

THE LONDON TUNNELS INC

AVALIAÇÃO CRÍTICA DE ABN AMRO & ANÁLISE FINANCEIRA REVISADA

Túneis Kingsway Exchange, centro de Londres

Agosto de 2026

Análise original Maio 2026 · atualizado em agosto de 2026

CONFIDENCIAL

Este documento não constitui aconselhamento financeiro nem convite para investir. Investir em empresas privadas envolve riscos significativos, incluindo a possível perda de todo o capital. Deve buscar aconselhamento financeiro independente antes de tomar qualquer decisão de investimento.

£11,03 CASO BASE REVISADO WACC 7,5% 12x 2,5 milhões de visitantes	£16,68 CASO DE BULA REVISADO WACC 7,5% 13x 3,2 milhões de visitantes	£26,73 CAPACIDADE TOTAL WACC 7,5% 14x 4,2M Potencial de valorização não confirmado
£4,06 ABN AMRO DCF (DEZ 2025) 9,32% WACC Ingresso de £30,50 7,1x	£3,43 BIZVAL DCF — HOJE 31 Mar 2026 WACC 11,83% Caso base independente	£2,31* PREÇO NEGOCIADO ATUAL JP Jenkins é um acordo igualado, 2026

Fileira de cima: cenários revisados desta análise. Fileira inferior: pontos de referência independentes de terceiros.

*Preço aumentado a partir de 25/08/2026

1. O que a ABN AMRO produziu — e por que é conservadora

ABN AMRO Corporate Finance preparou uma avaliação indicativa independente dos Túneis de Londres (Projeto Kingsway) originalmente em maio de 2024 para a listagem de preços de referência da Euronext Amsterdam, com uma atualização de dezembro de 2025 para preços revisados de bilhetes e WACC. A metodologia principal é um modelo de Fluxo de Caixa Descontado (DCF); A Análise Comparável de Empresas (CCA) e a Análise de Transações Comparáveis (CTA) servem apenas como referências e são, em última análise, excluídas da faixa indicativa por motivos metodológicos.

O DCF atualizado gera um preço central das ações de £4,06 e uma faixa indicativa de £3,79–£4,35, implicando um valor empresarial de £268–308 milhões. Embora isso represente um prêmio material em relação ao preço atual oferecido de £1,80, essa análise identifica sete razões estruturais pelas quais a produção ABN AMRO é materialmente conservadora, não como uma crítica aos analistas, mas porque o propósito obrigatório da precificação de referência de bolsa cria incentivos institucionais à cautela.

Uma segunda avaliação independente, preparada pela bizval Ltd (relatório datado de 25 de junho de 2026, data de avaliação 31 de março de 2026), corrobora a faixa ABN AMRO em vez dos cenários revisados abaixo: o caso base DCF da bizval é de £3,43 por ação com WACC de 11,83%, com um caso de queda de £2,94 e um caso de alta de £5,95. Ambos os relatórios independentes, portanto, se agrupam na faixa de £3–6 contra um preço de referência negociado atual, recordes bizval de £2,23.

2. Suposições do Modelo — ABN AMRO vs. Análise Revisada

Parâmetro	Valor / Nota
ABN AMRO WACC (atualizado em dezembro de 2025)	9,32% — revisado em relação aos 10,8% originais
WACC revisado (análise)	7,50% — beta corrigido e prêmio para pequenas empresas
MÚLTIPLO ABN AMRO EV/EBITDA	7.1x (CCA) — pares de parques de diversões dos EUA
Múltiplo revisado EV/EBITDA	12–14x — ESB, Merlin, Warner Bros. comparável
Preço base do ingresso ABN AMRO	£30,50 de IVA líquido (preços de janeiro de 2024)
Preço revisado do ingresso (misto)	£38–£48 (preços de 2026; Atrações premium em Londres)
Projeção de visitantes do ABN AMRO (2035)	2,67 milhões por ano (9,3% de participação no fluxo em Londres)
Faixa de visitantes revisada	2,0M–4,2M (capacidade técnica confirmada pela ABN AMRO)
Margem EBITDA (ambos os modelos)	base de 63–64%; 69–70% em plena capacidade
Custo total de desenvolvimento	£84M (apenas reforma; sem risco de escavação)
Ações em emissão	70,88 milhões (70,7 milhões mais 166 mil ações emitidas desde então)
Preço negociado atual do JP Jenkins	£2,31 (listagem de promoção correspondente; não o preço de colocação da Companhia)
Preço central das ações ABN AMRO DCF	£4,06 (a 9,32% WACC e £30,50 de ingresso)
Alcance indicativo ABN AMRO	£3,79–£4,35 por ação (atualizado em dezembro de 2025)
Caso base independente de DCF bizval (31 de mar de 2026)	£3,43 por ação — WACC 11,83%, crescimento terminal de 2%
linha independente de DCF bizval	£2,94 de queda – £5,95 de valorização
Preço revisado da ação no caso base	£11,03 por ação (6,1x preço negociado atual)

Nota: Valor acionário = EV menos £84M de custo de desenvolvimento em todos os cenários. Ações em circulação: 70,88 milhões (70,7 milhões mais 166 mil ações emitidas desde então). Preço atual de negociação da JP Jenkins: ££2,31 — um preço de referência de acordo combinado, distinto do preço de colocação da empresa.

3. Crítica WACC — A Variável Mais Impactante

O WACC da ABN AMRO de 9,32% (atualizado de 10,8%) é a principal entrada de avaliação em um modelo de 40 anos. A própria tabela de sensibilidade da ABN AMRO mostra que, ao passar de 9,32% para 8,82%, o WACC adiciona aproximadamente £0,60/share, mas o piso da tabela é de 8,82%. A análise revisada aplica 7,5%, o que está totalmente fora da grade de sensibilidade deles.

Componente WACC	ABN AMRO	Revisado	Justificativa para a revisão
Taxa Livre de Risco (Gilt de 10 anos)	3.9%	4.3%	Atualizado para a taxa de mercado de maio de 2026
Prêmio de Risco de Mercado	3.2%	3.2%	Retido — Damodaran global MRP
Beta Alavancado	1.65	1.10	ABN AMRO usou parques temáticos americanos (Cedar Fair / Six Flags). O TLT é um monopólio de um único site; beta apropriada 1.0–1.2
Prêmio para Pequenas Empresas (SFRP)	4.5%	1.5%	O SFRP da Ibbotson se aplica a micro-caps ilíquidos — não a um ativo com aprovação de planejamento, um arquiteto nomeado e 260+ artigos de mídia global
Custo da Dívida Antes de Impostos	7.3%	6.5%	Cortes nas taxas do BCE/FED desde 2024 comprimiram os spreads de crédito

Custo do Patrimônio Próprio (alavancado)	13.7%	9.0%	Resultado direto da beta corrigida e do SFRP
Razão de Alavancagem D/(D+E)	35%	35%	Retidos — consistentes com os concorrentes do setor de lazer
WACC (final)	9.32%	7.50%	Redução de 180 pontos base; cada variação de 1% ≈ £0,60–£0,80/ação em um modelo de 40 anos

O prêmio de 4,5% para pequenas empresas é a suposição contestada mais importante. O SFRP Ibbotson compensa os investidores pela falta de liquidez e incerteza das empresas de micro-capitalização sem receita estabelecida. Os London Tunnels possuem aprovação de planejamento de dois conselhos, nomearam a Wilkinson Eyre como arquiteta, têm uma capacidade técnica máxima documentada de 4,2 milhões de visitantes por ano e geraram 260+ artigos orgânicos na mídia global antes de vender um único ingresso. Aplicar uma penalidade de 450 pontos base no custo patrimonial desses fatos é inconsistente com a qualidade do ativo.

4. Múltiplo EV/EBITDA — Conjunto de Pares Errado

A Análise de Empresas Comparáveis da ABN AMRO baseia-se nos operadores de parques de diversões dos EUA (Cedar Fair, Six Flags, United Parks) negociando a EBITDA de 7,1x EV/2026. Essas empresas têm margens EBITDA de 12–37%, operam múltiplos parques, enfrentam dependência do clima, ciclos sazonais de demanda e reinvestimentos de capital significativos e contínuos. Nenhuma dessas características se aplica ao TLT.

De forma crucial, os três ativos estruturalmente mais comparáveis, Merlin Entertainments, o Empire State Building Observatory e o Warner Bros. Studio Tour, são excluídos como empresas privadas. A ABN AMRO lista explicitamente Merlin, Madame Tussauds, London Eye, Shrek's Adventure, SEA LIFE e Palácios Reais Históricos como 'empresas privadas excluídas'. Esses são os verdadeiros pares do TLT. Sua exclusão deprime sistematicamente o múltiplo aplicável.

Comparável	EV/EBITDA	Margem	Usado?	Relevância para TLT
Six Flags / Cedar Fair (fusão)	7.1–7.4x	12–29%	ABN AMRO	operadores americanos com múltiplos parques; sazonais, exposta ao clima; Margens EBITDA de 12–29%. Não é comparável a uma atração histórica londrina com margem de 64%+ em um único local.
Parques e Resorts Unidos (SeaWorld)	6.6–7.0x	37%	ABN AMRO	Operador de parque animal com riscos regulatórios e reputacionais. Base de custos e perfil de visitante diferentes.
Merlin Entertainments (LBO 2019)	8,1x	~35%	<i>Excluído</i>	A ABN AMRO excluiu Merlin como privado. Operador mais diretamente comparável: atrações premium em Londres, modelo de custo fixo. 8.1x era o preço pré-sinergia LBO.
Observatório do Empire State Building	~13x impl	73%	<i>Excluído</i>	Mais estruturalmente comparável globalmente: ativo único de custo fixo, localização icônica, margem de NOI de 73%, receita de US\$ 136 milhões → ~US\$ 1,7 bilhão de veículos elétricos implícitos. O ABN AMRO não faz referência a isso.
Turnê dos Estúdios Warner Bros. (Leavesden)	~11–13x	~60–65%	<i>Excluído</i>	Atração premium imersiva no Reino Unido, propriedade intelectual forte, alta atração de visitantes internacionais. Posicionamento diretamente comparável entre Bond/Segunda Guerra Mundial.
A Vista do Fragmento (Londres)	~10–12x	~55–60%	<i>Excluído</i>	Atração premium com ingressos no centro de Londres: de custo fixo, alta margem, dependente do turista. Comparador altamente relevante.
Mediana de lazer pré-COVID (dados ABN AMRO)	10,3x	variado	Referência	O próprio gráfico da ABN AMRO mostra o EBITDA mediano de EV/NTM pré-COVID de 10,3x. O perfil de margem superior do TLT merece um valor mais alto para isso.

MÚLTIPLOS REVISADOS APLICADOS	12–14x	64–70%	Revisado	Reflete: (1) margem de custo fixo comparável ao ESB; (2) ativo monopolista na cidade turística #1 do mundo; (3) potencial associação de patrimônio da filial Q, não confirmada; (4) sem risco de replicação.
-------------------------------	--------	--------	----------	--

5. Sete Críticas Estruturais à Metodologia ABN AMRO

Análise	Abordagem ABN AMRO (Questão)	Abordagem Revisada (Correção)
1. WACC 180bps muito alto	Aplica um prêmio de 4,5% para pequenas empresas (Ibbotson) e um beta de 1,65 da Cedar Fair/Six Flags — operadores sazonais multi-parques dos EUA com margens EBITDA de 12–29%.	TLT é uma atração londrina monopólio de um único local, infraestrutura fixa, com margem de 64%+. SFRP é para micro-caps ilíquidos — não um ativo com nomeação da WilkinsonEyre, aprovada por planejamento e 260+ artigos da mídia global. WACC revisado: 7,5%.
2. Conjunto de pares errado para múltiplos EV	A CCA utiliza Cedar Fair / Six Flags (7,1x EV/EBITDA). Operadores americanos com muito capital, expostos ao clima, com múltiplos parques e margens pequenas.	Verdadeiras comparáveis estruturais — ESB Observatory (~13x), Warner Bros. Studio Tour (~11–13x), Merlin LBO (8,1x pré-sinergia) — todos excluídos como privados. Múltiplos revisados: 12–14x.
3. Q Conexão com o patrimônio da filial não quantificada	Model trata o TLT como uma atração histórica padrão. A associação documentada dos túneis com o Ramo Q de Bond não recebe valor nas projeções de visitantes, preços ou no múltiplo aplicado.	Os túneis são documentados como inspiração para a Q Branch — apenas uma associação de patrimônio. Atualmente, nenhuma licença ou acordo comercial está em vigor com os detentores dos direitos da franquia Bond. Qualquer interesse incremental de visitantes que isso possa gerar é plausível, mas não confirmado e não modelado pela ABN AMRO.
4. As projeções de visitantes ficam abaixo da capacidade	Projeta 2,67 milhões de visitantes até 2035 (9,3% de participação no fluxo em Londres). Reconhece capacidade técnica de 4,2M, mas nunca testa o potencial de vantagem.	Com capacidade total de 4,2 milhões, o cenário técnico da própria ABN AMRO mostra um EBITDA de £123M+ até 2032. A base de 2,67 milhões é deliberadamente conservadora — sensata, mas enganosa como âncora de avaliação.
5. Preço do ingresso subestimado	Ingresso base com £30,50 com IVA líquido (preços de janeiro de 2024) — abaixo da faixa declarada de £33–£57 e abaixo dos parâmetros de atração premium do centro de Londres.	Vista do The Shard: £32–£42. Turnê de Estúdios da Warner Bros.: £53–£60. Torre de Londres: £35–£40. Uma média mista de £38–£45 é apropriada. O preço da ABN AMRO subestima o rendimento por visitante em 15–25%.
6. Conservadorismo da data de abertura	Assume a abertura do terceiro trimestre de 2029 — capturando apenas um quarto da receita de ingressos em 2029, forçando o modelo a passar por dois anos de custos pré-receita.	A empresa tem como meta o primeiro semestre de 2028. Mesmo 6 a 12 meses antes, o NPV melhora significativamente em um modelo de 40 anos. O momento do início da receita é tão sensível quanto o WACC no DCF.
7. Contexto macro não atualizado	Data original de avaliação em março de 2024. Atualização de dezembro de 2025 revisou o WACC e os preços das passagens de ingressos, mas múltiplos marcos de pares permanecem ancorados nos dados do FactSet de maio de 2024.	Desde maio de 2024: o BCE cortou 4 vezes; FED cortou 3 vezes; gilts do Reino Unido a 4,3%; Múltiplos do setor de lazer se recuperando em relação aos valores pré-COVID 10,3x. A atualização de dezembro não reflete essas mudanças favoráveis.

6. Cenários de Avaliação Revisados

Os seguintes cenários aplicam suposições corrigidas: WACC 7,5% (vs. 9,32 da ABN AMRO), preços ajustados à inflação dos ingressos de £38–£48 (vs. £30,50), múltiplo EV/EBITDA de 12–14x extraído de comparáveis de qualidade superior (vs. 7,1x) e números de visitantes consistentes com a capacidade técnica confirmada pela ABN AMRO de 4,2 milhões por ano. O custo de desenvolvimento é mantido em £84 milhões em todos os cenários.

Cenário	Visitantes	Bilhete Médio	% EBITDA	EV Múltiplo	Valor do Patrimônio	Por Ação	Potencial de Valorização vs £1,80
ABN AMRO — CCA Central	2,67M	£34,50	63%	7.1x CCA	£122M	£1,88	+0,04x
ABN AMRO — PRIMÁRIA DCF	2,67M	£30,50	63%	9,32% W	~£287M	£4,06	+2,3x
Revisado — Conservador	2,0M	£38	64%	10x	£481M	£6,80	+3,8x
Revisado — Caso Base	2,5M	£42	65%	12x	£780M	£11,03	+6,1x
Revisado — Bull Case	3,2M	£45	67%	13x	£1,18 bilhões	£16,68	+9,3x
Capacidade total (potencial de valorização não confirmado)	4,2M	£48	69%	14x	£1,89 bilhões	£26,73	+14,9x

Nota: Receita auxiliar de ~30% adicionada à receita de ingressos em todos os cenários revisados. Os múltiplos EV/EBITDA aplicados são consistentes com Merlin Entertainments, o Empire State Building Observatory e atrações de lazer de um único local comparáveis e de alta margem. Valor acionário = EV menos £84M de custo de desenvolvimento.

7. O que a própria tabela de sensibilidade da ABN AMRO revela

O Apêndice C da ABN AMRO apresenta os preços implícitos das ações em WACC (8,82%–12,82%) e o preço dos ingressos (£20,50–£34,50). A tabela é informativa justamente porque revela as limitações do modelo, e não seu potencial:

Observação de Sensibilidade ABN AMRO	Comentário Analítico
No WACC 8,82% e ingresso £30,50 → £4,66 por ação	Mesmo no WACC mais otimista da ABN AMRO (8,82%), o modelo alcança apenas £4,66. Isso usa um preço de ingresso abaixo do mercado e, implicitamente, um múltiplo de 7,1x — ilustrando que o WACC é a variável dominante.
No WACC 9,32% e ingresso £34,50 → £4,53/ação	Aumentar o bilhete em £4 adiciona apenas £0,47/share, com 9,32% de WACC. O preço do ingresso é muito menos influente do que o WACC no modelo — validando a crítica do WACC como a principal alavanca de valor.
Faixa de sensibilidade ABN AMRO: £0,03–£5,49 em toda a grade	A análise revisada de 7,5% WACC e £38 implica £9,50–£14,00. Isso está totalmente fora da tabela de sensibilidade da ABN AMRO — não porque as suposições sejam agressivas, mas porque o mínimo mínimo do WACC de 8,82% é por si só conservador demais.
A ABN AMRO exclui tanto a CCA quanto a CTA da faixa indicativa	Isso é intelectualmente honesto — mas deixa a DCF como única base. Uma abordagem baseada em múltiplos usando comparáveis de maior qualidade (ESB, Warner Bros., Merlin) produz uma estimativa central significativamente maior.

8. Potencial de Valorização Não Quantificado Não Modelado pela ABN AMRO

Atualmente, nenhuma licença comercial, parceria ou acordo está em vigor com a franquia James Bond ou seus detentores de direitos (EON Productions / Amazon MGM Studios). Referências abaixo à associação histórica dos túneis com o Ramo Q descrevem apenas inspiração histórica, não uma relação comercial confirmada.

- **Q Filial conexão patrimonial (não confirmada):** A inspiração documentada dos túneis para a filial Q de Bond é uma associação de patrimônio, não um acordo comercial licenciado; não há acordo atualmente em vigor com os detentores dos direitos da franquia. Se uma parceria fosse acordada no futuro, ela poderia plausivelmente expandir a base de visitantes para um público global que viaja especificamente para locações de filmagem, mas isso não está confirmado e não é modelado em nenhum cenário neste documento.
- **Bar licenciado mais profundo do Reino Unido:** O bar subterrâneo planejado é um ativo viral de PR independente. Modelos ABN AMRO oferecem F&B a preços de ~£1,4–£1,5M por ano (5 noites por semana). Preços premium para eventos, contratação privada e um perfil de destino de bar orientado para a mídia podem dobrar esse valor.
- **Eventos corporativos e aluguel privado:** ABN AMRO modelos 6 eventos ao ano por £25 mil cada (£150 mil). Locais comparáveis em Londres, como Battersea Power Station, OXO Tower e Tate Modern, alcançam entre £50 e £150 mil por evento. Um bunker subterrâneo único da Segunda Guerra Mundial, 30 metros abaixo do Holborn, comanda posicionamento premium.
- **Direitos de cinema, TV e mídia:** O ambiente visual único dos túneis Kingsway é um local natural de produção. A receita dos direitos de filmagem não é modelada pela ABN AMRO.
- **Prêmio de varejo:** ABN AMRO modelos £12,60 com gasto médio de varejo por cliente (35% dos visitantes). Uma proposta de varejo temático baseada no patrimônio do local, sujeita a qualquer licenciamento de propriedade intelectual necessária, poderia alcançar £18–£25 por pessoa, consistente com os dados de varejo da Warner Bros. Studio Tour.

9. Conclusão

O RELATÓRIO DA ABN AMRO é uma avaliação institucional competente, conservadora e produzida para um preço de referência de bolsa específico que incentiva a cautela em vez da precisão. Suas sete limitações são estruturais, e não analíticas:

- WACC de 9,32% é ~180bps acima do alto devido a um prêmio de 4,5% para pequenas empresas e a um beta de parque temático dos EUA aplicado a um ativo patrimonial londrino monopolista que penaliza anualmente um modelo de fluxo de caixa de 40 anos
- O múltiplo EV/EBITDA de 7,1x é retirado de parques de diversões sazonais dos EUA com margens de 12–29%; Os verdadeiros comparáveis estruturais do TLT implicam 10–13x
- A associação patrimonial da filial Q dos túneis (não confirmada; sem licença atualmente em vigor), o prêmio de ativos monopolistas e a comprovada demanda orgânica global (260+ artigos de mídia) são totalmente não quantificados
- O preço dos ingressos de £30,50 diminui a classificação realista de 2026–2028 em 15–25% em relação a atrações premium comparáveis do centro de Londres

AVALIAÇÃO REVISADA

Com pressupostos corrigidos, WACC 7,5%, £38–£45 ingressos mistos, múltiplo 12x, 2,5 milhões de visitantes o valor do patrimônio é aproximadamente £780M–£1,18 bilhões, o que implica £11–£17 por ação contra um preço negociado atual de £1,80. Mesmo o cenário revisado mais conservador e plausível (10x, 2,0 milhões de visitantes, ingresso de £38) implica £6,80/ação, um retorno de 3,8x em relação ao preço negociado atualmente. O relatório da ABN AMRO, em seus próprios termos conservadores, já implica um retorno de 2,25x a £4,06 por ação.

CONFIDENCIAL — APENAS PARA FINS INFORMATIVOS — NÃO ACONSELHAMENTO DE INVESTIMENTO

Este documento representa uma avaliação crítica independente do relatório de avaliação indicativa da ABN AMRO (maio de 2024, atualizado em dezembro de 2025) e não constitui uma avaliação formal, aconselhamento de investimento ou convite para investir. Os cenários revisados são apenas estimativas analíticas. Nem este documento nem o relatório da ABN AMRO devem ser usados como base para qualquer decisão de investimento. Aconselhamento financeiro independente deve sempre ser buscado.