

Raport analityczny

(Aktualizacja)

Piątek, 17 września 2010 r.



Biuro Maklerskie
Bank BPH
grupa GE Capital

Sektor: Spożywczy
Kurs akcji: 8,97 PLN

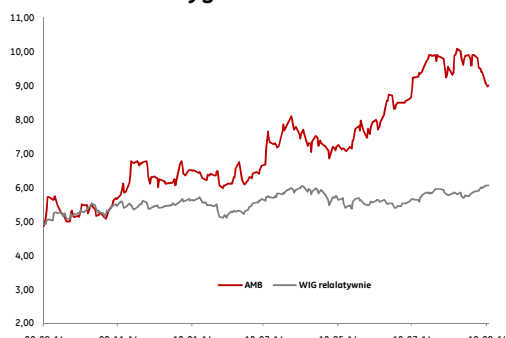
Profil spółki

Grupa AMBRA jest czołowym producentem, importerem i dystrybutorem win w Europie Środkowej i Wschodniej. Działalność grupy obejmuje: produkcję, import i dystrybucję win musujących i klasycznych, wermutów, napojów musujących dla dzieci i innych wyrobów. W Polsce spółka zajmuje się także sprzedażą detaliczną - tworząc sieć specjalistycznych sklepów.

Struktura akcjonariatu

Sektellerei Schloss Wachenheim AG	61,12%
AVIVA OFE BZ WBK	7,61%
Pozostali	31,27%

AMBRA vs WIG 52 tyg.



Kapitalizacja:	226,1 mln PLN
Free float:	31,28%
Beta	1
Max 52 tyg.	10,18 PLN
Min 52 tyg.	4,97 PLN
Udział w WIG	0,04%

Agata Filipowicz-Rybicka

Koordinator Zespołu Analiz
makler papierów wartościowych
agata.filipowicz-rybicka@bph.pl

Biuro Maklerskie Banku BPH S.A.
(012) 682 64 55

AMBRA

kupuj

Reuters: AMRR.WA

Wycena: 10,35 PLN

Prawie trzykrotny wzrost zysku netto

Winiarska Grupa AMBRA 30.06.2010 r. zamknęła rok obrotowy kolejnym sukcesem. Po dwóch ciężkich latach cięcia kosztów, podjęte działania zaczęły przynosić efekty. Zysk netto jednostki dominującej wzrósł rok do roku prawie trzykrotnie. Progres wyniósł bezpośrednio z wyniku operacyjnego, który w stosunku do 2008/2009 poprawił się o 87,9%. Grupie udało się również utrzymać wysoki poziom przepływów operacyjnych, sięgających 53,3 mln zł, co wpłynęło na obniżenie zadłużenia netto do poziomu 102,5 mln zł. Długoterminowa poprawa cash flow powinna zapewnić Grupie szybki rozwój organiczny a w konsekwencji pozwoli dogonić ciągle rozwijający się rynek. Stabilne przyrosty przynoszą efektywniejsze wykorzystywanie kapitału obrotowego i możliwość samofinansowania, co w perspektywie następnych lat umożliwi inwestycje i potencjalne akwizycje. W 2009/2010 AMBRA zakupiła markę wina spokojnego El Sol, jedną z wiodących marek win spokojnych w Polsce oraz brandy Pliska Pomore, znaną markę brandy. W roku obrotowy doszło również do przejęcia sieci sklepów Nalewki i Inne, oferującego głównie tradycyjne nalewki i wódki, które skonsolidowano z siecią Centrum Wina. Grupa inwestuje również w innowacyjność rozpoczynając oferowanie swojego asortymentu na stronie internetowej Winezja.pl. W korelacji z dalszą perspektywą rozwoju branży winiarskiej sytuację Grupy oceniamy jako pozytywną, zapewniającą osiągnięcie potencjalnie wysokiej stopy zwrotu z akcji.

Korekty w prognozach

W stosunku do przednich założeń niewielkiej zmianie uległy czynniki wpływające na wycenę w modelu DCF. Zakładamy szybszy wzrost rynku wina oraz długoterminowy poziom współczynnika beta na poziomie 1. Zweryfikowany został również poziom kosztu kapitału obcego, ze względu na uzyskanie przez spółkę korzystniejszych warunków kredytowania oraz podwyższony poziom stopy wolnej od ryzyka.

Wycena

Akcje AMBRA zostały wycenione dwiema metodami: porównawczą i modelem zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF). Wycenie modelem DCF przyznano wagę 75% wyceny końcowej, a wycenie metodą porównawczą - 25% wyceny końcowej. Wartość 1 akcji w oparciu o wycenę porównawczą wyniosła 14,61 zł, a w oparciu o model DCF - 8,93 zł. Średnia ważona z obu wycen dała cenę 10,35 zł. Akcje są obecnie notowane z dyskontem do wyceny DCF oraz do wyceny porównawczej. Podwyższamy rekomendację do kupuj i określamy cenę docelową na 10,35 zł.

w mln PLN	2008/2009	2009/2010	2010/2011P	2011/2012P	2012/2013P	2013/2014P	2014/2015P
Przychody	428,8	398,9	426,8	459,7	495,3	534,3	576,3
EBITDA	32,9	50,5	54,0	59,9	67,2	75,3	83,6
marża EBITDA	7,68%	12,66%	12,65%	13,03%	13,56%	14,09%	14,51%
EBIT	21,0	39,4	41,3	46,1	52,2	59,2	66,4
marża EBIT	4,89%	9,88%	9,67%	10,03%	10,53%	11,08%	11,53%
Zysk netto	5,1	14,9	19,5	22,7	26,2	30,1	34,2
marża netto	1,19%	3,73%	4,56%	4,94%	5,28%	5,64%	5,94%
P/E	44,39	15,19	11,62	9,96	8,65	7,51	6,61
P/BV	1,10	1,04	0,95	0,87	0,79	0,72	0,66
EV/EBITDA	10,82	6,50	5,65	5,06	4,49	3,96	3,50
EPS	0,20	0,59	0,77	0,90	1,04	1,19	1,36

P - projekcje BM BPH; wskaźniki rynkowe obliczone dla ceny rynkowej z dnia 16.09.2010 r.

analityk: Agata Filipowicz-Rybicka

Informacje na temat powiązań pomiędzy BM Banku BPH a spółką, wyjaśnienia i zastrzeżenia znajdują się na ostatniej stronie
Zlecenia telefoniczne: 0 801 377 933 (koszt jak za jednostkę taryfikacyjną) (058) 308 56 09 (koszt wg taryfy operatora) Internet: www.bm.bph.pl
Zespół Analiz Biura Maklerskiego Banku BPH: al. Pokoju 1, Kraków; tel.: (12) 682 64 55, (12) 682 64 24, (12) 682 64 23, (12) 682 64 79, fax: (12) 531 88 22

Raport analityczny

(Aktualizacja)

Piątek, 17 września 2010 r.



Biuro Maklerskie
Bank BPH
grupa GE Capital

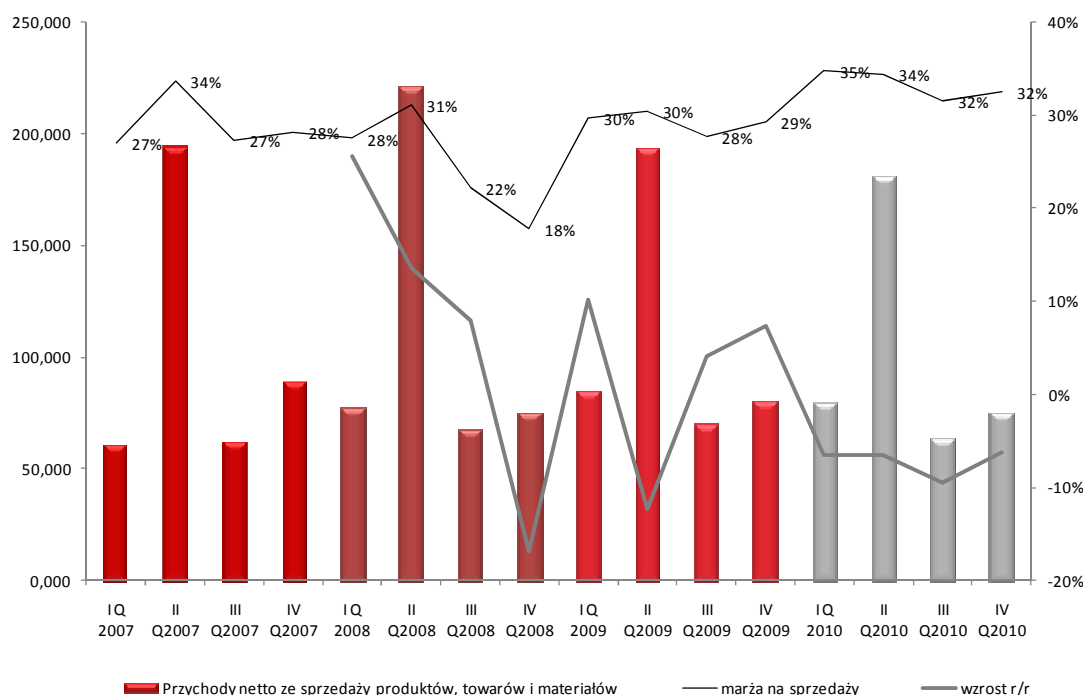
Wyniki 2009/2010

Winiarska Grupa AMBRA 30.06.2010 r. zamknęła rok obrotowy kolejnym sukcesem. Po dwóch ciężkich latach cięcia kosztów, powoli podjęte działania zaczęły przynosić efekty, dzięki czemu zysk netto jednostki dominującej wzrósł rok do roku prawie trzykrotnie. Progres wynikał bezpośrednio z wyniku operacyjnego, który w stosunku do 2008/2009 poprawił się o 87,9%. Grupie udało się również utrzymać wysoki poziom przepływów operacyjnych, sięgających 53,3 mln zł, co wpłynęło na obniżenie zadłużenia netto do poziomu 102,5 mln zł.

		IV Q'09/10	IV Q'08/09	Zm. %	I-IV Q'09/10	I-IV Q'08/09	Zm. %
mIn zł.	Przychody netto ze sprzedaży	75,0	80,0	-6,3	398,9	428,8	-7,0
	Zysk ze sprzedaży brutto	20,5	23,4	-12,3	130,5	127,0	2,7
	Koszty działalności operacyjnej	8,9	9,7	-9,0	33,2	37,3	-11,1
	EBIT	-3,5	-6,2	-	39,4	21,0	87,9
	EBITDA	-0,3	-3,4	-	50,5	32,9	53,5
	Zysk netto	-5,3	-9,6	-	14,9	5,1	192,3
%	Marża ze sprzedaży	27,4	29,3	-6,4	32,7	29,6	10,4
	Marża EBIT	-4,6	-7,8	-	9,9	4,9	101,9
	Marża EBITDA	-0,4	-4,2	-	12,7	7,7	65,0
	Marża netto	-7,1	-12,0	-	3,7	1,2	214,1
zł.	EPS	-0,21	-0,38	-	0,59	0,20	192,27

Źródło: Grupa AMBRA oraz obliczenia własne BM BPH

W obszarze sprzedaży rok 2009/2010 spółka zamknęła przychodami netto na poziomie 428,8 mln zł, 7% niższymi niż w okresie 2008/2009. Drugi okres z rzędu, spadek sprzedaży był pokłosiem restrukturyzacji Grupy, w tym koncentracji na wysokomarżowym asortymencie. Spadek, w szczególności wynikał z regresu eksportu w segmencie polskim oraz ograniczenia sprzedaży w Czechach i na Słowacji. Dodatkowo, trwający proces dostosowywania stawek akcyzowych w Rumunii oraz znaczący spadek PKB w tym regionie pogłębiły wynik AMBRY w tym zakresie. Najbardziej widoczne pogorszenie sprzedaży w ciągu roku widoczne było w III kwartale obrotowym, gdzie przychody zmalały o prawie 9,5%, w IV kwartale wartość ta sięgnęła -6,3%.



Źródło: Grupa AMBRA oraz obliczenia własne BM BPH

analityk: Agata Filipowicz-Rybicka

Informacje na temat powiązań pomiędzy BM Banku BPH a spółką, wyjaśnienia i zastrzeżenia znajdują się na ostatniej stronie
Zlecenia telefoniczne: 0 801 377 933 (koszt jak za jednostkę taryfikacyjną) (058) 308 56 09 (koszt wg taryfy operatora) Internet: www.bm.bph.pl
Zespół Analiz Biura Maklerskiego Banku BPH: al. Pokoju 1, Kraków; tel.: (12) 682 64 55, (12) 682 64 24, (12) 682 64 23, (12) 682 64 79, fax: (22) 531 88 22

Raport analityczny

(Aktualizacja)



Biuro Maklerskie
Bank BPB
grupa GE Capital

Piątek, 17 września 2010 r.

Na poziomie zysku ze sprzedaży brutto, negatywny efekt spadku sprzedaży rocznej został zniwelowany przez wzrost marży. 32,7% wobec 29,6% rentowności, zapewniło osiągnięcie zysku ze sprzedaży brutto o wartości 130,5 mln zł o 2,7% więcej niż przed rokiem, co wobec spadku o 12,3% w IV kwartale 2009/2010 wydaje się wynikiem ponadprzeciętnym. W korelacji z ograniczeniem kosztów działalności operacyjnej o ponad 11%, wynik EBIT mógł wzrosnąć rok do roku o prawie 88%. Warto jednak nadmienić, że ze względu na zanotowanie jednorazowego zysku w kwocie 3,9 mln zł ze sprzedaży części działki w centrum Bukaresztu oraz spłaty należności uprzednio objętych rezerwą, wartość zysku operacyjnego była nieco zawyżona. Po wykluczeniu czynników jednorazowych spółka utrzymała jednak świetny wynik operacyjny, lepszy niż w analogicznym okresie 2008/2009 o 50%.

W IV kwartale rezultaty na tym poziomie zysków wypadły znacznie gorzej. Pomimo kwartalnych strat operacyjnych i netto, roczna poprawa zysku operacyjnego zaowocowała w zakończonym okresie obrotowym zyskiem netto jednostki dominującej w wysokości 14,9 mln zł, o 192,3% wyższym niż w analogicznym okresie 2008/2009. Znakomity rezultat wypracowany został już na poziomie operacyjnym, po 102% wzroście marży operacyjnej, ale również dzięki obniżeniu kosztów finansowych i jednoczesnej poprawie warunków finansowania zewnętrznego.

Wskaźniki rynkowe	2008/2009	2009/2010	2010/2011P	2011/2012P	2012/2013P	2013/2014P	2014/2015P
P/E	44,39	15,19	11,62	9,96	8,65	7,51	6,61
P/BV	1,10	1,04	0,95	0,87	0,79	0,72	0,66
EPS	0,20	0,59	0,77	0,90	1,04	1,19	1,36
EV/EBITDA	10,82	6,50	5,65	5,06	4,49	3,96	3,50

Wskaźniki finansowe	2008/2009	2009/2010	2010/2011P	2011/2012P	2012/2013P	2013/2014P	2014/2015P
Rentowność							
EBIT	4,89%	9,88%	9,67%	10,03%	10,53%	11,08%	11,53%
EBITDA	7,68%	12,66%	12,65%	13,03%	13,56%	14,09%	14,51%
Wskaźnik rentowności brutto	5,47%	8,59%	9,28%	9,67%	10,20%	10,77%	11,24%
Wskaźnik rentowności netto	1,19%	3,73%	4,56%	4,94%	5,28%	5,64%	5,94%
ROA	1,17%	3,66%	4,74%	5,18%	5,56%	5,98%	6,33%
ROE	2,48%	6,87%	8,22%	8,75%	9,16%	9,63%	9,96%
Płynność							
Wskaźnik płynności szybkiej	0,97	0,86	0,92	0,95	0,98	1,03	1,09
Wskaźnik płynności bieżącej	1,74	1,64	1,75	1,81	1,87	1,94	2,03
Zadłużenie							
Wskaźnik zadłużenia	52,7%	46,8%	42,3%	40,8%	39,3%	37,8%	36,4%
Wskaźnik kapitałów własnych	47,3%	53,2%	57,7%	59,2%	60,7%	62,2%	63,6%
Dług netto	130,1	102,5	79,2	77,0	75,7	72,0	66,3

wskaźniki rynkowe obliczone dla ceny rynkowej z dnia 16.09.2010 r.

W obszarze sprawozdania z przepływów pieniężnych Grupa zanotowała progres. Optymalizacja zapasów była głównym czynnikiem wypracowania 53,3 mln zł środków z przepływów operacyjnych. Uzdrawiona struktura, zapewniająca dodatnie przepływy z działalności operacyjnej, pozwala w dużej mierze pokrywać zapotrzebowanie na kapitał w spółce. W ostatnich latach, w skutek szybkiego przyrostu rynku widać intensywny rozwój organiczny wewnątrz spółki. Inwestycje w 2009/2010 r. sięgnęły 10,6 mln zł. Redukcja zadłużenia i obniżka kosztów odsetkowych sprawia również, że spółka co roku dzieli się zyskiem z akcjonariuszami.

Długoterminowa poprawa cash flow zapewni Grupie szybki rozwój organiczny a w konsekwencji pozwoli dogonić ciągle rozwijający się rynek. Stabilne przyrosty przynoszą efektywniejsze wykorzystywanie kapitału obrotowego i możliwość samofinansowania, co w perspektywie następnych lat umożliwi inwestycje i potencjalne akwizycje. W 2009/2010 AMBRA kontynuowała działania rozwojowe przejmując markę wina spokojnego El Sol oraz brandy Pliska Pomore. W roku obrotowy doszło również do przejścia sieci sklepów Nalewki i Inne, oferującego głównie tradycyjne nalewki i wódki, które skonsolidowano z siecią Centrum Wina. Grupa zaangażowała się również w rozwój nowego kanału dystrybucji przez Internet, poprzez uruchomienie strony internetowej Winezja.pl.

W korelacji z dalszą perspektywą rozwoju branży winiarskiej sytuację Grupy oceniamy jako pozytywną, zapewniającą osiągnięcie potencjalnie wysokiej stopy zwrotu z akcji.

analityk: Agata Filipowicz-Rybicka

Informacje na temat powiązań pomiędzy BM Banku BPB a spółką, wyjaśnienia i zastrzeżenia znajdują się na ostatniej stronie
Zlecenia telefoniczne: 0 801 377 933 (koszt jak za jednostkę taryfikacyjną) (058) 308 56 09 (koszt wg taryfy operatora) Internet: www.bm.bph.pl
Zespół Analiz Biura Maklerskiego Banku BPB: al. Pokoju 1, Kraków; tel.: (12) 682 64 55, (12) 682 64 24, (12) 682 64 23, (12) 682 64 79, fax.: (22) 531 88 22

Raport analityczny

(Aktualizacja)

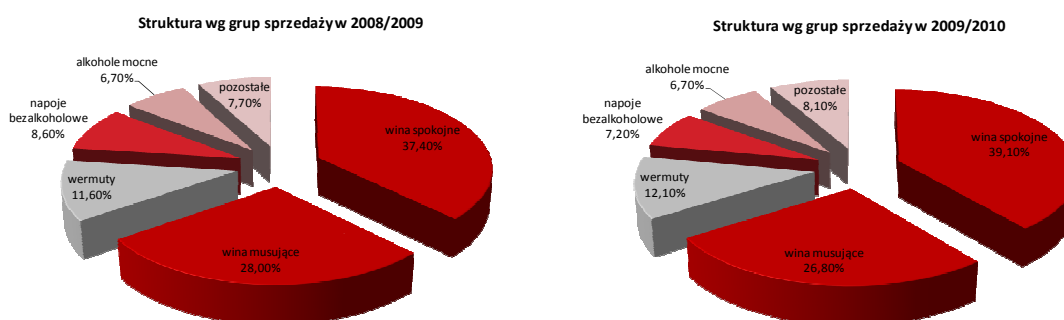
Piątek, 17 września 2010 r.



Biuro Maklerskie
Bank BPH
grupa GE Capital

Segmety sprzedaży w 2009/2010

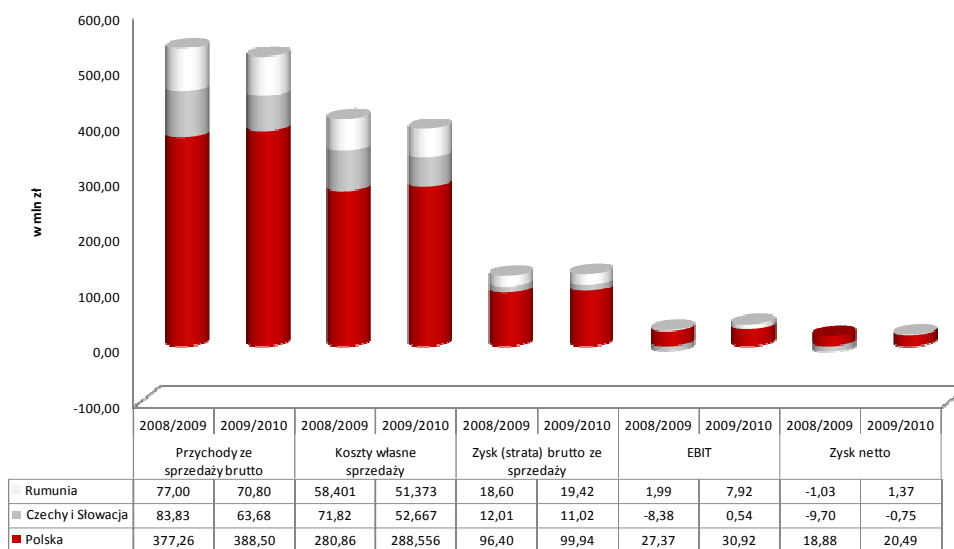
Grupa AMBRA prowadzi sprzedaż w podziale na asortyment oraz rynki zbytu. W zakończonym roku obrotowym na rynku Polskim, w skutek kryzysu, wyhamowaniu uległa dynamika wzrostu. Według AC Nielsen motorem rozwoju był segment win spokojnych (+9,2%), minimalnie zwiększył się również rynek wermutów (+0,8%). W pozostałym asortymencie widoczny był wyraźny regres, zarówno wina musujące jak i wina deserowe zanotowały spadek sprzedaży. Dzięki ponad 39% udziałowi w sprzedaży win spokojnych na rynku polskim dla Grupy nie widać spowolnienia. Rok zamknął się kwotą sprzedaży 363,4 mln zł o 0,8% wyżej niż w analogicznym okresie roku ubiegłego. Cały sektor przyniósł jednak 0,6% spadek w skutek znacznego spadku eksportu. Na poziomie wyników, we wszystkich obszarach widać jednak pozytywne skutki przeprowadzonej w poprzednich latach restrukturyzacji.



Źródło: Grupa AMBRA

Segment Czech i Słowacji w 2009/2010 wyraźnie ciążył na wynikach całej Grupy. Sprzedaż spadła o ponad 25% w wyniku przebudowy asortymentu. Pomimo wzrostu marż na wszystkich poziomach zysku nie udało się uzyskać dodatniego wyniku netto, ale wartość ta uplasował się zaledwie na 0,7 mln zł na minusie wobec straty na poziomie -9,7 mln zł w roku poprzednim.

O wiele lepiej zachowywał się w analizowanym okresie rynek rumuński. Pomimo spadku przychodów o 8% już na sprzedaży osiągnięty został zysk wyższy od poprzedniego, ale sukces można odnotować na poziomie operacyjnym (+295%) oraz netto (+240%).



Źródło: Grupa AMBRA

analityk: Agata Filipowicz-Rybicka

Informacje na temat powiązań pomiędzy BM Banku BPH a spółką, wyjaśnienia i zastrzeżenia znajdują się na ostatniej stronie
Zlecenia telefoniczne: 0 801 377 933 (koszt jak za jednostkę taryfikacyjną) (058) 308 56 09 (koszt wg taryfy operatora) Internet: www.bm.bph.pl
Zespół Analiz Biura Maklerskiego Banku BPH: al. Pokoju 1, Kraków; tel.: (12) 682 64 55, (12) 682 64 24, (12) 682 64 23, (12) 682 64 79, fax: (22) 531 88 22

Raport analityczny

(Aktualizacja)

Piątek, 17 września 2010 r.



Biuro Maklerskie
Bank BPH
grupa GE Capital

Wycena

Akcje Grupy AMBRA zostały wycenione w oparciu o metodę porównawczą i zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF). Wycenie metodą DCF przyznano wagę 75% wyceny końcowej. Ze względu m.in. na profil działalności spółek użytych jako baza porównawcza, czy przesunięcia szacunków w związku z różnymi latami obrotowymi, wycenie metodą porównawczą przypisano 25% udziału w wycenie końcowej.

Zmiany w prognozach

W stosunku do przednich założeń niewielkiej zmianie uległy czynniki wpływające na wycenę w modelu DCF. Dokonałiśmy również kilku korekt w prognozach. Zakładamy szybszy wzrost rynku wina oraz długoterminowy poziom współczynnika beta na poziomie 1. Zweryfikowany został również poziom kosztu kapitału obcego, ze względu na uzyskanie przez spółkę korzystniejszych warunków kredytowania oraz podwyższony poziom stopy wolnej od ryzyka.

Wycena porównawcza

Wycena porównawcza została sporządzona na bazie trzech wskaźników rynkowych: P/E (relacja ceny do zysku netto na akcję), EV/EBITDA (relacja kapitalizacji powiększonej o dług netto do zysku operacyjnego i amortyzacji) oraz P/BV (relacja ceny do wartości kapitału własnego przypadającego na jedną akcję). Wskaźniki rynkowe dla spółki porównano ze wskaźnikami innych firm o relatywnie zbliżonym profilu działalności, funkcjonujących na rynkach europejskich. Wartości wskaźników dla spółek porównywanych wyznaczono w oparciu o prognozę na lata 2011 – 2013, przy czym w niektórych przypadkach lata obrotowe nie pokrywają się z rokiem obrotowym Grupy AMBRA. Wartości wskaźników dla AMBRY wyznaczono w oparciu o prognozy BM BPH na lata 2010/11-2012/2013.

Wycena porównawcza	2011P	2012P	2013P	2011P	2012P	2013P	2011P	2012P	2013P	
Spółka	Kurs	EV/EBITDA			P/BV			P/E		
Brown-Forman Corporation	60,85	11,9	11,1	10,6	4,5	4,1	3,8	18,6	16,9	15,9
Central European Distribution Corp.	25,06	10,2	9,7	9,7	0,9	0,8	0,7	10,9	8,3	5,9
Willamette Valley Vineyards In	3,43	15,8	14,2	12,8	1,0	0,9	0,8	55,0	44,0	35,2
Constellation Brands Inc.	17,73	8,6	8,3	8,1	1,4	1,2	1,1	10,3	9,4	7,5
Diageo plc	67,89	9,9	8,9	8,0	6,4	5,7	5,2	13,6	12,7	10,2
Mediana		10,2	9,7	9,7	1,4	1,2	1,1	13,6	12,7	10,2
AMBRA	8,97	5,65	5,06	4,49	0,95	0,87	0,79	11,62	9,96	8,65
Wycena na 1 akcję		18,80	20,01	22,76	13,08	12,33	12,04	10,52	11,43	10,53
Waga roku		33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Waga wskaźnika			33%			33%			33%	
Wycena	14,61		20,53			12,48			10,83	

Źródło: Yahoo Finance, Reuters oraz obliczenia i prognozy własne BM BPH; wskaźniki rynkowe obliczone dla ceny rynkowej z dnia 16.09.2010r.

Wycena modelem DCF

Wolne przepływy gotówkowe zostały obliczone na podstawie prognozy wyników na lata 2010/2011 – 2015/2016 oraz założonego stałego długoterminowego wzrostu wolnych przepływów gotówkowych po okresie prognozy.

W modelu wyceny akcji metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) przyjęto założenia:

- wzrost przychodów netto ze sprzedaży w latach 2010/2011 – 2015/2016 z poziomu 426,8 mln zł do 622,4 mln zł;

analityk: Agata Filipowicz-Rybicka

Informacje na temat powiązań pomiędzy BM Banku BPH a spółką, wyjaśnienia i zastrzeżenia znajdują się na ostatniej stronie
Zlecenia telefoniczne: 0 801 377 933 (koszt jak za jednostkę taryfikacyjną) (058) 308 56 09 (koszt wg taryfy operatora) Internet: www.bm.bph.pl
Zespół Analiz Biura Maklerskiego Banku BPH: al. Pokoju 1, Kraków; tel.: (12) 682 64 55, (12) 682 64 24, (12) 682 64 23, (12) 682 64 79, fax.: (22) 531 88 22

Raport analityczny

(Aktualizacja)



Biuro Maklerskie
Bank BPH
grupa GE Capital

Piątek, 17 września 2010 r.

- marża operacyjna w roku 2010/2011 na poziomie 9,67%, w roku 2011/2012 10,03%, a w kolejnych latach wzrost do poziomu 12,04%;
- średnia marża EBITDA w całym okresie szczegółowej prognozy na poziomie 13,8%;
- spadek poziomu nakładów inwestycyjnych w roku 2010/2011 do 10 mln zł a w 2011/2012- 2015/2016 sukcesywny wzrost aż do poziomu 30 mln zł;
- spadek relacji długu do pasywów w okresie szczegółowej prognozy z poziomu 22,1% do 15,6%;
- stały wzrost wolnych przepływów gotówkowych po okresie szczegółowej prognozy na poziomie 1,5%;
- koszt kapitału własnego wyznaczony z modelu CAPM na poziomie 10,79%;
- średni ważony koszt kapitału w przedziale 9,84% - 10,12%;
- współczynnik dyskonta w 2010 skorygowano z uwagi na okres, jaki minął od rozpoczęcia roku obrotowego;
- projekcje sporządzono w cenach stałych;
- Beta na poziomie 1;
- Dług netto przyjęto na dzień 30.06.2010 r.

Model DCF	2010/2011P	2011/2012P	2012/2013P	2013/2014P	2014/2015P	2015/2016P	RV
w mln PLN							
Przychody ze sprzedaży netto	426,8	459,7	495,3	534,3	576,3	622,4	
<i>zmiana</i>	7,00%	7,71%	7,74%	7,87%	7,86%	8,00%	
EBITDA	54,0	59,9	67,2	75,3	83,6	93,2	
<i>marża EBITDA</i>	12,65%	13,03%	13,56%	14,09%	14,51%	14,98%	
Amortyzacja	12,7	13,8	15,0	16,1	17,2	18,3	
EBIT	41,3	46,1	52,2	59,2	66,4	74,9	
<i>marża EBIT</i>	9,67%	10,03%	10,53%	11,08%	11,53%	12,04%	
Opodatkowanie EBIT	19%	19%	19%	19%	19%	19%	
NOPLAT	33,4	37,4	42,3	47,9	53,8	60,7	
inwestycje (CAPEX)	10,0	25,0	28,0	28,0	29,0	30,0	
zm. kapitału obrotowego	-0,3	9,2	11,7	11,8	13,3	17,2	
FCF	36,4	16,9	17,6	24,3	28,7	31,8	32,3
WACC	9,84%	9,90%	9,96%	10,01%	10,06%	10,12%	10,12%
współczynnik dyskonta	92,9%	84,5%	76,9%	69,9%	63,5%	57,7%	52,4%
PV FCF	33,9	14,3	13,5	17,0	18,2	18,3	16,9

WACC	9,84%	9,90%	9,96%	10,01%	10,06%	10,12%	10,12%
Efektywny koszt długu	6,48%	6,48%	6,48%	6,48%	6,48%	6,48%	6,48%
Stopa wolna od ryzyka	5,79%	5,79%	5,79%	5,79%	5,79%	5,79%	5,79%
Koszt długu	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Dług/Pasywa	22,1%	20,7%	19,3%	18,1%	16,8%	15,6%	15,6%
Koszt kapitału własnego	10,79%	10,79%	10,79%	10,79%	10,79%	10,79%	10,79%
Premia rynkowa	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0

Suma DCF	115,2
Tempo wzrostu DCF po okresie prognozy	1,5%
Wartość rezydualna (RV 2016+)	374,7
Zdyskontowana wartość rezydualna	217,8
Wartość przedsiębiorstwa (EV)	332,9
Kapitał mniejszościowy	30,1
Aktywa niepracujące	24,6
Dług netto	102,5
Wartość 100% akcji	225,0
Liczba akcji (mln)	25,207
Wartość 1 akcji	8,93

Analiza wrażliwości

WACC		Wzrost FCF po okresie prognozy				
		0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%
-1,0%		9,43	10,04	10,75	11,5	12,39
-0,5%		8,65	9,18	9,77	10,44	11,2
		7,95	8,41	8,93	9,5	10,16
0,5%		7,32	7,73	8,18	8,68	9,25
1,0%		6,75	7,11	7,51	7,95	8,44

Raport analityczny

(Aktualizacja)

Piątek, 17 września 2010 r.



Biuro Maklerskie
Bank BPH
grupa GE Capital

Suma zdyskontowanych wolnych przepływów pieniężnych w latach 2010/2011 – 2015/2016 wyniosła 115,2 mln zł, zaś zdyskontowana wartość rezydualna spółki 217,8 mln zł. Zdyskontowana wartość kapitału własnego wyniosła 332,9 mln zł.

Po uwzględnieniu wartości długu netto, kapitałów mniejszości oraz aktywów niepracujących, bieżąca wartość kapitału własnego wyniosła 225 mln zł. Oszacowana na podstawie modelu DCF wartość 1 akcji to 8,93 zł.

Wycena końcowa

Wartość akcji AMBRA wyznaczona w oparciu o porównanie wskaźników rynkowych dla akcji spółki do średnich wskaźników dla innych podmiotów z branży winiarskiej wyniosła 14,61 zł. Wartość akcji w oparciu o model DCF wyniosła 8,93 zł. Uwzględnienie wag przypisanych obu metodom dało cenę na poziomie 10,35 zł za akcję.

Wycena końcowa	Waga	Cena
Wycena DCF	0,75	8,93
Wycena porównawcza	0,25	14,61
Cena docelowa		10,35

Wyniki roczne wraz z prognozami

Bilans	2008/2009	2009/2010	2010/2011P	2011/2012P	2012/2013P	2013/2014P	2014/2015P
AKTYWA	433,9	407,0	410,8	438,7	470,1	503,4	540,6
Aktywa trwałe	176,7	198,6	195,9	207,1	220,1	232,0	243,8
Rzeczowe aktywa trwałe i WNIP	115,1	139,8	137,1	148,3	161,3	173,2	185,0
Wartość firmy z konsolidacji	41,0	41,0	41,0	41,0	41,0	41,0	41,0
Długoterminowe aktywa finansowe	20,6	17,8	17,8	17,8	17,8	17,8	17,8
Aktywa obrotowe	114,4	99,6	101,9	110,0	118,5	127,7	137,9
Zapasy	114,4	99,6	101,9	110,0	118,5	127,7	137,9
Należności krótkoterminowe	99,2	93,4	97,1	103,3	112,0	120,4	130,1
Rozliczenia międzyokresowe czynne	3,8	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	9,8	11,2	11,7	14,0	15,3	18,9	24,6
Aktywa trwałe przeznaczone do sprzedaży	29,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	0,8	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
PASYWA	433,9	407,0	410,8	438,7	470,1	503,4	540,6
Kapitał własny	205,1	216,6	236,8	259,5	285,5	312,9	343,7
Kapitał akcyjny	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2
Kapitał z emisji akcji powyżej ich wartości nominalnej	67,7	67,7	67,7	67,7	67,7	67,7	67,7
Pozostałe kapitały zapasowe	92,6	107,0	117,0	127,0	137,0	147,0	157,0
Zysk z lat ubiegłych	4,1	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Zysk netto roku bieżącego	-18,4	-30,3	-32,9	-33,2	-31,9	-31,4	-29,4
Kapitał własny akcjonariuszy jednostki dominującej	5,1	14,9	19,5	22,7	26,2	30,1	34,2
Udziały mniejszości	176,3	186,5	198,4	211,4	226,2	240,6	256,8
Zobowiązania długoterminowe	80,9	63,3	50,8	50,8	50,8	50,8	50,8
Zobowiązania krótkoterminowe	147,9	127,1	123,1	128,3	133,7	139,6	146,1
Dług	139,8	113,6	90,9	90,9	90,9	90,9	90,9
Dług netto	130,1	102,5	79,2	77,0	75,7	72,0	66,3

analityk: Agata Filipowicz-Rybicka

Informacje na temat powiązań pomiędzy BM Banku BPH a spółką, wyjaśnienia i zastrzeżenia znajdują się na ostatniej stronie
Zlecenia telefoniczne: 0 801 377 933 (koszt jak za jednostkę taryfikacyjną) (058) 308 56 09 (koszt wg taryfy operatora) Internet: www.bm.bph.pl
Zespół Analiz Biura Maklerskiego Banku BPH: al. Pokoju 1, Kraków; tel.: (12) 682 64 55, (12) 682 64 24, (12) 682 64 23, (12) 682 64 79, fax: (22) 531 88 22

Raport analityczny

(Aktualizacja)

Piątek, 17 września 2010 r.



Biuro Maklerskie
Bank BPH
grupa GE Capital

Rachunek zysków i strat	2008/2009	2009/2010	2010/2011P	2011/2012P	2012/2013P	2013/2014P	2014/2015P
Przychody netto ze sprzedaży	428,8	398,9	426,8	459,7	495,3	534,3	576,3
Koszty własne sprzedaży	301,7	268,4	286,0	308,9	332,7	358,6	387,0
Zysk brutto ze sprzedaży	127,0	130,5	140,9	150,8	162,7	175,7	189,2
Pozostałe koszty działalności operacyjnej	37,3	33,2	35,5	38,2	41,2	44,4	47,9
Wynagrodzenia i świadczenia pracownicze	54,3	52,0	53,0	54,3	56,0	57,6	59,4
Amortyzacja	11,9	11,1	12,7	13,8	15,0	16,1	17,2
Zysk/(strata) na sprzedaży	23,4	34,3	39,6	44,5	50,5	57,5	64,8
Saldo operacyjne	-2,5	5,2	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
Zysk z działalności operacyjnej	21,0	39,4	41,3	46,1	52,2	59,2	66,4
Saldo finansowe	-9,2	-12,5	-6,2	-5,3	-5,3	-5,3	-5,3
Zysk brutto	11,8	26,9	35,0	40,8	46,9	53,9	61,1
Podatek dochodowy	3,9	5,1	6,7	7,7	8,9	10,2	11,6
Udział w zyskach netto jednostek podporządkowanych wycenianych metodą praw własności	0,2	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6
Zysk netto z działalności kontynuowanej	8,1	21,2	27,8	32,4	37,4	43,0	48,9
Zysk netto	8,1	21,2	27,8	32,4	37,4	43,0	48,9
Zysk akcjonariuszy jednostki dominującej	5,1	14,9	19,5	22,7	26,2	30,1	34,2
EBITDA	32,9	50,5	54,0	59,9	67,2	75,3	83,6

Cash Flow	2008/2009	2009/2010	2010/2011P	2011/2012P	2012/2013P	2013/2014P	2014/2015P
Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej							
Zysk netto	5,1	14,9	19,5	22,7	26,2	30,1	34,2
Korekty:							
Zyski udziałowców mniejszościowych	3,1	6,3	8,3	9,7	11,2	12,9	14,7
Amortyzacja	11,9	11,1	12,7	13,8	15,0	16,1	17,2
Udział w zyskach jednostek stowarzyszonych konsolidowanych metodą praw własności	-0,2	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Odsetki i udziały w zyskach	11,9	9,1	7,6	6,7	6,7	6,7	6,7
Pozostałe	0,6	3,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana kapitału obrotowego	26,8	7,5	0,3	-9,2	-11,7	-11,8	-13,3
Środki pieniężne netto z działalności operacyjnej	59,2	53,3	49,0	44,3	47,9	54,6	60,0
Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej							
CAPEX	-8,4	-10,6	-10,0	-25,0	-28,0	-28,0	-29,0
Inne inwestycje	1,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Środki pieniężne netto z działalności inwestycyjnej	-7,3	-10,7	-10,0	-25,0	-28,0	-28,0	-29,0
Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej							
Zmiana zadłużenia	-44,9	-26,2	-22,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidendy zapłacone	-2,7	-5,7	-7,6	-9,7	-11,4	-15,7	-18,1
Odsetki zapłacone	-12,9	-9,1	-8,2	-7,3	-7,3	-7,3	-7,3
Środki pieniężne netto z działalności finansowej	-60,6	-41,1	-38,4	-17,0	-18,6	-23,0	-25,3
Przepływy pieniężne netto, razem	-8,7	1,5	0,6	2,3	1,3	3,7	5,7

Raport analityczny

(Aktualizacja)

Piątek, 17 września 2010 r.



Biuro Maklerskie
Bank BPH
grupa GE Capital

Opis terminów stosowanych przy wydawaniu rekomendacji inwestycyjnych:

- **kupuj** – oznacza prognozowanie mocnego wzrostu ceny papieru wartościowego, zaleca się kupowanie akcji do poziomu ceny docelowej;
- **akumuluj** – oznacza prognozowanie lekkiego wzrostu ceny papieru wartościowego, zaleca się kupowanie przy zniżkach ceny do poziomu ceny docelowej;
- **trzymaj** – oznacza prognozowanie zmiany ceny papieru wartościowego na poziomie zbliżonym do zmiany wartości indeksu, z jednoczesnym brakiem przewidywań, co do istotnego spadku ceny papieru wartościowego;
- **redukuj** – oznacza prognozowanie spadku ceny papieru wartościowego, zaleca się sprzedawać powyżej ceny docelowej;
- **sprzedaj** – oznacza prognozowanie mocnego spadku ceny papieru wartościowego, zaleca się sprzedaż akcji powyżej ceny docelowej.

Opis wskaźników i miar używanych w raporcie:

DCF – zdyskontowane przepływy pieniężne

FCF – wolne przepływy gotówkowe

P/E - (Cena/Zysk) - Cena / zannualizowany zysk netto przypadający na jedną akcję

P/BV - (Cena/Wartość księgową) - Cena / wartość księgową przypadająca na jedną akcję

EV/EBIT – Enterprise Value/EBIT

EV/EBITDA - Enterprise Value/EBITDA

P/CE - (Cena/Cash Earnings) – Cena / zysk netto plus amortyzacja na jedną akcję

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych

ROA - stopa zwrotu z aktywów

WACC – średni ważony koszt kapitału

EV - (Enterprise Value) – wycena rynkowa spółki powiększona o wartość długu odsetkowego netto, tj. wartość przedsiębiorstwa

EBIT - zysk na działalności operacyjnej

EBITDA - (zysk operacyjny plus amortyzacja) – zysk na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację

Biuro Maklerskie Banku BPH S.A.

al. Pokoju 1, 31-548 Kraków

tel.: (12) 682 64 55

ul. Towarowa 25a, 00-958 Warszawa

tel.: (22) 531 91 30

Zespół Analiz:

Agata Filipowicz-Rybicka

makler papierów wartościowych

koordynator Zespołu Analiz

agata.filipowicz-rybicka@bph.pl

Tomasz Kolarz

analityk ds. rynków finansowych

tomasz.kolarz@bph.pl

Tomasz Chwiałkowski

analityk ds. rynku finansowego

tomasz.chwialkowski@bph.pl

Zespół Klienta Strategicznego i Instytucjonalnego:

Paweł Paprota

makler papierów wartościowych

kierownik

pawel.paprota@bph.pl

Marcin Leś

makler papierów wartościowych

marcin.les@bph.pl

Jacek Marcjanowicz

makler papierów wartościowych

jacek.marcjanowicz@bph.pl

Cezary Chmiel

makler papierów wartościowych

cezary.chmiel@bph.pl

analityk: Agata Filipowicz-Rybicka

Informacje na temat powiązań pomiędzy BM Banku BPH a spółką, wyjaśnienia i zastrzeżenia znajdują się na ostatniej stronie
Zlecenia telefoniczne: 0 801 377 933 (koszt jak za jednostkę taryfikacyjną) (058) 308 56 09 (koszt wg taryfy operatora) Internet: www.bm.bph.pl
Zespół Analiz Biura Maklerskiego Banku BPH: al. Pokoju 1, Kraków; tel.: (12) 682 64 55, (12) 682 64 24, (12) 682 64 23, (12) 682 64 79, fax.: (22) 531 88 22

Raport analityczny

(Aktualizacja)

Piątek, 17 września 2010 r.



Biuro Maklerskie
Bank BPH
grupa GE Capital

Biuro Maklerskie Banku BPH S.A. jest wyodrębnioną organizacyjnie i finansowo jednostką Banku BPH S.A. Organem sprawującym nadzór nad działalnością BM Banku BPH S.A. jest Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z najlepszą wiedzą osób uczestniczących w jego sporządzeniu, dochowaniem należytej staranności, oraz rzetelności przez osoby uczestniczące w jego sporządzeniu. Niniejsze opracowanie stanowi projekcję zachowania instrumentów finansowych w okresie obowiązywania raportu. Raport nie stanowi jakiegokolwiek gwarancji, że dana strategia, czy projekcja cenowa jest właściwa dla konkretnego inwestora. Korzystając z opracowania nie należy rezygnować z przeprowadzenia niezależnej oceny i uwzględnienia innych niż przedstawione czynniki ryzyka.

BM Banku BPH nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego raportu, ani za szkody poniesione w wyniku tych decyzji inwestycyjnych. Niniejsze opracowanie nie zostało ujawnione emitentowi instrumentów finansowych, których dotyczy.

Zgodnie z naszą wiedzą, pomiędzy BM Banku BPH oraz osobami sporządzającym niniejsze opracowanie, lub ich osobami bliskimi, a emitentem nie występują jakiegokolwiek powiązania, o których mowa w §9 i 10 Rozporządzenia Ministra Finansów z 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców.

Wynagrodzenie osób uczestniczących w sporządzaniu niniejszego raportu nie jest zależne od wyników finansowych transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej BM Banku BPH dotyczących instrumentów finansowych, których niniejsze opracowanie dotyczy.

Osoby uczestniczące w sporządzaniu niniejszego raportu nie posiadają informacji o wystąpieniu sytuacji, o których mowa w §10 pkt. 1 pp. 8 i 9 Rozporządzenia Ministra Finansów z 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców.

Inwestycja w akcje jest obciążona wieloma czynnikami ryzyka np. między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju i międzynarodową, określonym stanem prawnym i możliwością jego zmian, a także tendencjami zachodzącymi w innych segmentach rynku finansowego (m.in. rynki walutowe, stopy procentowe) czy towarowego. W praktyce, precyzyjna prognoza wpływu tych ryzyk na kształtowanie się kursu akcji i jego wyeliminowanie jest niemożliwe, co należy brać pod uwagę przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych.

Metody wyceny zastosowane w niniejszym raporcie opierają się na modelach opisanych w literaturze ekonomicznej i powszechnie stosowanych. Należy zaznaczyć, że do prawidłowej wyceny wymagane jest oszacowanie dużej ilości parametrów takich jak np.: stopy procentowe, przyszłe zyski, przepływy pieniężne i inne. Parametry te są zmienne w czasie i mogą różnić się od przyjętych w modelu wyceny. Wycena jest zależna od wartości wprowadzanych parametrów i wrażliwa na zmianę tych parametrów.

Wycena metodą DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych) polega na dyskontowaniu przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Technika uważana za jedną z najlepszych z metodologicznego punktu widzenia. Wadą jest duża wrażliwość wyceny na zmianę parametrów modelu.

Wycena metodą porównawczą - opiera się na porównaniu wskaźników rynkowych wycenianej spółki ze wskaźnikami innych porównywalnych spółek. Mocna strona tej metody to mała ilość parametrów szacowanych, większa obiektywność wyceny. Słabe strony to niepewność dotycząca właściwego doboru porównywalnych spółek i efektywności ich rynkowej wyceny oraz oparcie na bieżących wynikach finansowych, które w przyszłości są zazwyczaj inne.

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Grupy Ambra:

Rekomendacja	Data	Cena docelowa	Kurs z dnia rekomendacji
Akumuluj	08.06.2010 r.	8,39 PLN	7,47 PLN
Kupuj	14.09.2009 r.	6,34 PLN	5,10 PLN

analityk: Agata Filipowicz-Rybicka

10

Informacje na temat powiązań pomiędzy BM Banku BPH a spółką, wyjaśnienia i zastrzeżenia znajdują się na ostatniej stronie
Zlecenia telefoniczne: 0 801 377 933 (koszt jak za jednostkę taryfikacyjną) (058) 308 56 09 (koszt wg taryfy operatora) Internet: www.bm.bph.pl
Zespół Analiz Biura Maklerskiego Banku BPH: al. Pokoju 1, Kraków; tel.: (12) 682 64 55, (12) 682 64 24, (12) 682 64 23, (12) 682 64 79, fax.: (22) 531 88 22