

Ambra S.A.

Kupuj
8,81 zł

Analitik: Robert Kurowski, makler papierów wartościowych

Podstawowe dane	
Kurs bieżący (zł):	5,70
Liczba akcji (tys. szt):	25 207
Kapitalizacja (tys. zł):	143 678
Free float:	31,3%
Free float (tys. zł):	44 942
Średni dzienny obrót (3 m-ce w tys. akcji)	26,6

Dane (tys. zł)	2010/2011	1-3Q 11/12	2011/12P
Przychody operacyjne	409 732	347 851	439 921
Zysk operacyjny	38 282	31 981	31 281
Zysk netto	19 143	18 619	17 535
Wartość księgowa	199 249	209 275	208 191
Kapitalizacja	202 913	143 678	143 678
Liczba akcji (tys)	25 207	25 207	25 207

EPS (zł)	0,8	0,6	0,7
BVPS (zł)	7,9	8,3	8,3
P/E	10,6	9,6	8,2
P/BV	1,0	0,7	0,7
Kurs (zł)*	8,05	5,70	5,70

* - dla danych za 1-3Q11/12 i prognozy kurs z dnia wydania rekomendacji
 P - prognoza DM AmerBrokers oraz Spółki

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



Niniejszy materiał jest aktualizacją analizy i wyceny z marca 2011 roku. **Obecnie jedną akcją Ambra S.A. wyceniamy na 8,81 zł.** W związku z tym, że wycena jest wyższa od obecnego kursu giełdowego o 54,5%, wydajemy **dla Spółki rekomendację Kupuj.**

Decydujemy się przywrócić rekomendację dla Ambry, po zmianie jej na Neutralnie w grudniu ubr. **Obecnie podstawowym powodem wydania rekomendacji jest poprawa sytuacji w zakresie kształtowania się czynników zewnętrznych, tj. wzrostu rynku wina w Polsce oraz wewnętrznych w postaci bardzo dobrych wyników operacyjnych Grupy Ambra w okresie 3Q bieżącego roku obrotowego.**

Zwracamy uwagę, że obecnie decydującym czynnikiem o momencie podjęcia decyzji inwestycyjnej na GPW powinna być ocena koniunktury na rynkach akcji. Kurs Spółki Ambra jest pod silnym wpływem tendencji spadkowej, co wynika z załamania koniunktury i wyprzedaży akcji w skali globalnej. Jednocześnie uważamy, że poziom ceny akcji Spółki Ambra zbliżony do bieżącego powinien w długim terminie dać pozytywne efekty inwestycji w ten walor. Zwracamy uwagę, że w przypadku wybicia w dół poniżej bieżącego poziomu cenowego, wsparciem dla kursu będzie pułap 5,00 zł.

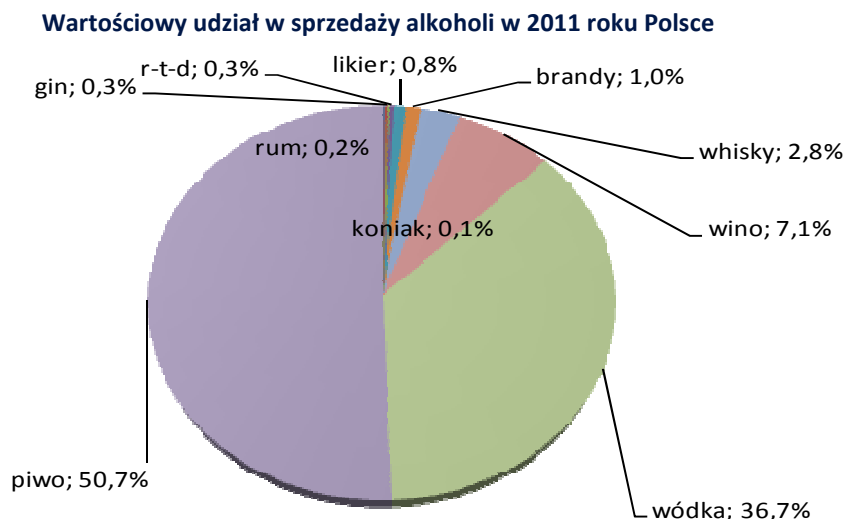
Grupa Ambra w dalszym ciągu będzie, z racji posiadanego już udziału w rynku, jednym z głównych beneficjentów rosnącego spożycia wina w Polsce. Mimo znacznego wzrostu na poziomie przychodów ze sprzedaży jaki Grupa Ambra wykazała w samym 3Q bieżącego roku obrotowego (+20,2%), zakładamy ostrożnie, że jej przychody skonsolidowane netto w ostatnim kwartale roku obrotowego 2011/12 wzrosną w niższym tempie, bo o 12%. Z uwagi na niepewną sytuację w otoczeniu w zakresie kształtowania się kursów walutowych, przyjmujemy też, że rentowność EBIT i netto w bieżącym roku obrotowym ukształtują się na poziomie równym zanotowanym w ostatnich czterech kwartałach narastająco.

Dywersyfikacja struktury sprzedaży o alkohole mocne oraz stabilna sytuacja finansowa umożliwiająca dalszą konsolidację rynku powinny korzystnie wpływać w długim okresie na wyniki i wycenę rynkową Spółki. Dodatkowym atutem jest polityka systematycznej wypłaty dywidendy, z zysku za rok obrotowy 2010/11 dywidenda wyniosła 0,30 zł na akcję.

Sytuacja operacyjna i finansowa

Rynek wina –
perspektywy

Rynek wina w Polsce jest od kilku lat w fazie wzrostu, zwiększając swój udział do 7,1% w 2011 roku (26 mld zł) w rynku alkoholi ogółem. Wyższe tempo wzrostu notuje segment whisky (+22%) oraz napoje typu ready-to-drink (+32%), natomiast piwo, mimo że dalej jest najważniejszym segmentem na rynku (50,7%), od dwóch lat notuje stagnację. W przypadku wódek od dwóch lat zauważalny jest kilkuprocentowy spadek sprzedaży w ujęciu wartościowym (-4% w 2011 roku). Rosnący udział w rynku notuje także segment likierów, koniaków i brandy (łącznie około 5% udział).



Źródło: Ambra S.A.

Rynek alkoholi w Europie, w tym również, jak widać po powyższych danych, w Polsce, podlega zmianom, polegającym na przesuwaniu się preferencji konsumentów. O ile w Europie Zachodniej zmiany w większym stopniu dotyczą wahań w poszczególnych asortymentach (przesunięcie popytu pomiędzy whisky, likierami, koniakami, napojami ready-to-drink i wzrost popytu na wina z Nowego Świata), to w Polsce obejmują głównie wzrost spożycia wina ogółem i innych napojów alkoholowych, kosztem wódki i piwa. Tendencja obserwowana w Polsce jest zbieżna z występującą w większości krajów Europy Środkowo-Wschodniej. Wydaje się jednak, że proces dochodzenia do poziomów spożycia adekwatnych dla krajów zachodnioeuropejskich będzie długotrwały z uwagi na uwarunkowania kulturowe i zwyczajowe w Polsce. Niemniej, także w ujęciu statystycznym, krajowy rynek wina ma dobre perspektywy, szacowane na podstawie porównania średniego spożycia do innych krajów europejskich. Spożycie wina gronowego w Polsce kształtuje się na poziomie wielokrotnie niższym niż w innych krajach europejskich. W 2011 roku było to około 3,4 litra na osobę, podczas gdy w Niemczech jest to ponad 24 l, na Węgrzech 23,8 l, a w najbardziej rozwiniętych pod tym względem rynkach (Włochy, Portugalia, Francja) spożycie roczne wynosi ponad 40 l na osobę. Na podstawie tych danych można przyjąć, że w Polsce spożycie wina nadal powinno rosnać w perspektywie kolejnych lat.

Jak wynika z badań firmy AC Nielsen, wartość rynku wina w Polsce na koniec 2011 roku wyniosła 1,87 mld zł, co oznacza wzrost o 4,1% w stosunku do 2010 roku (+10,2% w 1Q 2012 roku). W ujęciu ilościowym wzrost wyniósł 3,8%, co oznacza że sprzedanych zostało 106 mln litrów wina. Najbardziej popularnym segmentem wina w Polsce jest segment wina stołowego, którego tempo wzrostu sprzedaży w 2011 roku wyniosło 8,1% w ujęciu wartościowym (+14,9% w 1Q 2012 roku). Jest to zdaniem Ambry w dalszym ciągu najbardziej perspektywiczny segment rynku wina w Polsce. Wina stołowe posiadają 63,7% udział w rynku krajowego wina.

Kolejną pod względem wielkości kategorią jest wino musujące, które stanowi 14,4% rynku wina w ujęciu wartościowym. W porównaniu do roku 2010 w 2011 roku sprzedaż wina musującego spadła o 3,0%. Sprzedaż wermutu stanowiła 14,3% sprzedaży wina ogółem i była w 2011 roku niższa o 0,5%. Segment „wina deserowe i inne” to najmniejsza kategoria na rynku wina, stanowiąca 7,7% całej sprzedaży na

rynku, która w 2011 roku spadła o 4,2%. Na lata 2012-2014 Ambra prognozuje dalszy dynamiczny wzrost segmentu win stołowych na poziomie 9-10% rocznie zarówno wartościowo jak i ilościowo¹. W związku z tym, w ciągu najbliższych pięciu lat udział win w polskim rynku alkoholi ma szansę przekroczyć 10%.

Wyniki finansowe po 3Q 2011/12

Dane za 3Q roku obrotowego 2011/12 wskazują, że okres ten Grupa Ambra zakończyła znaczną progresją przychodów netto ze sprzedaży (+20,2%), w rezultacie czego narastająco obroty wzrosły o 6,2%. Niestety podobnie jak w 1H, szybciej od przychodów rosły koszty wytworzenia oraz marketingu i dystrybucji. Wzrost średniej ceny sprzedaży wyniósł +1,7%, natomiast w okresie 3Q sprzedaż butelek wzrosła 19,5% do 9 228 sztuk, natomiast w 1-3Q 2011/12 o 6,8% do 53 346 tys. butelek. Na poziomie podstawowej sprzedaży Grupa Ambra znacznie poprawiła swoją sytuację w stosunku do wyników po 1H 2011/12. Nastąpił wzrost udziału w krajowym rynku wina – sprzedaż w Polsce zwiększyła się o 16,5% (80% sprzedaży Grupy), szybciej niż rynek krajowego wina ogółem.

Rachunek zysków i strat

Generalnie decydujący wpływ na wyniki 3Q miał czynnik sezonowy, okres ten w dalszym ciągu jest kwartałem o najniższym poziomie przychodów i ujemnym wyniku operacyjnym dla Grupy Ambra. Niemniej docenić należy, że strata EBIT zmniejszyła się w 3Q o 22,4%. Strata netto okresu była na wyższym pułapie w stosunku do analogicznego okresu roku poprzedniego, co spowodowane było wzrostem kosztów finansowych do kwoty 2 959 tys. zł w porównaniu do 282 tys. zł w 3Q 2010/11. Wzrost tych kosztów wynikał z wyceny pożyczek udzielonych spółce zależnej w Rumunii. Ujemne różnice kursowe z tego tytułu są pozycją bez wpływu na przepływy pieniężne i wynikają z odwrócenia się zysków zaksięgowanych na wycenie tych pozycji w poprzednich kwartałach.

Rachunek zysków i strat, w tys. zł	zmiana %			
	2010/2011	1-3Q 11/12	2010/2011	1-3Q 12/1-3Q 11
Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów	409 732	347 851	-4,4%	6,2%
Zużycie materiałów i koszt własny sprzedanych towarów	230 697	202 660	1,6%	11,3%
Koszty marketingu, dystrybucji i prowizji	43 193	35 067	4,3%	5,0%
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	135 842	110 124	4,1%	-1,7%
Pozostałe koszty działalności operacyjnej	33 343	26 370	0,5%	4,7%
Wynagrodzenia i świadczenia na rzecz pracowników	54 542	44 113	5,0%	9,4%
Amortyzacja	10 277	7 792	-7,3%	7,5%
Zysk (strata) ze sprzedaży	37 680	31 849	9,9%	-18,9%
Pozostałe przychody operacyjne	3 346	2 288	-57,9%	-22,7%
Pozostałe koszty operacyjne	2 744	2 156	-1,9%	-6,7%
Zysk (strata) z działalności operacyjnej	38 282	31 981	-2,9%	-19,9%
Przychody finansowe	2 112	532	8,3%	466,0%
Koszty finansowe	9 085	5 306	-37,3%	-2,5%
Zysk (strata) przed opodatkowaniem	31 309	27 101	16,5%	-23,1%
Podatek dochodowy	7 577	5 488	47,7%	-34,7%
Zysk (strata) netto przypadający akcj. jedn. dominującej	19 143	18 619	28,6%	-18,1%

Źródło: sprawozdania Spółki, obliczenia własne

¹ Opracowano na podstawie: „Raport na temat rynku wina w Polsce w 2011 roku” Ambra S.A.

Bilans

Zmiany w strukturze bilansu Grupy Ambra mają przede wszystkim charakter sezonowy i wynikają ze specyfiki prowadzonej działalności. W aktywach na koniec 3Q br. rośnie wartość należności handlowych, natomiast w pasywach wartość zobowiązań z tego tytułu. Eliminując czynnik sezonowy widoczny jest wzrost udziału kapitałów własnych w strukturze finansowania, spowodowany generowanymi zyskami oraz obniżeniem zobowiązań z tytułu kredytów.

Bilans skonsolidowany, w tys. zł						
	30.06.09	30.06.10	31.03.12	30.06.10	30.06.11	31.03.12
AKTYWA TRWAŁE	176 693	198 600	200 178	48,8%	48,9%	47,9%
Rzeczowe aktywa trwałe	110 781	126 024	105 843	63,5%	53,7%	52,9%
Wartości niematerialne	4 367	13 794	16 047	6,9%	7,1%	8,0%
Wartość firmy z konsolidacji	40 957	40 957	44 033	20,6%	21,9%	22,0%
Należności długoterminowe	2 652	629	1 895	0,3%	0,9%	0,9%
Nieruchomości inwestycyjne	1 223	1 202	23 512	0,6%	12,2%	11,7%
Inwestycje w jednostkach stowarzyszonych	4 583	4 835	4 114	2,4%	2,1%	2,1%
Udziały i akcje	291	350	267	0,2%	0,1%	0,1%
Długoterminowe pożyczki udzielone	5 154	4 955	0	2,5%	0,0%	0,0%
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	6 685	5 854	4 467	2,9%	2,0%	2,2%
AKTYWA OBROTOWE	228 016	208 412	217 997	51,2%	51,1%	52,1%
Zapasy	114 404	99 579	113 054	47,8%	49,7%	51,9%
Należności z tytułu podatku dochodowego	804	978	284	0,5%	0,2%	0,1%
Należności krótkoterminowe	99 235	93 412	94 107	44,8%	45,6%	43,2%
Aktywa finansowe krótkoterminowe	5	5	0	0,0%	0,0%	0,0%
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe czynne	3 776	3 282	3 745	1,6%	1,6%	1,7%
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	9 792	11 156	6 807	5,4%	2,9%	3,1%
AKTYWA RAZEM	404 709	407 012	418 175	100,0%	100,0%	100,0%
KAPITAŁ WŁASNY	176 258	186 509	209 275	45,8%	50,0%	50,0%
Kapitał akcyjny	25 207	25 207	25 207	13,5%	12,7%	12,0%
Kapitał z emisji akcji powyżej ich wartości nominalnej	67 718	67 718	67 718	36,3%	34,0%	32,4%
Pozostałe kapitały zapasowe	92 564	107 010	124 843	57,4%	58,4%	59,7%
Różnice kursowe z przeliczenia jednostek	4 075	1 959	4 608	1,1%	1,6%	2,2%
Zysk/(strata) z lat ubiegłych	-18 400	-30 273	-31 720	-16,2%	-16,2%	-15,2%
Zysk netto roku bieżącego	5 094	14 888	18 619	8,0%	9,6%	8,9%
Udziały niekontrolujące	28 814	30 084	28 055	7,4%	7,4%	6,7%
Zobowiązania długoterminowe	80 863	63 337	40 371	15,6%	10,1%	9,7%
Długoterminowe zobowiązania z tytułu kredytów	71 010	52 447	33 269	82,8%	82,1%	82,4%
Długoterminowe zobowiązania handlowe	114	1 600	354	2,5%	0,8%	0,9%
Świadczenia pracownicze	129	164	169	0,3%	0,4%	0,4%
Rezerwa na podatek odroczonego	9 610	9 126	6 579	14,4%	16,6%	16,3%
Zobowiązania krótkoterminowe	147 941	127 082	140 474	31,2%	32,6%	33,6%
Krótkoterminowe zobowiązania z tytułu kredytów	68 838	61 184	67 569	48,1%	42,1%	48,1%
Zobowiązania z tytułu podatku dochodowego	710	284	3 684	0,2%	1,6%	2,6%
Zobowiązania krótkoterminowe	78 393	65 614	69 221	51,6%	56,2%	49,3%
PASYWA RAZEM	433 876	407 012	418 175	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: sprawozdania Spółki, obliczenia własne

Wycena Spółki

Metoda dochodowa

Wycena metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) została sporządzona w oparciu o prognozy DM AmerBrokers, które dotyczą lat 2012-2016.

Prognozowane wskaźniki, dane w tys. zł

	2010/11	1-3Q 11/12	2011/12P	2012/13P	2013/14P	2014/15P	2015/16P
Przychody netto ze sprzedaży	409 732	347 851	439 921	461 917	480 393	499 609	519 593
Zmiana przychodów	-4,4%	6,2%	7,4%	5,0%	4,0%	4,0%	4,0%
EBITDA	48 559	39 773	41 211	42 698	43 915	45 290	46 720
Marża EBITDA	11,9%	11,4%	9,4%	9,2%	9,1%	9,1%	9,0%
EBIT	38 282	31 981	31 281	32 845	34 159	35 525	36 946
Marża operacyjna	9,3%	9,2%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%
Zysk (strata) netto	19 143	18 619	17 535	18 411	19 148	19 914	20 710
Marża zysku netto	4,7%	5,4%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
P/Sales	0,36	0,34	0,33	0,32	0,30	0,29	0,28
EV/EBITDA	4,69	6,04	5,79	5,70	4,90	5,54	5,46
P/E	7,64	9,73	8,34	7,94	7,64	7,34	7,06
P/BV	0,73	0,70	0,70	0,65	0,59	0,55	0,51

Wskaźniki wyliczane przy cenie bieżącej z dnia wydania rekomendacji.

P – prognoza AmerBrokers

Źródło: opracowanie AmerBrokers

Z uwagi na wpływ sezonowości kolejny kwartał br. powinien charakteryzować się nie tylko niższą sprzedażą, ale i opłacalnością w stosunku do wyników w ujęciu narastającym za okres 1-3Q 2011/12. Mimo znacznej poprawy na poziomie przychodów ze sprzedaży jaką Grupa Ambra wykazała w samym 3Q bieżącego roku obrotowego, zakładamy ostrożnie, że jej przychody skonsolidowane netto w ostatnim kwartale roku obrotowego 2011/12 wzrosną o 12%. Z uwagi na niepewną sytuację w otoczeniu w zakresie kształtowania się kursów walutowych przyjmujemy też, że rentowność EBIT i netto w bieżącym roku obrotowym ukształtują się na poziomie równym zanotowanym w ostatnich czterech kwartałach w ujęciu narastającym.

Na podstawie trendów zaobserwowanych na rynku alkoholi w Polsce oraz oczekiwań Spółki przyjmujemy, że kolejny rok obrotowy 2012/13 Ambra zakończy 5% wzrostem skonsolidowanych przychodów. Naszym zdaniem realne jest uzyskanie takiego tempa wzrostu, zwłaszcza że rynek wina ma dalej stosunkowo niski udział win spokojnych w swojej strukturze, stąd jego potencjał jest ciągle bardzo duży. Dla kolejnych lat prognozy (2014-2016) zakładamy utrzymanie stabilnego, 4% tempa wzrostu przychodów.

Analiza marż generowanych w poprzednich kwartałach i poprawa struktury asortymentu wskazują, że ich poziom powinien zostać utrzymany w kolejnych latach, na poziomie minimum z roku bieżącego.

Dodatkowo zakładamy, że rezydualny wzrost FCF po okresie prognozy wynosić będzie 1,0%. Wartość długu netto przyjęto na podstawie prognozy dla kolejnych lat.

Wycena metodą DCF, w tys. zł

	2011/12P	2012/13P	2013/14P	2014/15P	2015/16P	2016P+
Zysk operacyjny	31 281	31 281	32 845	34 159	35 525	35 525
- opodatkowanie EBIT	5 943	5 943	6 241	6 490	6 750	6 750
NOPLAT	25 338	25 338	26 604	27 669	28 775	28 775
+ Amortyzacja	9 930	9 853	9 756	9 765	9 774	9 774
- Zmiana kapitału pracującego	-10 789	-6 544	-5 497	-5 717	-5 945	-1 486
Nadwyżka operacyjna	24 479	28 647	30 864	31 717	32 604	37 063
- Wydatki inwestycyjne	10 030	9 951	9 854	9 863	9 872	10 263
Wolne przepływy pieniężne (FCF)	14 449	18 695	21 010	21 854	22 732	26 800
współczynnik dyskonta	92,0%	84,5%	77,7%	71,4%	65,5%	65,5%
Wartość bieżąca (PV FCF)	13 288	15 805	16 321	15 594	14 893	
Stopa wolna od ryzyka	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Premia za ryzyko (dług)	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Efektywny koszt długu	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
Beta	1,08	1,08	1,08	1,08	1,08	1,08
Premia za ryzyko (kapitał własny)	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Koszt kapitału własnego	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%
Dług / (Dług + Kapitały własne)	33,1%	32,3%	31,4%	30,6%	29,8%	29,8%
WACC	8,7%	8,8%	8,8%	8,9%	8,9%	8,9%
Suma DCF 2012-2016	75 900					
Rezydualny wzrost FCF po okresie prognozy	1,0%					
Wartość rezydualna 2015+ (RV)	342 244					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV RV)	224 224					
Wartość przedsiębiorstwa (EV)	300 124					
Dług netto	94 031					
Wartość 100% akcji	206 093					
Liczba akcji (tys. szt.)	25 207					
Wartość 1 akcji, w zł	8,18					

Źródło: opracowanie AmerBrokers

Wartość 1 akcji spółki Ambra wyliczona metodą dochodową wynosi 8,18 zł.

Analiza wrażliwości

Analiza wrażliwości wyceny DCF na przyjęte założenia

Zmienne		Rezydualny wzrost FCF po okresie prognozy				
		0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%
WACC	1,0%	6,31	6,72	7,18	7,69	8,26
	0,5%	6,68	7,14	7,65	8,22	8,87
	0,0%	7,10	7,61	8,18	8,82	9,56
	-0,5%	7,56	8,13	8,78	9,51	10,37
	-1,0%	8,09	8,73	9,46	10,31	11,30

Źródło: opracowanie AmerBrokers

Metoda porównawcza

Wycena porównawcza polega na porównaniu wskaźników wyceny rynkowej Ambra S.A w odniesieniu do wybranych spółek o zbliżonym profilu działania. Wycenę sporządzono w oparciu o ogólnie dostępne prognozy wskaźników P/E i EV/EBITDA. Dla wyceny porównawczej przyjęto wagę 0,2 z uwagi na różną skalę działania porównywanych spółek i Ambry. Ponadto prognozowane wskaźniki w wycenie porównawczej są bardzo zróżnicowane, co zakłada ostateczną wycenę Spółki. Dla wyceny dochodowej przyjęto wagę 0,8 z uwagi na decydujące w tej sytuacji znaczenie przy ocenie wartości Spółki.

Wycena porównawcza AMBRA S.A. na dzień 28.05.2012

Spółka	Kurs	P/E 2012 P	P/E 2013 P	EV/EBITDA 2012 P	EV/EBITDA 2013 P
Constellation Brands	19,00 USD	10,7	9,5	7,7	7,6
Campari	5,15 EUR	16,3	14,8	10,0	9,1
Diageo	18,46 EUR	18,7	14,6	12,5	11,2
Mediana spółek porównywalnych	x	16,3	14,6	10,0	9,1
AMBRA	5,70 zł	8,19	7,80	5,73	5,64
Premia / dyskonto		-50%	-47%	-43%	-38%
Wycena 1 akcji AMBRA (w zł)		11,34	10,66	12,68	10,98
Wagi		0,30	0,30	0,20	0,20
Wycena 1 akcji AMBRA S.A. (w zł) - średnia ważona					11,33

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań ze Spółek, bloomberg.com

W oparciu o przedstawione w tabeli wskaźniki rynkowe notowanych spółek, **wartość 1 akcji Ambra wynosi 11,33 zł.**

Wycena końcowa

W celu uzyskania końcowej wyceny Ambra obliczono średnią ważoną wycen uzyskanych metodą DCF i metodą porównawczą.

Końcowa wycena

Metoda wyceny	Waga	Wycena
Metoda dochodowa	0,80	8,18
Metoda porównawcza	0,20	11,33
Końcowa wycena Ambra S.A. (w zł)	1,00	8,81

Źródło: opracowanie własne

Wyznaczona w ten sposób **wycena jednej akcji Ambra wynosi 8,81 zł.** W związku z tym, że wycena ta jest wyższa od obecnego kursu giełdowego o 54,5%, **wydajemy dla Spółki rekomendację Kupuj.**

Analiza techniczna

Komentarz

Krótkoterminowo kurs wybił się w dół z trendu wzrostowego styczeń – marzec br. oraz krótkoterminowej konsolidacji powyżej 6,6 zł. Wybicie w dół spowodowane było w naszej ocenie głównie pogorszeniem koniunktury na GPW i spadkami indeksów szerokiego rynku. Niemniej kurs Ambry dotarł do poziomu pierwszego średnioterminowego wsparcia przy 5,7 - 6 zł. Stefa ta pokrywa się również z poziomem 61,8% zniesienia wymienionego trendu wzrostowego. Zakres ten powinien wyznaczyć przynajmniej strefę konsolidacji. Wybicie w górę lub w dół oznaczać będzie odpowiednio odwrócenie tendencji spadkowej lub jej kontynuację. Spadek poniżej oznaczać będzie, że otwarta zostanie droga do średnioterminowego minimum przy 5,01 zł.

Wykres



Źródło: Metastock spółki Equis International

Informacje dodatkowe

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

Analiza została przygotowana przez jej autora z wykorzystaniem najlepszej wiedzy i z zachowaniem należytej staranności, w celu osiągnięcia rzetelności i obiektywności, jak również z wykluczeniem jakiegokolwiek konfliktu interesów, który mógłby wpłynąć na jej treść. Rekomendacja nie została ujawniona emitentowi instrumentów finansowych, do których się odnosi. Wynagrodzenie otrzymywane przez osoby odpowiedzialne za sporządzenie rekomendacji nie jest zależne od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej, dotyczących instrumentów finansowych emitenta instrumentów finansowych, dokonywanych przez Dom Maklerski AmerBrokers S.A.

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

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

Dane prezentowane w niniejszym dokumencie zostały uzyskane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez DM AmerBrokers za wiarygodne i rzetelne, jednakże DM AmerBrokers nie może zagwarantować ich dokładności, poprawności i pełności. Źródło danych – informacje ze spółki, prospekty emisyjne, raporty finansowe, opracowania branżowe, informacje prasowe oraz dostępne w Internecie itp.

Objaśnienie skrótów stosowanych w analizie

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

Metody wyceny

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

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

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

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

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

wyceną wykonaną przez DM AmerBrokers.

Rekomendacja

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

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

Definicje dotyczące wydawanych rekomendacji

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

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

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

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

NEUTRALNIE - oznacza powstrzymanie się od wyraźnego zalecenia inwestycyjnego.

Wykaz rekomendacji

Wykaz rekomendacji wydanych dla Spółki:

Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena z dnia wydania rekomendacji	Cena docelowa	Cena z dnia zmiany rekomendacji
KUPUJ	2011.03.02	8,65 zł	11,53 zł	5,67 zł
NEUTRALNIE	2011.12.19	5,67 zł	-	5,70 zł

Rekomendacje wydane w 1Q 2012 roku

Rekomendacje wydane przez DM AmerBrokers w 1Q 2012 roku

	Kupuj	Trzymaj	Neutralnie	Redukuj	Sprzedaj
Liczba rekomendacji	3	6	12	0	0
Udział procentowy	14%	29%	57%	0%	0%

Powiązania

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

Nadzór

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

Kontakty

**DEPARTAMENT
RYNKU
WTÓRNEGO:**

Zbigniew Starzycki
tel. 22 397 60 10
zbigniew.starzycki@amerbrokers.pl

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

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

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

**DEPARTAMENT
CORPORATE
FINANCE:**

Kamil Czapnik
tel. 22 397 60 25
kamil.czapnik@amerbrokers.pl
Sektory: farmaceutyczny, metalowy, elektromaszynowy, lekki

Maciej Kabat
tel. 22 397 60 22
maciej.kabat@amerbrokers.pl
Sektory: chemiczny, motoryzacyjny, tworzyw sztucznych, drzewny, handel detaliczny, usługi, deweloperzy, budownictwo, handel hurtowy, materiały budowlane

Robert Kurowski
tel. 0 663 933 490
robert.kurowski@amerbrokers.pl
Sektory: spożywczy, IT, TMT, banki, ubezpieczenia, rynek kapitałowy, finanse inne, horeca, paliwowo-surowcowy, energetyka