

Ambra

Kupuj 11,53 zł

Analitik: Robert Kurowski, makler p.w.

Podstawowe dane	
Kurs bieżący (zł):	8,65
Liczba akcji (tys. szt):	25 207
Kapitałizacja (mln zł):	218 037
Free float:	31,3%
Free float (mln zł):	68,2

Dane (tys. zł)	2008/2009	2009/2010	1-H 10/11	2010/11P
Przychody operacyjne	428 771	398 907	267 321	414 863
Zysk operacyjny	20 986	39 423	44 074	41 486
Zysk netto	5 094	14 888	27 135	19 037
Wartość księgowa	176 258	186 509	205 538	197 440
Kapitałizacja	155 021	223 331	218 037	218 037
Liczba akcji (tys)	25 207	25 207	25 207	25 207

EPS (zł)	0,2	0,6	0,7	0,8
BVPS (zł)	7,0	7,4	8,2	7,8
P/E	30,4	15,0	11,7	11,5
P/BV	0,9	1,2	1,1	1,1
Kurs (zł)*	6,15	8,86	8,65	8,65

* - dla danych za 2010 rok i prognozy kurs z dnia wydania rekomendacji

P - prognoza DM AmerBrokers oraz Spółki

Akcjonariusze:	% akcji	% głosów
Sektellerei Schloss Wachenheim AG	61,1%	61,1%
AVIA OFE	7,6%	7,6%
Pozostali	31,3%	31,3%
Razem	100,0%	100,0%



Jedną akcję Ambra S.A. wyceniamy na **11,53 zł**. W związku z tym, że wycena jest o 33,61% wyższa od aktualnego kursu giełdowego, **wydajemy dla Spółki rekomendację Kupuj**.

Ambra wykazała bardzo dobre wyniki pierwszego półrocza roku obrotowego 2010/2011, kończącego się 30.06. Wzrost sprzedaży skonsolidowanej, mimo pogorszenia wyników w Czechach, Słowacji i Rumunii, nastąpił głównie dzięki progresji na rynku polskim. Spółka przebudowując ofertę asortymentową oraz nabywając prawa do marki win „El Sol” zyskała na szybko rosnącym krajowym rynku win spokojnych.

Na podstawie trendów zaobserwowanych na rynku alkoholi w Polsce oraz oczekiwań Spółki **przyjmujemy, że rok obrotowy 2010/11 Ambra zakończy 4% wzrostem skonsolidowanych przychodów**. W związku z tym, że okres 1H 2010/11 cechował się spadkiem sprzedaży na rynkach zagranicznych, Spółka przewiduje że drugie półrocze br. powinno być pod tym względem znacznie lepsze, stąd naszym zdaniem realne jest uzyskanie takiego tempa wzrostu. Stosunkowo niski udział win spokojnych w strukturze sprzedaży na rynku polskim, przy jednoczesnym dwucyfrowym wzroście jego sprzedaży w branży to kolejny czynnik przemawiający za poprawą na poziomie przychodów. Ambra przewiduje, że udział tego asortymentu wzrośnie do poziomu 41,9% na koniec roku obrotowego 2010/11 (34,4% po 1H 2010/11).

Analiza marż generowanych w poprzednich kwartałach i poprawa struktury asortymentu wskazują, że ich poziom powinien zostać utrzymany w przekroju całego bieżącego roku obrotowego. W ujęciu narastającym rentowność EBIT wynosi 10,2%, natomiast netto 4,6%. Założenie to dodatkowo jest podparte tym, że Ambra osiągnęła w 1H 2010/11 na każdym poziomie wyższe marże w stosunku do analogicznego okresu roku poprzedniego. Zwracamy uwagę, że w 1H 2009/10 Ambra wykazała jednorazowo 1,7 mln zł zysku ze sprzedaży nieruchomości w Rumunii.

Naszym zdaniem Ambra przy obecnym poziomie wyceny rynkowej jest atrakcyjnym walorem, zwłaszcza biorąc pod uwagę wskaźniki konkurencji. Zapowiedzi kolejnych akwizycji mogą okresowo wpłynąć na wzrost zainteresowania Spółką. Także z tego względu nasza ocena perspektyw Ambry jest pozytywna.

Podobnie jak w ubr. Spółka rozważy możliwość wypłaty dywidendy. Za rok 2009/10 na dywidendę przeznaczono 50% zysku rocznego, dywidenda na 1 akcję wyniosła 0,30 zł.

Sytuacja w branży

- Cechy branży** Rynek alkoholi w Europie, w tym również w Polsce podlega zmianom, polegającym na przesuwaniu się preferencji konsumentów. O ile w Europie Zachodniej zmiany w większym stopniu dotyczą wahań w poszczególnych asortymentach (przesunięcie popytu pomiędzy whisky, likierami, koniakami, napojami Ready-To-Drink i wzrost popytu na wina z Nowego Świata), to w Polsce obejmują głównie wzrost spożycia wina ogółem i innych napojów alkoholowych, kosztem wódki i piwa. Tendencja obserwowana w Polsce jest zbieżna z występującą w większości krajów Europy Środkowo-Wschodniej. W dalszym ciągu jednak w strukturze spożycia dominuje piwo, które ma około 50% udział, na drugim miejscu są alkohole mocne (wódka i inne) z 30%, a tylko 20% przypada na wino.
- Wartość rynku** Rynek alkoholu w Polsce ma wartość około 39 mld zł, przy czym wzrost w skali roku szacowany jest na około 1,4%¹. Największy wzrost miał miejsce w kategorii whisky (+24%), natomiast w wódkach nastąpił 1,2% spadek spożycia. Sytuacja w poszczególnych asortymentach determinowana jest przez preferencje konsumentów, ale i przez ceny, stymulowane w głównym stopniu przez obciążenia fiskalne (akcyza).
- Rynek wina** Rynek wina w Polsce rośnie rocznie w tempie kilkunastoprocentowym i jego wartość oszacować należy na około 2,5 mld zł – 3,0 mld zł. Wyższe tempo wzrostu notuje segment win spokojnych i wermutów (około 14-15%), natomiast w przypadku win musujących wzrost r/r wynosi około 8%. Rynek win spokojnych ma około 50% udział w całym rynku wina. Według danych Ambry, przeciętna roczna konsumpcja wina na mieszkańca w Polsce wynosi około 3-4 litrów, natomiast w Czechach około 10, a w Rumunii powyżej 20. W związku tym szacuje się, że rynek wina powinien w dalszym ciągu rosnać w tempie kilkunastu procent rocznie, zwłaszcza w segmencie win spokojnych.
- Prognozy** Według danych International Wine and Spirit Research (IWSR), do 2015 roku wielkość polskiego rynku wina w ujęciu ilościowym zwiększy się o około 1,2% w stosunku do roku 2010, tj. do 225,9 mln litrów². Szacunki IWSR przewidują, że maleć będzie produkcja win owocowych, natomiast wzrośnie udział win gronowych (spokojnych). Z kolei Euromonitor przewiduje, że w dalszym ciągu najpopularniejsze pozostaną wina czerwone. Wielkość sprzedaży tego asortymentu w roku 2015 ma wynieść 53 mln litrów. Najszybciej będzie rósł popyt na wina różowe, w ubiegłym roku spożycie tego typu win wyniosło 3,2 mln litrów, natomiast w 2015 roku ma wynieść 4,8 mln litrów. W ujęciu wartościowym rynek win w Polsce powinien wzrosnąć w ciągu najbliższych dwóch lat do poziomu 3,9 mld zł.
- Czynniki** Do kluczowych czynników stymulujących popyt na alkohole, w tym wina zaliczyć należy:
- makroekonomiczne: koniunkturę gospodarczą i wzrost PKB, skłonność do zakupów konsumpcyjnych, inflację, stopę bezrobocia oraz charakterystykę demograficzną populacji w danych krajach, opodatkowanie – głównie akcyzę,
 - zachowania i preferencje konsumentów;
 - wahania cen surowców, importowanego wina gronowego i skoncentrowanego soku winogronowego, które podlegają charakterystycznej dla rynków produktów rolnych niestabilności, uzależnionej od naturalnej sezonowości, urodzaju, popytu, spekulacji, interwencji, regulacji administracyjnych³;
 - zmiany kursów walutowych wpływające na koszty importowanych surowców i materiałów do produkcji, głównie wina gronowego i elementów opakowań. Zmiany kursów walutowych mają także wpływ na opłacalność eksportu, jednak w przypadku producentów polskich, decydujące są koszty związane z wahaniami kursu PLN, ponieważ surowce do produkcji pochodzą przede wszystkim z importu.
- Pozycja Ambry** Grupa Ambra jest liderem rynku win w Polsce, udział Spółki szacowany jest na 25%. Ocenia się, że udział ten powinien wzrosnąć, ponieważ Spółka zamierza zwiększać udziały w rozdrobnionym rynku win spokojnych.

¹ Źródło: Rzeczpospolita, AC Nielsen, dane za VIII 2009 – VII 2010

² Źródło: Rzeczpospolita

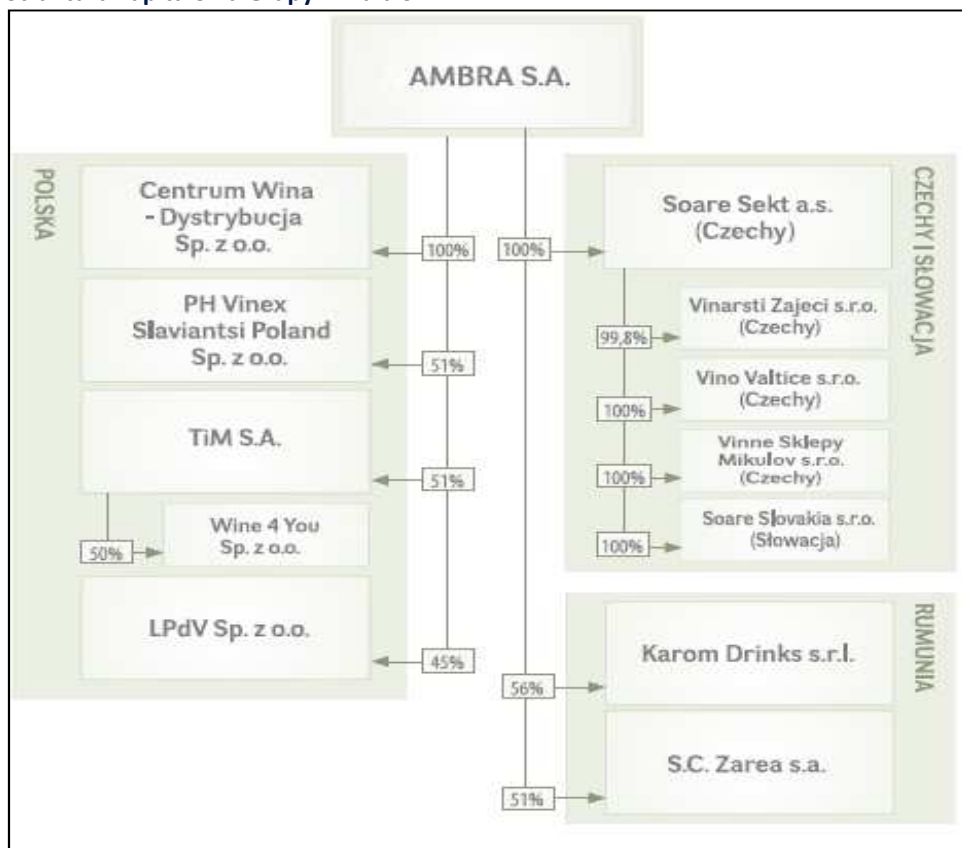
³ Źródło: Ambra S.A.

Działalność

Przedmiot działalności Spółka AMBRA tworzy Grupę Kapitałową, w skład której wchodzi kilkanaście podmiotów zależnych oraz stowarzyszonych. Grupa Ambra opiera swoją działalność na produkcji, imporcie i dystrybucji win i napojów bezalkoholowych w Europie Środkowej i Wschodniej (obszar działania Grupy obejmuje: Polskę, Czechy, Słowację i Rumunię). Grupa Ambra prowadzi działalność od początku lat 90-tych, a od 1994 roku posiada branżowego inwestora w postaci Sektkellerei Schloss Wachenheim AG. Podmiot ten posiada obecnie 61,12% akcji i głosów w analizowanej Spółce. Sektkellerei Schloss Wachenheim AG jest czołowym producentem i dystrybutorem win w Europie, notowanym na giełdzie we Frankfurcie. Ambra S.A. od czerwca 2005 roku jest spółką giełdową, cena emisyjna akcji sprzedawanych w pierwszej ofercie publicznej wynosiła 9,50 zł. Ogółem Spółka pozyskała 57 mln zł ze sprzedaży 6,3 mln akcji.

Grupa Kapitałowa W skład Grupy Kapitałowej Ambra wchodzi kilkanaście spółek działających w Polsce, Czechach i Słowacji oraz w Rumunii.

Struktura kapitałowa Grupy Ambra S.A.



Źródło: Ambra S.A.

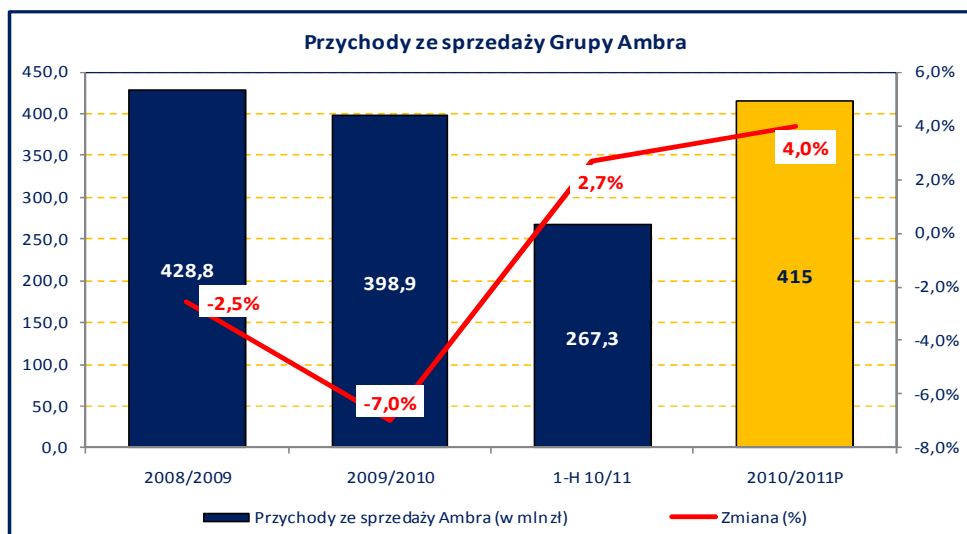
Sytuacja przychodowa

Najważniejszym wydarzeniem w ostatnim roku z punktu widzenia działalności Grupy Ambra było nabycie znaków towarowych „El Sol” i „Pliska Pomore”. „El Sol” to jedna z wiodących marek win spokojnych w Polsce, natomiast „Pliska Pomore” jest jedną z bardziej znanych marek brandy w Polsce.

Z uwagi na sezonowość, Grupa Ambra w ostatnim kwartale roku kalendarzowego notuje wyniki decydujące o sytuacji w całym roku obrotowym Spółki (kończy się 30 czerwca). Dane za 1Q roku obrotowego 2010/2011 były pozytywne, co pozwalało z optymizmem oczekiwać rezultatów kwartału kończącego rok 2010. Dane potwierdziły informacje ze Spółki, że w dalszym ciągu bardzo dobrze wzrasta sprzedaż win na rynku polskim, mającym około 70% udział w przychodach. W segmencie win spokojnych Ambra rośnie szybciej (+17% w Polsce) niż rynek i ma jeszcze stosunkowo niski udział win tego rodzaju w swojej strukturze przychodów. W związku z tym, zdaniem Spółki, będzie rosnąć w szybszym tempie dzięki zwiększeniu produkcji i dystrybucji tego asortymentu (także dzięki zakupowi marki El Sol). Spółka

ma bardzo mocną pozycję dystrybucji w sieciach handlowych i segmencie HoReCa. Istotnie zwiększa się także sprzedaż poprzez własne sklepy winiarskie.

Zwiększenie portfolio produktów oraz wzrost udziałów w segmencie win spokojnych (w Ambrze wzrost sprzedaży o 8,2%) poskutkowało utrzymaniem pozytywnej tendencji w zakresie przychodów skonsolidowanych. Motorem napędowym dla przychodów był w ubiegłym roku obrotowym oraz w 1H 2010/11 rynek polski, na którym sprzedaż wzrosła o 8,8%. Spadek w ujęciu ilościowym, jak i wartościowym nastąpił w Rumunii, między innymi z powodu wzrostu obciążeń podatkowych (akcyza). Także na rynku czeskim i słowackim sprzedaż obniżyła się, głównie z powodu stagnacji popytu na skutek wzrostu cen i jego przesunięcia się w kierunku tańszych produktów. W związku z powyższym należy przyjąć, że zgodnie z zapowiedziami Zarządu, drugie półrocze powinno być lepsze pod względem przychodowym, głównie z uwagi na niekorzystną sytuację na zagranicznych rynkach dystrybucji w czasie minionego półrocza. Ambra dostosowuje się do sytuacji na rynkach zagranicznych poprawiając strukturę asortymentu i ceny.



Źródło: Ambra S.A.

P – Prognoza AmerBrokers

Struktura przychodów

W strukturze przychodów ze sprzedaży Grupy Ambra zauważalny jest wzrost w segmencie win spokojnych, który wyraźnie pozytywnie stymuluje przychody Spółki. Sprzedaż pozostałego asortymentu jest na podobnym poziomie udziału jak w latach poprzednich, natomiast wyraźnie obniżył się udział win musujących. Zmiana ta spowodowana jest przyrostem w winach spokojnych, ponieważ wartościowo sprzedaż win musujących obniżyła się tylko o 2,1%.

Struktura przychodów Ambra S.A. (w tys. zł)

	2008/2009		2009/2010		1H 10/11*		
	wartość	udział	wartość	udział	wartość	udział	zmiana
Wina musujące	199 035	37,4%	196 007	39,1%	114 400	33,7%	-2,1%
Wina spokojne	148 943	28,0%	134 219	26,8%	116 800	34,4%	11,9%
Wermuty	61 758	11,6%	60 687	12,1%	34 900	10,3%	2,0%
Napoje bezalkoholowe	45 753	8,6%	36 055	7,2%	29 300	8,6%	0,0%
Alkohole mocne	35 585	6,7%	33 778	6,7%	18 800	5,5%	-8,3%
Pozostałe	40 493	7,6%	40 832	8,1%	25 500	7,5%	-0,4%
Razem	531 567	100,0%	501 578	100,0%	339 700	100,0%	2,7%

Źródło: Ambra S.A.

Cena jednostkowa sprzedawanej butelki wina wzrosła na koniec 1H 2010/11 do poziomu 8,04 zł wobec 7,91 zł w analogicznym okresie roku poprzedniego (+1,6%). Wolumen sprzedaży średnich butelek 0,75 litra wzrósł w tym okresie o 1,7%.

Sytuacja finansowa

Bilans

Bilans skonsolidowany, w tys. zł				struktura		
	30.06.09	30.06.10	31.12.10	30.06.09	30.06.10	31.12.10
AKTYWA TRWAŁE	176 693	198 600	195 860	40,7%	48,8%	37,0%
Rzeczowe aktywa trwałe	110 781	126 024	126 483	62,7%	63,5%	64,6%
Wartości niematerialne	4 367	13 794	14 042	2,5%	6,9%	7,2%
Wartość firmy z konsolidacji	40 957	40 957	41 418	23,2%	20,6%	21,1%
Należności długoterminowe	2 652	629	826	1,5%	0,3%	0,4%
Nieruchomości inwestycyjne	1 223	1 202	1 192	0,7%	0,6%	0,6%
Inwestycje w jednostkach stowarzyszonych	4 583	4 835	4 835	2,6%	2,4%	2,5%
Udziały i akcje	291	350	276	0,2%	0,2%	0,1%
Długoterminowe pożyczki udzielone	5 154	4 955	0	2,9%	2,5%	0,0%
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	6 685	5 854	6 788	3,8%	2,9%	3,5%
AKTYWA OBROTOWE	257 183	208 412	332 940	59,3%	51,2%	63,0%
Zapasy	114 404	99 579	91 262	44,5%	47,8%	27,4%
Należności z tytułu podatku dochodowego	804	978	91	0,3%	0,5%	0,0%
Należności krótkoterminowe	99 235	93 412	232 540	38,6%	44,8%	69,8%
Krótkoterminowe pożyczki udzielone	0	0	1 137	0,0%	0,0%	0,3%
Aktywa finansowe krótkoterminowe	5	5	0	0,0%	0,0%	0,0%
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe czynne	3 776	3 282	2 210	1,5%	1,6%	0,7%
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	9 792	11 156	5 700	3,8%	5,4%	1,7%
Aktywa trwałe przeznaczone do sprzedaży	29 167	0	0	11,3%	0,0%	0,0%
AKTYWA RAZEM	433 876	407 012	528 800	100,0%	100,0%	100,0%
KAPITAŁ WŁASNY	176 258	186 509	205 538	40,6%	45,8%	38,9%
Kapitał akcyjny	25 207	25 207	25 207	14,3%	13,5%	12,3%
Kapitał z emisji akcji powyżej ich wartości nominalnej	67 718	67 718	67 718	38,4%	36,3%	32,9%
Pozostałe kapitały zapasowe	92 564	107 010	116 371	52,5%	57,4%	56,6%
Różnice kursowe z przeliczenia jednostek	4 075	1 959	1 415	2,3%	1,1%	0,7%
Zysk/(strata) z lat ubiegłych	-18 400	-30 273	-32 308	-10,4%	-16,2%	-15,7%
Zysk netto roku bieżącego	5 094	14 888	27 135	2,9%	8,0%	13,2%
Udziały niekontrolujące	28 814	30 084	30 032	6,6%	7,4%	5,7%
Zobowiązania długoterminowe	80 863	63 337	30 929	18,6%	15,6%	5,8%
Długoterminowe zobowiązania z tytułu kredytów	71 010	52 447	20 270	87,8%	82,8%	65,5%
Długoterminowe zobowiązania handlowe	114	1 600	1 667	0,1%	2,5%	5,4%
Świadczenia pracownicze	129	164	157	0,2%	0,3%	0,5%
Rezerwa na podatek odroczonego	9 610	9 126	8 835	11,9%	14,4%	28,6%
Zobowiązania krótkoterminowe	147 941	127 082	262 301	34,1%	31,2%	49,6%
Krótkoterminowe zobowiązania z tytułu kredytów	68 838	61 184	134 394	46,5%	48,1%	51,2%
Zobowiązania z tytułu podatku dochodowego	710	284	6 529	0,5%	0,2%	2,5%
Zobowiązania krótkoterminowe	78 393	65 614	121 378	53,0%	51,6%	46,3%
PASYWA RAZEM	433 876	407 012	528 800	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: sprawozdania Spółki, obliczenia własne

Na koniec 1H roku obrotowego 2010/2011 nastąpił skokowy wzrost sumy bilansowej Grupy (+29,9%). Czynnikiem wzrostu było przede wszystkim zwiększenie stanu należności krótkoterminowych (+160%). Spowodowane jest to sezonowością, kumulacją sprzedaży w ostatnich miesiącach roku kalendarzowego. Jak wynika z danych historycznych, w kolejnych okresach stan należności powinien wrócić do normalnego poziomu. Aktywa trwałe przeznaczone do sprzedaży wykazywane w latach poprzednich zostały przeklasyfikowane i obecnie są ujmowane jako pozycja majątku trwałego. Istotnym czynnikiem wzrostu aktywów trwałych w roku 2009/10 był także zakup wartości niematerialnych i prawnych: marki „El Sol” i „Pliska Pomorie” o wartości o 9,5 mln zł.

W pasywach analogicznie zmiany dotyczą wzrostu stanu zobowiązań handlowych (+63%) oraz okresowo zwiększonego zapotrzebowania na finansowanie (kredyty krótkoterminowe wzrost o 119%).

Rachunek zysków i strat

Rachunek zysków i strat, w tys. zł				zmiana %	
	2008/2009	2009/2010	1-H 10/11	2009/2008	1H 11/ 1H 10
Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów	428 771	398 907	267 321	-7,0%	2,7%
Zużycie materiałów i koszt własny sprzedanych towarów	252 047	227 017	146 732	-9,9%	0,1%
Koszty marketingu, dystrybucji i prowizji	49 701	41 398	26 485	-16,7%	10,4%
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	127 023	130 492	94 104	2,7%	4,7%
Pozostałe koszty działalności operacyjnej	37 317	33 161	17 540	-11,1%	4,3%
Wynagrodzenia i świadczenia na rzecz pracowników	54 338	51 969	27 712	-4,4%	4,1%
Amortyzacja	11 925	11 089	4 835	-7,0%	-10,5%
Zysk (strata) ze sprzedaży	23 443	34 273	44 017	46,2%	7,3%
Pozostałe przychody operacyjne	4 574	7 947	1 950	73,7%	-21,2%
Pozostałe koszty operacyjne	7 031	2 797	1 893	-60,2%	36,8%
Zysk (strata) z działalności operacyjnej	20 986	39 423	44 074	87,9%	4,7%
Przychody finansowe	10 381	1 950	772	-81,2%	-37,0%
Koszty finansowe	19 543	14 494	5 183	-25,8%	-40,4%
Zysk (strata) przed opodatkowaniem	11 824	26 879	39 663	127,3%	14,5%
Podatek dochodowy	3 873	5 129	8 523	32,4%	34,9%
Zysk (strata) netto przypadający akcj. jedn. dominującej	5 094	14 888	27 135	192,3%	16,0%

Źródło: sprawozdania Spółki, obliczenia własne

Sytuację finansową Grupy Ambra ocenić należy pozytywnie. Po spadku przychodów w roku obrotowym 2009/2010 (reorganizacja sprzedaży, zmiany w asortymencie), pierwsze półrocze roku obrotowego 2010/2011 Grupa zakończyła wzrostem sprzedaży o 2,7%. Co ważne, na kolejnych pozycjach rachunku wyników odnotowana jest większa progresja, do czego przyczyniło się ograniczenie tempa wzrostu kosztów wytworzenia do +0,1% oraz pozostałych kosztów działalności operacyjnej w stosunku do okresów poprzednich. Grupa poniosła w tym okresie wyższe koszty marketingu, co związane było z rozpoczęciem kampanii reklamowej, m.in. w TV (koszt 1,9 mln zł). Wzrost zysku operacyjnego byłby wyższy wyłączając ubiegłoroczny wpływ na EBIT transakcją jednorazową w kwocie 1,7 mln zł z tytułu zbycia części nieruchomości w Rumunii. Optymalizacja wykorzystania majątku obrotowego oraz znacząco niższe koszty finansowe to kluczowe czynniki mające wpływ na wypracowany wynik netto, który zwiększył się w 1H 2010/11 o 16%.

Analiza wskaźnikowa

	2008/2009	2009/2010	1-H 10/11*
Rentowność			
Wskaźnik rentowności sprzedaży brutto	29,6%	32,7%	33,2%
Wskaźnik rentowności EBITDA	7,7%	12,7%	12,8%
Wskaźnik rentowności operacyjnej	4,9%	9,9%	10,2%
Wskaźnik rentowności brutto	2,8%	6,7%	7,9%
Wskaźnik rentowności netto	1,2%	3,7%	4,6%
ROA	1,2%	3,7%	3,5%
ROE	2,9%	8,0%	9,1%
Płynność			
Kapitał obrotowy (w tys. zł)	109 242	81 330	70 639
Wskaźnik bieżący	1,7	1,6	1,3
Wskaźnik płynności szybkiej	1,0	0,9	0,9
Zadłużenie			
Wskaźnik zadłużenia	52,7%	46,8%	55,5%
Wskaźnik zadłużenia kap. własnego	129,8%	102,1%	142,7%
Dług netto (w tys. zł)	130 056	102 475	148 964
Rotacja			
Rotacja zapasów (w dniach)	163	170	151
Rotacja należności (w dniach)	77	80	139
Rotacja zobowiązań (w dniach)	45	43	49

*rentowności dla danych za 1-HQ 2010/11 na podstawie danych za ostatnie 4 kwartały

Źródło: opracowania własne na podstawie danych ze Spółki

Z uwagi na znaczny wpływ sezonowości w działalności Grupy Ambra oraz fakt, że w poprzednich latach odnotowywała straty w drugim półroczu roku obrotowego, analizę rentowności w okresie 1H 10/11 dokonujemy dla danych narastająco za ostatnie 4 kwartały. W związku z tym można stwierdzić, że na wszystkich poziomach rachunku wyników nastąpiła poprawa realizowanych marż.

Zmiany w poziomie kapitału obrotowego oraz zadłużenia spowodowane są sezonowym wzrostem poziomu należności i zobowiązań handlowych. Z kolei poziomy rotacji potwierdzają coraz lepsze wykorzystanie majątku obrotowego, cykle operacyjny i konwersji gotówki uległy znacznemu skróceniu.

Wycena Spółki

Metoda dochodowa

Wycena metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) została sporządzona w oparciu o prognozy DM AmerBrokers i dotyczą lat 2011-2015.

Prognozowane wskaźniki, dane w tys. zł

	2009/2010	2010/11P	2011/12P	2012/13P	2013/14P	2014/15P
Przychody ze sprzedaży	398 907	414 863	429 383	442 265	455 533	469 199
Zmiana przychodów	36,3%	4,0%	3,5%	3,0%	3,0%	3,0%
EBITDA	50 512	52 237	53 699	54 996	56 332	57 708
Marża EBITDA	12,7%	12,6%	12,5%	12,4%	12,4%	12,3%
EBIT	39 423	41 486	42 938	44 226	45 553	46 920
Marża operacyjna	9,9%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Zysk (strata) netto	14 888	19 037	19 752	20 344	20 955	21 583
Marża zysku netto	3,7%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%
P/Sales	0,55	0,52	0,51	0,49	0,48	0,46
EV/EBITDA	7,26	6,31	6,21	6,13	6,04	5,96
P/E	14,61	11,43	11,01	10,69	10,38	10,08
P/BV	1,17	1,10	1,00	0,92	0,84	0,78

Źródło: opracowanie AmerBrokers

Założenia do prognoz

Na podstawie trendów zaobserwowanych na rynku alkoholi w Polsce oraz oczekiwań Spółki przyjmujemy, że rok obrotowy 2010/11 Ambra zakończy 4% wzrostem skonsolidowanych przychodów. W związku z tym, że okres 1H 2010/11 cechował się spadkiem sprzedaży na rynkach zagranicznych, Spółka przewiduje, że drugie półrocze br. powinno być pod tym znacznie lepsze, stąd naszym zdaniem realne jest uzyskanie takiego tempa wzrostu. Stosunkowo niski udział win spokojnych w strukturze sprzedaży na rynku polskim, przy jednoczesnym dwucyfrowym wzroście jego sprzedaży w branży to kolejny czynnik przemawiający za poprawą na poziomie przychodów. Ambra przewiduje, że udział tego asortymentu wzrośnie do poziomu 41,9% na koniec roku obrotowego 2010/11 (34,4% po 1H 2010/11).

Analiza marż generowanych w poprzednich kwartałach i poprawa struktury asortymentu wskazują, że ich poziom powinien zostać utrzymany w przekroju całego bieżącego roku obrotowego. W ujęciu narastającym po 1H rentowność EBIT wynosi obecnie 10,2%, natomiast netto 4,6%. Założenie to dodatkowo jest podparte tym, że Ambra osiągnęła w 1H 2010/11 na każdym poziomie wyższe marże r/r. Zwracamy uwagę, że w analogicznym okresie roku poprzedniego Ambra wykazała jednorazowo 1,7 mln zł zysku ze sprzedaży nieruchomości w Rumunii.

Dla kolejnych lat prognozy (2012-2015) zakładamy utrzymanie stabilnego, 3% tempa wzrostu przychodów oraz marży EBIT na pułapie 10% i netto w wysokości 4,6%.

Dodatkowo zakładamy, że rezydualny wzrost FCF po okresie prognozy wynosić będzie 1,0%. Wartość długu netto przyjęto na podstawie danych bilansowych na koniec okresu 1H 2010/11 roku.

Wycena metodą DCF, w tys. zł

	2010/11P	2011/12P	2012/13P	2013/14P	2014/15P	2015P+
Zysk operacyjny	41 486	42 731	44 013	45 333	46 693	46 693
- opodatkowanie EBIT	7 882	8 119	8 362	8 613	8 872	8 872
NOPLAT	33 604	34 612	35 650	36 720	37 822	37 822
+ Amortyzacja	10 751	10 760	10 770	10 779	10 788	10 788
- Zmiana kapitału pracującego	-3 684	-4 427	-4 560	-4 697	-4 838	-1 613
Nadwyżka operacyjna	40 671	40 946	41 860	42 802	43 772	46 997
- Wydatki inwestycyjne	10 859	10 868	10 877	10 887	10 896	11 327
Wolne przepływy pieniężne (FCF)	29 812	30 077	30 983	31 916	32 876	35 670
współczynnik dyskonta	91,7%	84,1%	77,0%	70,5%	64,5%	64,5%
Wartość bieżąca (PV FCF)	27 344	25 284	23 856	22 496	21 202	
Stopa wolna od ryzyka	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%
Premia za ryzyko (dług)	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Efektywny koszt długu	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%
Beta	1,07	1,07	1,07	1,07	1,07	1,07
Premia za ryzyko (kapitał własny)	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Koszt kapitału własnego	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
Dług / (Dług + Kapitały własne)	37,4%	35,9%	34,6%	33,3%	32,2%	32,2%
WACC	9,0%	9,1%	9,2%	9,2%	9,3%	9,3%
Suma DCF 2011-2015	120 182					
Rezydualny wzrost FCF po okresie prognozy	1,0%					
Wartość rezydualna 2015+ (RV)	434 169					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV RV)	279 993					
Wartość przedsiębiorstwa (EV)	400 175					
Dług netto	148 964					
Wartość 100% akcji	251 211					
Liczba akcji (tys. szt.)	25 207					
Wartość 1 akcji, w zł	9,97					

Źródło: opracowanie AmerBrokers

Wartość 1 akcji spółki Ambra wyliczona metodą dochodową to 9,97 zł.

Analiza wrażliwości

Zmienne		Rezydualny wzrost FCF po okresie prognozy				
		0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%
WACC	1,0%	7,72	8,22	8,77	9,39	10,08
	0,5%	8,17	8,72	9,33	10,02	10,80
	0,0%	8,67	9,28	9,97	10,74	11,61
	-0,5%	9,23	9,91	10,68	11,55	12,55
	-1,0%	9,86	10,62	11,49	12,48	13,64

Źródło: opracowanie AmerBrokers

Metoda porównawcza

Wycena porównawcza polega na porównaniu wskaźników wyceny rynkowej Ambra S.A w odniesieniu do wybranych spółek o zbliżonym profilu działania. Wycenę sporządzono w oparciu o ostatnie dostępne wyniki i dane.

Wycena porównawcza Ambra S.A. na dzień 02.03.2011

Spółka	Kurs	P/Sales	EV/EBITDA	P/E	P/BV
Constellation Brands	20,32 USD	1,28	12,29	19,22	1,56
Campari	4,70 USD	4,85	20,43	34,15	4,40
Diageo	78,25 USD	3,07	12,15	16,74	6,22
CEDC	22,85 USD	1,03	12,54	0,76	0,97
Mediana spółek porównywalnych	x	2,18	12,42	17,98	2,98
Ambra	8,65 zł	0,54	7,07	11,71	1,06
Wycena 1 akcji Ambra (w zł)		35,02	19,66	13,28	24,30
Wagi		0,05	0,45	0,45	0,05
Wycena 1 akcji Ambra S.A. (w zł) - średnia ważona					17,79

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań ze Spółek

W oparciu o przedstawione w tabeli wskaźniki rynkowe notowanych na giełdzie spółek z branży elektromaszynowej, **wartość 1 akcji Ambra wynosi 17,79 zł.**

Końcowa wycena

W celu uzyskania końcowej wyceny Ambra obliczono średnią ważoną wycen uzyskanych metodą DCF i metodą porównawczą. Dla wyceny porównawczej przyjęto wagę 0,2 z uwagi na różną skalę działania porównywanych spółek i Ambry. Ponadto wskaźniki w wycenie porównawczej są bardzo zróżnicowane, co zakłada ostateczną wycenę Spółki. Dla wyceny dochodowej przyjęto wagę 0,8 z uwagi na decydujące w tej sytuacji znaczenie przy ocenie wartości Spółki.

Końcowa wycena

Metoda wyceny	Waga	Wycena
Metoda dochodowa	0,80	9,97
Metoda porównawcza	0,20	17,79
Końcowa wycena Ambra S.A. (w zł)	1,00	11,53

Źródło: opracowanie własne

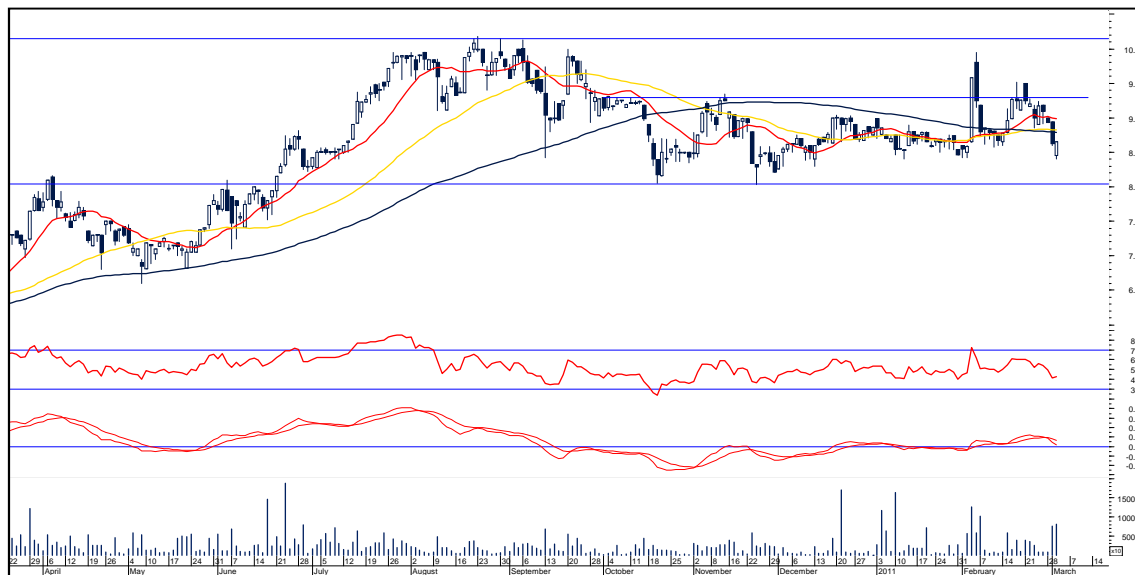
Uzyskana w ten sposób wartość jednej akcji Ambra S.A. wynosi 11,53 zł. W związku z tym, że jest ona o 33,3% wyższa od bieżącej wyceny rynkowej, wydajemy dla Spółki rekomendację Kupuj.

Analiza techniczna

Komentarz

Akcje Ambry kształtują korekcyjny trend horyzontalny. Średnioterminowo pasmo wahań uległo zawężeniu, sytuacja zmieniła się na krótko po podaniu ostatnich wyników finansowych. Kurs na krótko wybił się w górę ponad opór przy 9,30 zł. Obecnie cena akcji stabilizuje się, sytuację techniczną potwierdzają oscylatory. W tej sytuacji jeśli spadki zostałyby pogłębione, kluczowe dla waloru będzie utrzymanie się powyżej strefy wsparcia, którą wyznaczył należy w przedziale 8,05 – 8,42 zł.

Wykres



Źródło: Metastock spółki Equis International

Informacje dodatkowe

Zastrzeżenia prawne Niniejsza analiza, zawierająca rekomendację inwestycyjną, została przygotowana przez Departament Corporate Finance. Jest ona skierowana do klientów detalicznych i profesjonalnych Domu Maklerskiego AmerBrokers i jest udostępniana nieodpłatnie.

Analiza została przygotowana przez jej autora z wykorzystaniem najlepszej wiedzy i z zachowaniem należytej staranności, w celu osiągnięcia rzetelności i obiektywności, jak również z wykluczeniem jakiegokolwiek konfliktu interesów, który mógłby wpłynąć na jej treść.

Autor analizy oraz Dom Maklerski AmerBrokers nie ponoszą odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych, podjętych w oparciu o ten dokument.

Niniejsza analiza podlega ochronie wynikającej z ustawy z dnia 4 lutego 1994 roku o prawie autorskim i prawach pokrewnych (Dz. U. z 2006 r., Nr 90, poz. 631). Powielanie bądź publikowanie niniejszej analizy lub jej części bez pisemnej zgody DM AmerBrokers jest zabronione.

Dane prezentowane w niniejszym dokumencie zostały uzyskane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez DM AmerBrokers za wiarygodne i rzetelne, jednakże DM AmerBrokers nie może zagwarantować ich dokładności, poprawności i pełności.

Źródło danych – informacje ze spółki, prospekty emisyjne, raporty finansowe, opracowania branżowe, informacje prasowe oraz dostępne w Internecie itp.

Objaśnienie skrótów stosowanych w analizie

P/E - cena do zysku netto przypadającego na jedną akcję
 EV/EBITDA – wartość przedsiębiorstwa do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację w przeliczeniu na jedną akcję
 P/Sales - cena do przychodów ze sprzedaży na jedną akcję
 P/BV - cena do wartości księgowej na jedną akcję
 EPS - zysk netto przypadający na jedną akcję
 BVPS - wartość księgowa przypadająca na jedną akcję
 EBIT - zysk operacyjny
 EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja
 ROA - stopa zwrotu z aktywów
 ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych
 DCF - zdyskontowane przepływy pieniężne
 FCF - wolne przepływy pieniężne
 NOPLAT - zysk operacyjny po opodatkowaniu (teoretyczny)
 WACC - średni ważony koszt kapitału
 PV - wartość bieżąca
 RV - wartość rezydualna
 EV - wartość przedsiębiorstwa (kapitalizacja spółki + zadłużenie netto)

Metody wyceny

W niniejszej analizie zastosowano dwie metody wyceny akcji Spółki: metodę dochodową i metodę porównawczą. Każda z tych metod ma swoje zalety, ale też jest obciążona wadami.

Metoda dochodowa (znana także jako metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych - DCF) opiera się na prognozie zdolności spółki lub Grupy Kapitałowej do generowania przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej, pomniejszonych o planowane wydatki inwestycyjne netto. Po oznaczonym okresie prognozy (najbliższych 5 lat) zakładamy średni roczny przyrost zysków na określonym poziomie. Silną stroną metody dochodowej jest bazowanie w wycenie na przyszłych przepływach pieniężnych, które stanowią rzeczywistą wartość dla akcjonariuszy. Natomiast wadą tej metody jest opieranie się na szacunkach odnośnie kształtowania się przepływów pieniężnych, a także przyjmowanie innych założeń, które mogą okazać się nieprecyzyjne.

Metoda porównawcza bazuje na porównaniu poziomów bieżących wybranych wskaźników rynkowych Spółki lub Grupy Kapitałowej (np. P/E, EV/EBITDA, P/Sales, P/BV), z poziomami notowanymi przez spółki wybrane do porównania. Metoda porównawcza bazuje na założeniu, iż akcje spółki powinny być wyceniane na relatywnie podobnych poziomach co wybrane do porównania spółki. Metodę tą cechuje więc bardzo rynkowe podejście do wyceny akcji, co można uznać za jej zaletę. Natomiast wadą tej metody jest to, że nie dyskontuje ona przyszłych osiągnięć spółki, a także zakłada iż powinna ona być wyceniana na średnim poziomie w stosunku do innych spółek, co w niektórych przypadkach może okazać się błędne, biorąc pod uwagę różną kondycję finansową i perspektywy poszczególnych podmiotów.

Metoda dywidendowa bazuje na szacunkach dotyczących wielkości i przyroście dywidend wypłacanych przez spółkę. Podstawowym założeniem jest w tym przypadku fakt, że zmiany rynkowej ceny akcji nie są istotne dla inwestora i to nie na nich chce on zarabiać. W przypadku wyceny spółki metodą dywidendową przyjmuje się, że jedynym przychodem otrzymywanym przez akcjonariusza są dywidendy. Wadą tej metody jest duża wrażliwość na koszt kapitału oraz stopę wzrostu dywidendy

Przyjęte przez autora analizy założenia przy wycenie spółki, mogą okazać się nietrafne. Niektóre z tych założeń bardzo mocno wpływają na końcową wycenę spółki. W związku z tym istnieje ryzyko odmiennego zachowania kursu spółki w porównaniu z jej wyceną wykonaną przez DM AmerBrokers.

Rekomendacja Datą pierwszego udostępnienia rekomendacji jest data wskazana na pierwszej stronie analizy. Rekomendacja została wydana na podstawie: sprawozdań finansowych publikowanych przez spółkę (również w przypadku, gdy elementy tych sprawozdań nie zostały zamieszczone w niniejszej analizie) oraz wyceny metodą dochodową i porównawczą. W stosunku do poprzedniej rekomendacji nie wystąpiły istotne zmiany dotyczące metod i podstaw wyceny, przyjętych przy ocenie spółki oraz projekcji cenowych zawartych w rekomendacji. W przeciwnym wypadku zostało to wyraźnie wskazane w treści rekomendacji.

Horyzont czasowy wydawanych rekomendacji wynosi od 6 do 12 miesięcy. DM AmerBrokers zastrzega sobie możliwość dokonania zmian rekomendacji w trakcie jej ważności (w przypadku zajścia zdarzenia uzasadniającego taką zmianę).

Definicje dotyczące wydawanych rekomendacji **KUPUJ** - uważamy, że dana spółka jest niedowartościowana i jej akcje powinny zyskiwać na wartości. Podana cena docelowa oznacza wartość spółki (wynikającą z wyceny fundamentalnej), do której powinien dotrzeć jej kurs. Nie jest to jednak maksymalny zasięg wzrostów, gdyż po dotarciu kursu do ceny docelowej rekomendacja może zostać zmieniona na TRZYMAJ. Jest to możliwe w sytuacji gdy sprzyjające będą warunki rynkowe, a zachowanie kursu będzie wskazywało na prawdopodobieństwo kontynuacji wzrostów.

SPRZEDAJ - uważamy, że dana spółka jest zbyt wysoko wyceniana, biorąc pod uwagę jej sytuację fundamentalną lub rynkową. Oznacza to, że akcje spółki powinny tracić na wartości, w związku z czym zalecamy pozbywanie się ich.

TRZYMAJ - uważamy, że akcje spółki, dla której wydano taką rekomendację są niedowartościowane, ale w znacznie mniejszym stopniu niż przy rekomendacji KUPUJ. Sądymy jednak, że nie warto pozbywać się akcji, gdyż powinny one zyskiwać na wartości, szczególnie przy sprzyjających warunkach rynkowych.

REDUKUJ - uważamy, że dana spółka jest zbyt wysoko wyceniana, ale w mniejszym stopniu niż przy rekomendacji SPRZEDAJ. Oznacza to, że akcje spółki mogą tracić na wartości, w związku z czym zalecamy zmniejszenie udziału walorów tej spółki w portfelu.

NEUTRALNIE - oznacza powstrzymanie się od wyraźnego zalecenia inwestycyjnego.

Wykaz rekomendacji Wykaz rekomendacji wydanych dla spółki:

Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena z dnia wydania rekomendacji	Cena docelowa	Cena z dnia zmiany rekomendacji
KUPUJ	28.05.2009	2,70 zł	3,40 zł	3,72 zł
NEUTRALNIE	30.07.2009	3,72 zł	-	8,65 zł

Rekomendacje wydane w 4Q 2010 roku

Rekomendacje wydane przez DM AmerBrokers w 4Q 2010 roku

	Kupuj	Trzymaj	Sprzedaj	Neutralnie
Liczba rekomendacji	3	2	1	5
Udział procentowy	27%	18%	9%	45%

Powiązania **Informacje o powiązaniach pomiędzy DM AmerBrokers a Spółką:** powiązania nie występują.

Nadzór Nadzór nad Domem Maklerskim AmerBrokers S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Kontakty

**DEPARTAMENT
RYNKU
WTÓRNEGO:** **Zbigniew Starzycki**
tel. 22 397 60 10
zbigniew.starzycki@amerbrokers.pl

Janusz Bobrowski
tel. 22 397 60 12
janusz.bobrowski@amerbrokers.pl

Krzysztof Boryczko
tel. 22 397 60 13
krzysztof.boryczko@amerbrokers.pl

Paweł Kwiatkowski
tel. 22 397 60 11
pawel.kwiatkowski@amerbrokers.pl

**DEPARTAMENT
CORPORATE
FINANCE:** **Łukasz Rosiński**
tel. 22 397 60 24
lukasz.rosinski@amerbrokers.pl

Branże: budownictwo, deweloperzy, przemysł: materiałów budowlanych, chemiczny, metalowy, motoryzacyjny, tworzyw sztucznych, usługi inne

Robert Kurowski
tel. 0 663 933 490
kurowskirobert@gmail.com

Branże: IT, telekomunikacja, media, przemysł spożywczy, hotele i restauracje, banki, ubezpieczenia

Maciej Kabat
tel. 22 397 60 22
maciej.kabat@amerbrokers.pl

Branże: przemysł: chemiczny, motoryzacyjny, tworzyw sztucznych, drzewny, usługi inne

Renata Miś
tel. 22 397 60 25
renata.mis@amerbrokers.pl

Branże: handel detaliczny, handel hurtowy, przemysł: elektromaszynowy, drzewny, farmaceutyczny, lekki, paliwowy, energetyka, przemysł inne, finanse inne