

Kurs akcji	5,10 PLN
Range roczny	4,38 PLN
Kapitalizacja	128,55 mln PLN
Free float	40,20 mln PLN
Udział w WIG	0,036 %
Beta	1,2
Wol. śr. (1 m-c)	71,6 tys. szt.
WIG	36 649 pkt

Ambra

kupuj

Reuters: AMRR.WA

Wycena: 6,34 PLN

Akcje AMBRA zostały wycenione dwiema metodami: porównawczą i modelem zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF). Wycenie modelem DCF przyznano wagę 3/4 wyceny końcowej, a wycenie metodą porównawczą – 1/4 wyceny końcowej. Wartość 1 akcji w oparciu o wycenę porównawczą wyniosła **8,17 zł**, a w oparciu o model DCF – **5,73 zł**. Średnia ważona z obu wycen dała cenę **6,34 zł**. Akcje są obecnie notowane z dyskontem do wyceny DCF oraz do wyceny porównawczej. Rekomendujemy **kupno** akcji i określamy cenę docelową na **6,34 zł**.

Ambra vs WIG 52-tyg.



Struktura akcjonariatu

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

Agata Filipowicz-Rybicka

makler papierów wartościowych
agata.filipowicz-rybicka@bph.pl

Tomasz Kolarz

analityk ds. rynków finansowych
tomasz.kolarz@bph.pl

Biuro Maklerskie Banku BPH S.A.

(012) 682 64 55
www.bm.bph.pl

Streszczenie

Wyniki finansowe wypracowane przez Grupę AMBRA w roku obrotowym zakończonym w czerwcu 2009 r. były zdecydowanie lepsze od wartości uzyskanych rok wcześniej. Niższa skonsolidowana sprzedaż Grupy AMBRA w zakończonym roku obrotowym niż w analogicznym okresie o 2,9% nie zaszkodziła znacząco wynikom Grupy. Przyczyną osiągnięcia lepszych wyników były rozpoczęte w drugiej połowie roku obrotowego 2007/2008 i zrealizowane w 2008/2009 działania restrukturyzacyjne. Spadek przychodów wynikał głównie z ograniczenia sprzedaży produktów o niższej marży oraz ze zmniejszenia sprzedaży eksportowej. Na początku 2008/2009 spółka sfinalizowała proces podwyżek cen w przedziale od kilku do kilkunastu procent oraz przebudowała asortyment, co przyczyniło się do osiągnięcia zysku netto na poziomie 5,1 mln zł. Spółka wypracowała również rekordowy wynik przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej w wysokości 59,17 mln zł, na co głównie przyczyniła się redukcja zapasów oraz zdecydowana poprawa wyniku operacyjnego. Uwolnione z zapasów środki pieniężne wyniosły 25,13 mln zł, co stanowi 43% przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej. Spółka przeznaczyła 37,13 mln zł na redukcję zadłużenia netto oraz zawarła długoterminowe umowy kredytowe z czterema bankami, co potwierdza jej stabilną sytuację finansową.

W naszej ocenie nadal dosyć perspektywnie oceniamy branżę, w której działają spółki z Grupy AMBRA, widzimy również potencjał do wzrostu sprzedaży i zysku w przyszłości.

w tys. PLN	2006/2007	2007/2008	2008/2009	2009/2010P	2010/2011P	2011/2012P
Przychody	505 351	547 295	531 567	547 514	572 152	604 193
EBITDA	49 249	24 716	32 911	34 621	38 498	44 208
marża EBITDA	9,75%	4,52%	6,19%	6,32%	6,73%	7,32%
EBIT	36 682	12 840	20 986	21 980	25 099	30 006
marża EBIT	7,26%	2,35%	3,95%	4,01%	4,39%	4,97%
Zysk netto	18 421	-8 812	5 094	9 098	11 031	14 138
marża netto	3,65%	-1,61%	0,96%	1,66%	1,93%	2,34%
EPS	0,73	-0,35	0,20	0,36	0,44	0,56
P/E	6,91	-14,45	24,99	13,99	11,54	9,00
P/BV	0,69	0,76	0,72	0,69	0,65	0,60
EV/EBITDA	5,93	13,50	9,31	8,67	7,98	7,12

P – prognozy skonsolidowane BM BPH w tys. PLN
wskaźniki zostały wyliczone przy cenie rynkowej 5,10 PLN za akcję

analitycy: Agata Filipowicz-Rybicka, Tomasz Kolarz

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: ul. Towarowa 25a, 00-958, Warszawa; tel.: (22) 531 88 94, fax.: (22) 531 88 22, al. Pokoju 1, Kraków; tel.: (12) 682 64 55, (12) 682 64 24, (12) 682 64 23

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 firm użytych jako baza porównawcza, czy przesunięcia szacunków w związku z różnymi latami obrotowymi, wycenie metodą porównawczą przypisano 25% udziału w wycenie końcowej.

Wycena porównawcza

Wycena porównawcza została sporządzona na bazie dwóch 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 2009 – 2011, przy czym w niektórych przypadkach lata obrotowe nie pokrywają się. Wartości wskaźników dla Ambry wyznaczono w oparciu o prognozy BM BPH na lata 2008/2009, 2010/2011.

Wycena porównawcza		2009	2010P	2011P	2009	2010P	2011P	2009	2010P	2011P
Spółka	Kurs	EV/EBITDA			P/BV			P/E		
Brown-Forman Corporation	45,55	9,8	7,8	7,0	3,8	3,4	3,0	14,7	11,8	9,4
Central European Distribution Corp.	32,23	14,2	11,4	10,2	1,4	1,2	1,1	35,2	28,2	22,5
Diageo plc	63,81	11,5	9,2	8,3	7,4	6,7	6,0	14,7	11,7	9,4
Mediana		11,5	9,2	8,3	3,8	3,4	3,0	14,7	11,8	9,4
Implikowana wycena 100% kapitału		285,0	303,6	287,4	626,0	596,5	565,1	n.a.	59,9	85,6
AMBRA	5,1	9,31	8,67	7,98	0,73	0,69	0,65	14,13	11,65	9,09
Wycena na 1 akcję		9,89	8,13	8,30	26,29	24,91	23,78	5,31	5,15	5,28
Waga roku		20%	40%	40%	33%	33%	33%	0%	40%	60%
Waga wskaźnika			30%			10%			60%	
Wycena	8,17		8,55			24,74			5,22	

Wycena modelem DCF

Wolne przepływy gotówkowe zostały obliczone na podstawie prognozy wyników na lata 2009/2010 – 2014/2015 oraz założonego stałego długoterminowego wzrostu wolnych przepływów gotówkowych po okresie prognozy.

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

- wzrost przychodów ze sprzedaży w latach 2009/2010 – 2014/2015 z poziomu 574,5 mln zł do 729,1 mln zł;
- marża operacyjna w roku 2009/2010 na poziomie 4,01%, w roku 2010/2011 4,39%, a w kolejnych latach wzrost do poziomu 5,25%;
- średnia marża EBITDA w całym okresie szczegółowej prognozy na poziomie 4,81%;
- średnioroczny poziom wydatków inwestycyjnych w latach 2009/2010 – 2014/2015 na poziomie 1% powyżej amortyzacji;
- średnia relacja długu do pasywów na poziomie 48,5%, w okresie szczegółowej prognozy;
- stały wzrost wolnych przepływów gotówkowych po okresie szczegółowej prognozy na poziomie 1%;
- koszt kapitału własnego wyznaczony z modelu CAPM na poziomie 11,75%;
- średni ważony koszt kapitału od roku 2012/2013 na poziomie 9,33%;
- średni ważony koszt kapitału w 2009/2010 skorygowano z uwagi na okres, jaki minął od rozpoczęcia roku obrotowego;

Model DCF	2009/2010P	2010/2011P	2011/2012P	2012/2013P	2013/2014P	2014/2015P	RV
w tys. PLN							
Przychody ze sprzedaży	547 514	572 152	604 193	640 444	681 433	729 133	
<i>zmiana</i>	3,00%	4,50%	5,60%	6,00%	6,40%	7,00%	
EBITDA	34 621	38 498	44 208	47 461	51 086	55 205	
<i>marża EBITDA</i>	6,32%	6,73%	7,32%	7,41%	7,50%	7,57%	
Amortyzacja	12 641	13 399	14 203	15 055	15 958	16 916	
EBIT	21 980	25 099	30 006	32 406	35 128	38 290	
<i>marża EBIT</i>	4,01%	4,39%	4,97%	5,06%	5,16%	5,25%	
Opodatkowanie EBIT	19%	19%	19%	19%	19%	19%	
NOPLAT	17 804	20 330	24 304	26 249	28 454	31 015	
inwestycje (CAPEX)	-12 893	-28 667	-14 345	-15 206	-16 118	-17 085	
zm. kapitału obrotowego	-500	-2 500	-3 000	-3 500	-4 000	-4 500	
FCF	17 051	2 562	21 162	22 598	24 294	26 345	26 609
WACC	9,17%	9,26%	9,37%	9,33%	9,33%	9,33%	9,33%
współczynnik dyskonta	93%	85%	78%	71%	65%	60%	55%
PV FCF	15 896	2 186	16 511	16 127	15 858	15 730	14 532
WACC	9,17%	9,26%	9,37%	9,33%	9,33%	9,33%	9,33%
Efektywny koszt długu	6,70%	6,70%	6,70%	6,70%	6,70%	6,70%	6,70%
Stopa wolna od ryzyka	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%
Koszt długu	8,27%	8,27%	8,27%	8,27%	8,27%	8,27%	8,27%
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Dług/Pasywa	51%	49%	47%	48%	48%	48%	48%
Koszt kapitału własnego	11,75%	11,75%	11,75%	11,75%	11,75%	11,75%	11,75%
Premia rynkowa	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Beta	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Suma DCF		82 308					
Tempo wzrostu DCF po okresie prognozy		1,00%					
Wartość rezydualna (RV 2015+)		319 587					
Zdyskontowana wartość rezydualna		192 178					
Wartość przedsiębiorstwa (EV)		274 487					
Dług netto		130 056					
Wartość 100% akcji		144 431					
Liczba akcji (tys.)		25 207					
Wartość 1 akcji		5,73					

Suma zdyskontowanych wolnych przepływów pieniężnych w latach 2009/2010 – 2014/2015 wyniosła 82,3 mln zł, zaś zdyskontowana wartość rezydualna spółki 192,2 mln zł. Zdyskontowana wartość kapitału własnego wyniosła 274,5 mln zł.

Po uwzględnieniu długu netto, bieżąca wartość kapitału własnego wyniosła 144,4 mln zł. Oszacowana na podstawie modelu DCF wartość 1 akcji to 5,73 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 8,17 zł. Wartość akcji w oparciu o model DCF wyniosła 5,73 zł. Uwzględnienie wag przypisanych obu metodom dało cenę na poziomie 6,34 zł za akcję.

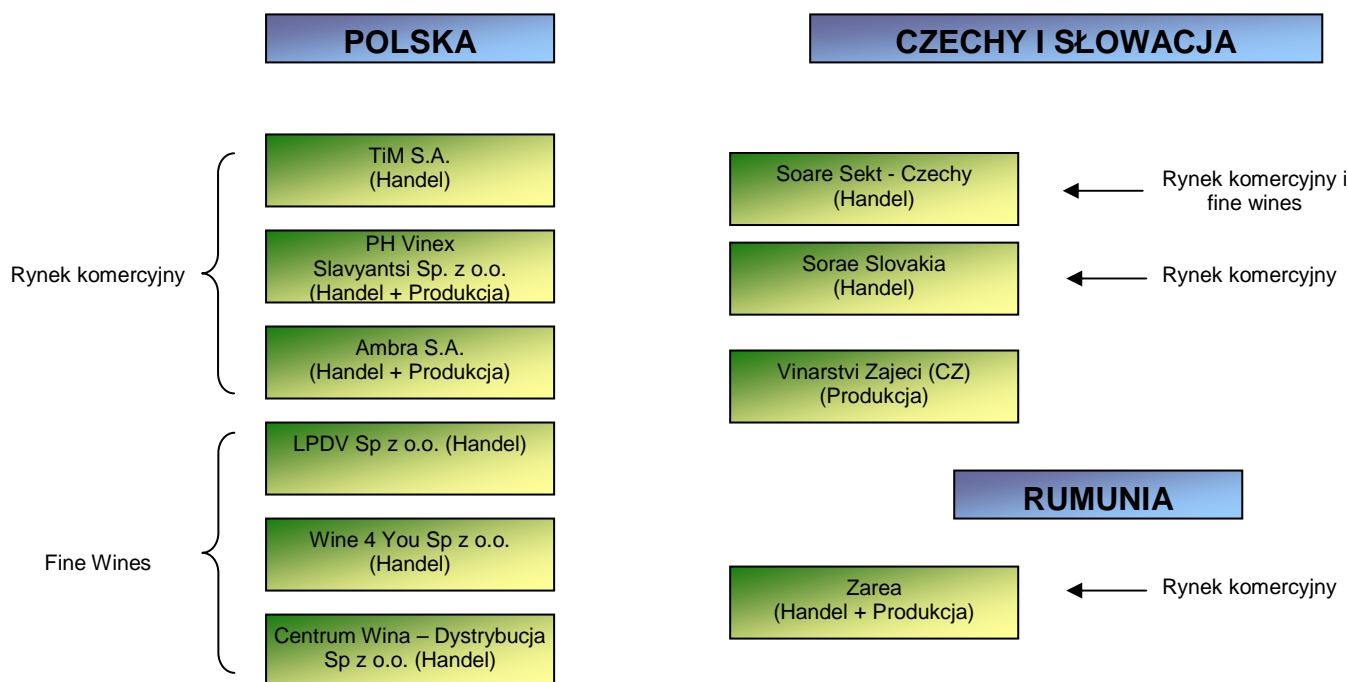
Wycena końcowa	Waga	Cena
Wycena DCF	0,75	5,73
Wycena porównawcza	0,25	8,17
Cena docelowa		6,34

Charakterystyka spółki

Grupa AMBRA jest czołowym producentem, importerem i dystrybutorem win w Europie Środkowej i Wschodniej. Jest obecna na rynkach Polski, Czech, Słowacji i Rumunii. Główne źródło przychodów stanowią marki win spokojnych, musujących, wermutów i napojów bezalkoholowych dla dzieci należące do Grupy AMBRA.

Blisko 40% przychodów to rosnący segment win importowanych od najbardziej renomowanych producentów z Francji, Włoch, Hiszpanii, Bułgarii, Chile, czy Australii.

70% przychodów ze sprzedaży realizowanych jest w Polsce, natomiast pozostała część pochodzi z Czech i Słowacji i Rumunii.



Źródło: AMBRA S.A.

Grupa AMBRA działa na dwóch głównych rynkach: rynku komercyjnym i rynku fine wines. Rynek komercyjny obejmuje szeroką dystrybucję produktów w średnim i niższym przedziale cenowym, a głównymi kanałami dystrybucji są sieci handlowe i hurtownie. Rynek fine wines charakteryzuje się dystrybucją produktów w wyższym przedziale cenowym. Głównymi odbiorcami tych produktów są placówki gastronomiczne, sieć własnych winiarskich sklepów specjalistycznych, klienci biznesowi oraz klienci indywidualni.

Czynniki ryzyka

Grupa AMBRA w związku z prowadzoną działalnością narażona jest na szereg czynników ryzyka. Czynniki te można podzielić na zewnętrzne, wewnętrzne oraz ryzyka związane z działalnością. Do najważniejszych zaliczyć można¹:

- czynniki makroekonomiczne, w szczególności koniunktura gospodarcza i wzrost PKB, inflacja, stopa bezrobocia, skłonność ludności do konsumpcji oraz wielkość i charakterystyka demograficzna populacji;

¹ Skonsolidowany raport roczny Grupy AMBRA za okres 01.07.2008-31.06.2009

analitycy: Agata Filipowicz-Rybicka, Tomasz Kolarz

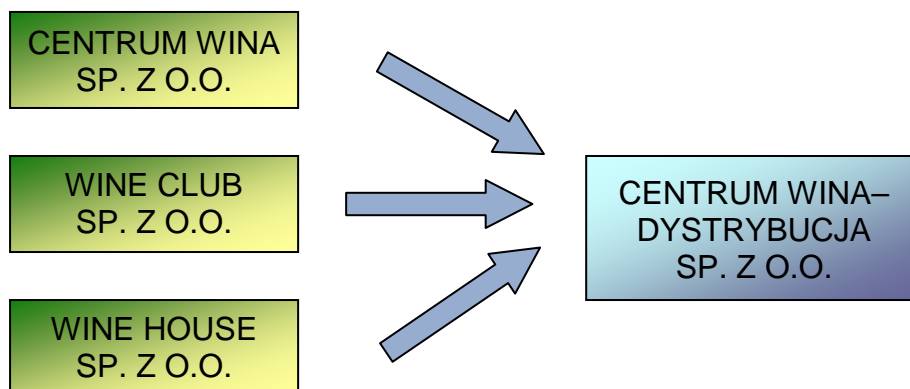
Informacje na temat powiązań pomiędzy BM Banku BPH a spółką, wyjaśnienia i zastrzeżenia znajdują się na ostatniej stronie
Zlecenia telefoniczne: 0 801 377 933 (koszt jak za jednostkę taryfikacyjną) (058) 308 56 09 (koszt wg taryfy operatora) Internet: www.bm.bph.pl
Zespół Analiz Biura Maklerskiego Banku BPH: ul. Towarowa 25a, 00-958, Warszawa; tel.: (22) 531 88 94, fax.: (22) 531 88 22, al. Pokoju 1, Kraków; tel.: (12) 682 64 55, (12) 682 64 24, (12) 682 64 23

- wahania cen surowców, zwłaszcza importowanego wina gronowego i skoncentrowanego soku winogronowego, które podlegają charakterystycznej rynków produktów rolnych niestabilności, uzależnionej od naturalnej sezonowości, urodzaju, popytu, spekulacji, interwencji, regulacji administracyjnych, itp.;
- ryzyko stóp procentowych, których wzrost może prowadzić do podwyższenia kosztu finansowania;
- zmiany kursów walutowych wpływające na koszty wielu importowanych surowców i materiałów do produkcji oraz towarów handlowych, w tym w szczególności wina gronowego i elementów opakowań, których ceny są ustalane głównie w euro, podczas gdy spółki Grupy ustalają ceny swoich produktów i towarów w walutach lokalnych;
- możliwe zmiany regulacji prawnych dotyczących produkcji, sprzedaży oraz marketingu i reklamy napojów alkoholowych, jak również przepisów podatkowych, przepisów prawa pracy i ubezpieczeń społecznych;
- brak stabilności systemu podatkowego, którego zmiany mogą polegać nie tylko na podwyższeniu stawek podatkowych, w tym podatku akcyzowego, ale także na wprowadzeniu nowych szczegółowych instrumentów prawnych, rozszerzeniu zakresu opodatkowania, a nawet wprowadzeniu nowych obciążeń podatkowych, a także zmiany interpretacji prawa podatkowego i niejasność wielu przepisów składających się na system podatkowy.

Strategia rozwoju

Przyjęta strategia rozwoju przewiduje zdobywanie i rozwijanie pozycji lidera na głównych rynkach tej części Europy. Oznacza to przede wszystkim dostosowywanie się do wzrostu i segmentacji rynku oraz unikanie niskomargowych produktów. W założeniach na rok 2009/2010 Grupa zakłada co najmniej utrzymanie poziomu przychodów zbliżonego do roku 2008/2009, przy zachowaniu marż. Ambra w rozpoczętym w lipcu roku obrotowym zamierza również obniżyć koszty operacyjne w związku z restrukturyzacją w Czechach. Z drugiej strony pozycja lidera zapewnia spółce stosunkowo duże bezpieczeństwo, również w trudnych warunkach rynkowych, dzięki czemu możliwy jest spadek kosztów finansowych w skutek zmniejszenia zadłużenia.

Z uwagi na niski poziom dzisiejszej konsumpcji wina w porównaniu do średniej europejskiej oraz uwzględniając inne czynniki makroekonomiczne, rynki winiarskie Europy Środkowo-Wschodniej, w tym w szczególności rynek polski, posiadają wysokie długoterminowe potencjały dynamicznego wzrostu. W fazie spowolnienia wzrostu, przez którą przechodzą obecnie kraje naszego regionu, Grupa AMBRA koncentrować się będzie na poprawie rentowności, gdzie duże możliwości dostrzegane są w zakresie obsługi rynków, dystrybucji, produkcji i zakupu. Temu celowi służą przeprowadzone w roku 2008 działania restrukturyzacyjne, do których w głównej mierze należała koncentracja na najbardziej rentownym asortymencie, tzn. głównych markach, zamknięcie jednego z dwóch zakładów produkcyjnych w Czechach i przeniesienie produkcji do pozostałych zakładów Grupy AMBRA, czy połączenie spółek Wine Club, Wine House i Centrum Wina. Grupa AMBRA w założeniach na najbliższy rok przewiduje zatem dalszą poprawę zysków.



Źródło: opracowanie własne AMBRA

Pozycja rynkowa Grupy AMBRA w Polsce

W Polsce Grupa AMBRA jest zdecydowanym liderem rynku win (AC Nielsen). Razem ze swoimi trzema spółkami zależnymi (Centrum Wina- Dystrybucja, TiM i Vinex) ma ok. 25% udział w rynku (sama AMBRA ok. 18%).

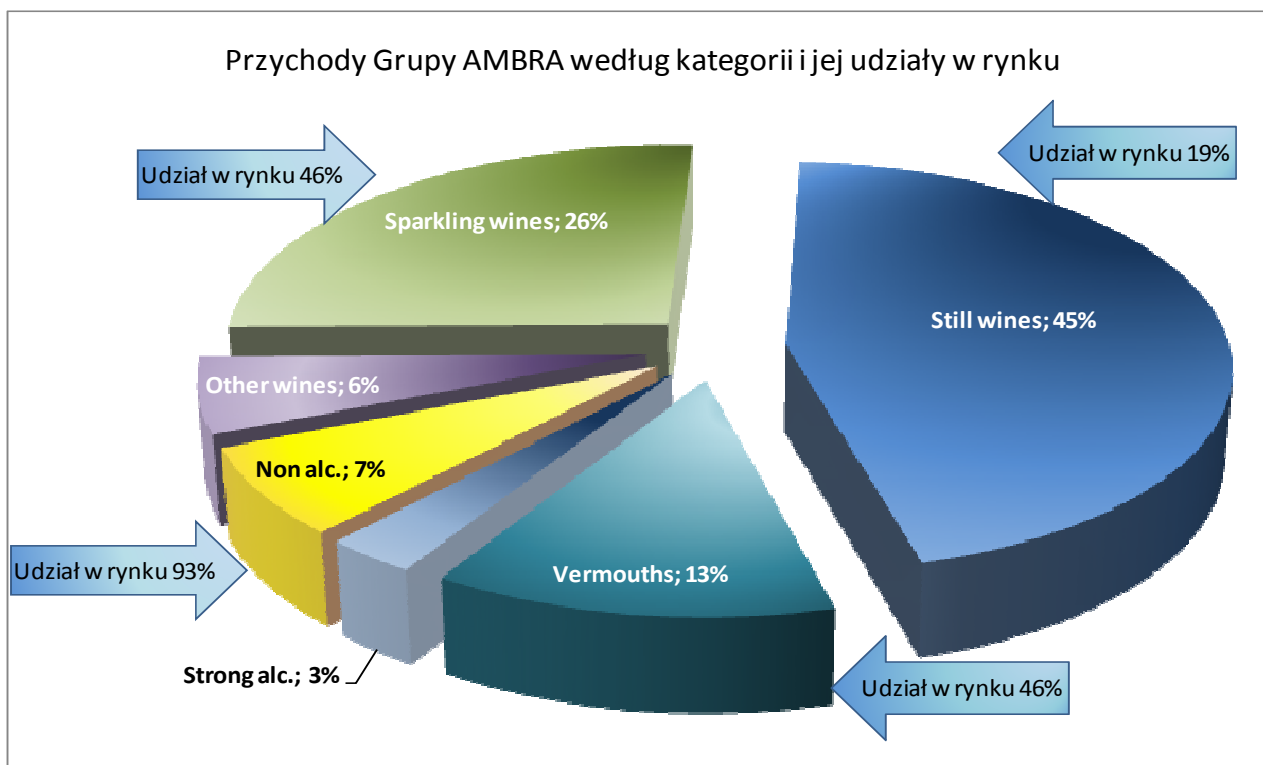
Największą grupę produktów sprzedawanych przez Grupę AMBRA w Polsce stanowią wina musujące. Należące do niej marki: Dorato, CIN&CIN, Michelangelo są uznawane za trzy najlepiej sprzedające się wina w tym segmencie. Udział wszystkich win sprzedawanych przez Grupę AMBRA w rynku win musujących wyniósł 46% w roku 2008/2009. Dynamika tego sektora sięgnęła w ostatnim roku obrotowym 11,1%.

Grupa AMBRA ma nie tylko ugruntowaną pozycję lidera na rynku win musujących, ale umacnia również stale swoją pozycję na perspektywnym rynku win spokojnych w Polsce. Rynek win spokojnych jest rynkiem bardziej rozdrobnionym asortymentowo niż rynek win musujących, a udziały głównych marek są zdecydowanie niższe.

Rynek win spokojnych charakteryzuje też wysoka dynamika wzrostu i duże rozdrobnienie, jeśli chodzi o producentów, dystrybutorów i oferowane marki. Niemniej jednak ten segment w ostatnim okresie rozrachunkowym okazał się najbardziej rozwojowy i zanotował dynamikę wzrostu na poziomie 12,9%. Inną charakterystyczną jego cechą jest bardzo duża konsumpcja win importowanych z Bułgarii. Czołową pozycję wśród dystrybutorów win bułgarskich w Polsce AMBRA osiągnęła dzięki przejęciu kontroli nad spółką Vinex, natomiast inne spółki wchodzące w skład Grupy AMBRA -TiM i Centrum Wina- Dystrybucja - należą do czołowych importerów winiarskich produkowanych właśnie w Nowym Świecie.

Pod względem ilościowym na rynku wermutów Grupa AMBRA klasyfikuje się na czołowym miejscu z udziałem ok. 27%. Przychody Grupy w tym segmencie stanowią 13% ogólnych przychodów ze sprzedaży.

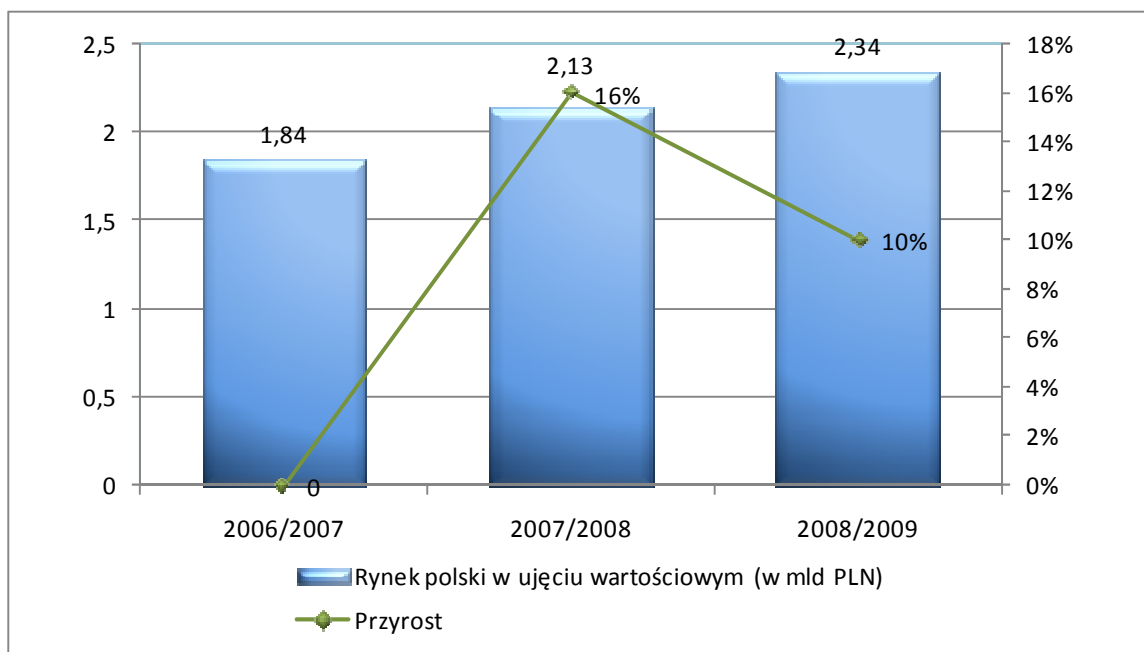
AMBRA posiada także dominującą pozycję na rynku bezalkoholowych napojów musujących. Rynek ten wykreowany został w dużym stopniu przez AMBRĘ, która wprowadziła w 1992 r. markę Piccolo.



Źródło: AC Nielsen i obliczenia własne AMBRA

Rynek winiarski w Polsce ma dobre perspektywy

W Polsce, zgodnie z badaniami przeprowadzonymi przez AC Nielsen i obliczeń Ambry, rok obrotowy 2008/2009 zakończył się 10% wzrostem rynku wina. Wartość sprzedaży win wzrosła w ciągu 12 miesięcy do 2,34 mld zł. Badania wzrostu konsumpcji dały w efekcie wzrost ilościowy rynku wina w Polsce o 6%, co sumarycznie zamknęło się kwotą 138,2 mln litrów. Według tych samych badań AC Nielsen, wartość rynku win spokojnych (stołowych) wzrosła licząc rok do roku o ponad 12,9%, win musujących o blisko 3,1% a wermutów o ponad 11%. Nadal jednak zarówno w Polsce będącej krajem o małych obszarach uprawy winorośli, jak i w innych krajach naszego regionu - w Czechach, na Słowacji i w Rumunii - czyli w krajach, które posiadają uprawy winorośli i konsumpcja wina jest wyższa niż w Polsce, istnieje duży potencjał wzrostu, co wynika z porównania z innymi krajami europejskimi, będącymi producentami wina.



Źródło: AC Nielsen i obliczenia własne AMBRA

Grupa poczyniła założenia na rok 2009/2010 dla rozwoju działalności tego rynku. Do kluczowych czynników, jakie będą miały wpływ na zwiększanie zysku będzie dalsze umacnianie pozycji rynkowej i wartości marek. Grupa AMBRA zamierza osiągnąć obraną strategię przy pomocy utrzymania marż na nie niższych niż obecnie poziomach i stabilizacji kosztów operacyjnych.

Pozostałe rynki

Czechy i Słowacja

Sprzedaż wyrobów winiarskich na tym rynku znajduje się na drugim miejscu zarówno pod względem ilościowym jak i wartościowym i posiada stały potencjał wzrostowy. Grupa AMBRA, dzięki swojej bogatej ofercie asortymentowej klasyfikuje się na drugiej pozycji wśród konkurencji. Segmentem najszybciej rozwijającym się w tym regionie są wina spokojne, przy utrzymującym się na stabilnym poziomie segmencie win musujących i napojów bezalkoholowych dla dzieci. Dodatkowo posiadanie własnej winiarni na Morawach (Vinarstvi Zajeci) w jedynym regionie winiarskim Czech podnosi pozycję konkurencyjną Grupy. Podobnie jak większość krajów tej części Europy, Czechy i Słowacja posiadają wysokie i dalej rosnące spożycie wina dzięki silnym tradycjom winiarskim. W związku z realizacją strategii Grupy również w tym regionie działalność AMBRY skoncentrowała się na wysokomarżowych markach win oraz poczynionej znacznej redukcji kosztów. Restrukturyzacja operacyjna skupiła się na zamknięciu zakładu w Jabloncu i przeniesienie produkcji do zakładów Grupy w Vinarstvi Zajeci (Morawy) i Biłgoraju (Polska) oraz redukcji

zatrudnienia ze 136 do 35 osób. Znaczna poprawa rotacji majątku obrotowego wpłynęła na obniżenie stanu zapasów oraz zadłużenia. Efektem przeprowadzonych działań, w roku 2009/2010 powinna nastąpić znaczna redukcja kosztów i wypracowanie zysku na rynku Czech i Słowacji. Zapewnienie trwałej rentowności i bezpieczeństwa działalności finansowej powinno zaowocować również obniżką zadłużenia.

Rumunia

Rynek winiarski w Rumunii należy do największych segmentów rynku wyrobów alkoholowych. Charakterystycznym zjawiskiem dla Rumunii jest wysoki udział spożycia wina pochodzącego z produkcji własnej lub ze sprzedaży bezpośredniej od producentów i plantatorów, zwłaszcza na terenach rolniczych, gdzie stanowi ono około połowy łącznej konsumpcji. W oficjalnej sprzedaży dominują tanie wina w dużych opakowaniach typu PET. Rozwój kanałów dystrybucji oraz zacieśnienie polityki zmierzającej do ograniczenia szarej strefy, rozszerzają potencjał zbytu dla komercyjnych producentów i dystrybutorów. Na wyniki w roku obrotowym 2009/2010 największy wpływ miał spadek sprzedaży o ponad 6%, uwarunkowany w dużej mierze od zmniejszania zapasów i zamówień przez hurtowników. Nie przeszkodziło to jednak Grupie w obniżce kosztów marketingu, wynagrodzeń i pozostałych kosztów operacyjnych, czego efektem było zmniejszenie straty netto. Czynnikiem ryzyka dla prowadzonej tu działalności jest w znacznym stopniu ekspozycja na ryzyko kursowe, związane z częściami finansowaniem w walutach obcych. Wyniki tego regionu uwzględniały także osłabienie złotego i co za tym idzie w 2008/2009 roku Grupa zanotowała dodatnią różnicę kursową netto w wysokości 1,8 mln zł.

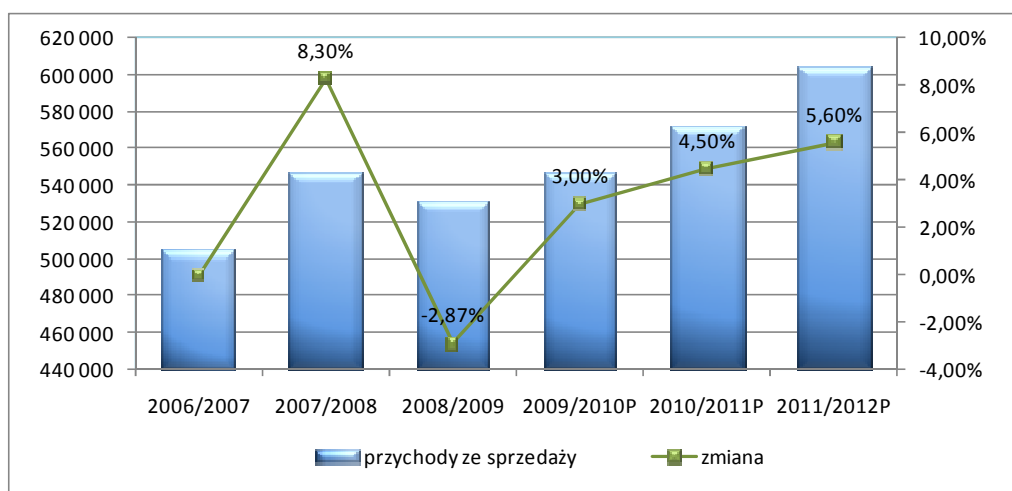
Głównym atutem Grupy AMBRA na tym rynku zbytu jest wysoka rozpoznawalność marki dzięki intensywnym kampaniom reklamowym w poprzednich latach. Zarea S.A. reprezentująca AMBRĘ jest najstarszym i najbardziej znanym producentem wina musującego w Rumunii. Firma jest ponadto właścicielem najpopularniejszych w tym kraju marek alkoholi mocnych. Umocnienie pozycji marek Grupy AMBRA na perspektywnym rynku rumuńskim będzie możliwe głównie dzięki utrzymaniu sprzedaży na co najmniej niezmiennym poziomie. Dodatkowo zarząd zakłada na najbliższy roczny okres czasu obniżkę wydatków marketingowych o 1,5 mln zł i redukcję kosztów operacyjnych o 1 mln zł. Zmniejszona ma zostać również ekspozycja na ryzyko kursowe dzięki dywersyfikacji portfela kredytowego.

Wyniki finansowe

Optymalizacja kosztów i poprawa efektywności w 2008/2009

Wyniki finansowe wypracowane przez Grupę AMBRA w roku obrotowym zakończonym w czerwcu 2009 r. są zdecydowanie lepsze od wartości uzyskanych rok wcześniej. Przyczyną osiągnięcia lepszych niż poprzednio wyników były rozpoczęte w drugiej połowie roku obrotowego 2007/2008 i zrealizowane w roku obrotowym 2008/2009 działania restrukturyzacyjne. Na początku roku obrotowego 2008/2009 spółka sfinalizowała proces podwyżek cen w przedziale od kilku do kilkunastu procent. Przebudowano także asortyment, co przyczyniło się do skoncentrowania się na sprzedaży głównych marek oraz zrezygnowano ze sprzedaży marek o niskich marżach. Grupa ograniczyła także sprzedaż marek prywatnych na zlecenie sieci dyskontowych. W ramach podjętych procesów restrukturyzacyjnych zmniejszono koszty operacyjne zamykając jeden z zakładów produkcyjnych w Czechach, połączono spółki w segmencie fine wines w Polsce oraz zredukowano koszty w zakładzie AMBRA S.A. w Woli Dużej.

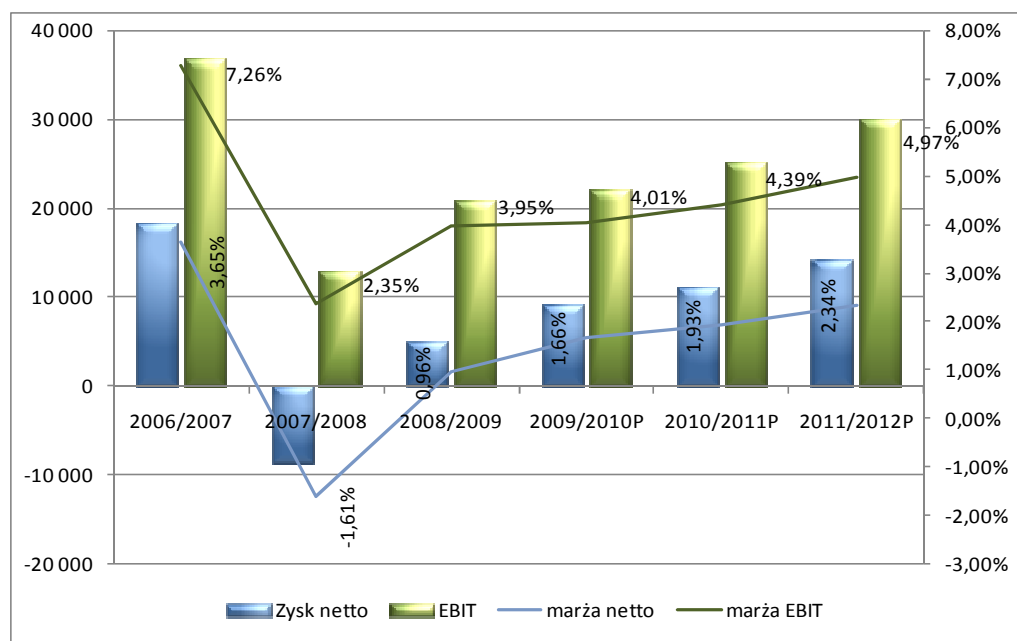
Przychody brutto ze sprzedaży wyniosły 531,57 mln zł i były niższe o 2,9% w porównaniu z rokiem obrotowym 2007/2008. Spadek przychodów wynikał głównie z ograniczenia sprzedaży produktów o niższej marży oraz ze zmniejszenia sprzedaży eksportowej. Relacja sumy podatku akcyzowego oraz opłat handlowych do przychodów brutto ze sprzedaży pozostała na niezmiennym poziomie i wyniosła nieco powyżej 19%. Poprawiona struktura sprzedaży, bardziej efektywne zużycie materiałów oraz zoptymalizowane koszty marketingu, dystrybucji i prowizji przyczyniły się do wzrostu rentowności zysku brutto ze sprzedaży (liczonej jako iloraz zysku brutto ze sprzedaży do przychodów brutto ze sprzedaży) z 21,6% w roku poprzednim do 23,9% w roku obrotowym 2008/2009 zakończonym 30 czerwca. Redukcja kosztów marketingu, dystrybucji i prowizji dotyczyła przede wszystkim rynków w Czechach i Rumunii. Z kolei w Polsce wydatki marketingowe wzrosły w celu wsparcia podwyżki cen głównych marek AMBRA S.A., w wyniku repositionowania ich do wyższych segmentów rynkowych. Poprawiona struktura sprzedaży, mimo niekorzystnych zmian kursu złotego względem euro, umożliwiła wzrost marży brutto (zysk brutto ze sprzedaży przed sumą kosztów marketingu, dystrybucji i prowizji) w ujęciu rocznym o 1 punkt procentowy do 33,2%. Grupa wypracowała 127 mln zł zysku brutto, co stanowi wzrost o 7,6% w relacji r/r.



Źródło: AMBRA S.A. oraz obliczenia i prognozy własne BM BPH

Ważnym elementem, a także celem poprawy rentowności Grupy AMBRA, była obniżka kosztów operacyjnych. Pozostałe koszty operacyjne zmniejszyły się o 6,6% rocznie i wyniosły 37,32 mln zł. Dodatkowo wynagrodzenia pracownicze w ujęciu rocznym zmalały o prawie 5,8% i ukształtowały się na poziomie 54,34 mln zł. Spadek pozostałych kosztów operacyjnych wynikał głównie z połączenia w Polsce trzech spółek, optymalizacji kosztów w zakładzie produkcyjnym AMBRA S.A. w Woli Dużej k. Biłgoraja oraz ograniczeniu zatrudnienia w produkcji i administracji w Rumunii, a także zakończonego procesu restrukturyzacji w zakładzie produkcyjnym w Czechach.

W roku obrotowym 2008/2009 Grupa AMBRA poprawiła zysk operacyjny (EBIT) o 63%. Wynik operacyjny wzrósł do 20,99 mln zł pomimo obciążenia rachunku wyników kosztami restrukturyzacyjnymi. Poprawa zysku operacyjnego osiągnięta została w Polsce, gdzie odnotowano roczny wzrost o 74% z 15,59 mln zł do 27,15 mln zł. Z kolei w Czechach i na Słowacji wynik operacyjny był ujemny, co było efektem wspomnianych powyżej jednorazowych kosztów restrukturyzacyjnych. W bieżącym roku obrotowym wyniki operacyjne czeskich spółek Grupy AMBRA uwzględnić będą korzystne efekty osiągnięte z restrukturyzacji, co według Zarządu spółki pozwoli na wypracowanie zysku.



Źródło: AMBRA S.A. oraz obliczenia i prognozy własne BM BPH

W roku obrotowym 2008/2009 saldo przychodów i kosztów finansowych wyniosło -9,16 mln zł, a w ubiegłym roku obrotowym -20,34 mln zł. Spadek kosztów finansowych netto o 11,17 mln zł był wynikiem głównie poprawy salda różnic kursowych, które w ubiegłym roku były ujemne i obciążały wynik kwotą 11,02 mln zł. W roku 2008/2009 różnice kursowe były dodatnie w kwocie 2,75 mln zł. Zmiana salda różnic kursowych dotyczy przede wszystkim pożyczki denominowanej w złotych, udzielonej przez spółkę AMBRA S.A. rumuńskiej spółce zależnej ZAREA S.A.

Koszty odsetkowe były dominującą pozycją kosztów finansowych w roku 2008/2009. Wynosiły 12,93 mln zł i były wyższe niż poprzednio o 1,90 mln zł. Główną przyczyną wzrostu kosztów odsetkowych było wyższe niż w ubiegłym roku średnie zadłużenie Grupy AMBRA, które zmniejszyło się znacząco w drugiej połowie roku, na skutek redukcji zapasów. Zarząd spółki spodziewa się kontynuacji trendu spadkowego średniego zadłużenia w bieżącym roku obrotowym. Pozytywne zmiany dotyczące marż, optymalizacji kosztów oraz poprawy efektywności działania umożliwiły zakończenie roku obrotowego 2008/2009 zyskiem netto kształtującym się na poziomie 5,09 mln zł.

Rekordowe przepływ pieniężne z działalności operacyjnej

W roku obrotowym 2008/2009 spółka może pochwalić się znaczącą poprawą wynik przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej. W minionym roku wynosiły one rekordowo 59,17 mln zł, na co głównie przyczyniła się redukcja zapasów oraz zdecydowana poprawa wyniku operacyjnego. Uwolnione z zapasów środki pieniężne wynosiły 25,13 mln zł, co stanowi 43% przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej. Spółka przeznaczyła 37,13 mln zł na redukcję zadłużenia netto oraz zawarła długoterminowe umowy kredytowe z czterema bankami, co potwierdza jej stabilną sytuację finansową.

Rachunek zysków i strat	2006/2007	2007/2008	2008/2009	2009/2010P	2010/2011P	2011/2012P
Przychody ze sprzedaży produktów	312 291	340 011	340 011			
Przychody ze sprzedaży towarów	193 060	207 284	207 284			
Przychody brutto ze sprzedaży	505 351	547 295	531 567	547 514	572 152	604 193
Oplaty handlowe	-39 652	-48 792	-55 320	-56 980	-59 544	-62 878
Podatek akcyzowy	-57 545	-58 543	-47 476	-48 900	-51 101	-53 962
Przychody netto ze sprzedaży	408 154	439 960	428 771	441 634	461 508	487 352
Zużycie materiałów	-125 817	-144 769	-132 362	-136 333	-142 468	-150 446
Koszt własny sprzedanych towarów	-108 818	-119 050	-119 685	-123 276	-128 823	-136 037
Zużycie materiałów i koszt własny sprzedanych towarów	-234 635	-263 819	-252 047	-259 608	-271 291	-286 483
Koszty reklamy, marketingu, dystrybucji i prowizji	-48 954	-58 056	-49 701	-50 198	-50 700	-51 207
Zysk brutto ze sprzedaży	124 565	118 085	127 023	131 828	139 517	149 662
Pozostałe koszty działalności operacyjnej	-39 596	-39 975	-37 317	-38 437	-40 166	-42 415
Wynagrodzenia i świadczenia na rzecz pracowników	-50 719	-57 657	-54 338	-56 240	-58 208	-60 246
Amortyzacja	-12 567	-11 876	-11 925	-12 641	-13 399	-14 203
Zysk/(strata) na sprzedaży	21 683	8 577	23 443	24 511	27 744	32 798
Pozostałe przychody operacyjne	18 463	10 440	4 574	4 711	4 923	5 199
Pozostałe koszty operacyjne	-3 464	-6 177	-7 031	-7 242	-7 568	-7 992
Zysk z działalności operacyjnej	36 682	12 840	20 986	21 980	25 099	30 006
Przychody finansowe	8 810	4 168	10 381	10 692	11 174	11 799
Koszty finansowe	-11 718	-24 505	-19 543	-20 129	-21 035	-22 213
Zysk brutto	33 774	-7 497	11 824	12 543	15 237	19 592
Podatek dochodowy bieżący	-7 280	-2 926	-3 904	-2 383	-2 895	-3 722
Podatek dochodowy odroczony	1 665	741	31	37	45	54
Podatek dochodowy	-5 615	-2 185	-3 873	-2 346	-2 850	-3 669
Udział w zyskach netto jednostek podporządkowanych wycenianych metodą praw własności	321	189	194	200	220	235
Zysk netto z działalności kontynuowanej	28 480	-9 493	8 145	10 397	12 607	16 158
Zysk netto	28 480	-9 493	8 145	10 397	12 607	16 158
Zysk akcjonariuszy jednostki dominującej	18 421	-8 812	5 094	9 098	11 031	14 138

Cash Flow	2006/2007	2007/2008	2008/2009	2009/2010P	2010/2011P	2011/2012P
Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej						
Zysk netto	18 421	-8 812	5 094	9 098	11 031	14 138
Korekty:						
Zyski udziałowców mniejszościowych	10 059	-681	1 752	2 573	2 645	2 745
Amortyzacja	12 567	11 876	11 925	12 641	13 399	14 203
Udział w zyskach jednostek stowarzyszonych konsolidowanych metodą praw własności	-321	-189	-194	-200	-220	-235
Zyski/(straty) z tytułu różnic kursowych	-2 089	4 921	-5 229	2 000	3 000	1 000
Odpisy z tytułu trwałej utraty wartości środków trwałych	0	0	2887	0	0	0
Zyski/(straty) z działalności inwestycyjnej	0	0	270	278	-100	-106
Zyski/(straty) ze sprzedaży środków trwałych	49	-842	-352	-380	-500	-250
Odsetki i udziały w zyskach	5 037	9 456	11 884	12 241	12 791	13 508
Podatek dochodowy bieżący	7 280	2 926	3 904	2 383	2 895	3 722
Inne korekty przepływów z działalności operacyjnej	-1 174	-1 782	-536	-1 000	-1 000	-1 000
Zysk operacyjny przed zmianą kapitału obrotowego oraz rezerw	49 829	16 873	32 704	38 360	42 872	47 000
Zmiana stanu należności	-21 358	36 704	-1 460	-3 004	-4 626	-6 063
Zmiana stanu zapasów	-6 393	-39 663	25 131	3 000	-5 013	-6 519
Zmiana stanu zobowiązań za wyjątkiem kredytów	5 862	-13 670	3 172	7 839	8 623	9 486
Zmiana stanu rezerw	1 158	-1 149	674	192	196	200
Zmiana stanu aktywów z tytułu odroczonego podatku dochodowego	0	0	-340	-134	-136	-139
Zmiana stanu zobowiązań z tytułu świadczeń pracowniczych	33	10	-15	-29	0	0
Środki pieniężne netto wygenerowane na działalności operacyjnej	29 131	-895	59 866	46 225	41 916	43 965
Podatek zapłacony	-8 139	-1 017	-696	-717	-749	-791
Środki pieniężne netto z działalności operacyjnej	20 992	-1 912	59 170	45 508	41 167	43 174
Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej						
Wpływy	5 183	4 182	2 540	4 063	4 271	1 646
Splata pożyczek	0	2 536	0	0	0	0
Odsetki otrzymane	1 955	1 500	1 500	1 500	1 500	1 500
Pozostałe wpływy		146	146	146	146	146
Zbycie wartości niematerialnych oraz rzeczowych aktywów trwałych	3 228					
Wydatki	-57 257	-40 379	-9 853	-12 893	-28 667	-14 345
Nabycie wartości niematerialnych oraz rzeczowych aktywów trwałych	-40 479	-24 053	-9 853	-12 893	-13 667	-14 345
Nabycie spółki	-16 778	-16 326	0	0	-15 000	0
Środki pieniężne netto z działalności inwestycyjnej	-52 074	-36 197	-7 313	-8 831	-24 396	-12 699
Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej						
Wpływy	29 520	44 320	0	0	0	0
Wpływy z tytułu kredytów i pożyczek	29 520	41 856	0	0	0	0
Wpływy netto z emisji innych akcji i innych instrumentów kapitałowych oraz dopłat do kapitału		2 464	2 464			
Wydatki	-13 758	-20 930	-60 552	-36 642	-26 758	-36 758
Wydatki na spłatę kredytów i pożyczek	0	0	-44 930	-25 000	-15 000	-25 000
Dywidendy zapłacone	-6 766	-9 894	-2 687	0	0	0
Odsetki zapłacone	-6 992	-11 036	-12 935	-11 642	-11 758	-11 758
Środki pieniężne netto z działalności finansowej	15 762	23 390	-60 552	-36 642	-26 758	-36 758
Przepływy pieniężne netto, razem	-15 320	-14 719	-8 695	36	-9 987	-6 283

Rentowność, kapitał obrotowy i efektywność działania

W minionym roku obrotowym Grupa AMBRA poprawiła wskaźniki rentowności, głównie za sprawą wypracowania zysku netto w relacji do straty netto odnotowanej w roku 2007/2008. Rentowność netto sprzedaży liczona jako relacja zysku netto akcjonariuszy spółki oraz przychodów brutto ze sprzedaży wyniosła 1% po wzroście z -1,6% w roku poprzedzającym. W wyniku osiągnięcia zysku netto, rentowność kapitałów własnych (ROE) wyniosła 2,9%, a rentowność aktywów ukształtowała się na poziomie 1,2%.

Mimo spadku zapasów w ujęciu rocznym, ich średni stan zwiększył się, co wpłynęło na wzrost okresu rotacji zapasów ze 166 do 184 dni w relacji rocznej. Jeśli średni stan zapasów będzie miał dalszą tendencję spadkową, wpłynie to korzystnie na okres rotacji zapasów w kolejnych latach. Okres spływu należności skrócił się z 71 do 63 dni, natomiast okres spłaty zobowiązań zwiększył się nieznacznie z 49 do 50 dni.

Wskaźniki rynkowe	2006/2007	2007/2008	2008/2009	2009/2010P	2010/2011P	2011/2012P
P/E	6,98	25,24	14,13	11,65	9,09	8,03
P/BV	0,70	0,77	0,73	0,69	0,65	0,61
EPS	0,73	-0,35	0,20	0,36	0,44	0,56
EV/EBITDA	5,93	13,50	9,31	8,67	7,98	7,12

I akcji (tys.)	25206,644	25206,644	25206,644	25206,644	25206,644	25206,644
cena akcji	5,1					

Wskaźniki finansowe	2006/2007	2007/2008	2008/2009	2009/2010P	2010/2011P	2011/2012P
Rentowność						
EBIT	7,26%	2,35%	3,95%	4,01%	4,39%	4,97%
EBITDA	9,75%	4,52%	6,19%	6,32%	6,73%	7,32%
Wskaźnik rentowności brutto	4,29%	1,57%	4,41%	4,48%	4,85%	5,43%
Wskaźnik rentowności netto	3,65%	-1,61%	0,96%	1,66%	1,93%	2,34%
ROA	3,91%	-1,91%	1,17%	2,10%	2,49%	3,10%
ROE	10,05%	-5,29%	2,89%	4,90%	5,61%	6,70%
Płynność						
Wskaźnik płynności szybkiej	1,05	0,68	0,97	0,98	0,80	0,87
Wskaźnik płynności bieżącej	1,66	1,31	1,74	1,75	1,47	1,66
Zadłużenie						
Wskaźnik zadłużenia	54,5%	58,5%	52,7%	51,2%	49,4%	47,2%
Wskaźnik kapitałów własnych	45,5%	41,5%	47,3%	48,8%	50,6%	52,8%
Dług netto	108732	167182	130056	114476	110266	103813

Struktura kapitałowa

W roku obrotowym 2008/2009 wskaźniki zadłużenia uległy poprawie. Udział zadłużenia w ogólnej sumie bilansowej zmniejszył się 58,5% do 52,7% poprawiając tym samym bezpieczeństwo kapitałowe Grupy AMBRA. Poprawa wskaźnika zadłużenia była efektem spadku zadłużenia procentowanego, które na dzień 30 czerwca 2009 r. zmniejszyło się o 44,93 mln zł do poziomu 139,85 mln zł. Zmniejszenie zadłużenia netto Grupy było możliwe przede wszystkim za sprawą zmniejszenia po stronie aktywów zapasów, które obniżyły się o 25,13 mln zł.

W minionym roku Grupa AMBRA podpisała nowe umowy kredytowe finansujące jej działalność bieżącą, a także zawarte zostały długoterminowe umowy kredytowe z czterema bankami. Wynikiem podjętych działań udział zadłużenia długoterminowego w pasywach zwiększył się do 18,6% na dzień 30 czerwca 2009 r. z 11,1% rok wcześniej. Podjęte działania zwiększają bezpieczeństwo finansowe Grupy AMBRA, a jej struktura kapitałowa nie budzi wątpliwości.

Najważniejsze pozycje bilansowe

Suma bilansowa na dzień 30 czerwca 2009 r. zamknęła się po stronie aktywów i pasywów kwotą 433,88 mln zł. Wartość aktywów zmniejszyła się z 460,88 mln zł wycenianych rok wcześniej, co było efektem wyprzedazy towarów mających wolniejszy okres rotacji. Aktywa trwałe nie uległy istotnej zmianie i wyniosły 176,69 mln zł, gdyż Grupa AMBRA dokonała inwestycji na poziomie odtworzeniowym. Zmiana aktywów obrotowych wynikała przede wszystkim z redukcji stanu zapasów.

Po stronie pasywów, kapitały własne zwiększyły się ze 166,50 mln zł do 176,26 mln zł na dzień 30 czerwca 2009 r. za co odpowiadało w głównej mierze wypracowanie zysku netto akcjonariuszy jednostki dominującej w kwocie 5,09 mln zł. W wyniku dodatnich różnic kursowych powstałych z przeliczenia

jednostek zależnych kapitał własny powiększył się o kwotę 4,67 mln zł. W minionym roku obrotowym nie wypłacono dywidendy.

Bilans	2006/2007	2007/2008	2008/2009	2009/2010P	2010/2011P	2011/2012P
AKTYWA	471 057	460 881	433 876	433 358	443 012	456 086
Aktywa trwałe	196 754	173 777	176 693	178 527	188 967	196 069
Rzeczowe aktywa trwałe	138 146	109 056	110 781	111 889	113 008	119 336
Wartości niematerialne	8 907	4 826	4 367	4 411	4 455	4 704
Wartość firmy z konsolidacji	31 722	41 073	40 957	41 367	50 367	50 367
Należności długoterminowe	2 639	2 558	2 652	2 679	2 705	2 786
Nieruchomości inwestycyjne	1 262	1 242	1 223	1 235	1 248	1 260
Inwestycje w jednostkach stowarzyszonych	4 180	4 189	4 583	4 629	4 675	4 862
Udziały i akcje	228	761	291	294	297	297
Pożyczki	4 056	3 727	5 154	5 206	5 258	5 363
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	5 614	6 345	6 685	6 819	6 955	7 094
Aktywa obrotowe	274 303	287 104	257 183	254 831	254 045	260 016
Zapasy	100 713	139 535	114 404	111 404	116 417	122 937
Należności z tytułu podatku dochodowego	2 341	3 920	804	812	828	845
Należności krótkoterminowe	134 529	97 869	99 235	102 212	106 812	112 793
Pożyczki	0	24	0	0	0	0
Aktywa finansowe krótkoterminowe	12	5	5	5	5	5
Krótkookresowe rozliczenia międzyokresowe czynne	2 518	2 930	3 776	3 776	3 776	3 776
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	34 190	17 596	9 792	10 372	2 582	-3 965
Aktywa trwałe przeznaczone do sprzedaży	0	25 225	29 167	26 250	23 625	23 625
PASYWA	471 057	460 881	433 876	433 358	443 011	456 085
Kapitał własny	214 264	191 071	205 072	211 538	224 357	240 731
Kapitał akcyjny	25 207	25 207	25 207	25 207	25 207	25 207
Kapitał z emisji akcji powyżej ich wartości nominalnej	67 300	67 718	67 718	67 718	67 718	67 718
Pozostałe kapitały zapasowe	65 553	83 505	92 564	101 564	106 564	111 564
Różnice kursowe z przeliczenia jednostek podporządkowanych	2 683	-592	4 075	4 279	4 493	4 717
Zysk z lat ubiegłych	4 043	-529	-18 400	-22 306	-18 208	-12 177
Zysk netto roku bieżącego	18 421	-8 812	5 094	9 098	11 031	14 138
Kapitał własny akcjonariuszy jednostki dominującej	183 207	166 497	176 258	185 559	196 804	211 167
Udziały mniejszości	31 057	24 574	28 814	25 978	27 553	29 563
Zobowiązania długoterminowe	91 514	51 302	80 863	76 026	46 222	58 422
Długoterminowe zobowiązania z tytułu kredytów, pożyczek oraz innych instrumentów dłużnych	81 014	42 004	71 010	66 010	36 010	48 010
Długoterminowe zobowiązania handlowe i pozostałe od pozostałych jednostek	281	218	114	114	114	114
Świadczenia pracownicze	134	144	129	100	100	100
Rezerwa na podatek odroczonego	10 085	8 936	9 610	9 802	9 998	10 198
Zobowiązania krótkoterminowe	165 279	218 508	147 941	145 795	172 432	156 933
Krótkoterminowe zobowiązania z tytułu kredytów, pożyczek oraz innych instrumentów dłużnych	61 908	142 774	68 838	58 838	76 838	51 838
Zobowiązania z tytułu podatku dochodowego	947	617	710	724	739	753
Krótkoterminowe zobowiązania handlowe i pozostałe	102 424	75 117	78 393	86 232	94 856	104 341
Dług	142 922	184 778	139 848	124 848	112 848	99 848
Dług netto	108 732	167 182	130 056	114 476	110 266	103 813

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:

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

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

EV/EBIT – Enterprise Value/EBIT

EV/EBITDA - Enterprise Value/EBITDA

P/CF – (Cena/CashFlow) – Cena do Cash Flow (Cash Flow - zysk netto plus amortyzacja)

ROE - (Zwrot na kapitale własnym) - Zysk netto / średni stan kapitałów własnych

ROA - (Zwrot na aktywach) - Zysk netto / średnia wartość aktywów

Stopa dyskontowa – stopa zwrotu wymagana przez inwestora (stopa wolna od ryzyka, powiększona o premię za ryzyko)

EV (Enterprise Value) – składa się z wartości rynkowej kapitału własnego powiększonego o dług netto

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
agata.filipowicz-rybicka@bph.pl

koordynator Zespołu Analiz

Tomasz Kolarz
tomasz.kolarz@bph.pl

analityk ds. rynków finansowych

Piotr Trendowski
makler papierów wartościowych
piotr.trendowski@bph.pl

analityk ds. rynków finansowych

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 obarczona 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 porównywanych spółek i efektywności ich rynkowej wyceny oraz oparcie na bieżących wynikach finansowych, które w przyszłości są zazwyczaj inne.