

Aleje Jerozolimskie 123a, 02-017 Warszawa
 Tel.: (48-22) 397-60-60, Fax.: (48-22) 397-60-61
 e-mail: abrok@amerbrokers.pl

Analitik: Robert Kurowski, makler p.w.

AMBRA S.A.

Spożywczy

Kurs bieżący (zł):	2,70
Liczba akcji (tys.):	25 207
Free float:	31,3% (21,3 mln zł)

Dane skonsolidowane (tys. zł)	2007/08	1-3Q 08/09	2008/09P
Przychody brutto	547 295	431 923	528 068
Zysk operacyjny	12 840	27 198	22 118
Zysk netto	-9 493	14 663	6 000
Wartość księgowa	166 497	187 016	206 640
Kapitalizacja	16 977	68 058	68 058
Liczba akcji (w tys.)	10 813	25 207	25 207
EPS (zł)	-	0,13	0,24
BVPS (zł)	15,40	7,42	8,20
P/E**	-	20,4	11,3
P/BV	0,1	0,36	0,33
Kurs (zł)*	1,57	2,70	2,70

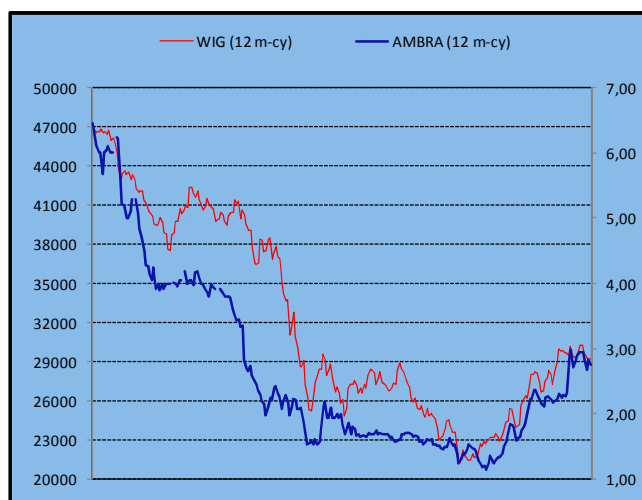
* dla roku 2008 kurs na koniec roku, dla 1-3Q09 i 2009 P kurs bieżący

** dla 1-3Q 08/09 wskaźnik obliczony za ostatnie 4 Q

P - prognoza DM AmerBrokers

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

*Stan na dzień sporządzenia analizy



Jedną akcję AMBRA S.A. wyceniamy na poziomie **3,40 zł**. W związku z tym, że jest to o **26,1% więcej** od bieżącej wyceny rynkowej, wydajemy dla Spółki rekomendację **Kupuj**.

W Polsce Grupa AMBRA jest zdecydowanym liderem rynku win, rozwijając się (przychody) w tempie wyższym lub co najmniej takim samym jak branża. AMBRA rozwija swój biznes także w Czechach, Słowacji i Rumunii, kraje te mają łącznie około 30% udział w przychodach skonsolidowanych. Kluczowymi czynnikami, które mają wpływ na sytuację operacyjną i finansową Grupy są sytuacja społeczno-gospodarcza w krajach zbytu (konsumpcja wina), strategia koncentracji na markach Grupy AMBRA oraz rezygnacja z asortymentów niskomargowych, ograniczanie poziomu kosztów operacyjnych i finansowych oraz relacja kursu PLN wobec EUR.

Spółka posiada nieruchomość w Rumunii przeznaczoną do sprzedaży, jej wartość bilansowa to **30,5 mln zł**. Z nieoficjalnych informacji wynika, że wartość wymienionej nieruchomości stanowić może krotność jej bieżącej wartości bilansowej. Ewentualna transakcja sprzedaży (termin 2-3 lata) wymienionej nieruchomości miałaby **pozytywny wpływ na sytuację finansową Grupy AMBRA**, a co za tym idzie na jej wycenę rynkową, zwłaszcza w kontekście jej bieżącej kapitalizacji wynoszącej **69 mln zł**.

Zakładamy, że bieżący rok Grupa AMBRA zakończy znacznie lepszymi wynikami na poziomie zysków w stosunku do roku poprzedniego. Ograniczenie kosztów operacyjnych powinno przełożyć się na niższą stratę w 4 kwartale operacyjną i netto w stosunku do analogicznego okresu roku poprzedniego. Dlatego, **po dobrych wynikach za 1-3Q 2008/09, szacujemy że EBIT w bieżącym roku wyniesie 22,1 mln zł, a zysk netto minimum 6 mln zł**. Prognozowana nieznaczna poprawa efektywności (marża EBIT i netto) ma swoje uzasadnienie w racjonalnej polityce kosztowej oraz umiejętnym zabezpieczaniu się Spółki przed ryzykiem kursowym. **Prognozowany P/E na koniec br. obrotowego (kończący się 30.06.09) wyniesie wg nas 11,3 oraz 8,6 w następnym roku**. Zwracamy uwagę na bardzo niski wskaźnik **P/BV=0,34**, który jest na znacznie niższym poziomie w stosunku do średniego P/BV dla branży spożywczej **GPW (2,07)**.

W ostatnich tygodniach nastąpił znaczny wzrost kursu AMBRY, stąd wzrosło ryzyko korekty. **Jest to czynnik ryzyka przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnej**.

Branża

Rynek alkoholi

Rynek alkoholi w Europie, w tym również w Polsce podlega zmianom, polegającym na przesuwaniu się preferencji konsumentów. O ile w Europie Zachodniej zmiany w większym stopniu dotyczą wahań w 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. Według prognoz brytyjskiej firmy badawczej ISWR, spożycie wina w skali globalnej będzie rosnąć w tempie kilku procent przez następne 3 lata dzięki wzrostowi popytu w Rosji i Chinach. Z kolei wg danych Międzynarodowej Organizacji Wina, w roku 2008 spożycie wina (w ujęciu ilościowym) spadło o 0,8% (wypito 25 miliardów litrów wina), a prognoza na rok bieżący nie przewiduje znaczącego wzrostu spożycia. W ubiegłym roku winnice z krajów europejskich wytworzyły mniej niż połowę światowej produkcji tego alkoholu.

Czynniki wzrostu

Do kluczowych czynników stymulujących popyt na alkohole, w tym wina zaliczyć należy:

- makroekonomiczne: koniunkturę gospodarczą i wzrost PKB, skłonność do zakupów konsumpcyjnych, inflację, stopę bezrobocia oraz charakterystykę demograficzną populacji w danych krajach, opodatkowanie – głównie akcyzę, która m.in. w br. wzrosła w Polsce dla win o około 16,5%;
- zachowania i preferencje konsumentów;
- wahania cen surowców, importowanego wina gronowego i skoncentrowanego soku winogronowego, które podlegają charakterystycznej dla rynków produktów rolnych niestabilności, uzależnionej od naturalnej sezonowości, urodzaju, popytu, spekulacji, interwencji, regulacji administracyjnych¹;
- zmiany kursów walutowych wpływające na koszty importowanych surowców i materiałów do produkcji, głównie wina gronowego i elementów opakowań. Zmiany kursów walutowych mają także wpływ na opłacalność eksportu, jednak w przypadku producentów polskich, decydujące są koszty związane z wahaniami kursu PLN, ponieważ surowce do produkcji pochodzą przede wszystkim z importu.

Obserwowane obecnie na świecie spowolnienie gospodarcze i oznaki recesji mogą negatywnie wpłynąć na preferencje i okresowo ograniczyć siłę nabywczą konsumentów – przesunięcie popytu w kierunku alkoholi ciężkich (mocnych), ale nabywanych po niższych niż wina cenach.

Rynek alkoholi w Polsce

Główną cechą krajów regionu Europy Środkowo-Wschodniej jest ciągle niski poziom konsumpcji wina, w Polsce nadal 90% (w ujęciu wartościowym) spożycia alkoholi zapewniają wódka i piwo. Proporcje te decydują o podziale rynku alkoholi w Polsce, który wg szacunków firmy AC Nielsen ogółem ma wartość 25 mld zł rocznie. Na podstawie tych danych można stwierdzić, że wartość sprzedaży win wzrosła w ciągu 12 miesięcy 2008 roku o 11-13% osiągając wartość ponad 2,5 mld zł. Wartość rynku win spokojnych (stołowych) wzrosła licząc rok do roku o ponad 16% (do 896 mln zł), win musujących o blisko 8% (do 262 mln zł) a wermutów o ponad 14 % (do 257 mln zł). Prognozuje się, że między innymi na skutek negatywnych zmian w sytuacji gospodarczo – społecznej, w Polsce segment wina będzie najwolniej rozwijającą się częścią branży alkoholi w następnych latach (źródło: Euromonitor).

Podział win

Wina (białe, czerwone i różowe) podzielić można w różny sposób. Jeżeli za kryterium przyjąć rodzaj konsumpcji do jakich są używane, dzielimy je na: stołowe, deserowe, likierowe, musujące. Ze względu na zawartość alkoholu wyróżniamy: wina lekkie o zawartości alkoholu 9% - 11%, wina średnio mocne o zawartości alkoholu 11% - 14%, wina mocne o zawartości alkoholu 14% - 18%, wina wzmocnione (alkoholizowane) o zawartości alkoholu powyżej 18%.

Pozycja rynkowa Grupy AMBRA

Grupa AMBRA operuje w następujących segmentach rynku win: wina musujące, wina spokojne, wermuty. W Polsce Grupa AMBRA jest zdecydowanym liderem rynku win (dane: AC Nielsen). Jako Grupa ma około 25% udział w rynku (sama AMBRA około 18%). Największy udział Grupa AMBRA posiada w segmencie win musujących. Udział wszystkich win sprzedawanych przez Grupę AMBRA w rynku win musujących wyniósł 47% w roku 2008. Grupa AMBRA jest również liderem pod względem ilościowym na rynku wermutów z udziałem około 35%.

¹ Źródło: AMBRA S.A.

Działalność

Grupa Kapitałowa – przedmiot działania

Spółka AMBRA tworzy Grupę Kapitałową w skład której wchodzi kilkanaście podmiotów zależnych o stowarzyszonych. Grupa AMBRA opiera swoją działalność na produkcji, imporcie i dystrybucji win i napojów bezalkoholowych w Europie Środkowej i Wschodniej (obszar działania Grupy obejmuje: Polskę, Czechy, Słowację i Rumunię).

Historia

Grupa AMBRA prowadzi działalność od początku lat 90-tych, a od 1994 roku posiada branżowego inwestora w postaci firmy Sektkellerei Schloss Wachenheim AG. Podmiot ten posiada obecnie 61,12% akcji i głosów w analizowanej Spółce. Sektkellerei Schloss Wachenheim AG jest czołowym producentem i dystrybutorem win w Europie, notowanym na giełdzie we Frankfurcie. AMBRA S.A. od czerwca 2005 roku jest spółką giełdową, cena emisyjna akcji sprzedawanych w pierwszej ofercie publicznej wynosiła 9,50 zł. Ogółem Spółka pozyskała 57 mln zł ze sprzedaży 6,3 mln akcji.

Rynki

Oprócz podmiotu dominującego AMBRA S.A., do najważniejszych jednostek, wchodzących w skład Grupy Kapitałowej w poszczególnych krajach zaliczyć należy:

- Polska :
 - Centrum Wina Dystrybucja Sp. z o.o. (dystrybucja win w segmencie Fine Wines), głównymi kanałami dystrybucji są restauracje i hotele oraz własna sieć sklepów winiarskich. Pozostałe kanały dystrybucji to: sklepy detaliczne i specjalistyczne, sieci handlowe oraz sprzedaż bezpośrednia do klientów indywidualnych (B2C) i instytucjonalnych (B2B).
 - PH Vinex Slavianski Poland Sp. z o.o. - dystrybucja win przede wszystkim bułgarskich.
 - TIM S.A. (importer win), kanały dystrybucji spółki to sieci handlowe oraz handel tradycyjny poprzez centralę w Bielsku-Białej oraz 4 oddziały zamiejscowe w Tychach, Krakowie, Wrocławiu i Straszynie (k. Gdańska).
- Czechy i Słowacja: Soare Sekt a.s. - dystrybucja win musujących, szampanów dla dzieci, oraz win importowanych, a także jakościowe wina czeskie produkowane we własnej winiarni na Morawach.
- Rumunia: Zarea S.A. - najstarszy i najbardziej znany producent wina musującego w Rumunii. Firma jest ponadto właścicielem najpopularniejszych w tym kraju marek alkoholi mocnych.

W związku z tym, że rok obrotowy w Spółce trwa od 1 lipca do 30 czerwca roku następnego, oznaczenia przyjęte w analizie i sprawozdaniach finansowych to: 3 kwartały roku obrotowego 2008/09 - okres od 01.07.2008 do 31.03.2009) oraz lata obrotowe: 2007/08 i 2006/07 – zakończone odpowiednio 30.06.08 i 30.06.07.

Przychody

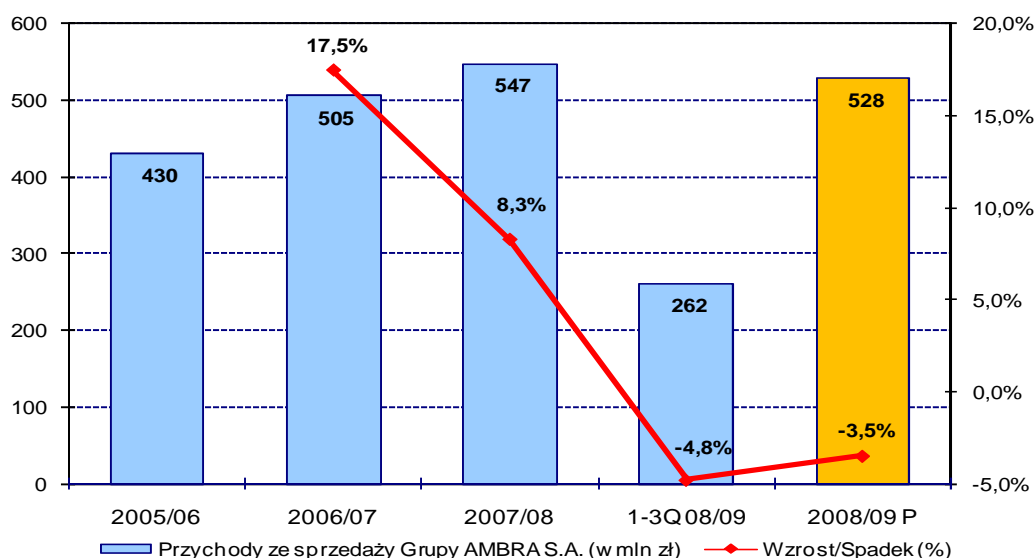
Grupa AMBRA zwiększała przychody w latach obrotowych 2006/07 i 2007/08, jednak tempo wzrostu w kolejnych latach było coraz niższe. Rozwój branży wyrażony wzrostem spożycia (konsumpcji) wina przekłada się na generowane przychody. Dodatkowo rozmiary sprzedaży były pozytywnie stymulowane przez rozbudowę i zmianę asortymentu oraz struktury Grupy. Wyniki sprzedaży Grupy AMBRA są ściśle skorelowane z tempem rozwoju rynku wina w krajach w których operuje. W roku obrotowym 2006/07 polski rynek wina wzrósł o około 13%, natomiast przychody skonsolidowane AMBRA o 17%. Należy zauważyć, że w roku obrotowym 2007/08, w którym skonsolidowane przychody wzrosły o ponad 8% (rynek wina zwiększył się o około 11%), wzrost kosztów surowca, opakowań oraz płac przenoszony był na odbiorców poprzez wyższe ceny produktów. Sprzyjała temu sytuacja społeczno-gospodarcza, tj. utrzymujący się wzrost PKB oraz bogacenie się społeczeństwa.

Pogorszenie warunków rynkowych widoczne jest w wynikach roku obrotowego 2008/09. Jednak zasadniczym powodem spadku przychodów ze sprzedaży brutto jest realizacja strategii koncentracji na markach Grupy AMBRA oraz rezygnacja z asortymentów niskomargowych. Ponadto, negatywnie na wysokość przychodów oraz wyniki tego roku obrotowego wpływał poziom kursu walutowego – osłabienie PLN, CZK oraz RON wobec EUR.

Sezonowość

Sprzedaż Grupy AMBRA cechuje się dużą sezonowością, co wynika z koncentracji spożycia wina, a w szczególności wina musującego w miesiącu grudniu. W miesiącach październik-grudzień ubr. (drugi kwartał roku obrotowego 2008/09) Grupa AMBRA osiągnęła przychody na poziomie 242 mln zł, co jak szacujemy na podstawie danych historycznych, stanowił będzie około 45% łącznych przychodów Grupy w tym roku obrotowym. Narastająco, w okresie pierwszych trzech kwartałów roku 2008/09 przychody Grupy spadły o 4,8%, jednocześnie sprzedaż ilościowa liczona w średnich butelkach obniżyła się o 13,9%, co oznacza że średnia cena sprzedaży za butelkę wzrosła z 6,67 zł do 7,38 zł (+10,6%).

Przychody Grupy AMBRA (w mln zł)



Źródło: Raporty AMBRA S.A.
 P – prognoza DM AmerBrokers S.A.

Struktura przychodów

Grupa AMBRA realizuje przychody na trzech rynkach, na których jak wynika z ostatniego sprawozdania finansowego sprzedaż była następująca (liczone w PLN):

- Polska -2,5% r/r (69,7% łącznych przychodów Grupy po 3 kwartałach roku 2008/09), co wynikało z niższej sprzedaży do sieci dyskontowych oraz spadku eksportu;
- Czechy i Słowacja -9,2% (16,1% udział), powodem jest przebudowa asortymentu i reorganizacja procesów sprzedaży;
- Rumunia -10,1% (w walucie lokalnej spadek wyniósł 3,2%, 14,3% udział w przychodach), przyczyną pogorszenia wyniku była niższa sprzedaż do niezależnych hurtowników.

Dostępne dane na temat struktury przychodów skonsolidowanych w podziale na asortyment obejmują lata poprzednie oraz pierwsze półrocze roku obrotowego 2008/09. Najważniejszymi pozycjami w strukturze przychodów są wina musujące oraz spokojne, zmiany sprzedaży tego asortymentu decydują o przychodach skonsolidowanych Grupy.

Struktura przychodów Grupy AMBRA w podziale na asortyment (w tys. zł)

Segment	2006/07	Struktura (%)	2007/08	Struktura (%)	Zmiana (%)	1 półrocze 2008/09	Struktura (%)	Zmiana (%)
Wina musujące	175 106	34,65%	191 024	34,90%	9,09%	126 069	36,29%	-12,07%
Wina spokojne	156 018	30,87%	159 196	29,09%	2,04%	106 423	30,64%	5,45%
Wermuty	68 569	13,57%	68 908	12,59%	0,49%	33 930	9,77%	-14,22%
Napoje bezalkoholowe	29 532	5,84%	47 748	8,72%	61,68%	35 682	10,27%	4,09%
Alkohole mocne	32 302	6,39%	36 076	6,59%	11,68%	19 128	5,51%	-2,64%
Pozostałe	43 824	8,67%	44 343	8,10%	1,18%	26 129	7,52%	-21,08%
Razem	505 351	100,00%	547 295	100,00%	8,30%	347 361	100,00%	-6,34%

Źródło: Raporty AMBRA S.A.

Sprawozdania finansowe

Bilans

Grupa AMBRA ma ustabilizowaną sytuację bilansową, o czym przesądza struktura aktywów oraz wzrost udziału kapitałów własnych w finansowaniu po stronie pasywów. Poprawa w tym zakresie jest efektem wypracowania ponad 14,6 mln zł zysku za ostatnie trzy kwartały, ponadto Grupa ograniczyła poziom lewarowania długiem odsetkowym. W tym przypadku oprócz niższego poziomu tego typu zobowiązań, nastąpiło przesunięcie z kredytów krótkoterminowych na rzecz długoterminowych.

Bilans - skonsolidowany (w tys. zł)	30.06.07	30.06.08	31.03.09	struktura		
				30.06.07	30.06.08	31.03.09
AKTYWA TRWAŁE	196 754	173 777	182 446	41,8%	37,7%	39,9%
Rzeczowe aktywa trwałe	138 146	109 056	116 201	70,2%	62,8%	63,7%
Wartości niematerialne	8 907	4 826	4 855	4,5%	2,8%	2,7%
Wartość firmy z konsolidacji	31 722	41 073	40 957	16,1%	23,6%	22,4%
Należności długoterminowe	2 639	2 558	2 740	1,3%	1,5%	1,5%
Nieruchomości inwestycyjne	1 262	1 242	1 228	0,6%	0,7%	0,7%
Inwestycje w jednostkach stowarzyszonych	4 180	4 389	4 389	2,1%	2,5%	2,4%
Udziały i akcje	228	561	339	0,1%	0,3%	0,2%
Pożyczki	4 056	3 727	5 372	2,1%	2,1%	2,9%
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	5 614	6 345	6 365	2,9%	3,65%	3,5%
AKTYWA OBROTOWE	274 303	287 104	274 407	58,2%	62,3%	60,1%
Zapasy	100 713	139 535	118 684	36,7%	48,6%	43,3%
Należności z tytułu podatku dochodowego	2 341	3 920	801	0,9%	1,4%	0,3%
Należności krótkoterminowe	134 529	97 869	110 321	49,0%	34,1%	40,2%
Pożyczki	0	24	0	0,0%	0,01%	0,0%
Aktywa finansowe krótkoterminowe	12	5	1 125	0,004%	0,002%	0,4%
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe czynne	2 518	2 930	3 969	0,9%	1,0%	1,4%
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	34 190	17 596	8 987	12,5%	6,1%	3,3%
Aktywa trwałe przeznaczone do sprzedaży	0	25 225	30 520	0,0%	8,8%	11,1%
AKTYWA RAZEM	471 057	460 881	456 853	100,0%	100,0%	100,0%
Kapitał własny akcjonariuszy jednostki dominującej	183 207	166 497	187 016	38,9%	36,1%	40,9%
Kapitał akcyjny	25 207	25 207	25 207	13,8%	15,1%	13,5%
Kapitał z emisji akcji powyżej ich wartości nominalnej	67 300	67 718	67 718	36,7%	40,7%	36,2%
Pozostałe kapitały zapasowe	65 553	83 505	94 647	35,8%	50,2%	50,6%
Różnice kursowe z przeliczenia jednostek	2 683	-592	5 264	1,5%	-0,4%	2,8%
Zysk/(strata) z lat ubiegłych	4 043	-529	-20 483	2,2%	-0,3%	-11,0%
Zysk/(strata) netto roku bieżącego	18 421	-8 812	14 663	10,05%	-5,3%	7,841%
Udziały mniejszości	31 057	24 574	30 943	6,6%	5,3%	6,8%
Zobowiązania długoterminowe	91 514	51 302	72 690	19,4%	11,1%	15,9%
Długoterminowe zobowiązania z tytułu kredytów	81 014	42 004	62 178	88,5%	81,9%	85,5%
Długoterminowe zobowiązania handlowe	281	218	0	0,3%	0,4%	0,0%
Świadczenia pracownicze	134	144	177	0,1%	0,3%	0,2%
Rezerwa na podatek odroczonego	10 085	8 936	10 335	11,0%	17,4%	14,2%
Zobowiązania krótkoterminowe	165 279	218 508	166 204	35,1%	47,4%	36,4%
Krótkoterminowe zobowiązania z tytułu kredytów	61 908	142 774	93 271	37,5%	65,3%	56,1%
Zobowiązania z tytułu podatku dochodowego	947	617	2 266	0,6%	0,3%	1,4%
Krótkoterminowe zobowiązania handlowe i pozostałe	102 424	75 117	70 667	62,0%	34,4%	42,5%
PASYWA RAZEM	471 057	460 881	456 853	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: sprawozdania Spółki, obliczenia własne

W bilansie należy przede wszystkim zwrócić uwagę na pozycję „Aktywa trwałe przeznaczone do sprzedaży” o wartości 30,5 mln zł. Jak wynika z raportu Spółki: aktywa trwałe przeznaczone do sprzedaży obejmują nieruchomości w Bukareszcie (Rumunia) dostępne do natychmiastowej sprzedaży. Aktywny program znalezienia nabywcy i zakończenia planu sprzedaży tych aktywów został rozpoczęty.

Z raportu Spółki wynika, że sprzedaż tych aktywów jest wysoce prawdopodobna w ciągu 12 miesięcy od dnia bilansowego. Spodziewana cena sprzedaży przewyższy wartość bilansową tych aktywów. Z nieoficjalnych informacji wynika, że wartość wymienionej nieruchomości stanowić może krotność jej bieżącej wartości bilansowej. Ewentualna transakcja sprzedaży (termin 2-3 lata) wymienionej nieruchomości miałaby pozytywny wpływ na sytuację finansową Grupy AMBRA, a co za tym idzie na jej wycenę rynkową, zwłaszcza w kontekście jej bieżącej kapitalizacji wynoszącej 69 mln zł.

**Rachunek
zysków i strat**

W poprzednim roku obrotowym, mimo wzrostu przychodów brutto ze sprzedaży i osiągnięcia zysku operacyjnego, na poziomie netto Grupa AMBRA wykazała 9,5 mln zł straty netto. Przyczyną tego były: wysokie koszty obsługi długu i różnice kursowe, które spowodowały 20 mln zł ujemnego wyniku na działalności finansowej, znaczne zmniejszenie dodatniego salda pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych oraz wzrost kosztów pracowniczych.

Rachunek zysków i strat - skonsolidowany (w tys. zł)	zmiana				
	2006/07	2007/08	1-3Q 08/09	08/07	1-3Q09/ 1-3Q08
Przychody ze sprzedaży produktów	312 291	340 011	261 894	8,9%	-9,3%
Przychody ze sprzedaży towarów	193 060	207 284	170 029	7,4%	3,2%
Przychody brutto ze sprzedaży	505 351	547 295	431 923	8,3%	-4,8%
Oplaty handlowe	39 652	48 792	43 701	23,1%	6,4%
Podatek akcyzowy	57 545	58 543	39 482	1,7%	-16,1%
Przychody netto ze sprzedaży	408 154	439 960	348 740	7,8%	-4,5%
Zużycie materiałów	125 817	144 769	111 311	15,1%	-8,8%
Koszt własny sprzedanych towarów	108 818	119 050	93 725	9,4%	-1,2%
Zużycie materiałów i koszt własny sprzedanych towarów	234 635	263 819	205 036	12,4%	-5,5%
Koszty reklamy, marketingu, dystrybucji i prowizji	48 954	58 056	40 107	18,6%	-8,0%
Zysk (strata) brutto na sprzedaży	124 565	118 085	103 597	-5,2%	-1,2%
Pozostałe koszty działalności operacyjnej	39 596	39 975	27 575	1,0%	-4,3%
Wynagrodzenia i świadczenia na rzecz pracowników	50 719	57 657	41 469	13,7%	-5,0%
Amortyzacja	12 567	11 876	9 068	-5,5%	2,6%
Pozostałe przychody operacyjne	18 463	10 440	3 813	-43,5%	36,1%
Pozostałe koszty operacyjne	3 464	6 177	2 100	78,3%	57,1%
Zysk (strata) z działalności operacyjnej	36 682	12 840	27 198	-65,0%	8,8%
Przychody finansowe	8 810	4 168	13 325	-52,7%	355,1%
Koszty finansowe	11 718	24 505	17 519	109,1%	-16,4%
Zysk (strata) brutto	33 774	-7 497	23 004	-122,2%	230,7%
Podatek dochodowy	5 615	2 185	5 180	-61,1%	64,4%
Udziały mniejszości	321	189	3 161	-41,1%	145,2%
Zysk (strata) netto akcj. j. dominujące	28 480	-9 493	14 663	-133,3%	482,6%

Źródło: sprawozdania Spółki, obliczenia własne

Po trzech kwartałach bieżącego roku obrotowego sytuacja przychodowa Grupy uległa zmianie. Na skutek koncentracji na produktach o wyższych marżach i pogorszenia warunków zbytu, sprzedaż spadła o 4,8% (ilościowo o 13,9%), jednak nastąpiła wyraźna poprawa efektywności. Podstawowym źródłem prawie 9% wzrostu EBIT narastająco r/r było ograniczenie zużycia materiałów, reklamy, dystrybucji i marketingu oraz wynagrodzeń (restrukturyzacja organizacji sprzedaży oraz uproszczenie struktury zarządzania w Czechach i na Słowacji). Ograniczenie poziomu zadłużenia odsetkowego oraz dodatnie różnice kursowe netto wpłynęły na poprawę salda operacji finansowych i w efekcie wypracowanie 14,6 mln zł skonsolidowanego zysku netto. Należy przy tym zauważyć, że w samym trzecim kwartale roku obrotowego 2008/09 strata przypisana akcjonariuszom jednostki dominującej wyniosła 7,9 mln zł w porównaniu do 12,6 mln zł straty w trzecim kwartale ubiegłego roku obrotowego.

**Wskaźniki
finansowe**

Wskaźniki finansowe potwierdzają proces poprawy sytuacji finansowej Grupy AMBRA. Rentowności osiągnięte zarówno po trzech kwartałach roku 2008/09 oraz w ujęciu narastającym za ostatnie cztery kwartały są lepsze niż w poprzednim roku obrotowym. Niemniej kluczowym dla oceny Spółki, jak i jej perspektyw w zakresie wypracowywanych zysków będzie kolejny kwartał, kończący rok obrotowy 2008/09. W zakresie płynności oraz wskaźników zadłużenia także nastąpiła poprawa (w tych kategoriach sytuacja Grupy od kilku lat jest dość stabilna). Większe zmiany dotyczą okresu rotacji składników majątku obrotowego. Grupa w dalszym ciągu kredytuje swoich odbiorców i szybciej reguluje swoje zobowiązania handlowe niż otrzymuje zapłatę za towary i produkty. Wahania czasu rotacji nie spowodowały zasadniczych zmian w cyklu operacyjnym, skróceniu natomiast w kolejnych okresach ulega cykl konwersji gotówki, ze 199 dni w 2006/07 do 180 obecnie.

Wskaźniki finansowe	2006/07	2007/08	1-3Q 08/09
Rentowność			
EBITDA	9,75%	4,52%	8,40%
EBIT	7,26%	2,35%	6,30%
Wskaźnik rentowności brutto	6,68%	-1,37%	5,33%
Wskaźnik rentowności netto	5,64%	-1,73%	3,39%
ROA*	6,05%	-2,04%	0,73%
ROE*	15,55%	-5,43%	1,89%
Płynność			
Kapitał obrotowy (w mln zł)	109 024	68 596	108 203
Wskaźnik bieżący	1,66	1,31	1,65
Wskaźnik płynności szybkiej	1,05	0,68	0,94
Zadłużenie			
Wskaźnik zadłużenia	54,5%	58,5%	52,3%
Wskaźnik zadłużenia kap. własnego	140,2%	162,1%	127,7%
Dług netto (w tys. zł)	108 732	167 182	146 462
Rotacja			
Rotacja zapasów (w dniach)	155	164	170
Rotacja należności (w dniach)	85	68	58
Rotacja zobowiązań (w dniach)	41	37	49

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych ze Spółki

* wskaźniki obliczone dla zysku netto narastająco za ostatnie 4 kwartały

Wycena

Metoda dochodowa

Wycena metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) opiera się na długoterminowej prognozie działalności Spółki. Polega ona na obliczeniu wartości bieżącej prognozowanych przyszłych strumieni pieniężnych, skierowanych do właścicieli kapitału, finansującego majątek Spółki. Użyta metoda zakłada, że wewnętrzna wartość Spółki (rozumiana jako suma wyceny kapitału własnego i zaangażowanego kapitału obcego), równa jest sumie zdyskontowanych wolnych przepływów pieniężnych Spółki, wyznaczonych jako prognozowana gotówkowa nadwyżka operacyjna, pomniejszona o prognozowane wydatki inwestycyjne. Jako stopę dyskontową przyjęto wyznaczony za pomocą modelu CAPM średni ważony koszt kapitału Spółki. Wycena Spółki równa jest wartości całości zaangażowanego kapitału, pomniejszonej o wartość długu netto.

Wycena metodą dochodową oparta jest na następujących założeniach dotyczących prognozy wyników na lata 2009-2014:

Prognoza Amerbrokers na lata 2009-2014

Prognozowane główne pozycje rachunku zysków i strat Grupy AMBRA S.A. (tys. zł)

	2008/09P	2009/10P	2010/11P	2011/12P	2012/13P	2013/14P
Przychody brutto ze sprzedaży	528 068	528 068	538 629	554 788	582 528	611 654
EBITDA	34 186	37 248	39 242	42 144	45 242	48 405
Amortyzacja	12 068	13 485	15 004	16 624	18 446	20 269
EBIT	22 118	23 763	24 238	25 520	26 796	28 136
Zysk (strata) netto akcyj. j. dominujące	6 000	7 921	10 773	13 870	17 476	18 350

Źródło: Prognoza Amerbrokers

Na podstawie informacji uzyskanych ze Spółki oraz własnych prognoz zakładamy, że bieżący rok Grupa AMBRA zakończy znacznie lepszymi wynikami na poziomie zysków w stosunku do roku poprzedniego. Kluczowa będzie sytuacja operacyjna Grupy w ostatnich miesiącach trwającego do końca czerwca bieżącego roku obrotowego. Szacujemy, że w 4Q przychody brutto Grupy zwiększą się o 2,5% w ujęciu r/r, co przyczyni się do wypracowania 528 mln zł przychodów narastająco (-3,5% r/r). Tempo wzrostu sprzedaży w 4Q będzie nieznacznie niższe od tego w jakim tempie rozwija się w tym okresie rynek wina w Polsce (+4% - szacunki AMBRA). Ograniczenie kosztów operacyjnych powinno przełożyć się na ograniczenie straty operacyjnej i netto w stosunku do analogicznego okresu roku poprzedniego, stąd po dobrych wynikach za 1-3Q 2008/09, szacujemy że EBIT w bieżącym roku wyniesie 22,1 mln zł, a zysk netto minimum 6 mln zł.

W następnym roku obrotowym (2009/10) ostrożnie przyjmujemy, że na skutek spowolnienia gospodarczego, ograniczania poziomu konsumpcji (szczególnie spadek sprzedaży w Czechach i na Słowacji) przychody Grupy AMBRA pozostaną na takim samym poziomie jak w roku bieżącym. Prognozowana poprawa efektywności (marża EBIT i netto) ma swoje uzasadnienie w racjonalnej polityce kosztowej oraz umiejętnym zabezpieczeniu się Spółki przed ryzykiem kursowym. Szacujemy, że dopiero w perspektywie 3-4 lat Grupa zwiększy swoje obroty o 5%, a marża netto wyniesie 3%, co w naszej opinii jest założeniem ostrożnym uwzględniającym ryzyko zmiany w otoczeniu rynkowym Spółki.

Prognozowane wskaźniki Grupy AMBRA S.A.

	2008/09P	2009/10P	2010/11P	2011/12P	2012/13P	2013/14P
Zmiana przychodów	-3,5%	0,0%	2,0%	3,0%	5,0%	5,0%
Marża EBITDA	6,5%	7,1%	7,3%	7,6%	7,8%	7,9%
Marża operacyjna	4,2%	4,5%	4,5%	4,6%	4,6%	4,6%
Marża zysku netto	1,1%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,0%

Źródło: Prognoza Amerbrokers

Dodatkowo zakłada się, że rezydualny wzrost FCF po okresie prognozy wynosić będzie 1,0%.

Wycena metodą DCF na dzień 28.05.2009

(tys zł)	2009/10P	2010/11P	2011/12P	2012/13P	2013/14P	2014P+
Zysk operacyjny	23 763	24 238	25 520	26 796	28 136	28 136
- opodatkowanie EBIT	4 515	4 605	4 849	5 091	5 346	5 346
NOPLAT	19 248	19 633	20 671	21 705	22 790	22 790
+ Amortyzacja	13 485	15 004	16 624	18 446	20 269	20 269
- Zmiana kapitału pracującego	288	-3 104	-4 749	-5 987	-7 645	-1 529
Nadwyżka operacyjna	33 021	31 533	32 546	34 164	35 413	41 530
- Wydatki inwestycyjne	13 620	15 154	16 790	18 631	20 471	20 471
Wolne przepływy pieniężne (FCF)	19 401	16 379	15 756	15 533	14 942	21 058
współczynnik dyskonta	91,4%	83,6%	76,4%	69,9%	63,9%	63,9%
Wartość bieżąca (PV FCF)	17 738	13 691	12 042	10 854	9 546	
Stopa wolna od ryzyka	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Premia za ryzyko (dług)	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Efektywny koszt długu	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Beta	1,14	1,14	1,14	1,14	1,14	1,14
Premia za ryzyko (kapitał własny)	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Koszt kapitału własnego	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%
Dług / (Dług + Kapitały własne)	45,4%	45,4%	45,4%	45,4%	45,4%	45,4%
WACC	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%
Suma DCF 2009-2013	63 871					
Rezydualny wzrost FCF po okresie prognozy	1,0%					
Wartość rezydualna 2012+ (RV)	253 955					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV RV)	162 242					
Wartość przedsiębiorstwa (EV)	226 113					
Dług netto	146 462					
Wartość 100% akcji	79 651					
Liczba akcji (tys. szt)	25 207					
Wartość 1 akcji, w zł	3,16					

Źródło: obliczenia własne

Wartość jednej akcji AMBRA S.A. wyliczona metodą dochodową, przy przyjętych powyżej założeniach, wynosi 3,16 zł.

Metoda porównawcza

Metoda porównawcza bazuje na porównaniu wskaźników wyceny rynkowej AMBRA w stosunku do wybranych spółek z branży produkcji i dystrybucji napojów alkoholowych o zbliżonym profilu działania.

Za cenę przyjmowany jest aktualny kurs giełdowy. Wartość księgową, sprzedaż, zysk operacyjny i netto dla porównywanych spółek obliczono na podstawie ostatnich opublikowanych danych finansowych (za cztery kwartały).

Wycena porównawcza na dzień 28.05.2009

Spółka	Kurs	P/Sales	EV/EBITDA	P/E	P/BV
Constellation Brands	11,47 USD	0,7	10,4	6,6	1,3
Diageo	53,22 USD	2,4	10,6	12,6	5,6
CEDC	23,59 USD	0,8	9,4	-	1,6
Mediana	x	0,8	10,4	9,6	1,6
AMBRA S.A.	2,70 zł	0,1	7,9	20,4	0,4
Wycena 1 akcji AMBRA S.A. (w zł)		15,64	5,39	1,27	12,09
Wagi		0,05	0,45	0,45	0,05
Wycena AMBRA S.A. - średnia ważona					4,38 zł

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów za ostatnie 4 kwartały

Przy tak przyjętych założeniach, **wartość jednej akcji Spółki AMBRA obliczona metodą porównawczą wynosi 4,38 zł.**

Podsumowanie wyceny

W celu uzyskania końcowej wyceny Grupy AMBRA S.A. obliczono średnią ważoną wycen uzyskanych metodą DCF i metodą porównawczą. Dla wyceny porównawczej przyjęto wagę 0,2 z uwagi na inny asortyment, profil skalę działania wybranych spółek. Ponadto wskaźniki w wycenie porównawczej są bardzo zróżnicowane, co zakłóca ostateczną wycenę Spółki. Dla wyceny dochodowej przyjęto wagę 0,8 z uwagi na decydujące w tej sytuacji znaczenie przy ocenie wartości Spółki.

Końcowa wycena AMBRA S.A.

Spółka	Waga	Wycena
Metoda dochodowa	0,80	3,16
Metoda porównawcza	0,20	4,38
Końcowa wycena AMBRA S.A. (w zł)	1,00	3,40

Źródło: obliczenia własne

Rekomendacja

Obliczona w ten sposób wartość jednej akcji Spółki wynosi 3,40 zł. W związku z tym, że jest to o 26,1% więcej od bieżącej wyceny rynkowej, wydajemy dla AMBRA S.A. rekomendację Kupuj.

Analiza techniczna

Średnioterminowo kurs AMBRA S.A. znajduje się w trendzie wzrostowym, który jest korektą długoterminowego trendu spadkowego, trwającego od kwietnia 2007 roku. Skala spadku ceny akcji to ponad 90%, z poziomu 19,99 zł do 1,15 zł.

Kształtowany obecnie trend jest bardzo dynamiczny, wzrost ceny wyniósł ponad 150%. Towarzyszą temu istotnie wyższe obroty, co jest potwierdzeniem tendencji. Jednocześnie, oscylatory od kilku tygodni poruszały się w strefach bliskich wyprzedania, a średnie kroczące kształtowały pozytywny układ średnioterminowy.

Sytuacja techniczna waloru jest pozytywna, niemniej krótkoterminowo realizuje się scenariusz korekty, wzrosła presja do realizacji zysków przy poziomie powyżej 3 zł. Potwierdza to zachowanie oscylatora RSI14, który w korekcie wzrostu naruszył lokalne wsparcie.

Po rozpoczętym obecnie ruchu korekcyjnym, wsparciem dla kursu jest zarówno MA15 jak i linia trendu wzrostowego, w związku z czym strefę obrony wyznaczyć należy na poziomie 2,6 zł. Kontynuacja wzrostu powinna doprowadzić kurs do poziomu długoterminowego oporu z połowy ubr., tj. około 3,80 zł.



Informacje dodatkowe

Niniejsza analiza, zawierająca rekomendację inwestycyjną, jest skierowana do klientów Domu Maklerskiego AmerBrokers. Jest ona udostępniana nieodpłatnie. Autor analizy użył swojej najlepszej wiedzy i dołożył wszelkich starań aby analiza była sporządzona rzetelnie i obiektywnie. 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 04.02.1994 o prawie autorskim i prawach pokrewnych (Dz.U.Nr 24, poz.83). W szczególności nie jest dozwolone powielanie i rozpowszechnianie powyższego bez zgody Domu Maklerskiego AmerBrokers.

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

Objaśnienie skrótów stosowanych w analizie

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

Metody wyceny

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

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

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

Rekomendacja

Data 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.

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

KUPIJ - 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 - sądymy, 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 KUPIJ. Sądymy jednak, że nie warto pozbywać się akcji, gdyż powinny one zyskiwać na wartości, szczególnie przy sprzyjających warunkach rynkowych.

NEUTRALNIE - oznacza powstrzymanie się od wyraźnego zalecenia inwestycyjnego.

Wykaz rekomendacji wydanych dla spółki w ciągu ostatnich 12 miesięcy: w okresie ostatnich 12 miesięcy DM AmerBrokers nie wydawał rekomendacji dla spółki AMBRA.

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

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