

**Ambra**

sektor / branża: przemysł spożywczy

 Ticker: AMB  
 ISIN: PLAMBRA00013

**KUPUJ**
**9,31 zł**
**Profil**

Grupa Ambra jest liderem dystrybucji wina w Polsce. Poprzez spółki zależne oraz sprzedaż eksportową GK Ambra jest również obecna na rynkach słowackim, czeskim, rumuńskim, rosyjskim i innych.

**Dane podstawowe**

Kurs (18/12/12) (zł)	8,10
Wycena DCF	10,36
Wycena porównawcza	8,27

**Cena docelowa (zł)**

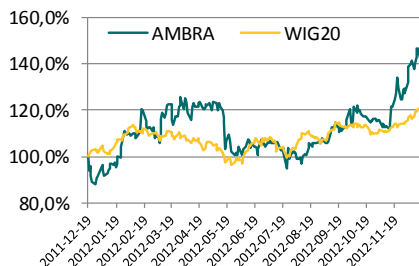
Liczba akcji (mln szt.)	25,2
Kapitalizacja (mln zł)	204,2
EV (mln zł)	364,7

**Notowania**

max cena 52 tygodnie (zł)	8,70
min cena 52 tygodnie (zł)	4,71
Mediana obrotów (3 m-ce)	22,1

**Struktura akcjonariatu**

	% akcji	% głosów
Sektellerei Schloss Wachenheir	61,1%	61,1%
Aviva OFE	7,6%	7,6%
Robert Ogór	0,8%	0,8%
Pozostali	30,5%	30,5%

**Wykres**

**Analizy:**

Krzysztof Kozielec  
 Makler Papierów Wartościowych  
 tel. (0-22) 329 43 44  
 e-mail: krzysztof.kozielec@bgz.pl

**Profil działalności**

Grupa Ambra jest jednym z największych producentów i importerów win w Europie Środkowo Wschodniej. Działalność Ambry skupia się na rynku polskim, jednak ok. 22% przychodów pochodzi z Czech, Słowacji i Rumunii. Grupa utrzymuje się na pozycji lidera w każdym segmencie rynku win w Polsce (oprócz wermutów i win deserowych) oraz posiada bardzo silny portfel marek, do których można zaliczyć: Cin&Cin, Dorato, El Sol, Fresco i Piccolo. Oprócz sprzedaży do hurtowni i sieci handlowych grupa Ambra jest również obecna w segmencie detalicznym poprzez Centrum Wina oraz sklep internetowy winezja.pl. Najbardziej znaczącym kanałem dystrybucji są sieci handlowe z niemal 50% udziałem w skonsolidowanych przychodach. Sprzedaż przypadająca na kategorie win spokojnych i win musujących to odpowiednio 33 i 29%.

**Wyniki finansowe**

W ubiegłym roku obrotowym zakończonym w czerwcu 2012 r. GK Ambra odnotowała wzrost sprzedaży zarówno w ujęciu ilościowym (wzrost sprzedaży średnich butelek o 4%) jak i wartościowym (8,4%). Motorem wzrostu w dalszym ciągu pozostaje rynek polski, który wzrósł r/r o 9% a najdynamiczniej rosnącymi kategoriami są alkohole mocne i wermuty. W Rumunii, po dwóch podwyżkach akcyzy i gwałtownym spadku popytu w 2010/11 r. ob., ubiegły rok okazał się bardziej udany co w największej mierze było zasługą kategorii alkoholi mocnych oraz wermutów. Zysk operacyjny wyniósł w ub.r. 31 mln zł i był niższy o 7,3 mln zł od EBIT-u za 2010/11 r. Największy negatywny wpływ na wynik operacyjny miał wzrost kosztu zużycia materiałów wywołany słabymi walutami narodowymi w porównaniu do euro oraz wzrostami cen surowców na rynkach międzynarodowych. Negatywny choć jednorazowy wpływ na wynik operacyjny miały odpisy i rezerwy w wysokości 2,2 mln zł. Z uwagi na podwyżki wprowadzone pod koniec wakacji, oraz przedłużające się negocjacje z sieciami handlowymi, w 1Q roku obrotowego 2012/13 sprzedaż wartościowo spadła r/r o niemal 5,1%. Pomimo spadku sprzedaży, dzięki wprowadzonym podwyżkom udało się wypracować 29,7 mln zł (vs. 27,6 rok wcześniej) zysku brutto ze sprzedaży oraz 5,3 mln zł zysku operacyjnego. Zysk netto był niższy niż ubiegłoroczny ze względu na relatywnie słabe przychody finansowe, na które rok temu wpłynęły pozytywne różnice kursowe.

**Perspektywy Spółki**

W kolejnych kwartałach oczekujemy dalszej poprawy rentowności związanej z wejściem w życie ww. podwyżek cen. Według Zarządu spółki, problemy które doprowadziły do spadku sprzedaży w 1Q zostały już zażegnane, dlatego zakładamy, że w kolejnych kwartałach wzrost przychodów powróci do poziomu 4-5% r/r. Dzięki obowiązującym podwyżkom cen, oczekujemy poprawy rentowności brutto o 1,5 - 2 p.p. r/r co umożliwi uzyskanie wyniku operacyjnego w wysokości 38,5 mln zł. W naszej ocenie wino jest najbardziej pozytywną i najbardziej perspektywną kategorią alkoholi na rynku, a Ambra jako lider sprzedaży może okazać się głównym beneficjentem rozwoju tej kategorii w Polsce.

**Wycena i rekomendacja**

Wycenę Ambry sporządziliśmy w oparciu o dwie metody: DCF oraz metodę porównawczą. Zastosowanie metody DCF pozwoliło nam oszacować wartość jednej akcji Ambra na 10,36 zł. Wycenę porównawczą sporządziliśmy w oparciu o medianę pojedynczych wycen dla mnożników P/E i EV/EBIT oraz EV/EBITDA co pozwoliło uzyskać wycenę 1 akcji Ambra na poziomie 8,27 zł. Ostateczna wycena akcji Ambra SA, będąca średnią wycen DCF oraz wyceny porównawczej wynosi 9,31 zł za 1 akcję. Ponieważ ostateczna wycena jest wyższa od obecnego kursu giełdowego o 15%, rekomendujemy kupno akcji Ambry w długoterminowej perspektywie inwestycyjnej.

mln zł	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13P	2013/14P	2014/15P
Przychody ze sprzedaży netto	398,9	409,7	435,3	446,0	464,8	490,6
zmiana r/r (%)	-7,0%	2,7%	6,2%	2,5%	4,2%	5,6%
EBITDA	50,5	48,6	41,5	47,8	49,5	53,2
EBIT	39,4	38,3	31,0	38,0	38,6	42,0
marża EBIT (%)	9,9%	9,3%	7,1%	8,5%	8,3%	8,6%
Wynik netto dla akcjonariuszy dominujących	14,9	19,1	16,0	19,4	20,0	22,6
marża netto (%)	3,7%	4,7%	3,7%	4,3%	4,3%	4,6%
EPS (zł)	0,6	0,8	0,6	0,8	0,8	0,9
BVPS	7,4	7,9	8,2	8,6	9,1	9,5
DPS (zł)	0,1	0,3	0,4	0,3	0,4	0,4
P / E	13,7	10,7	12,7	10,5	10,2	9,1
P/BV	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9	0,8
EV/EBITDA	7,2	7,5	8,8	7,6	7,4	6,9

P - prognozy BM BGZ

---

## Wycena

---

Wycenę spółki sporządzono za pomocą:

- metody fundamentalnej opartej na zdyskontowanych przepływach pieniężnych;
- metody porównawczej.

Wycena fundamentalna bada zdolność spółki do generowania przez nią wolnych przepływów pieniężnych. Metoda porównawcza z kolei przedstawia spółkę na tle konkurencji i tworzy benchmark, który staje się wyznacznikiem pozycji spółki w stosunku do branży.

---

## Podsumowanie wyceny

---

Ostateczną cenę otrzymaliśmy, obliczając średnią z dwóch wartości – wyceny metodą DCF oraz metodą porównawczą, przy zachowaniu równych wag dla każdej z nich. Wyznaczona w ten sposób wartość jednej akcji Ambry wynosi 9,31 zł. W efekcie niedowartościowanie spółki szacujemy na 14%. Ponieważ cena docelowa przewyższa bieżące notowania o więcej niż 10%, zdecydowaliśmy się wydać rekomendację KUPUJ.

**Tab. Podsumowanie wyceny**

	wycena 1 akcji	waga
metoda DCF	10,36	50%
metoda porównawcza	8,27	50%
<b>Wycena 1 akcji Ambry</b>	<b>9,31 zł</b>	
obecna cena akcji	8,10 zł	

Źródło: BM BGŻ.

---

## Wycena DCF

---

Wykorzystując metodę DCF, otrzymaliśmy wartość kapitałów własnych przypadających akcjonariuszom jednostki dominującej w wysokości 261 mln zł, co implikuje wartość fundamentalną jednej akcji na poziomie 10,36 zł. Wycena ta została sporządzona przy zachowaniu poniższych założeń:

- w prognozach zakładamy jedynie rozwój organiczny, nie uwzględniając ewentualnych akwizycji;
- za stopę wolną od ryzyka przyjęliśmy rentowność 10-letnich obligacji skarbowych, która obecnie jest zbliżona do 3,9%, premię za ryzyko rynkowe przyjmujemy na poziomie 5,5%;
- współczynnik beta dla niezadłużonej spółki przyjęliśmy na stałym poziomie równym 1 dla całego okresu prognozy; beta zastosowana w kalkulacji kapitału własnego uwzględnia wartość dźwigni finansowej;
- wzrost wolnych przepływów po okresie prognozy zakładamy w wysokości 2% w skali roku;
- efektywna stopa podatkowa wynosi 19%;

- szacunek nakładów inwestycyjnych w okresie prognozy oparty jest o założenie spółki odnośnie inwestycji na najbliższy okres, natomiast późniejsze inwestycje stanowią nakłady odtworzeniowe;
- rotacje zapasów, należności i zobowiązań pozostaną na podobnym poziomie jak w poprzednim roku (odpowiednio 106, 88,5 i 79,4 dni);
- nie zakładamy emisji nowych akcji;
- w prognozie nie uwzględniamy transakcji jednorazowych;
- wszystkie wartości wyrażone są nominalnie;
- cena akcji została wyliczona na dzień 01.01.2013 r.

**Tab. Wycena metodą DCF**

(mln PLN)	2012/2013P	2013/14P	2014/15P	2015/16P	2016/17P	2017/18P	2018/19P	2019/20P	2020/21P	2021/22P
Przychody netto ze sprzedaży	446,0	464,8	490,6	515,0	540,7	568,0	596,8	627,4	659,7	680,1
EBIT	38,0	38,6	42,0	44,8	47,5	50,6	53,4	60,1	64,1	65,2
Efektywna stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
NOPLAT	30,8	31,2	34,0	36,3	38,4	41,0	43,2	48,7	51,9	52,8
Amortyzacja	9,8	10,9	11,2	10,4	11,3	12,4	12,6	10,7	11,9	11,9
CAPEX	10,4	9,8	10,9	11,2	10,4	11,3	12,4	12,6	10,7	11,9
Inwestycje w kapitał obrotowy	3,4	5,9	8,2	7,7	8,1	8,6	9,1	9,6	10,2	6,4
<b>FCFF</b>	<b>26,8</b>	<b>26,4</b>	<b>26,2</b>	<b>27,8</b>	<b>31,3</b>	<b>33,4</b>	<b>34,3</b>	<b>37,1</b>	<b>42,9</b>	<b>46,3</b>
Stopa wolna od ryzyka	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%
Premia rynkowa	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Koszt kapitału własnego	10,7%	10,3%	10,1%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	9,9%	9,9%	9,9%
Koszt długu	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Koszt długu po opodatkowaniu	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%
% kapitału własnego	77,5%	83,1%	86,2%	87,5%	87,9%	88,3%	88,7%	89,0%	89,3%	89,6%
% długu	22,5%	16,9%	13,8%	12,5%	12,1%	11,7%	11,3%	11,0%	10,7%	10,4%
<b>WACC</b>	<b>10,9%</b>	<b>11,2%</b>	<b>11,1%</b>	<b>9,4%</b>	<b>9,4%</b>	<b>9,4%</b>	<b>9,4%</b>	<b>9,4%</b>	<b>9,4%</b>	<b>9,4%</b>
Suma DFCF	199,9									
Wartość rezydualna (TV)	639,4									
Zdyskontowana TV	260,6									
Wartość działalności operacyjnej	460,5									
Dług netto	134,2									
Wartość kapitału własnego	326,3									
Po uwzględnieniu udziałów mniejszości	261,1									
Liczba akcji (mln szt.)	25,21									
<b>Wartość 1 akcji (01.01.2013)</b>	<b>10,36 zł</b>									

Źródło: BM BGŻ.

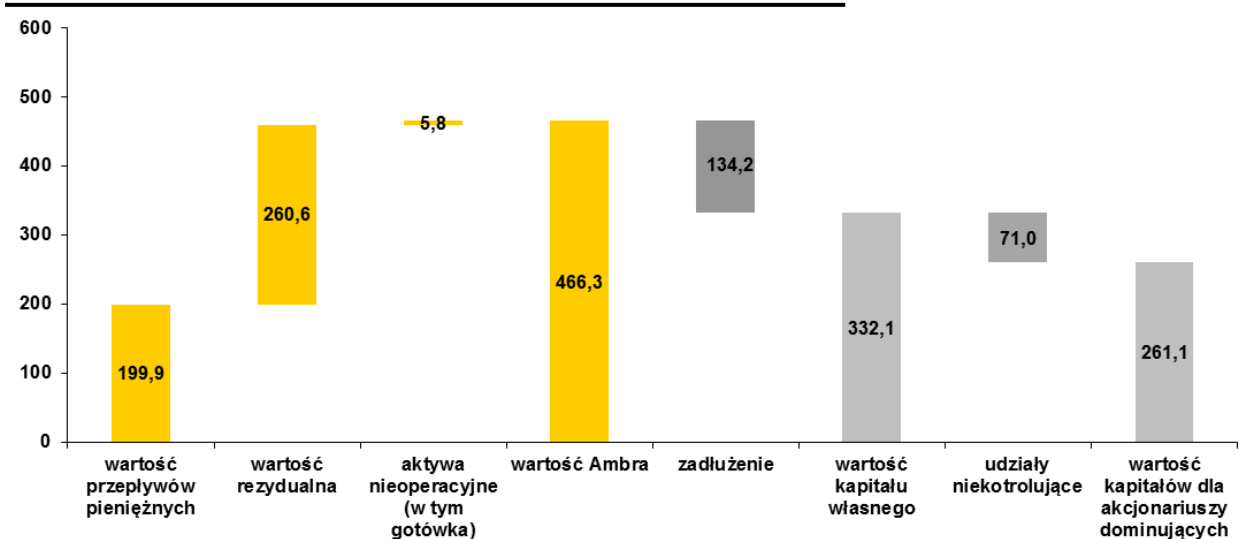
Poniżej przedstawiamy analizę wrażliwości wyceny DCF na przyjęte do modelu założenia odnośnie do wartości średniego ważonego kosztu kapitału oraz wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po okresie prognozy.

**Tab. Analiza wrażliwości wyceny na przyjęte założenia**

		wzrost FCFF w nieskończoność				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
<b>WACC</b>	<b>-1,0%</b>	11,5	12,1	12,9	13,8	14,8
	<b>-0,5%</b>	10,4	10,9	11,5	12,3	13,1
	<b>0,0%</b>	9,4	9,8	10,4	11,0	11,6
	<b>+0,5%</b>	8,5	8,9	9,3	9,8	10,4
	<b>+1,0%</b>	7,7	8,1	8,4	8,9	9,3

Źródło: BM BGŻ.

Rys. Determinanty wartości Ambry w wycenie DCF



Źródło: BM BGŻ.

## Wycena porównawcza

Tab. Wycena porównawcza

Spółka	EV/EBIT			EV/EBITDA			P/E		
	2012	2013	2014	2012	2013	2014	2012	2013	2014
Lanson BCC	16,2	15,4	13,5	13,5	14,1	13,5	9,3	9,9	9,1
Baron de Ley	6,8	6,5	5,6	5,6	5,3	5,2	21,5	11,7	10,7
Sektkellerei Schloss Wachenheir	8,7	8,4	6,8	6,8	6,2	6,1	7,4	6,9	6,5
Corby Distillers	10,1	8,6	8,2	8,2	8,9	7,7	15,4	15,0	12,9
Constellation Brands	13,8	9,5	15,6	15,6	11,0	8,2	10,0	13,9	10,4
Davide Campari	11,2	10,7	9,3	9,7	9,7	8,5	20,6	19,0	16,5
Mediana	<b>10,6</b>	<b>9,1</b>	<b>8,8</b>	<b>9,0</b>	<b>9,3</b>	<b>7,9</b>	<b>12,7</b>	<b>12,8</b>	<b>10,5</b>
<b>Ambra</b>									
wskaźniki dla Ambra S.A.	9,6	9,5	8,7	7,6	7,4	6,9	10,5	10,2	9,1
<b>Implikowana cena 1 akcji Ambra</b>	<b>7,8</b>	<b>5,9</b>	<b>6,1</b>	<b>8,0</b>	<b>10,0</b>	<b>8,3</b>	<b>8,9</b>	<b>10,0</b>	<b>8,9</b>
Wagi dla wskaźników	33%			33%			33%		
<b>Wycena 1 akcji</b>	<b>8,27 zł</b>								

Źródło: BM BGŻ.

Wartość spółki szacowaliśmy na podstawie popularnych wskaźników P/E (stosunek ceny akcji do zysku spółki na jedną akcję), EV/EBIT (stosunek wartości przedsiębiorstwa liczonej jako suma wartości kapitałów własnych dla akcjonariuszy większościowych, długu netto oraz udziałów mniejszościowych spółki do zysku przed oprocentowaniem i opodatkowaniem) oraz EV/EBITDA (stosunek wartości przedsiębiorstwa liczonej jako suma wartości kapitałów własnych, długu netto spółki oraz udziałów mniejszościowych do zysku przed oprocentowaniem i opodatkowaniem powiększonego o amortyzację). Do wyceny porównawczej wykorzystaliśmy wskaźniki oparte na ubiegłorocznych wynikach oraz konsensusie analityków dla spółek zagranicznych o podobnym profilu działalności.

Na podstawie wyceny porównawczej opartej o powyższe wskaźniki otrzymaliśmy wartość jednej akcji spółki Ambra na poziomie 8,27 zł. Jest to wartość wskazująca na niewielkie niedoszacowanie wartości akcji Ambra SA.

## Sytuacja w Spółce

### Wyniki finansowe

Rok obrotowy 2011/2012 w Grupie Kapitałowej Ambra nie należał do udanych. Pomimo wzrostu przychodów ze sprzedaży o 8,4% do 566 mln zł, zysk netto dla akcjonariuszy jednostki dominującej spadł o 16,3% do 16 mln zł. Głównym motorem wzrostu sprzedaży GK była sprzedaż w wiodących marek takich jak Cin&Cin, El Sol, Fresco oraz Pliska. W podziale na segmenty geograficzne należy wyróżnić polską część biznesu, która zanotowała 9% wzrost w stosunku do ubiegłego roku. Najgorzej funkcjonował segment Czech i Słowacji tracąc obroty na rozwiązaniu umowy z jednym z wiodących dystrybutorów – SAB Miller.

Marża brutto ze sprzedaży w ujęciu procentowym wyniosła 31% i była niższa od ubiegłorocznej o 1,3 p.p. co w głównej mierze było efektem niekorzystnych relacji kursowych, mixu produktowego oraz podwyżek kluczowych surowców takich jak: wino, butelki, cukier i koncentrat owocowy. Sam trend marży zysku brutto ze sprzedaży jest pozytywny – o ile w pierwszej połowie roku 2011/12 rentowność spadała, to w drugiej połowie oraz pierwszym kwartale br. obrotowego widzimy wzrosty na każdym rynku. Zysk brutto ze sprzedaży wyniósł 138,5 mln zł w porównaniu do 135,8 mln zł w roku ubiegłym.

W związku z dynamicznymi przyrostami przychodów oraz rozszerzeniem bazy pracowników o 32 osoby nie udało się ograniczyć kosztów wynagrodzeń i świadczeń socjalnych, które w ubiegłym roku obrotowym wzrosły o 12%. Pozostałe koszty operacyjne i amortyzacja odnotowały odpowiednio 8% i 3% wzrosty - te pierwsze głównie ze względu rosnące ceny paliw i czynsze w sieci detalicznej denominowane w walutach obcych. Zysk operacyjny spadł r/r o ponad 7 mln zł do 31 mln zł (19% r/r), natomiast uwzględniając efekty jednorazowe należałoby zwiększyć ubiegłoroczny EBIT do 33,4 mln zł.

Dzięki utrzymaniu kosztów finansowych na podobnym do ubiegłorocznego poziomie oraz niższej efektywnej stopie podatkowej udało się ograniczyć spadek zysku netto do 16,3%.

**Tab. Wyniki finansowe GK Ambra**

(mln PLN)	2009/10	2010/11	2011/12	2011/12 1Q	2012/13 1Q	2012/13P
Przychody netto ogółem	398,9	409,7	435,3	84,3	80,0	446,0
<i>zmiana r/r</i>	-7%	3%	6%	3%	-5%	2%
EBIT	39,4	38,3	31,0	4,5	5,3	38,0
<i>marża operacyjna</i>	9,9%	9,3%	7,1%	5,4%	6,7%	8,5%
EBITDA	50,5	48,6	41,5	7,0	7,9	47,8
Zysk brutto	26,9	31,3	24,8	4,5	3,8	30,9
Zysk netto	14,9	19,1	16,0	3,5	2,8	19,4
<i>marża netto</i>	3,7%	4,7%	3,7%	4,1%	3,5%	4,3%
Dług/kapitał własny	0,5	0,4	0,4	0,4	0,5	0,3
Dług/EBITDA	2,0	1,7	2,3	2,0	3,2	1,8
Odsetki/EBIT	0,2	0,2	0,2	-	-	0,1
Przepływy z działalności operacyjnej	53,3	44,8	19,1	-1,4	-32,1	30,7
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-10,7	-5,2	-11,8	-4,3	-2,5	-10,4
Przepływy z działalności finansowej	-41,1	-44,8	-7,4	8,0	35,4	-16,3

Źródło: sprawozdania Spółki, BM BGZ.

W porównaniu do przepływów pieniężnych w ubiegłych latach, widać niekorzystny wpływ poszczególnych elementów kapitału obrotowego czyli należności i zapasów. Dodatkowe środki, które pochłonęły inwestycje w zapasy i należności wyniosły 34 mln zł. Suma przepływów operacyjnych w ub. r. obrotowym wyniosła 19 mln zł vs. 45 oraz 53 mln zł w poprzednich latach. Polityka zarządzania kapitałem obrotowym uległa pogorszeniu się: rotacje wzrosły odpowiednio o 16, 5,6 i 12 (zapasy, należności i zobowiązania). Przyrost zobowiązań odsetkowych o 17% wraz ze spadkiem zysku EBITDA o 14% przyczyniły się do wzrostu wskaźnika Dług/EBITDA z 1,7 do 2,3.

1Q bieżącego roku obrotowego 2012/13 stanowi nowe otwarcie w GK Ambra. Dzięki wynegocjowanym podwyżkom cen sprzedaży produktów oraz towarów udało się zwiększyć marżę brutto ze sprzedaży z 33% do 37%. Z drugiej strony przeciągające się negocjacje doprowadziły do spadku sprzedaży brutto o 5,3% r/r. Jeszcze większy, bo ponad 14% spadek zanotował segment Czech i Słowacji, co po części jest efektem przeniesienia eksportu do Rosji do podmiotu dominującego (Ambra SA), jak również spadku popytu w segmencie HORECA. Niewielki wzrost kosztów wynagrodzeń, amortyzacji oraz pozostałych, umożliwił wzrost zysku operacyjnego o 17,9 % do 5,3 mln zł, jednak słabszy wynik na działalności finansowej doprowadził do spadku zysku netto dla akcjonariuszy jednostki dominującej o 1,2 mln zł. Największy negatywny wpływ na wynik miało rozpoznanie w bieżącym kwartale jedynie 125 tys. zł pozytywnych różnic kursowych podczas gdy rok temu ta pozycja w rachunku zysków i strat miała wartość 1,2 mln zł. W bieżącym roku wycena pożyczki dla spółki rumuńskiej będzie wpływać bezpośrednio na kapitał własny z pominięciem rachunku zysków i strat. Negatywną informacją jest fakt zwiększenia zadłużenia o niemal 43 mln zł, co będzie miało niekorzystny wpływ na saldo z działalności finansowej i w konsekwencji zysk netto w 2Q.

## Prognozy finansowe i perspektywy rozwoju

Pomimo negatywnej reakcji rynku na podwyżki spowodowane wzrostem cen podstawowych surowców, wierzymy w perspektywy wzrostu GK Ambra w szczególności w dłuższym terminie. O ile w 1Q 2012/13 mieliśmy do czynienia z jednorazowym spadkiem obrotów i wolumenów, tak w bieżącym kwartale spodziewamy się jedynie lekkiego spowolnienia wzrostu sprzedaży r/r do mniej więcej 2-3%.

Wprowadzone podwyżki powinny poprawić rentowność brutto ze sprzedaży od 1 do 3 p.p., co powinno przełożyć się na mniej więcej 10% wzrost zysku brutto ze sprzedaży. Wzrost pozostałych kosztów operacyjnych, jak również amortyzacji i kosztów wynagrodzeń nie powinien przekroczyć 3,5% r/r.

Według naszych obliczeń zysk operacyjny może zwiększyć się w 2Q 2012/13 nawet o 16% do 36,1 mln zł, co jednak w dalszym ciągu jest wartością o ponad 4% niższą od EBITu sprzed dwóch lat, kiedy GK Ambra osiągnęła rekordowe rentowności i zyski.

**Tab. Prognozy finansowe GK Ambra**

(mln PLN)	<b>2Q 2011/12</b>	<b>2Q 2012/13 P</b>	<b>2012/13 P</b>	<b>2013/14 P</b>
Przychody netto ogółem	190,2	199,7	446,0	464,8
<i>zmiana r/r</i>	<i>2,6%</i>	<i>5,0%</i>	<i>2,5%</i>	<i>4,2%</i>
Zysk brutto ze sprzedaży	60,8	67,5	148,1	153,7
<i>marża brutto ze sprzedaży</i>	<i>32,0%</i>	<i>33,8%</i>	<i>33,2%</i>	<i>33,1%</i>
EBITDA	33,4	38,7	47,8	49,5
<i>marża EBITDA</i>	<i>17,5%</i>	<i>19,4%</i>	<i>10,7%</i>	<i>10,6%</i>
EBIT	30,7	36,1	38,0	38,6
<i>marża EBIT</i>	<i>16,1%</i>	<i>18,1%</i>	<i>8,5%</i>	<i>8,3%</i>
Zysk netto	20,7	22,9	19,4	20,0
<i>marża netto</i>	<i>10,9%</i>	<i>11,5%</i>	<i>4,3%</i>	<i>4,3%</i>

*Źródło: sprawozdania Spółki, BM BGŻ.*

Długoterminowy wzrost wyników jest uzależniony od zmiany postaw i nawyków konsumenckich. Wino jest najbardziej pozytywną i dobrze postrzeganą kategorią napojów alkoholowych, dlatego wydaje się że wraz ze wzrostem świadomości społeczeństwa może być najszybciej rosnącą kategorią.

Spżycie wina per capita w Polsce jest kilkukrotnie niższe zarówno od spożycia w krajach-producentach jak i tych, które nie mają możliwości uprawy winorośli. O ile trudno uwierzyć w zapewnienia producentów i dystrybutorów mówiących o osiągnięciu przez Polskę konsumpcji per capita na poziomie średniej unijnej, to zrównoważony wzrost jest jak najbardziej uzasadniony. Wyłączając bieżący rok obrotowy, który ze względu na spowolnienie gospodarcze może okazać się słabszy (ma znaczenie również słabsza sprzedaż w 1Q), prognozujemy długoterminowy wzrost przychodów na poziomie netto nie niższym niż 5% (w ujęciu netto, bez akcyzy i opłat). Z drugiej strony, nie widzimy potencjału wzrostu na rynku czeskim, słowackim i rumuńskim, które są już odpowiednio nasycone. Przyjmujemy, że realny wzrost przychodów ze sprzedaży w tych krajach ukształtuje się na poziomie nie wyższym niż 1%.

---

## Działalność operacyjna

---

Historia Grupy Kapitałowej Ambra sięga 1990 roku, kiedy powstała hurtownia win Kram. W 1994 r. spółka pozyskuje inwestora branżowego – Sektkellerei Schloss Wachenheim AG, który początkowo objął 25% akcji w podwyższonym kapitale zakładowym. Kolejne emisje zapewniają spółce środki na takie inwestycje jak system dystrybucji oraz nowoczesny zakład produkcyjny w Woli Dużej, koło Biłgoraju.

W 1999 r. Ambra powołuje do życia Centrum Wina, które jest dystrybutorem win importowanych. Od 2003 r. spółka zaczyna rozwijać się przez przejęcia, których pierwszym celem okazały się spółki Soare Sekt (Czechy), Karom Drinks (Słowacja) oraz PH Vinex Slavianti Poland (Polska – dystrybutor win bułgarskich).

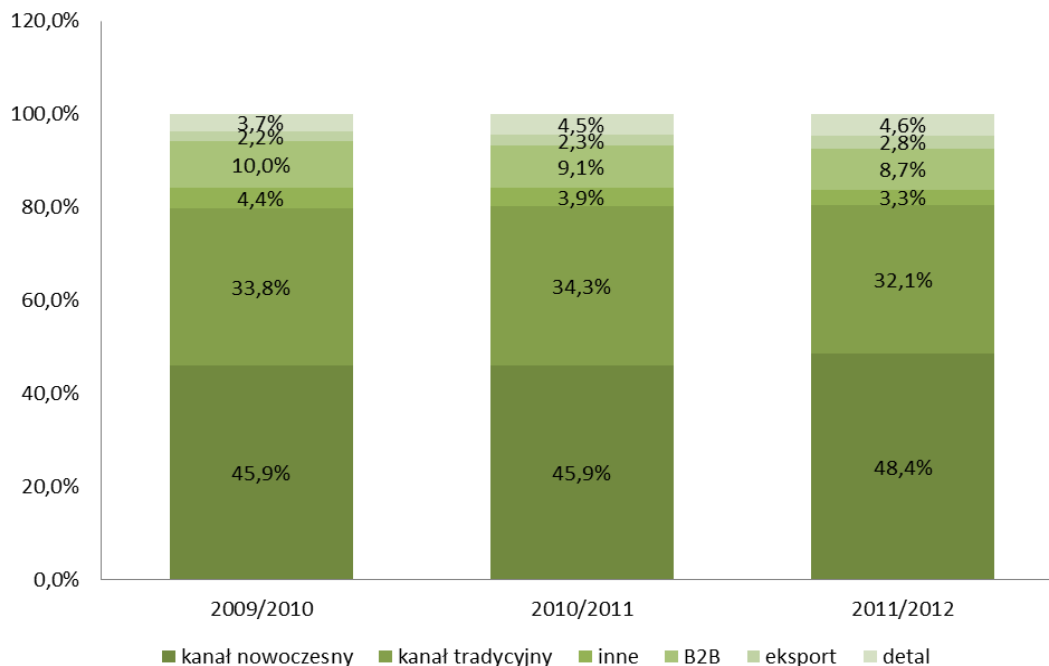
Oferta publiczna akcji w 2004 r. zapewniła 57 mln zł dodatkowych środków na przejęcia następujących podmiotów:

- TIM SA (51% akcji)
- Wine Club Sp. Z o.o.
- Wine House Sp. Z o.o.
- PH LPdV Sp. Z o.o. (45% udziałów obecnie)
- S.C. ZAREA s.a. (51% akcji)
- Dokupiono udziały w Soare Sekt as. (100% akcji obecnie)

Jednocześnie sprawnie zarządzanemu przedsiębiorstwu udaje się wypromować i umieścić w świadomości Polaków takie marki jak Dorato, Fresco czy Piccolo. Oprócz rozwoju własnych pomysłów podjęto decyzję o przejęciu kilku innych, również rozpoznawalnych marek takich jak Cin&Cin czy Michelangelo.

Największy udział w strukturze przychodów ze sprzedaży GK Ambra stanowi dystrybucja i sprzedaż win do sieci handlowych odpowiadająca za ok. 48% obrotu w Polsce. W ubiegłym roku wzrost sprzedaży w tym segmencie był wyższy od dynamiki skonsolidowanych przychodów o ok. 3 p.p. i wyniósł 12,6%. Należy również odnotować duże wyhamowanie tempa wzrostu w kanale tradycyjnym z 13,5 do 2%.

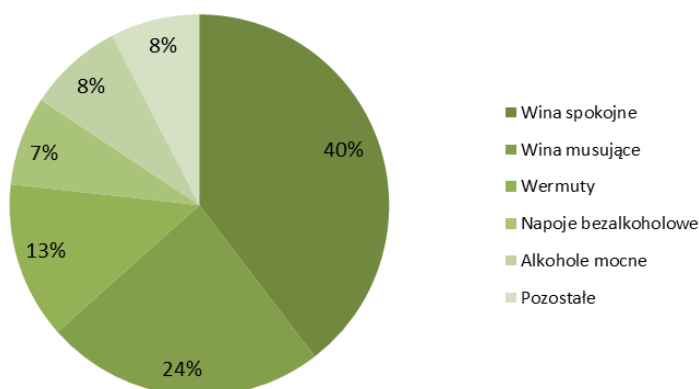
**Rys. Struktura odbiorców wg kanałów dystrybucji**



Źródło: Spółka.

W strukturze asortymentowej dominują wina spokojne z 48% udziałem w sprzedaży w polskiej walucie. Choć w ubiegłym roku można było zauważyć spadek udziałów w tej kategorii, to i tak jest to segment który w średnim i długim terminie ma najlepsze perspektywy. Co ciekawe, wbrew temu co obserwuje się na rynku, jednym z najlepiej funkcjonujących segmentów w GK Ambra jest segment wermutów. O ile rynek w ostatnim czasie jest na lekkim minusie, to ten segment w Ambrze wzrósł w ubiegłym roku aż o 22%.

**Rys. Struktura asortymentowa sprzedaży Grupy Kapitałowej Ambra**



Źródło: Spółka.

Sprzedaż i handel zarówno w Czechach jak i na Słowacji ogranicza się do obsługi sieci handlowych, co świadczy o słabej dywersyfikacji sprzedaży. Ostatnie wyniki finansowe raczej rozczarowały,

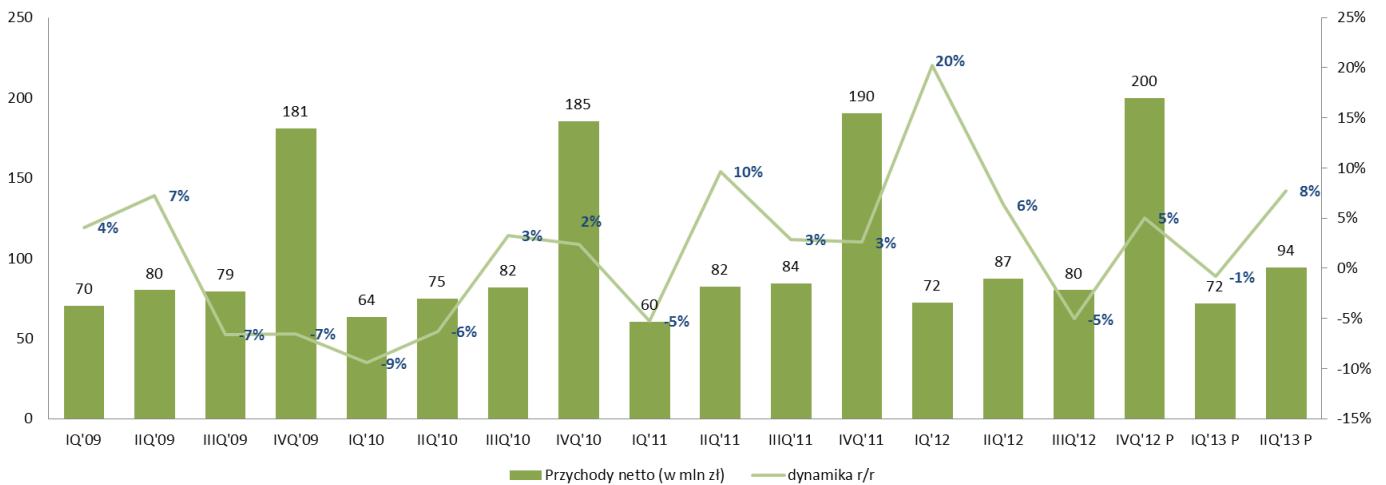


zwłaszcza że właściwie każdy rodzaj asortymentu zanotował dotkliwe straty. W bieżącym roku spodziewamy się dalszych spadków sprzedaży w Czechach i na Słowacji.

Z drugiej strony, po dwóch podwyżkach akcyzy w Rumunii w ubiegłych latach, sprzedaż w tym kraju powoli się odradza. To co może napawać optymizmem, to stabilny wzrost na podstawowym produkcie jakim jest segment win musujących.

Sprzedaż spółki charakteryzuje się wysoką sezonowością, która w szczególności jest widoczna w 2Q (4Q kalendarzowy). Historycznie przychody 2Q stanowiły ok. 45% - 50% przychodów całorocznych (kalendarzowych), dlatego w bieżącym kwartale spodziewamy się przychodów netto na poziomie ok. 200 mln zł.

**Rys. Sezonowość w GK Ambra**

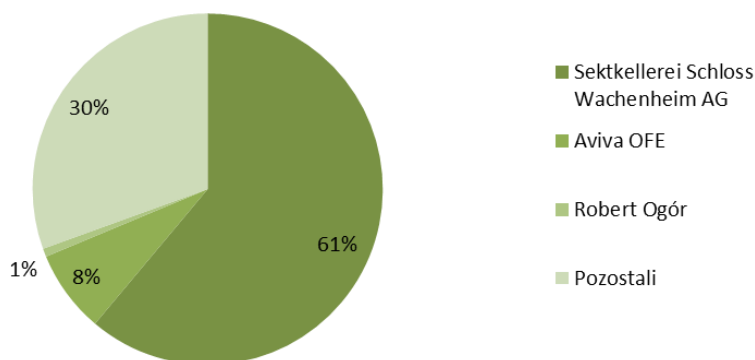


Źródło: sprawozdania Spółki, BM BGŻ

## Struktura akcjonariatu

Głównym akcjonariuszem spółki Ambra SA jest Sektkellerei Schloss Wachenheim AG – trzeci pod względem wielkości producent win musujących w Niemczech. Druga w kolejności pod względem liczby posiadanych akcji jest Aviva OFE z 7,6% udziału w kapitale spółki. Również Prezes Zarządu Ambry – Pan Robert Ogór jest właścicielem 191 tys. akcji podmiotu dominującego.

**Rys. Struktura akcjonariatu**



Źródło: sprawozdania Spółki, BM BGŻ

## Otoczenie rynkowe

### Otoczenie konkurencyjne

Jeszcze przed 2008 rokiem, spożycie alkoholu było w wyraźnym trendzie wzrostowym. Najsilniejszym impulsem, który wpłynął na wzrost spożycia o ok. 25% na przestrzeni dziesięciu lat była obniżka akcyzy w 2002 r. W ostatnich latach obserwujemy kilkuprocentowy spadek spożycia alkoholu wyrażonego w litrach 100% spirytusu na osobę powyżej 15 roku życia.

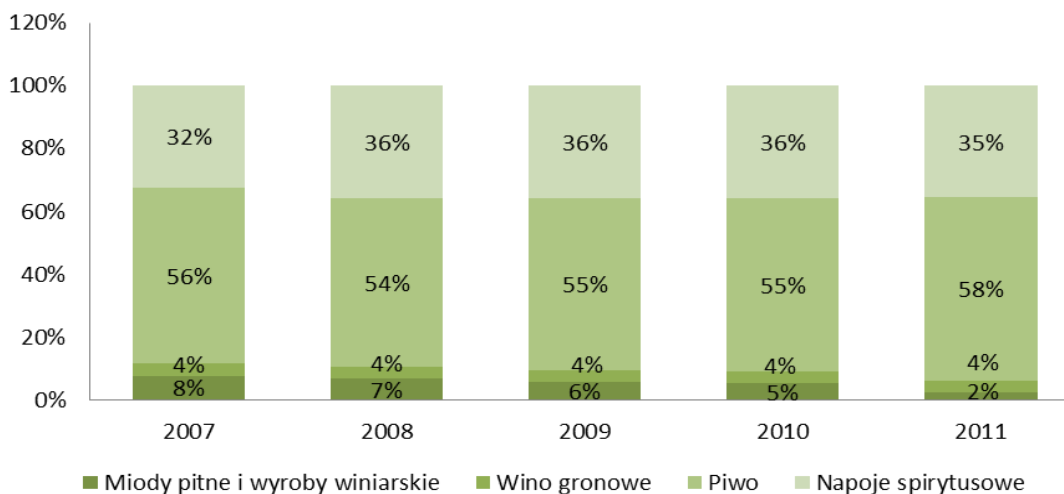
**Rys. Spożycie alkoholu na osobę powyżej 15 roku życia w litrach (100%)**



Źródło. Newsletter PPS za danymi GUS

Dane GUS-u wskazują na niewielkie wahania udziałów poszczególnych kategorii produktowych takich jak: napoje spirytusowe, piwo, wino czy miód pitny i wyroby winiarskie. Najbardziej wyraźna tendencja jest widoczna w wyrobach winiarskich i miodzie pitnym, gdzie od 2007 r. spadki roczne wyniosły ok. 25%, czego największym beneficjentem okazała się kategoria piw. Udział win w spożyciu na osobę w zasadzie nie uległ większym zmianom.

**Rys. Udział poszczególnych kategorii produktowych w spożyciu na osobę**



Źródło. Newsletter PPS za danymi GUS

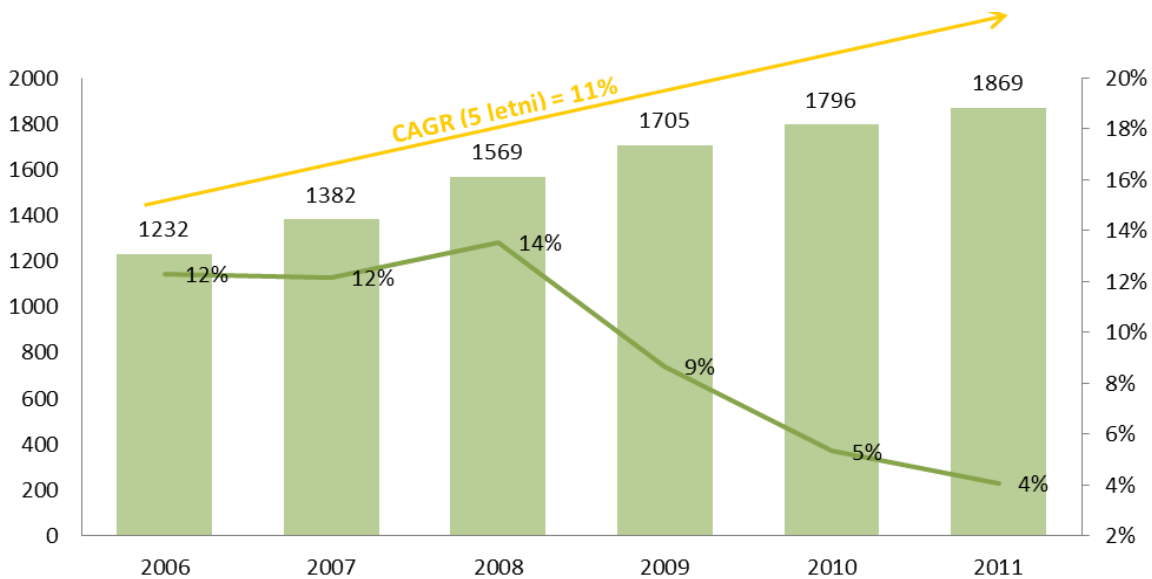
Rynek napojów alkoholowych jest absolutnym liderem całego rynku spożywczego a jego szacowana wartość wynosi ok. 26 mld zł. Największy wzrost tego segmentu nastąpił po 2002 r. kiedy weszła w życie 30% obniżka akcyzy na spirytus.

Największą kategorią segmentu napojów alkoholowych pod względem wartości sprzedaży jest piwo, na które Polacy wydali rok temu aż 13,2 mld zł. Biorąc pod uwagę wzrost spożycia piwa na osobę oraz to, że od trzech lat wartość rynku kształtuje się na tym samym poziomie, można powiedzieć że średnia cena litra piwa spadła. Przyczyn takiego stanu rzeczy nie należy szukać w obniżkach cen konkretnych produktów, lecz raczej w zmianie struktury rynku w kierunku dyskontów i marek własnych.

Drugim najbardziej popularnym napojem alkoholowym w Polsce jest wódka, choć ostatnie dwa lata potwierdziły jej słabość na tle całego rynku „mocniejszych” napojów. O ile w 2010 r. Polacy wypili podobną ilość wódki w porównaniu do 2009 r., to w roku ubiegłym mieliśmy do czynienia z 2% spadkiem sprzedanych wolumenów. Spadek wartości rynku był jeszcze większy w ujęciu wartościowym i wyniósł 4%.

Na trzecim miejscu klasyfikacji pod względem wartości rynku plasuje się rynek wina, który jako jedyny z trzech największych kategorii na rynku utrzymał w ostatnich latach pozytywną dynamikę wzrostu sprzedaży. Największym i najszybciej rozwijającym się segmentem na rynku wina jest segment win stołowych, który w ubiegłym roku wzrósł o 8% zostawiając daleko w tyle pozostałe kategorie. Zarówno wina musujące, deserowe jak i wermuty od dłuższego czasu są w odwrocie, tracąc średnio 2% udziałów rocznie na rzecz win stołowych.

**Rys. Wartość oraz dynamika wzrostu rynku wina.**

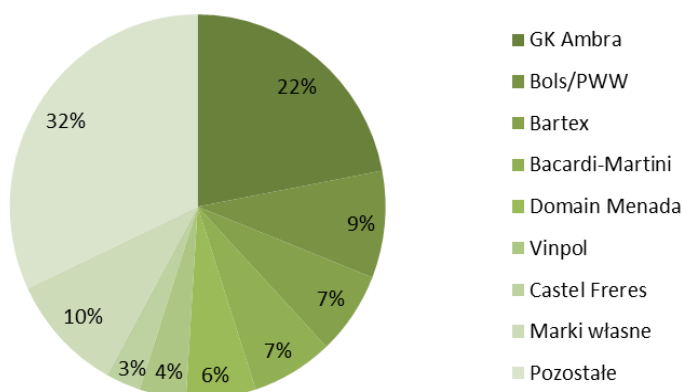


Źródło. Wino na fali wzrostu. Raport na temat rynku wina w Polsce w 2011 roku. Ambra. Kwiecień 2012

Struktura kanałów dystrybucji wina odzwierciedla zmiany zachodzące w całym rynku detalicznym. Widać wyraźny odwrót od formatów tradycyjnych, takich jak sklepy-spożywcze o różnej powierzchni, natomiast coraz większa część handlu przypada na dyskonty i duże sieci. Według raportu „Wino na fali wzrostu” udział dyskontów w całości sprzedaży wynosi wartościowo ok. 28%, co może być uznane za ewenement w skali całej Europy, gdzie poziom sprzedaży produktów FMCG w kanale dyskontowym wynosi średnio ok. 14%.

Rynek wina w Polsce został podzielony między dużą liczbę podmiotów, których niekwestionowanym liderem z 22% udziałem jest GK Ambra. Kolejni znaczący gracze, czyli PWW/Bols, Bartex, Bacardi-Martini oraz Domain-Menada mają zbliżone udziały i stanowią razem ok. 30% całego rynku. Poniższy rysunek w przybliżeniu odzwierciedla udziały podmiotów działających na polskim rynku wina.

**Rys. Udziały w polskim rynku wina**



Źródło. Wino na fali wzrostu. Raport na temat rynku wina w Polsce w 2011 roku. Ambra. Kwiecień 2012

Jak już wcześniej wspomniano, największym i najbardziej dynamicznie rosnącym segmentem na rynku wina jest segment win stołowych. Ze względu na dynamiczną sprzedaż tej kategorii w dyskontach, coraz

większą popularnością cieszą się najtańsze wina, co oczywiście odbija się na sprzedaży droższego i lepszego jakościowo asortymentu. Choć sprzedaż Ambry łącznie plasuje się na pierwszym miejscu pod względem wartości przychodów, to w klasyfikacji popularności i sprzedaży produktów danej marki GK Ambra musi uznać wyższość PWW/Bols z flagową marką Carlo Rossi. Najbardziej rozpoznawalne marki GK Ambra, które rywalizują w kategorii win spokojnych m.in. z Kadarką (Domain Menada i inni – marka generyczna), Le Carillon (Castel Freres) oraz Varną (BWS) to Fresco oraz El Sol, której prawa do marki nabyto w 2010 r. od Carlsberg Polska.

Drugim segmentem na rynku wina pod względem obrotów jest kategoria wina musującego, która jednocześnie jest prawie 4,5-krotnie mniejsza niż kategoria win spokojnych (270 mln zł vs 1190 mln zł). Wraz z takimi markami jak Dorato, Cin&Cin, Michelangelo oraz Igristoje, GK Ambra deklasuje swoich konkurentów oddając jedynie trzecie miejsce w klasyfikacji najpopularniejszych marek Martini – któremu udało się uzyskać miejsce na podium ze względu na stosunkowo wysoką cenę sprzedaży (wolumeny są raczej niskie). Od dwóch lat segment win musujących przeżywa mały kryzys, który w dłuższym terminie może zamienić się w negatywną tendencję do wypierania tego gatunku przez wina spokojne. Według szacunków autorów prezentacji francuskiej agencji FranceAgriMer „Le marche mondial du vin effervescent” (2012), spożycie wina musującego w porównaniu do całego rynku wina na świecie i w Europie wynosi kolejno ok. 6-7% i 13-14%, dlatego wraz z upływem czasu spożycie w Polsce może w bardzo wolnym tempie zbiegać do poziomu europejskiego.

Trzecią kategorią, której wartość jest w zasadzie równa wartości segmentu win musujących są wermuty. Pod względem wolumenów jest to kategoria mniejsza niż pozostałe, co w dużej mierze wynika ze stosunkowo wysokich cen w porównaniu do innych produktów. W tym przypadku palmę pierwszeństwa dzierży grupa Martini-Bacardi wraz ze swoim flagowym produktem czyli Martini. Równie popularną marką w kategorii wermutów jest Cin&Cin należąca do Ambry, jednak ze względu na niższe pozycjonowanie, wartość sprzedaży jest nieporównywalnie mniejsza w porównaniu do Martini.

Ostatni segment wyróżniony we wspomnianym wcześniej raporcie to wina deserowe i pozostałe, których łączna sprzedaż w 2011 roku była warta ok. 144 mln zł. Liderami tej kategorii są firmy Bartex oraz Vinpol. Dodatkowo można wyróżnić kategorię wina owocowego, która jest warta ok. 100 mln zł. Ze względu na bardzo dobry odbiór kategorii win gronowych oraz słabą reputację win owocowych, spadek sprzedaży tej drugiej wyniósł ok. 66% od końca lat 90.

---

## Czynniki ryzyka

---

W związku z wysoką ekspozycją zarówno na towary handlowe jak i surowiec do produkcji własnych win należy mieć na uwadze zwiększone ryzyko związane z kursami walutowymi. Osłabienie złotówki wpływa negatywnie na poziom rentowności w polskiej części grupy i pozytywnie na wewnętrzne rozliczenia ze spółką z Rumunii. W ostatnim czasie rynek walut zachowuje się raczej stabilnie, ale nic nie gwarantuje, że taka sytuacja będzie miała miejsce w przyszłości. Istnieje prawdopodobieństwo znacznego umocnienia lub osłabienia złotówki co mogłoby przynieść polepszenie lub pogorszenie rentowności w polskiej części grupy kapitałowej.

Innym rodzajem ryzyka związanym z prowadzeniem działalności gospodarczej jest ryzyko polityczne. Spółki, których produkcja jest obciążona akcyzą są narażone na dodatkowe ryzyko związane ze zwiększeniem akcyzy na wyroby alkoholowe. W przypadku problemów z dopięciem budżetu, Ministerstwo Finansów może sięgnąć głębiej do kieszeni podatników a podwyżka akcyzy może mieć niekorzystny wpływ na poziom zgłaszanego popytu. Obecnie stawka akcyzy na wino została ustalona na poziomie 158 zł za hektolitr (o ile nie zostało ono „wzmocnione” alkoholem etylowym), co daje średnio 1,19 zł podatku na butelkę. W zależności od końcowej ceny, akcyza może stanowić od 15% do mniej niż 1% ceny detalicznej tego trunku i jest raczej jedną z mniejszych składowych ceny ostatecznej wina. Duży udział w cenie detalicznej mają koszty wytworzenia produktów w tym wino gronowe, lub koncentrat z winogron, których cena kształtuje się w zależności od wielkości zbiorów.

---

## Tabele i prognozy

**Tab. Sprawozdanie z sytuacji finansowej**

(mln PLN)	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13P	2013/14P	2014/15P	2015/16P
<b>AKTYWA</b>	<b>407,0</b>	<b>398,7</b>	<b>439,1</b>	<b>449,4</b>	<b>456,4</b>	<b>467,7</b>	<b>478,0</b>
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>198,6</b>	<b>194,8</b>	<b>197,7</b>	<b>198,2</b>	<b>197,1</b>	<b>196,8</b>	<b>197,7</b>
Wartości niematerialne i prawne	13,8	13,8	16,1	15,3	14,4	13,7	13,0
Rzeczowe aktywa trwałe	126,0	104,6	105,2	106,6	106,4	106,8	108,3
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>208,4</b>	<b>203,9</b>	<b>241,4</b>	<b>251,2</b>	<b>259,3</b>	<b>270,9</b>	<b>280,3</b>
Zapasy	99,6	101,3	126,6	129,7	135,1	142,7	149,7
Należności krótkoterminowe	93,4	93,1	105,6	108,2	112,7	119,0	124,9
Środki pieniężne	11,2	5,9	5,8	9,8	7,8	5,7	2,1
<b>PASYWA</b>	<b>407,0</b>	<b>398,7</b>	<b>439,1</b>	<b>449,4</b>	<b>456,4</b>	<b>467,7</b>	<b>478,0</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>216,6</b>	<b>228,7</b>	<b>234,1</b>	<b>249,1</b>	<b>262,0</b>	<b>277,6</b>	<b>287,6</b>
Kapitał zakładowy	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2
Kapitał zapasowy	174,7	184,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	14,9	19,1	16,0	19,4	20,0	22,6	24,7
Udziały niekontrolujące	30,1	29,4	27,7	31,3	33,8	37,0	40,3
<b>Zobowiązania i rezerwy</b>	<b>190,4</b>	<b>170,0</b>	<b>205,0</b>	<b>200,3</b>	<b>194,4</b>	<b>190,1</b>	<b>190,4</b>
Zobowiązania długoterminowe	54,2	33,4	32,9	25,9	15,9	5,9	0,9
Zobowiązania krótkoterminowe	127,1	129,9	167,3	169,6	173,7	179,3	184,6
<i>w tym zobowiązania odsetkowe (razem)</i>	<i>115,4</i>	<i>88,2</i>	<i>102,3</i>	<i>95,3</i>	<i>85,3</i>	<i>75,3</i>	<i>70,4</i>

Źródło: BM BGZ.

**Tab. Sprawozdanie z całkowitych dochodów**

(mln PLN)	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13P	2013/14P	2014/15P	2015/16P
<b>Przychody brutto</b>	<b>501,6</b>	<b>522,0</b>	<b>565,9</b>	<b>582,3</b>	<b>603,2</b>	<b>632,9</b>	<b>664,3</b>
<i>zmiana r/r</i>	-5,6%	4,1%	8,4%	2,9%	3,6%	4,9%	5,0%
<b>Przychody netto</b>	<b>398,9</b>	<b>409,7</b>	<b>435,3</b>	<b>446,0</b>	<b>464,8</b>	<b>490,6</b>	<b>515,0</b>
<i>zmiana r/r</i>	-7,0%	2,7%	6,2%	2,5%	4,2%	5,6%	5,0%
Koszt sprzed. produktów, towarów i materiałów	227,0	230,7	254,2	252,5	264,0	278,3	292,1
Koszty reklamy marketingu i dystrybucji	41,4	43,2	42,6	45,4	47,0	50,6	53,8
<b>Zysk brutto na sprzedaży</b>	<b>130,5</b>	<b>135,8</b>	<b>138,5</b>	<b>148,1</b>	<b>153,7</b>	<b>161,7</b>	<b>169,1</b>
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	32,7%	33,2%	31,8%	33,2%	33,1%	33,0%	32,8%
Amortyzacja	11,1	10,3	10,6	9,8	10,9	11,2	10,4
Inne koszty operacyjne	85,1	87,9	97,0	100,3	104,3	108,5	113,9
<b>Wynik ze sprzedaży</b>	<b>34,3</b>	<b>37,7</b>	<b>30,9</b>	<b>38,0</b>	<b>38,6</b>	<b>42,0</b>	<b>44,8</b>
<b>EBITDA</b>	<b>50,5</b>	<b>48,6</b>	<b>41,5</b>	<b>47,8</b>	<b>49,5</b>	<b>53,2</b>	<b>55,2</b>
<b>EBIT</b>	<b>39,4</b>	<b>38,3</b>	<b>31,0</b>	<b>38,0</b>	<b>38,6</b>	<b>42,0</b>	<b>44,8</b>
<i>marża operacyjna</i>	9,9%	9,3%	7,1%	8,5%	8,3%	8,6%	8,7%
Saldo przychodów i kosztów finansowych	-12,5	-7,0	-6,2	-7,1	-6,7	-6,1	-5,5
<b>Wynik brutto</b>	<b>26,9</b>	<b>31,3</b>	<b>24,8</b>	<b>30,9</b>	<b>31,9</b>	<b>35,9</b>	<b>39,4</b>
<i>marża brutto</i>	6,7%	7,6%	5,7%	6,9%	6,9%	7,3%	7,6%
Podatek dochodowy	5,1	7,6	5,4	6,7	6,9	7,8	8,5
Zysk przypadający na udziały mniejszościowe	6,3	4,1	2,5	4,8	5,0	5,6	6,2
<b>Wynik netto</b>	<b>14,9</b>	<b>19,1</b>	<b>16,0</b>	<b>19,4</b>	<b>20,0</b>	<b>22,6</b>	<b>24,7</b>
<i>marża netto</i>	3,7%	4,7%	3,7%	4,3%	4,3%	4,6%	4,8%

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

**Tab. Sprawozdanie z przepływów pieniężnych**

(mln PLN)	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13P	2013/14P	2014/15P	2015/16P
<b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>	<b>53,3</b>	<b>44,8</b>	<b>19,1</b>	<b>36,7</b>	<b>35,6</b>	<b>36,3</b>	<b>38,0</b>
Zysk netto	14,9	19,1	16,0	19,4	20,0	22,6	24,7
Amortyzacja	11,1	10,3	10,6	9,8	10,9	11,2	10,4
Odsetki	9,7	6,7	6,7	6,1	5,7	5,1	4,5
Zmiana kapitału obrotowego	7,5	3,6	-15,1	-3,4	-5,9	-8,2	-7,7
<b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-10,7</b>	<b>-5,2</b>	<b>-11,8</b>	<b>-10,4</b>	<b>-9,8</b>	<b>-10,9</b>	<b>-11,2</b>
Nakłady inwestycyjne (CAPEX)	-16,4	-14,3	-14,9	-10,4	-9,8	-10,9	-11,2
<b>Przepływy z działalności finansowej</b>	<b>-41,1</b>	<b>-44,8</b>	<b>-7,4</b>	<b>-22,4</b>	<b>-27,8</b>	<b>-27,6</b>	<b>-30,3</b>
Odsetki	-9,1	-6,8	-6,8	-6,1	-5,7	-5,1	-4,5
Kredyty netto	-26,2	-26,0	13,8	-7,0	-10,0	-10,0	-5,0
Dywidenda	5,7	12,1	14,5	9,3	12,1	12,5	20,9
<b>Zmiana stanu środków pieniężnych</b>	<b>1,4</b>	<b>-5,3</b>	<b>-0,1</b>	<b>4,0</b>	<b>-2,0</b>	<b>-2,2</b>	<b>-3,5</b>
<b>Środki pieniężne:</b>							
<b>na początek okresu</b>	<b>9,3</b>	<b>11,2</b>	<b>5,9</b>	<b>5,8</b>	<b>9,8</b>	<b>7,8</b>	<b>5,7</b>
<b>na koniec okresu</b>	<b>10,7</b>	<b>5,9</b>	<b>5,8</b>	<b>9,8</b>	<b>7,8</b>	<b>5,7</b>	<b>2,1</b>

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ



**Tab. Wybrane wskaźniki finansowe**

	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13P	2013/14P	2014/15P	2015/16P
EPS	0,59	0,76	0,64	0,77	0,79	0,89	0,98
DPS	0,10	0,30	0,40	0,32	0,38	0,40	0,72
Dividend yield	1,2%	3,7%	4,9%	3,9%	4,7%	4,9%	8,8%
BVPS	7,40	7,90	8,19	8,64	9,05	9,55	9,81
P/E	13,7	10,7	12,7	10,5	10,2	9,1	8,3
P/BV	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8
P/S	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4
P/CE	6,3	6,1	7,0	6,0	5,7	5,2	5,0
EV/EBIT	9,2	9,5	11,8	9,6	9,5	8,7	8,1
EV/EBITDA	7,2	7,5	8,8	7,6	7,4	6,9	6,6
EV/S	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13P	2013/14P	2014/15P	2015/16P
rentowność brutto na sprzedaży	32,7%	33,2%	31,8%	33,2%	33,1%	33,0%	32,8%
rentowność EBIT	9,9%	9,3%	7,1%	8,5%	8,3%	8,6%	8,7%
rentowność EBITDA	12,7%	11,9%	9,5%	10,7%	10,6%	10,9%	10,7%
rentowność netto	3,7%	4,7%	3,7%	4,3%	4,3%	4,6%	4,8%
dynamika przychodów	-7,0%	2,7%	6,2%	2,5%	4,2%	5,6%	5,0%
dynamika EBITDA	53,6%	-3,9%	-14,5%	15,0%	3,5%	7,7%	3,7%
dynamika EBIT	88,1%	-2,9%	-19,1%	22,6%	1,5%	9,0%	6,7%
dynamika EPS	192,5%	28,6%	-16,3%	20,8%	3,3%	12,8%	9,5%
dług/aktywa	27,9%	22,0%	23,1%	21,0%	18,5%	15,9%	14,5%
dług/kapitał własny	52,5%	38,3%	43,4%	37,9%	32,3%	26,8%	24,2%
dług/EBITDA	2,0	1,7	2,3	1,8	1,5	1,3	1,2
odsetki/EBIT	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1
płynność bieżąca	1,6	1,6	1,4	1,5	1,5	1,5	1,5
płynność szybka	1,6	1,5	1,4	1,4	1,4	1,5	1,5
płynność gotówkowa	0,09	0,05	0,03	0,06	0,05	0,03	0,01
rotacja zapasów (dni)	91,1	90,2	106,1	106,1	106,1	106,1	106,1
rotacja należności (dni)	85,5	82,9	88,5	88,5	88,5	88,5	88,5
rotacja zobowiązań (dni)	60,3	67,0	79,4	79,4	79,4	79,4	79,4
cykl rotacji gotówki (dni)	116,3	106,2	115,3	115,3	115,3	115,3	115,3
ROA	3,7%	4,8%	3,7%	4,3%	4,4%	4,8%	5,2%
ROE	6,9%	8,4%	6,8%	7,8%	7,6%	8,1%	8,6%
ROIC	9,6%	9,8%	7,5%	8,9%	9,0%	9,6%	10,1%
WACC	10,3%	10,9%	11,2%	11,1%	9,4%	9,4%	9,4%
EVA (mln zł)	-2,4	-3,5	-12,5	-7,5	-1,4	0,9	2,7
FCFF (mln zł)	39,8	39,7	8,8	26,8	26,4	26,2	27,8

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

## NOTA PRAWNA

Biuro Maklerskie BGŻ S.A. prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie Komisja Nadzoru Finansowego). Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM BGŻ S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego BGŻ S.A.

Raport jest udostępniany klientom wyłącznie w celach informacyjnych i nie powinien być wykorzystywany w charakterze lub traktowany jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM BGŻ S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM BGŻ S.A. nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego dokumentu i ewentualne szkody poniesione w ich wyniku ponoszą wyłącznie podejmujący takie decyzje. Dokument ten został przygotowany przez BM BGŻ S.A. z zastosowaniem metodologicznej poprawności, zachowaniem należytej staranności i obiektywizmu. Korzystając z tego dokumentu, nie należy go traktować jako substytutu do przeprowadzenia własnej niezależnej oceny. Ani dokument ten, ani żaden jego fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakąkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM BGŻ S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM BGŻ S.A. jest ważny w okresie 12 miesięcy od dnia sporządzenia go i nie jest planowana jego aktualizacja, o ile nie nastąpią zmiany lub nie pojawią się nowe istotne informacje i okoliczności, będące podstawą wydania danej rekomendacji. Data sporządzenia raportu jest datą pierwszego udostępnienia rekomendacji do dystrybucji. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez zgody BM BGŻ S.A. jest zabronione.

BM BGŻ przyjęło następującą metodologię w zakresie oczekiwań co do stopy zwrotu z inwestycji w instrument finansowy będący przedmiotem Raportu w okresie 12 miesięcy od dnia wydania raportu:

- Kupuj – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wynosi co najmniej 10%;
- Neutralnie - oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji znajduje się w przedziale (-10%; + 10%);
- Sprzedaj – oczekiwany spadek zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 10%.

Metody wyceny zastosowane w prezentowanym dokumencie opierają się na metodach i modelach opisanych i powszechnie wykorzystywanych w literaturze fachowej. Używanie ich wymaga szacowania dużej liczby parametrów, m.in. takich jak: stopy procentowe, kursy walut, przyszłe zyski, przepływy pieniężne i wiele innych. Parametry te są zmienne w czasie, subiektywne i w rzeczywistości mogą różnić się od tych przyjętych do wyceny. Każda wycena zależy od wartości wprowadzonych parametrów i jest wrażliwa na ich zmianę. Wycena DCF: Metoda DCF bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Jej mocne strony to uwzględnienie przyszłych zmian w wolnych przepływach pieniężnych oraz kosztu pieniądza w czasie. Słabe strony to duża liczba parametrów, które należy oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów. Wycena metodą porównawczą: Wycena ta opiera się na porównaniu wskaźników rynkowych wycenianej spółki ze wskaźnikami innych porównywalnych spółek. Mocna strona tej metody to mniejsza, w porównaniu z metodą DCF, liczba parametrów wyceny oraz relatywne odnoszenie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywalnych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM BGŻ S.A. a Podmiotem Raportu nie występują powiązania i nie są mu znane informacje, o których mowa w §9 i §10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców.

Osoby sporządzające niniejszą rekomendację/analizę/opracowanie:

- pobierają stałe wynagrodzenie niezależne od wydanego zalecenia, ceny docelowej, czy trafności rekomendacji i nie jest ono zależne od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej Banku BGŻ.
- nie pełnią funkcji kierowniczych i nie zajmują stanowisk w organach nadzorczych Spółki i nie są z nią powiązane żadną umową.

Spółka nie posiada akcji BM BGŻ, a podmioty powiązane z BM BGŻ nie posiadają akcji Spółki. Część Niniejsza rekomendacja/analiza/opracowanie nie została udostępniona emitentowi przed datą pierwszego ich udostępnienia do dystrybucji.

Wykaz rekomendacji/analiz/opracowań/komentarzy sporządzanych przez BM BGŻ S.A. wraz z informacją dotyczącą proporcji udzielanych rekomendacji „kupuj”, „sprzedaj”, „trzymaj” jest dostępny na stronie :

[http://www.bgz.pl/biuro\\_maklerskie/hp\\_biuro/analizy\\_raporty.html](http://www.bgz.pl/biuro_maklerskie/hp_biuro/analizy_raporty.html)

**Doradztwo Inwestycyjne** telefon adres email

Tomasz Dumala		22 329 43 40	<a href="mailto:tomasz.dumala@bgz.pl">tomasz.dumala@bgz.pl</a>
Krzysztof Kozielec		22 329 43 44	<a href="mailto:krzysztof.kozielec@bgz.pl">krzysztof.kozielec@bgz.pl</a>
Tomasz Kania		22 329 43 46	<a href="mailto:tomasz.kania@bgz.pl">tomasz.kania@bgz.pl</a>

**Operacje Brokerskie** telefon adres email

Marek Niewiadomski	Klienci instytucjonalni	22 329 43 26	<a href="mailto:marek.niewiadomski@bgz.pl">marek.niewiadomski@bgz.pl</a>
Grzegorz Leszek	Klienci instytucjonalni	22 329 43 25	<a href="mailto:grzegorz.leszek@bgz.pl">grzegorz.leszek@bgz.pl</a>
Maciej Guzek	Klienci instytucjonalni	22 329 43 23	<a href="mailto:maciej.guzek@bgz.pl">maciej.guzek@bgz.pl</a>
Monika Dudek	Klienci detaliczni	22 329 43 24	<a href="mailto:monika.dudek@bgz.pl">monika.dudek@bgz.pl</a>
Przemyslaw Borycki	Klienci detaliczni	22 329 43 22	<a href="mailto:przemyslaw.borycki@bgz.pl">przemyslaw.borycki@bgz.pl</a>

**Oferty Publiczne (IPO)** telefon adres email

Marek Jaczewski	Główny specjalista	22 329 43 53	<a href="mailto:marek.jaczewski@bgz.pl">marek.jaczewski@bgz.pl</a>
Boguslaw Baczynski	Główny specjalista	22 329 43 42	<a href="mailto:boguslaw.baczynski@bgz.pl">boguslaw.baczynski@bgz.pl</a>

**Internetowe serwisy transakcyjne** strona www

 Zlecenia na GPW i New Connect	<a href="http://www.bgz.pl/biuro_maklerskie/zlecenia_gpw.html">http://www.bgz.pl/biuro_maklerskie/zlecenia_gpw.html</a>
 Zapisy w ofertach publicznych (IPO)	<a href="http://www.bgz.pl/biuro_maklerskie/zapisy_ipo.html">http://www.bgz.pl/biuro_maklerskie/zapisy_ipo.html</a>

**Oddziały** adres telefon adres telefon

Białystok	ul. Suraska 3 a	85 747 01 16	Opole	ul. Rynek 24/25	77 454 43 64
Ciechanów	ul. 17-go Stycznia 60	23 674 13 52	Ostrołęka	ul. Gorbatowa 9	29 760 65 56
Dzierżoniów	ul. Rzeźnicza 2	74 831 97 99	Płock	ul. 1-go Maja 7 d	24 264 17 17
Elk	ul. Armii Krajowej 24	87 610 47 17	Poznań	ul. Piekary 17	61 852 15 21
Gorzów Wlkp.	ul. Walczaka 3	95 721 63 29	Przemysł	ul. Kamienny Most 6	16 675 05 86
Jelenia Góra	ul. Bankowa 34	75 753 30 98	Radom	ul. Traugutta 29	48 361 22 70
Kielce	ul. Sienkiewicza 47	41 366 02 15	Rzeszów	ul. Jagiellońska 9	17 852 05 21
Kołobrzeg	Plac Ratuszowy 5a/1	94 354 74 63	Siedlce	ul. Joselewicza 3	25 640 90 04
Kraków	ul. Pawia 5	12 632 70 11	Sieradz	ul. Sarańska 5	43 822 61 34
Lublin	ul. 1-go Maja 16 a	81 531 91 44	Szczecin	Plac Lotników 3 b	91 433 19 20
Łomża	ul. Dworna 12	86 215 41 99	Tarnobrzeg	ul. Wyspiańskiego 5	15 823 11 15
Łódź	ul. Piotrkowska 57	42 670 20 70	Tarnów	ul. Lwowska 72/96 c	14 629 11 98
Międzyrzecz	ul. Rynek 7	95 742 15 13	Warszawa	ul. Grzybowska 4	22 581 54 51
Nowy Sącz	ul. Nawojowska 4	18 443 53 91	Warszawa	ul. Żurawia 6/12	22 329 44 17
Olsztyn	al. Piłsudskiego 11/17	89 527 27 10	Zamość	ul. Piłsudskiego 27 a	84 638 54 03

Biuro Maklerskie Banku BGZ prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie Komisja Nadzoru Finansowego). Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM BGZ sprawuje KNF. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego Banku BGZ i jest udostępniana klientom wyłącznie w celach informacyjnych. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM BGZ za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM BGZ nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim opinii. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego dokumentu i ewentualne szkody poniesione w ich wyniku ponoszą wyłącznie podejmujący takie decyzje. Ani dokument ten, ani żaden jego fragment nie jest poradą prawną, księgową, czy podatkową. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez zgody BM BGZ jest zabronione. Niniejszy dokument został opracowany bez uwzględniania indywidualnej sytuacji i potrzeb klienta, w tym jego poziomu wiedzy, doświadczenia inwestycyjnego, sytuacji finansowej oraz celów inwestycyjnych oraz nie stanowi doradztwa inwestycyjnego w rozumieniu ustawy o obrocie instrumentami finansowymi.