytywna dynamika wyników finansowych obserwowana w pierwszej połowie roku, w drugiej ulegnie istotnemu spłaszczeniu. W kontekście naszej rocznej prognozy nie widzimy jednak przesłanek do korekty.



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

#### **Departament Analiz:**

Kamil Kliszczyk tel. (+48 22) 697 47 06  
[kamil.kliszczyk@dibre.com.pl](mailto:kamil.kliszczyk@dibre.com.pl)  
Paliwa, Chemia, Energetyka, Handel

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

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

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

Iza Rokicka tel. (+48 22) 697 47 37  
[iza.rokicka@dibre.com.pl](mailto:iza.rokicka@dibre.com.pl)  
Banki

#### **Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:**

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

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

#### **Maklerzy:**

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

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

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

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

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

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

Michał Stępkowski tel. (+48 22) 697 48 25  
[michal.stepkowski@dibre.com.pl](mailto:michal.stepkowski@dibre.com.pl)

#### **Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych**

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

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 48 64  
[michal.rozmiej@dibre.com.pl](mailto:michal.rozmiej@dibre.com.pl)

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

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

#### **„Prywatny Makler”**

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70  
Kierownik Zespołu Prywatnego Maklera  
[jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl)

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

Dom Inwestycyjny  
BRE Banku S.A.  
ul. Wspólna 47/49  
00-950 Warszawa  
[www.dibre.com.pl](http://www.dibre.com.pl)

**Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**

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

**EBIT** - Zysk operacyjny

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

**BOOK VALUE** - wartość księgowa

**WNDB** - wynik na działalności bankowej

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

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

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

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

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

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

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

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

**Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.**

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

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

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

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

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

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

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

DI BRE Banku S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

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

DI BRE Banku, jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitentów lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitentów wymienionych w opracowaniu.

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Nepentes, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: 01 NFI, Rubikon Partners NFI, Asseco Poland, Erbud, Es-System, Macrologic, Mieszko, Mondi, Monnari Trade, Nepentes, Neuca, Optopol, Pemug, PKN Orlen, PKO BP, TP SA, TVN, Unibep.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Ambra, Arkus, Bakalland, BRE Bank, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Enea, Energoaparatura, Energomontaż Północ, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, GTC, Intergroclin Auto, Koelner, Komputeronik, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Mostostal Warszawa, Nepentes, Neuca, Odratrans, Pemug, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, PZU, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Sfinks, Sokołów, Sygnity, Tauron, Techmex, Unibep, WSiP, ZA Puławy, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Centrum Klima.

DI BRE jest oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółki ZUE.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

DI BRE Banku S.A. pełnił funkcję współprowadzącego księgę popytu w Polsce dla Tauron Polska Energia S.A.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

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

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

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