

Ambra

sektor / branża: Spożywczy

Ticker: **AMB**

ISIN: **PLAMBRA00013**

Kupuj

12,0 zł

Profil spółki

Ambra zajmuje się produkcją oraz dystrybucją win oraz innych alkoholi. Marki spółki zajmują silną pozycję na rynku polskim, czeskim, słowackim i rumuńskim. Najbardziej istotne produkty spółki to wina musujące (Dorato, Piccolo, Michelangelo) i spokojne.

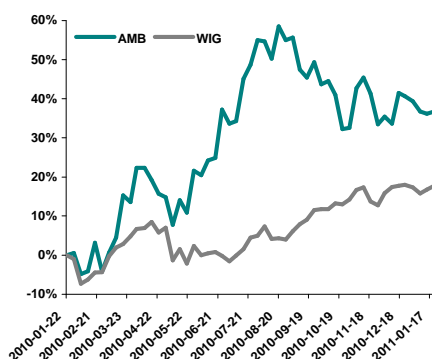
Dane podstawowe

Kurs (21/01/11)	8,7
Wycena DCF	9,9
Wycena porównawcza	14,1
Liczba akcji (tys.)	25 206,6
Kapitalizacja (mln zł)	219,3
EV (mln zł)	352,4

Notowania

max cena 52 tygodnie (zł)	9,9
min cena 52 tygodnie (zł)	5,3
Mediana wartości obrotów (tys. zł)	224,80

Struktura akcjonariatu	% akcji	% głosów
Sektellerei Schloss Wachenheim AG	61,1%	61,1%
Aviva OFE	7,6%	7,6%
Pozostali	31,3%	31,3%



Analitik:

Tomasz Manowicz

Makler Papierów Wartościowych

tel. 22 329 43 44

e-mail: tomasz.manowicz@bgz.pl

Wyniki finansowe

W wynikach Ambry w ostatnich latach widoczna jest systematyczna poprawa osiąganych rezultatów finansowych. Szeroko zakrojony program restrukturyzacji, przeprowadzony w latach 2008-2009 doprowadził do trwałej poprawy rentowności grupy kapitałowej. Optymalizacja procesu produkcji oraz koncentracja w dystrybucji na najbardziej rentownych produktach przyczyniły się do wzrostu efektywności działalności. W efekcie strata na poziomie netto została zamieniona w zyski, które obecnie mają już wymiar dwucyfrowy.

Dobra tendencja utrzymuje się w dalszym ciągu i wyniki kolejnych kwartałów stale wykazują poprawę w stosunku do poprzedniego roku. Trzeci kwartał ubiegłego roku, który jest pierwszym okresem w roku obrotowym spółki, przyniósł w końcu dodatnią dynamikę sprzedaży w skali grupy (+3,3%) oraz dalszą poprawę rentowności. Wcześniejsza ujemna dynamika sprzedaży wynikała ze zmian w ofercie oraz pogorszenia koniunktury w państwach południowych (głównie Rumunia). W konsekwencji w 1Q zysk operacyjny był o ok. 15% wyższy r/r, a wynik netto z bliskiego 0 wzrósł do ponad 3 mln zł. Należy również zwrócić uwagę na ciągły proces redukcji zadłużenia, które w ciągu dwóch lat zmniejszyło się o 40% i obecnie stanowi mniej więcej dwukrotność rocznego zysku EBITDA. Bieżącą kondycję finansową spółki można zatem ocenić bardzo pozytywnie.

Prognozy oraz perspektywy Spółki

Rynek wina stanowi bardzo atrakcyjny segment rynku spożywczego, ponieważ zwiększa swą wartość wyjątkowo dynamicznie, nawet w okresie spowolnienia gospodarczego. Zmieniające się nawyki konsumentów, którzy przekonują się do alkoholi słabszym kosztem mocniejszych, powodują, że tempo wzrostu rynku jeszcze przez długi czas może sięgać 10%. Silna pozycja Grupy Ambra na wszystkich rynkach, gdzie prowadzi swoją działalność, będzie wspierać długoterminowy rozwój organiczny. Dodatkowo celem zarządu jest również aktywność na polu akwizycji, gdzie mogą nastąpić przejęcia marek lub przedsiębiorstw dystrybucyjnych. Poza tym w naszych prognozach nie uwzględniamy aspektu sprzedaży nieruchomości inwestycyjnej w Bukareszcie, będącej w posiadaniu spółki zależnej, której sprzedaż może przynieść wysokie zyski jednorazowe.

Wycena

W oparciu o przyjęte przez nas założenia, ustaliliśmy wartość akcji Ambra za pomocą metody DCF w wysokości 9,94 zł i za pomocą metody porównawczej, w zestawieniu ze spółkami zagranicznymi o podobnym profilu działalności na 14,07 zł. Ostateczną cenę docelową określiliśmy na podstawie średniej z powyższych wycen.

Zmiany przeprowadzone w Grupie Ambra przez ostatnie dwa lata pozwoliły istotnie polepszyć jej kondycję finansową. Oczekujemy, że trend poprawy wyników w kolejnych okresach będzie kontynuowany, choć dynamika zmian z pewnością będzie już mniejsza. Niemniej jednak osiągnięta rentowność wydaje się być trwała, w związku z czym bieżące wskaźniki wyceny należy uznać za atrakcyjne, a perspektywa ich poprawy w następnych kwartałach będzie zwiększać niedowartościowanie akcji. Pozytywnie oceniamy prowadzoną strategię zarządu, której skuteczność najlepiej potwierdzają prezentowane wyniki finansowe. Należy docenić dynamiczny wzrost zysku netto, znaczący spadek zadłużenia oraz utrzymanie atrakcyjnej polityki dywidendy, która zakłada wypłatę w każdym roku do 50% wypracowanego zysku. Wszystkie te czynniki wraz z korzystną oceną perspektyw rozwoju Grupy Ambra skłoniły nas do wydania zalecenia KUPUJ z ceną docelową na poziomie 12,0 zł.

mln zł	2007/8*	2008/9	2009/10	2010/11P	2011/12P	2012/13P
Przychody ze sprzedaży netto	440,0	428,8	398,9	418,1	442,7	472,8
zmiana r/r (%)	7,8%	-2,5%	-7,0%	4,8%	5,9%	6,8%
EBITDA	24,7	32,9	50,5	51,8	55,5	59,5
EBIT	12,8	21,0	39,4	41,8	45,0	48,6
marża EBIT (%)	2,9%	4,9%	9,9%	10,0%	10,2%	10,3%
Wynik netto (dla podm. dominującego)	-8,8	5,1	14,9	20,9	23,2	25,7
marża netto (%)	-2,0%	1,2%	3,7%	5,0%	5,2%	5,4%
EPS (zł)	-0,35	0,20	0,59	0,83	0,92	1,02
DPS (zł)	0,20	-	0,10	0,30	0,41	0,46
P / E	-	43,1	14,7	10,5	9,4	8,5
EV / EBITDA	14,3	10,7	7,0	6,8	6,3	5,9

* rok obrotowy obejmuje okres lipiec - czerwiec

P - prognozy BM BGZ

Informacje nt ujawniania konfliktu interesów, o których mowa w § 9 i 10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku znajdują się na przedostatniej stronie niniejszej publikacji

Wycena

Wycenę spółki sporządzono za pomocą:

- metody opartej na zdyskontowanych przepływach pieniężnych FCFF;
- 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 FCFF oraz metodą porównawczą, przy zachowaniu równych wag dla każdej z nich. Wyznaczona w ten sposób wartość jednej akcji Spółki wynosi 12,00 zł. Ponieważ cena docelowa przewyższa bieżące notowania o więcej niż 10%, zdecydowaliśmy się wydać rekomendację KUPUJ dla Ambry, doceniając jej długoterminowe perspektywy rozwoju.

Tab. Podsumowanie wyceny

	wycena 1	
	akcji	waga
metoda DCF	9,9	50%
metoda porównawcza (spółki zagraniczne)	14,1	50%
wycena akcji Ambra	12,0 zł	
obecna cena akcji	8,7 zł	

Źródło: BM BGŻ.

Wycena DCF

Wykorzystując metodę DCF, otrzymaliśmy wartość spółki przypadającą dla akcjonariuszy podmiotu dominującego w wysokości 250,5 mln zł, co implikuje wartość fundamentalną jednej akcji na poziomie 9,94 zł. Wycena ta została sporządzona przy zachowaniu poniższych założeń:

- w prognozach zakładamy jedynie rozwój organiczny, nie uwzględniając ewentualnych akwizycji;
- stopę wolną od ryzyka przyjęliśmy na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych, która wynosi 6,4%, premię za ryzyko rynkowe przyjmujemy na poziomie 5,5%;
- współczynnik beta przyjęliśmy na podstawie relewarowanej bety (czyli uwzględniającej stosunek zadłużenia do wartości kapitałów własnych) przy wskaźniku wyjściowym równym 1;
- wzrost wolnych przepływów po okresie prognozy zakładamy w wysokości 3% w skali roku;
- efektywna stopa podatkowa wynosi 19%;
- szacunek nakładów inwestycyjnych na kolejne lata przyjęliśmy na poziomie zbliżonym do odpisów amortyzacyjnych;

- zadłużenie długoterminowe będzie podlegało systematycznej spłacie, natomiast krótkoterminowe zależeć będzie od potrzeb gotówkowych spółki przy założeniu, że minimalne saldo gotówki wynosi 8 mln zł;
- wzrost wynagrodzeń na kolejne lata powiązany jest ze wzrostem wydajności, który przyjęliśmy na poziomie 5% w skali roku;
- w prognozie zakładamy utrzymanie obecnej polityki dywidendowej przez Spółkę przy poziomie wypłat w wysokości 50% zysku;
- rotacje zapasów, należności i zobowiązań pozostaną na podobnym poziomie jak w ostatnim roku (odpowiednio ok. 90, 84 i 60 dni);
- ze względu na znaczący udział akcjonariuszy niekontrolujących, skorygowaliśmy otrzymaną wycenę o wskaźnik 0,8, dający w efekcie wartość przypadającą akcjonariuszom Ambry;
- nie zakładamy emisji nowych akcji;
- w prognozie nie uwzględniamy transakcji jednorazowych;
- wszystkie wartości wyrażone są nominalnie;
- cena akcji została wyliczona na dzień 24.01.2011 r.

Tab. Wycena metodą DCF

(mln PLN)	2H 2010/11P	2011/12P	2012/13P	2013/14P	2014/15P	2015/16P	2016/17P	2017/18P	2018/19P	2019/20P
Przychody	144,7	442,7	472,8	506,9	544,4	585,6	624,7	654,3	679,4	699,8
EBIT	-2,7	45,0	48,6	52,6	57,3	61,4	65,2	67,7	69,5	71,0
Efektywna stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
NOPLAT	-2,2	36,5	39,4	42,6	46,4	49,7	52,8	54,8	56,3	57,5
Amortyzacja	5,1	10,5	10,9	11,4	10,9	11,5	11,9	12,3	12,8	13,0
CAPEX	5,5	10,0	10,5	10,9	11,4	10,9	11,5	11,9	12,3	12,8
Inwestycje w kapitał obrotowy	-99,5	12,3	9,4	10,7	11,7	12,9	12,2	9,3	7,8	6,4
FCFF	97,0	24,8	30,4	32,4	34,2	37,4	41,0	46,1	49,0	51,3
Stopa wolna od ryzyka	6,2%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%
Premia rynkowa	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta	1,5	1,2	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0
Koszt kapitału własnego	14,2%	13,1%	12,9%	12,7%	12,6%	12,4%	12,3%	12,1%	12,1%	12,1%
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	64,0%	78,6%	81,4%	84,1%	86,9%	89,6%	92,3%	94,3%	94,5%	94,6%
% długu	36,0%	21,4%	18,6%	15,9%	13,1%	10,4%	7,7%	5,7%	5,5%	5,4%
WACC	10,8%	11,3%	11,4%	11,5%	11,5%	11,6%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%
Suma DFCF	278,7									
Wartość rezydualna (TV)	604,1									
Zdyskontowana TV	214,0									
Wartość działalności operacyjnej	492,6									
Gotówka netto	-179,6									
Wartość kapitału własnego	313,1									
Po uwzględnieniu udziału mniejszości	250,5									
Liczba akcji (mln szt.)	25,21									
Wartość 1 akcji	9,94 zł									

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

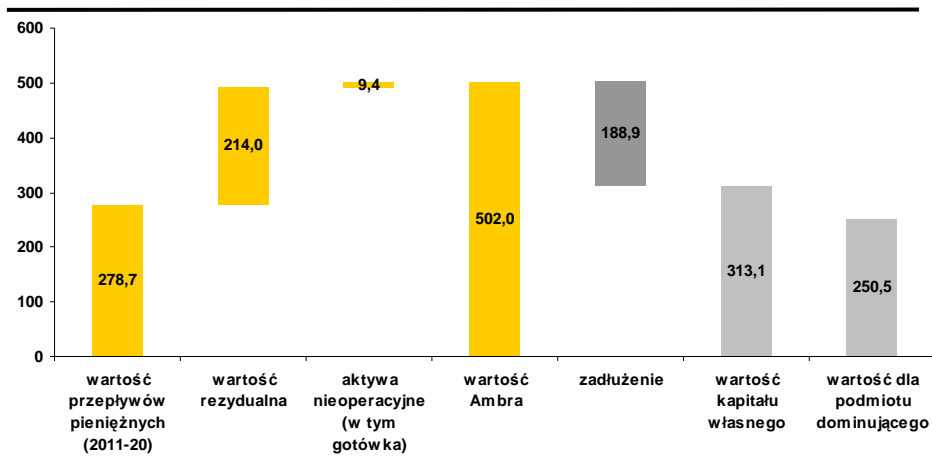
Poniżej przedstawiamy analizę wrażliwości wyceny DCF na przyjęte do modelu założenia odnośnie wartości średniego ważonego kosztu kapitału oraz wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po okresie prognozy. Wycena charakteryzuje się istotną wrażliwością zarówno na zmianę tempa wzrostu przepływów w nieskończoność, jak i na zmianę wartości średniego ważonego kosztu kapitału. Przyjęte przez nas założenia pozwoliły wyznaczyć cenę na poziomie 9,94 zł, ale skrajne wartości analizy wrażliwości odbiegają od tej wartości o ponad 20%.

Tab. Analiza wrażliwości wyceny na przyjęte założenia

		wzrost FCFF w nieskończoność				
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC	-1,0%	10,8	11,3	11,8	12,4	13,1
	-0,5%	9,9	10,3	10,8	11,3	11,9
	0,0%	9,2	9,5	9,9	10,4	10,9
	+0,5%	8,5	8,8	9,2	9,5	10,0
	+1,0%	7,9	8,2	8,5	8,8	9,2

Źródło: BM BGŻ.

Rys. Determinanty wartości Ambry w wycenie FCFF



Źródło: BM BGŻ.

Wycena porównawcza

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 i długu netto spółki do zysku przed oprocentowaniem i opodatkowaniem) oraz EV/EBITDA (stosunek wartości przedsiębiorstwa liczonej jako suma wartości kapitałów własnych i długu netto spółki do zysku przed oprocentowaniem i opodatkowaniem powiększonego o amortyzację). Do wyceny porównawczej wykorzystaliśmy wskaźniki oparte na wynikach za 2009 r. oraz prognozach na bieżący i przyszły rok obrotowy dla spółek zbliżonych do Ambry pod względem prowadzonej działalności. Ponieważ w Polsce nie ma notowanych spółek będących producentami i dystrybutorami wina (Advadis – jedyny dystrybutor na rynku głównym notuje straty), do grupy porównawczej wybraliśmy podmioty notowane na innych giełdach światowych – w Hiszpanii, we Francji, w Niemczech i w Kanadzie. Dodatkowo przyjęliśmy kryterium ograniczające grupę porównawczą do spółek o średniej kapitalizacji, gdzie wartość progową ustaliliśmy na 500 mln dolarów. Prognozy dla spółek zagranicznych oparliśmy o konsensus analityków prezentowany w systemie Thomson Reuters.

Na podstawie wyceny porównawczej opartej o powyższe wskaźniki otrzymaliśmy cenę jednej akcji spółki Ambra na poziomie 14,07 zł. Jest to wartość zdecydowanie wyższa od bieżących notowań akcji na rynku, co świadczy o dużym niedowartościowaniu polskiej spółki na tle konkurentów z innych państw, sięgającym ponad 50%.

Tab. Wycena porównawcza

Spółka	EV/EBIT			EV/EBITDA			P/E		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
Lanson BCC	22,6	17,2	15,1	17,3	14,8	13,2	17,2	15,7	13,5
Vranken-Pommery Monopole	19,1	16,7	14,7	15,5	13,7	12,2	18,1	13,2	10,6
Baron de Ley	9,4	9,2	8,4	6,7	6,6	6,2	12,5	11,7	10,5
Advini	-	-	-	11,6	11,6	9,6	45,8	34,3	22,9
Sektellerei Schloss Wachenheim	8,0	6,0	5,5	-	-	-	9,1	6,2	5,5
Corby Distillers	10,7	11,1	10,4	10,3	10,6	10,4	21,9	15,7	14,9
Mediana	10,7	11,1	10,4	11,6	11,6	10,4	17,7	14,4	12,1
Ambra									
wskaźniki dla Ambra S.A.	8,9	8,4	7,8	7,0	6,8	6,3	14,7	10,5	9,4
Implikowana cena 1 akcji Ambra	11,5	13,1	13,3	17,9	18,5	17,6	10,4	12,0	11,1
Wagi dla wskaźników	33%			33%			33%		
Wycena 1 akcji	14,07 zł								

Źródło: BM BGŻ S.A.

P - prognoza BM BGŻ

Charakterystyka Spółki

Wyniki finansowe

Wyniki finansowe Grupy Ambra uległy istotnej poprawie w ciągu ostatnich lat, co było efektem szeroko zakrojonego procesu restrukturyzacji przeprowadzonego głównie w zagranicznych spółkach zależnych w latach 2008-2009. Obecnie obserwujemy już pełne efekty tych zmian, dlatego rezultaty prezentowane w bieżących sprawozdaniach należy traktować jako powtarzalne. Skutkiem działań zarządu było uzyskanie znacznie wyższej rentowności operacyjnej, co było możliwe dzięki optymalizacji działalności produkcyjnej (zamknięcie jednego zakładu w Czechach), ograniczeniu zatrudnienia (spadek w ciągu trzech lat o 140 osób, czyli prawie o 20%), ograniczeniu pozostałych kosztów działalności oraz poprawie rentowności sprzedaży.

Tab. Wyniki Finansowe Grupy Ambra w ostatnich latach

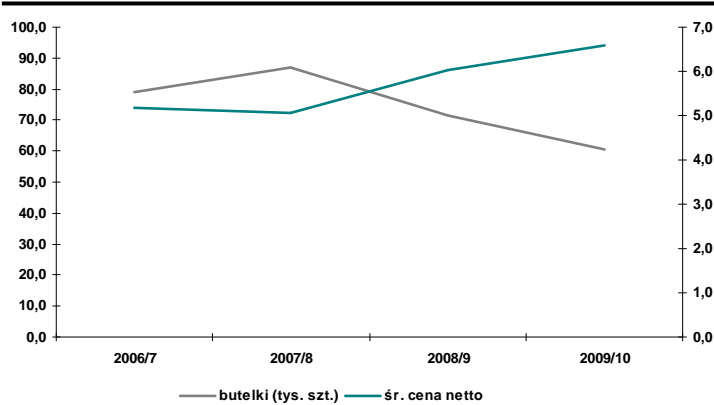
(mln PLN)	2007/8	2008/9	2009/10	2010/11P
Przychody netto ogółem	440,0	428,8	398,9	418,1
<i>zmiana r/r</i>	<i>7,8%</i>	<i>-2,5%</i>	<i>-7,0%</i>	<i>4,8%</i>
EBIT	12,8	21,0	39,4	41,8
<i>marża operacyjna</i>	<i>2,9%</i>	<i>4,9%</i>	<i>9,9%</i>	<i>10,0%</i>
EBITDA	24,7	32,9	50,5	51,8
Zysk brutto	-7,5	11,8	26,9	33,1
Zysk netto	-8,8	5,1	14,9	20,9
<i>marża netto</i>	<i>-2,0%</i>	<i>1,2%</i>	<i>3,7%</i>	<i>5,0%</i>
Dług/kapitał własny	1,0	0,7	0,5	0,6
Dług/EBITDA	7,5	4,3	2,2	1,8
Odsetki/EBIT	0,9	0,6	0,2	0,3
Przepływy z działalności operacyjnej	-1,9	59,2	53,3	46,7
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-36,2	-7,3	-10,7	-11,1
Przepływy z działalności finansowej	23,4	-60,6	-41,1	-38,7

Źródło: sprawozdania Spółki, BM BGŻ.

P - prognoza BM BGŻ

Ostatni ze wspomnianych czynników, czyli wzrost rentowności brutto na sprzedaży, wziął się z kilku źródeł. Przede wszystkim znacząco wzrosła średnia cena netto sprzedawanej butelki (z 5,1 do 6,6 zł), gdzie podwyżki zrealizowano głównie na produktach marek własnych spółki. Poza tym zrezygnowano z dystrybucji najmniej rentownego asortymentu, koncentrując się na oferowaniu najbardziej zyskowych pozycji. Dodatkowo wzrosła efektywność produkcji dzięki przeprowadzonej optymalizacji tego procesu. Skutkiem rezygnacji z części produktów oraz podwyżek cen był spadek wolumenów, którego spółka doświadczyła w ostatnich dwóch latach. Liczba sprzedawanych butelek spadła z ponad 80 mln sztuk do nieco ponad 60 mln sztuk w skali roku. Wyższa cena jednostkowa nie skompensowała spadku ilościowego, w związku z czym raportowane przychody ze sprzedaży charakteryzowały się ujemną dynamiką. W ostatnich miesiącach tendencja ta uległa jednak odwróceniu i pierwszy kwartał bieżącego roku obrotowego zakończony został już pozytywną zmianą sprzedaży w stosunku do poprzedniego roku. Ważniejsze jest jednak, że podjęte działania pozwoliły zwiększyć rentowność sprzedaży, która wzrosła z 27% do 33%. Zatem, mimo niższych przychodów, zysk brutto ze sprzedaży miał tendencję rosnącą.

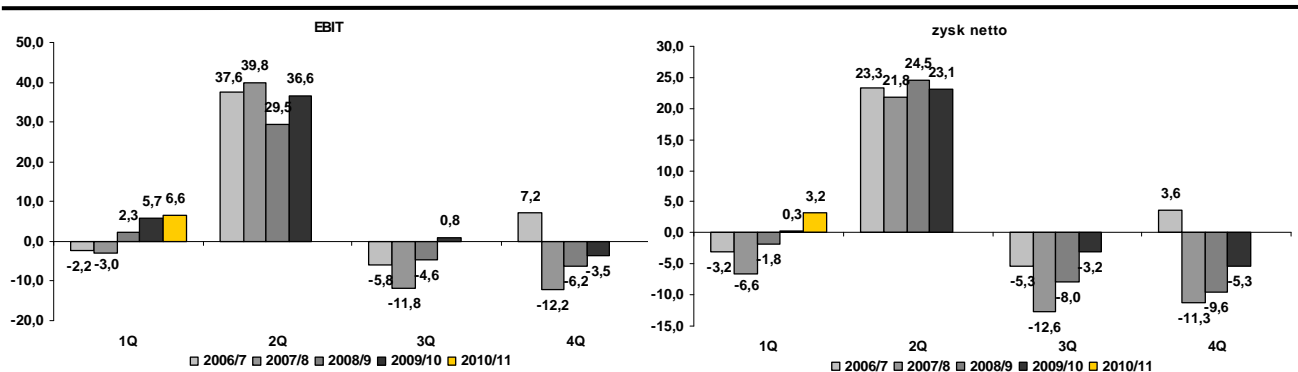
Rys. Wolumen sprzedaży oraz średnia cena butelki netto



Źródło: Spółka, BM BGŻ.

Oprócz znaczącej poprawy wyników z działalności operacyjnej, gdzie widzimy podwojenie wartości zysku EBITDA w ciągu ostatnich trzech lat, duże zmiany nastąpiły także w aspekcie zadłużenia i kosztów finansowania w Grupie. Skonsolidowany dług netto zmniejszył się w tym czasie o ok. 70 mln zł, przez co koszty odsetkowe uległy znacznemu ograniczeniu i w mniejszym stopniu obciążają wynik finansowy. Obecny stan zadłużenia wynoszący ponad 100 mln zł, co stanowi dwukrotność rocznej EBITDA oraz połowę wartości kapitałów własnych, wydaje się być dobrym poziomem do utrzymania w dłuższym terminie, co deklaruje również zarząd. Znacznie niższe koszty finansowe pozytywnie wpłynęły na poprawę zysku brutto Grupy, a w konsekwencji również na zysk netto akcjonariuszy. Należy jednak pamiętać, że Ambra nie posiada pełnego udziału we wszystkich konsolidowanych spółkach, stąd zyski przypadające na udziałowców niekontrolujących stanowią istotną pozycję w sprawozdaniach, pomniejszając zysk akcjonariuszy podmiotu dominującego. Niemniej jednak strata netto została zamieniona w dwucyfrowy zysk netto, który powinien nadal poprawiać się w kolejnych okresach. Trzeba również zaznaczyć, że w poprzednim roku obrotowym wystąpił pozytywny wpływ zdarzeń jednorazowych (zysk ze sprzedaży części ziemi w Bukareszcie oraz zwrot VAT i odpisanych należności) na wynik netto podmiotu dominującego w wysokości nieco ponad 2 mln zł (na poziomie EBIT było to 4 mln zł). Nie zmienia to jednak faktu, że poprawa rezultatów spółki była znacząca.

Rys. Historyczne skonsolidowane wyniki Ambra w poszczególnych kwartałach roku obrotowego



Źródło: Sprawozdania Spółki, BM BGŻ.

Tak istotna redukcja zadłużenia była możliwa dzięki bardzo dobrym przepływom gotówkowym z działalności operacyjnej, które przez dwa lata przekraczały 50 mln zł. Był to w dużej mierze efekt poprawy kapitału obrotowego – głównie to redukcja zapasów pozwoliła uwolnić sporą gotówkę. Natomiast brak

kosztownych inwestycji w tym czasie dał możliwość przeznaczenia nadwyżek finansowych na spłatę kredytów oraz płatności dla akcjonariuszy w formie dywidendy. Polityka dywidendowa spółki zakłada wypłatę w każdym roku połowy zysku netto i takie też były decyzje w ostatnich latach oraz można oczekiwać utrzymania takich proporcji w przyszłości.

Działalność Ambry charakteryzuje się wysoką sezonowością. Ze względu na specyfikę produktów (znaczny udział w sprzedaży stanowi wino musujące) największa sprzedaż generowana jest w czwartym kwartale kalendarzowym, który jest jednocześnie drugim kwartałem roku obrotowego spółki (obejmuje on okres lipiec-czerwiec). Wypracowane w ciągu tych trzech miesięcy przychody stanowią ok. 45% całorocznej sprzedaży. Skutkiem tego jest duża dysproporcja między wynikami spółki w poszczególnych kwartałach. Wyraźnie wyróżnia się okres ostatnich miesięcy roku, kiedy osiągnany jest bardzo wysoki zysk, natomiast pozostałe okresy charakteryzują się ujemnym wynikiem finansowym, choć w ostatnich latach następuje stała poprawa i niewykluczone, że w niedługiej perspektywie również pozostałe kwartały będą kończyć się dodatnim wynikiem.

Tab. Wyniki 1Q oraz prognoza na 1H bieżącego roku obrotowego

(mln PLN)	1Q 2009	1Q 2010	zmiana r/r	1H 2009/10	1H 2010/11P	zmiana r/r
przychody	79,3	81,9	3,3%	260,4	273,4	5,0%
zysk brutto ze sprzedaży	27,5	29,2	6,0%	89,8	98,8	10,0%
<i>rentowność brutto ze sprzedaży</i>	<i>34,7%</i>	<i>35,6%</i>	<i>+0,9 p.p.</i>	<i>34,5%</i>	<i>36,1%</i>	<i>+1,6 p.p.</i>
zysk operacyjny	5,7	6,6	14,7%	42,1	44,5	5,7%
<i>rentowność operacyjna</i>	<i>7,2%</i>	<i>8,0%</i>	<i>+0,8 p.p.</i>	<i>16,2%</i>	<i>16,3%</i>	<i>+0,1 p.p.</i>
EBITDA	8,5	9,0	6,0%	47,5	49,3	3,9%
<i>rentowność EBITDA</i>	<i>10,7%</i>	<i>11,0%</i>	<i>+0,3 p.p.</i>	<i>18,2%</i>	<i>18,0%</i>	<i>-0,2 p.p.</i>
saldo finansowe	-3,7	-1,9	-46,6%	-7,5	-4,5	-39,8%
zysk netto	0,3	3,2	964,0%	23,4	27,5	17,7%
<i>rentowność netto</i>	<i>0,4%</i>	<i>3,9%</i>	<i>+3,5 p.p.</i>	<i>9,0%</i>	<i>10,1%</i>	<i>+1,1 p.p.</i>

Źródło: sprawozdania Spółki, BM BGŻ.

P - prognoza BM BGŻ

Wakacyjny kwartał, będący pierwszym w roku obrotowym spółki, udaje się już zamykać z dodatnim wynikiem finansowym. W 2010 r. zysk netto wyniósł już ponad 3 mln zł, co należy uznać za bardzo dobry rezultat. Poprawa wynikała głównie z braku ujemnego wpływu różnic kursowych, który negatywnie wpłynął na zysk w 2009 r. Prowadzenie działalności na kilku rynkach funkcjonujących w różnych obszarach walutowych oraz liczne rozliczenia między spółkami w Grupie powodują, że czynnik zmienności kursów walutowych może znacząco wpływać na wyniki. Ostatnia stabilność na rynku walutowym pozwoliła uniknąć wpływu zmian kursowych na zysk netto. Warto również zwrócić uwagę na dwa aspekty – dodatnią dynamikę przychodów, która pojawiła się po raz pierwszy od początku 2009 r., oraz dalszą poprawę marży brutto na sprzedaży. Istotne jest, że wzrost sprzedaży wystąpił mimo załamania na rynkach południowych, gdzie sprzedaż spadła o ok. 20% ze względu na trudności gospodarcze oraz podwyżkę akcyzy.

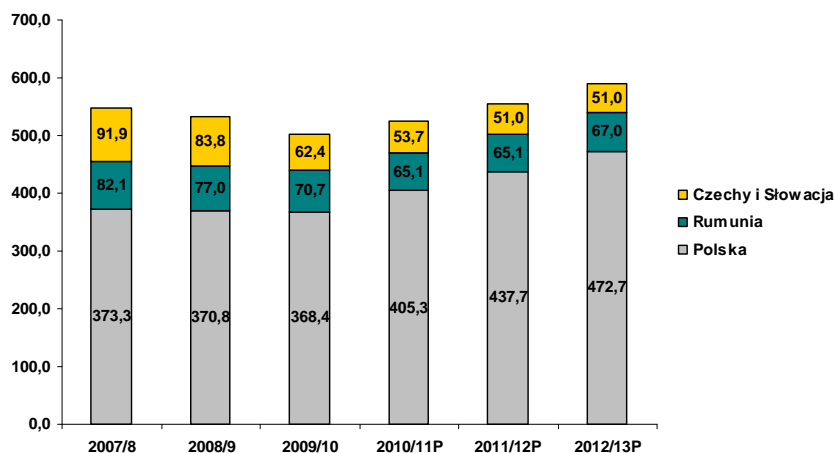
Zakładamy, że czwarty kwartał również będzie udany w wykonaniu Ambry i wyniki będą lepsze niż w ostatnich miesiącach 2009 r. Dynamika sprzedaży powinna być nawet lepsza, ponieważ obserwuje się już poprawę nastrojów i popytu na rynkach południowych oraz bardzo dobrą koniunkturę w Polsce, gdzie zmiana sprzedaży r/r wynosi ok. 10%. W efekcie w pierwszym półroczu dynamika przychodów może zbliżyć się do 5%. Natomiast pod względem zysków zakładamy utrzymanie marż i kilkuprocentowy wzrost wartości nominalnych. Nasza prognoza zysku netto za okres pierwszego półrocza wskazuje na ok. 27,5 mln zł, co oznaczałoby prawie 18% wzrost w stosunku do poprzedniego roku.

Prognozy finansowe

Zakończenie procesu restrukturyzacji pozwala przypuszczać, że uzyskana w ten sposób poprawa wyników finansowych ma trwały charakter. Dlatego zakładamy, że kolejne lata przyniosą dalszy rozwój, choć dynamika poprawy wyników nie będzie już tak imponująca, jak było to dotychczas. Duże nadwyżki finansowe generowane przez Ambrę mogą być wykorzystane do akwizycji kolejnych marek lub przedsiębiorstw, które dodatkowo mogłyby poprawić stopę wzrostu skali działalności. W przedstawionych prognozach zakładamy jednak jedynie rozwój organiczny na posiadanej już bazie produktów, a nadwyżki finansowe służyć będą redukcji zadłużenia.

Dominującym rynkiem w działalności Grupy Ambra pozostaje nadal Polska, która odpowiada za ok. 75% całej sprzedaży. Wydaje się, że czas stabilności wartości przychodów, wynikający z redukcji części asortymentu, dobiegł już końca i kolejne okresy przyniosą istotny wzrost skali działalności na rynku macierzystym. Już w ostatnim kwartale dynamika sprzedaży w Polsce wyniosła ok. 10%, co było efektem zarówno wzrostu wolumenów jak i wzrostu cen. Szybkie tempo wzrostu polskiego rynku powinno sprzyjać rozwojowi spółki i wartość sprzedaży krajowej powinna rosnąć w tempie ok. 8% rocznie. Znacznie bardziej ostrożnie podchodzimy do rozwoju sytuacji na rynkach południowych, gdzie ostatnie lata przynosiły spadki sprzedaży. Konserwatywnie zakładamy, że bieżący rok obrotowy również będzie charakteryzował się niższymi przychodami w tych krajach, ale w kolejnych latach sytuacja powinna się jednak poprawiać.

Rys. Struktura geograficzna przychodów Grupy Ambra



Źródło: Spółka, BM BGŻ.

Wzrost przychodów, przy założeniu utrzymania bieżącej rentowności sprzedaży, będzie powodował wzrost zysku operacyjnego osiąganego przez Grupę, który będzie się zwiększał w tempie kilku procent rocznie. Ze względu na efekt dźwigni operacyjnej będzie ono jednak większe niż tempo wzrostu przychodów. Zakładamy, że utrzyma się wysoka zdolność spółki do generowania gotówki z działalności operacyjnej, którą obserwowaliśmy w ostatnich latach. Przy założeniu, że nakłady inwestycyjne będą zbliżone do odpisów amortyzacyjnych, pozwoli to na dalszą redukcję zadłużenia finansowego, chyba że pojawią się ciekawe propozycje akwizycji. Wtedy mogłyby one być finansowane ze środków generowanych przez działalność operacyjną, co oznaczałoby utrzymanie zadłużenia na wyższych od prognozowanych poziomów. Poprawa wyników w spółkach działających zagranicą, gdzie Ambra nie posiada 100% udziału w kapitale, będzie wiązać się ze wzrostem znaczenia zysku przypadającego na akcjonariuszy niekontrolujących. Niemniej jednak, zgodnie

z naszymi szacunkami przy założeniu rozwoju jedynie w formie organicznej, zysk netto przypadający akcjonariuszom Ambry powinien zwiększać się w tempie ok. 10% rocznie.

Tab. Prognoza wybranych pozycji finansowych

mln zł	2008/9	2009/10	2010/11P	2011/12P	2012/13P
Przychody	428,8	398,9	418,1	442,7	472,8
EBITDA	32,9	50,5	51,8	55,5	59,5
EBIT	21,0	39,4	41,8	45,0	48,6
Zysk netto	5,1	14,9	20,9	23,2	25,7
Kapitał własny	205,1	216,6	232,8	250,4	269,2
Dług netto	130,3	104,2	87,8	81,9	72,1
CF operacyjny	59,2	53,3	46,7	36,3	42,4
CF inwestycyjny	-7,3	-10,7	-11,1	-10,0	-10,5
CF finansowy	-60,6	-41,1	-38,7	-26,3	-31,9

Źródło: spółka, BM BGŻ.

P - prognoza BM BGŻ

Działalność operacyjna

W produkcji i dystrybucji wina Ambra specjalizuje się już od 1994 r. W tym samym roku spółka pozyskała inwestora strategicznego, którym do dnia dzisiejszego pozostaje Sektkellerei Schloss Wachenheim – światowy lider w produkcji i dystrybucji win musujących. Obecnie Ambra posiada bardzo silną pozycję na polskim rynku, gdzie marki spółki cieszą się wysoką rozpoznawalnością i zajmują czołowe miejsca w rankingach sprzedażowych. Produkty Ambry sygnowane są takimi markami jak Dorato, Piccolo, Cin&Cin, Fresco oraz Michelangelo. Działalność produkcyjna w Polsce prowadzona jest w zakładzie w Woli Dużej koło Biłgoraja.

Od ponad 10 lat spółka jest również aktywna w zakresie akwizycji, czego efektem było powstanie grupy kapitałowej, w której znajduje się obecnie w sumie 12 spółek z Polski, Rumunii, Słowacji i Czech. Strukturę Grupy Kapitałowej Ambra można podzielić względem regionów oraz działalności operacyjnej. W Polsce za działalność produkcyjną oraz handel odpowiada spółka Ambra. Pozostałe spółki – TiM, PH Vinex, LPDV, Wine 4 You, Winezja.pl oraz Centrum Wina Dystrybucja zajmują się importem i dystrybucją wina, a ostatnia z nich odpowiada również za prowadzenie ponad 20 sklepów detalicznych w całej Polsce. Większość z tych spółek nie należy w 100% do Ambry, jednak w jej posiadaniu są pakiety kontrolne.

Jeżeli chodzi o działalność poza granicami kraju, to w grupie znajduje się m. in. rumuńska spółka Zarea – najstarszy i najbardziej znany producent wina musującego w tym kraju, oraz czeski producent win spokojnych Vinarstvi Zajeci. Oprócz tego w każdym kraju, w którym funkcjonuje Grupa Ambra znajdują się spółki dystrybucyjne. Należy dodać, że Ambra posiada pełną kontrolę nad spółkami Czeskimi oraz nieco ponad 50% udziałów w spółkach rumuńskich.

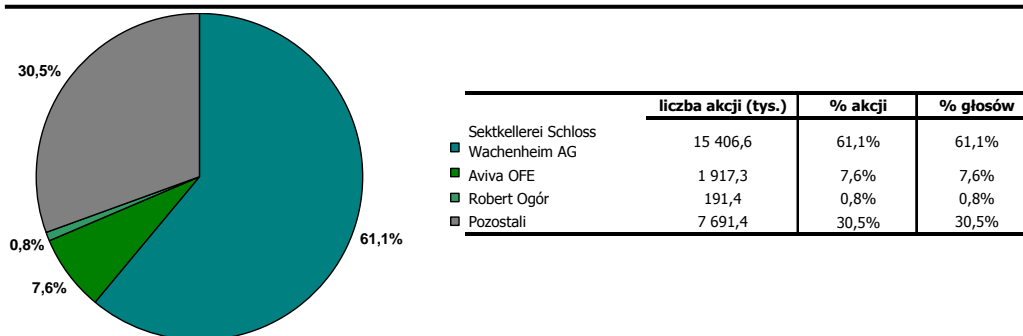
Grupa Ambra jest największym w Europie Środkowo-Wschodniej producentem i dystrybutorem win. Zaangażowanie inwestora branżowego stanowiło sprzyjający czynnik w osiągnięciu silnej pozycji i przewagi konkurencyjnej na rynku, czemu dodatkowo pomaga dynamiczny rozwój rynku wina w obszarze geograficznym obecności grupy. Obecnie w ofercie wszystkich spółek grupy znajduje się ponad 4000 gatunków różnych trunków, a liczba ta stale się zwiększa w efekcie podpisywania kolejnych umów dystrybucyjnych lub przejęć. Przykładami takich działań były ostatnie akwizycje marek El Sol i Pliska, na które teraz Ambra ma wyłączność

dystrybucyjną na rynku polskim. Do działań wspierających rozwój i zwiększanie sprzedaży należą również rozwijanie sieci detalicznej sklepów Centrum Wina oraz stworzenie portalu internetowego poświęconemu winom, pełniącego jednocześnie funkcji sklepu internetowego.

Struktura akcjonariatu

W akcjonariacie Ambry dominującą pozycję zajmuje inwestor branżowy – niemiecka firma o podobnym modelu biznesowym Sektkellerei Schloss Wachenheim, która posiada pakiet kontrolny, przekraczający 60% ogólnej liczby głosów. Jedynym inwestorem finansowym ujawniającym swoje zaangażowanie w spółkę jest fundusz emerytalny Aviva OFE. Istotna liczba akcji znajduje się również w posiadaniu członków zarządu – Prezes Zarządu posiada 0,75% akcji spółki, a pozostali członkowie zarządu w sumie prawie 0,6%. Żadne akcje spółki nie są uprzywilejowane. Należy również dodać, że mimo stosunkowo dużego udziału free floatu w strukturze akcjonariatu (ok. 30%) dzienne obroty na akcjach Ambry nie są duże – mediana za ostatnie trzy miesiące wynosi ponad 200 tys. zł.

Rys. Struktura akcjonariatu Grupy Ambra

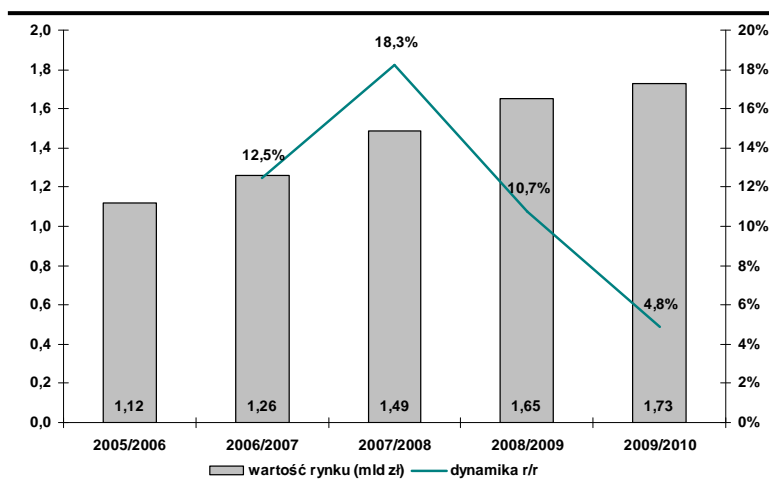


Źródło: Spółka, BM BGŻ.

Otoczenie rynkowe i czynniki ryzyka

Grupa Ambra ok. 70% sprzedaży generuje w Polsce, w związku z czym to właśnie ten rynek jest kluczowy dla perspektyw dalszego funkcjonowania. Jednocześnie można przyjąć, że Ambra działa na bardzo perspektywicznym rynku. Dane historyczne wskazują, że w czasach dobrej koniunktury gospodarczej wartość rynku wina rosła w Polsce w dwucyfrowym tempie, natomiast w okresie spowolnienia dynamika nadal była wysoka, choć spadła do kilku procent. W drugiej połowie ubiegłego roku wzrost rynku znów przyspieszył do ok. 6%, natomiast oczekuje się, że jeszcze przez kilka lat polski rynek wina może zwiększać się z jeszcze większym impetem, wynoszącym średniorocznie 8-10%. Obecnie wartość rynku wina szacuje się na nieco ponad 1,7 mld złotych oraz na ponad 100 mln litrów w ujęciu ilościowym. Największą część tego rynku stanowią wina stołowe (ok. 53% udział) oraz wina musujące (ok. 22%).

Rys. Rynek wina w Polsce



Źródło: AC Nielsen, Spółka, BM BGŻ.

Rynek producentów i dystrybutorów wina należy do bardzo rozdrobnionych, gdzie istnieje wielu graczy posiadających marki lokalne lub wprowadzający do kraju produkty zagraniczne. Ambra wyróżnia się na tym tle, będąc liderem rynkowym z około 22% udziałem w dystrybucji win w Polsce. Jeszcze większy udział, sięgający 40%, grupa notuje w segmencie win musujących, gdzie jej marki Dorato, Cin&Cin czy Michelangelo należą do najpopularniejszych w swoim asortymencie, a marka Piccolo praktycznie zdominowała segment bezalkoholowych win musujących. Natomiast w segmencie wermutów Ambra posiada ok. 25% udział w rynku.

Rynki alkoholi w krajach Europy Środkowo-Wschodniej przechodzą od dłuższego czasu istotne przeobrażenia. Stale postępuje zmiana nawyków konsumenckich i przestawianie się społeczeństwa z mocniejszych alkoholi w kierunku lżejszych, głównie wina. Mimo sporych wzrostów spożycia wina w ostatnich latach, Polacy nadal konsumują stosunkowo mało tych trunków – średnie spożycie na osobę w skali roku wynosi ok. 4 litrów, natomiast w innych krajach naszego regionu (Czechy, Rumunia) mieści się w przedziale 10-20 litrów, a w państwach zachodnich (Francja, Luksemburg) sięga nawet 60-70 litrów. Pozwala to przypuszczać, że wraz z postępującym zwiększaniem się zamożności Polaków oraz kontynuacją zmian w nawykach konsumenckich, sprzedaż wina w Polsce będzie podlegać dalszemu dynamicznemu wzrostowi w najbliższych latach, tworząc korzystne warunki rozwoju dla spółek takich jak Ambra.

Czynniki ryzyka

Kondycję finansową Grupy Ambra, rozumianą przez płynność finansową i wypłacalność, jak również poziom uzyskiwanej rentowności, można ocenić jako bardzo dobrą. Istnieje jednak kilka czynników ryzyka, które należy mieć na uwadze, decydując się na inwestycje w akcje spółki. Jednym z głównych aspektów, jakie należy tu poruszyć jest branża, w której działa spółka. Produkcja i sprzedaż alkoholu często zaliczana jest do tzw. nieetycznych branż (ang. sin stocks). W związku z tym część inwestorów może unikać kupowania akcji takich firm, co ogranicza potencjalną wielkość popytu na te papiery.

Bardziej istotnym zagrożeniem wydaje się jednak czynnik ryzyka związany z opodatkowaniem wyrobów alkoholowych. Podatek akcyzowy może zostać zwiększony, co podniosłoby cenę detaliczną wyrobów. Konsekwencją tego byłoby z pewnością ograniczenie popytu ze strony konsumentów lub przenoszenie ciężaru zakupowego na tańsze produkty, co negatywnie odbiłoby się na przychodach i jednocześnie na zyskach spółki. Przykład takich działań i ich nagłych skutków widoczny był w ubiegłym roku w Rumunii, gdzie jednorazowa podwyżka akcyzy o 20% drastycznie ograniczyła wydatki konsumentów. Trudna sytuacja budżetu w Polsce i poszukiwanie dodatkowych dochodów Skarbu Państwa mogą skłonić Ministra Finansów do podjęcia podobnych decyzji jak w przypadku rządu rumuńskiego. Należy jednak zwrócić uwagę, że udział akcyzy w ostatecznej cenie sprzedaży butelki wina w Polsce i Czechach nie jest duży (wynosi zaledwie kilka do kilkunastu procent), w związku z tym jej ewentualny wzrost nie powinien znacząco pogorszyć koniunktury na rynku wina.

Duże znaczenie dla wyników Ambry mają również wahania na rynku walutowym. Ze względu na działalność w rejonie kilku obszarów walutowych, duży udział importu oraz rozliczenia między spółkami grupy znaczne zmiany kursów walutowych mogą negatywnie wpłynąć na wykazywane zyski, jak było to w latach 2007-2010. Ostatnie kwartały charakteryzuje wysoka stabilność na rynku walutowym, jednak gwałtowne ruchy mogą przyjść niespodziewanie, co mogłoby istotnie pogorszyć raportowane wyniki. Oprócz wspomnianych wyżej czynników dużą rolę odgrywa też zagrożenie wzrostu kosztów surowców wykorzystywanych w produkcji, pogorszenia kondycji odbiorców czy ostrej konkurencji ze strony innych producentów lub nowych graczy wchodzących na rynek. Niemniej jednak na dzień dzisiejszy sytuacja spółki wydaje się być bezpieczna, a jej perspektywy można ocenić pozytywnie.

Tabele i prognozy (wybrane pozycje)

Tab. Sprawozdanie z sytuacji finansowej

(mln PLN)	2007/8	2008/9	2009/10	2010/11P	2011/12P	2012/13P	2013/14P
AKTYWA	460,9	433,9	407,0	409,0	422,5	436,4	452,2
Aktywa trwałe	173,8	176,7	198,6	199,7	199,2	198,8	198,3
Wartości niematerialne i prawne	4,8	4,4	13,8	13,3	12,7	12,1	11,3
Rzeczowe aktywa trwałe	109,1	110,8	126,0	127,6	127,7	127,9	128,2
Aktywa obrotowe	287,1	257,2	208,4	209,3	223,3	237,6	253,9
Zapasy	139,5	114,4	99,6	102,0	109,2	116,6	125,0
Należności krótkoterminowe	97,9	99,2	93,4	95,1	101,9	108,8	116,7
Środki pieniężne	17,6	9,8	11,2	8,0	8,0	8,0	8,0
PASYWA	460,9	433,9	407,0	409,0	422,5	436,4	452,2
Kapitał własny	191,1	205,1	216,6	232,8	250,4	269,2	290,1
Kapitał zakładowy	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2
Kapitał zapasowy	151,2	160,3	174,7	182,2	192,6	204,2	217,1
Zysk netto	-8,8	5,1	14,9	20,9	23,2	25,7	28,5
Udziały niekontrolujące	24,6	28,8	30,1	32,8	37,6	42,3	47,6
Zobowiązania i rezerwy	269,8	228,8	190,4	176,2	172,1	167,3	162,2
Zobowiązania długoterminowe	42,4	71,2	54,2	42,3	27,1	32,3	35,9
Zobowiązania krótkoterminowe	218,5	147,9	127,1	124,8	135,9	125,8	117,1
<i>w tym zobowiązania odsetkowe (razem)</i>	<i>185,1</i>	<i>140,1</i>	<i>115,4</i>	<i>95,8</i>	<i>89,9</i>	<i>80,1</i>	<i>69,4</i>

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Tab. Rachunek zysków i strat

(mln PLN)	2007/8	2008/9	2009/10	2010/11P	2011/12P	2012/13P	2013/14P
Przychody brutto	547,3	531,6	501,6	524,0	553,8	590,7	632,9
<i>zmiana r/r</i>	<i>8,3%</i>	<i>-2,9%</i>	<i>-5,6%</i>	<i>4,5%</i>	<i>5,7%</i>	<i>6,7%</i>	<i>7,1%</i>
Przychody netto	440,0	428,8	398,9	418,1	442,7	472,8	506,9
<i>zmiana r/r</i>	<i>7,8%</i>	<i>-2,5%</i>	<i>-7,0%</i>	<i>4,8%</i>	<i>5,9%</i>	<i>6,8%</i>	<i>7,2%</i>
Koszt sprzed. produktów, towarów i materiałów	263,8	252,1	227,0	234,2	248,1	265,2	284,8
Koszty reklamy marketingu i dystrybucji	58,1	49,7	41,4	44,5	47,1	50,2	53,8
Zysk brutto na sprzedaży	118,1	127,0	130,5	139,4	147,6	157,3	168,3
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	<i>26,8%</i>	<i>29,6%</i>	<i>32,7%</i>	<i>33,3%</i>	<i>33,3%</i>	<i>33,3%</i>	<i>33,2%</i>
Amortyzacja	11,9	11,9	11,1	10,0	10,5	10,9	11,4
Inne koszty operacyjne	97,6	91,7	85,1	87,7	92,0	97,8	104,3
Wynik ze sprzedaży	8,6	23,4	34,3	41,6	45,0	48,6	52,6
EBITDA	24,7	32,9	50,5	51,8	55,5	59,5	64,0
EBIT	12,8	21,0	39,4	41,8	45,0	48,6	52,6
<i>marża operacyjna</i>	<i>2,9%</i>	<i>4,9%</i>	<i>9,9%</i>	<i>10,0%</i>	<i>10,2%</i>	<i>10,3%</i>	<i>10,4%</i>
Saldo przychodów i kosztów finansowych	-20,3	-9,2	-12,5	-8,7	-6,8	-6,3	-5,6
Wynik brutto	-7,5	11,8	26,9	33,1	38,3	42,3	46,9
<i>marża brutto</i>	<i>-1,7%</i>	<i>2,8%</i>	<i>6,7%</i>	<i>7,9%</i>	<i>8,6%</i>	<i>8,9%</i>	<i>9,3%</i>
Podatek dochodowy	2,2	3,9	5,1	6,3	7,3	8,0	8,9
Zysk przypadający na udziały mniejszościowe	-0,7	3,1	6,3	5,9	7,7	8,6	9,5
Wynik netto	-8,8	5,1	14,9	20,9	23,2	25,7	28,5
<i>marża netto</i>	<i>-2,0%</i>	<i>1,2%</i>	<i>3,7%</i>	<i>5,0%</i>	<i>5,2%</i>	<i>5,4%</i>	<i>5,6%</i>

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Tab. Sprawozdanie z przepływów pieniężnych

(mln PLN)	2007/8	2008/9	2009/10	2010/11P	2011/12P	2012/13P	2013/14P
Przepływy z działalności operacyjnej	-1,9	59,2	53,3	46,7	36,3	42,4	44,6
Zysk netto	-8,8	5,1	14,9	20,9	23,2	25,7	28,5
Amortyzacja	11,9	11,9	11,1	10,0	10,5	10,9	11,4
Odsetki	9,3	11,7	9,7	8,5	7,1	6,6	5,9
Zmiana kapitału obrotowego	-16,6	26,8	7,5	1,4	-12,3	-9,4	-10,7
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-36,2	-7,3	-10,7	-11,1	-10,0	-10,5	-10,9
Nakłady inwestycyjne (CAPEX)	-24,1	-9,9	-16,4	-11,1	-10,0	-10,5	-10,9
Przepływy z działalności finansowej	23,4	-60,6	-41,1	-38,7	-26,3	-31,9	-33,7
Odsetki	-11,0	-12,9	-9,1	-8,5	-7,1	-6,6	-5,9
Kredyty netto	41,9	-44,9	-26,2	-19,6	-5,9	-9,8	-10,7
Dywidenda	9,9	2,7	5,7	10,6	13,4	15,5	17,1
Zmiana stanu środków pieniężnych	-16,6	-7,8	1,4	-3,1	0,0	0,0	0,0
Środki pieniężne:							
na początek okresu	34,2	17,6	9,8	11,1	8,0	8,0	8,0
na koniec okresu	17,6	9,8	11,1	8,0	8,0	8,0	8,0

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Tab. Wskaźniki finansowe

	2007/8	2008/9	2009/10	2010/11P	2011/12P	2012/13P	2013/14P
rentowność brutto na sprzedaży	26,8%	29,6%	32,7%	33,3%	33,3%	33,3%	33,2%
rentowność EBIT	2,9%	4,9%	9,9%	10,0%	10,2%	10,3%	10,4%
rentowność EBITDA	5,6%	7,7%	12,7%	12,4%	12,5%	12,6%	12,6%
rentowność netto	-2,0%	1,2%	3,7%	5,0%	5,2%	5,4%	5,6%
dynamika przychodów	7,8%	-2,5%	-7,0%	4,8%	5,9%	6,8%	7,2%
dynamika EBITDA	-49,8%	33,2%	53,6%	2,5%	7,2%	7,2%	7,4%
dynamika EBIT	-65,0%	63,6%	88,1%	6,1%	7,6%	8,0%	8,1%
dynamika EPS	-	-	192,5%	40,5%	11,1%	10,6%	11,0%
dług/aktywa	40,1%	32,2%	27,9%	23,0%	20,9%	18,0%	15,0%
dług/kapitał własny	96,7%	68,2%	52,5%	40,4%	35,2%	29,1%	23,3%
dług/EBITDA	7,5	4,3	2,2	1,8	1,6	1,3	1,1
odsetki/EBIT	0,9	0,6	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1
płynność bieżąca	1,3	1,7	1,6	1,7	1,6	1,9	2,2
płynność szybka	1,2	1,7	1,6	1,6	1,6	1,8	2,1
płynność gotówkowa	0,08	0,07	0,09	0,06	0,06	0,06	0,07
rotacja zapasów (dni)	115,8	97,4	91,1	89,0	90,0	90,0	90,0
rotacja należności (dni)	81,2	84,5	85,5	83,0	84,0	84,0	84,0
rotacja zobowiązań (dni)	62,8	67,3	60,3	62,2	60,2	60,2	60,2
cykl rotacji gotówki (dni)	134,1	114,5	116,3	109,8	113,8	113,8	113,8
ROA	0,3%	4,9%	7,4%	8,6%	9,0%	9,4%	9,7%
ROE	-4,6%	2,5%	6,9%	9,0%	9,3%	9,5%	9,8%
ROIC	2,8%	4,9%	9,6%	10,3%	10,7%	11,3%	11,8%
WACC	10,4%	10,7%	9,8%	10,8%	11,3%	11,4%	11,5%
EVA (mln zł)	-28,6	-20,1	-0,5	-1,7	-2,1	-0,4	1,3
FCFF (mln zł)	-30,6	48,4	39,8	34,1	24,8	30,4	32,4

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Tab. Wskaźniki dla ceny bieżącej

	2007/8	2008/9	2009/10	2010/11P	2011/12P	2012/13P	2013/14P
EPS	-0,35	0,20	0,59	0,83	0,92	1,02	1,13
DPS	0,20	-	0,10	0,30	0,41	0,46	0,51
Dividend yield	2,3%	-	1,1%	3,4%	4,8%	5,3%	5,9%
BVPS	7,58	8,14	8,59	9,24	9,93	10,68	11,51
P/E	-	43,1	14,7	10,5	9,4	8,5	7,7
P/BV	1,1	1,1	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8
P/S	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4
P/CE	92,7	10,9	6,8	6,0	5,3	4,9	4,4
EV/EBIT	27,5	16,8	8,9	8,4	7,8	7,2	6,7
EV/EBITDA	14,3	10,7	7,0	6,8	6,3	5,9	5,5
EV/S	0,8	0,8	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7

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 KNF. 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, o ile nie nastąpi wcześniejsza jego zmiana. Raport w całości lub w części może być udostępniony do wiadomości publicznej przez BM BGŻ po upływie dwóch tygodni od dnia jego sporządzenia. 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.

Doradztwo Inwestycyjne	telefon	adres email
Tomasz Dumala	22 329 43 40	tomasz.dumala@bgz.pl
Marcin Lachowski	22 329 43 84	marcin.lachowski@bgz.pl
Grzegorz Kujawski	22 329 43 46	grzegorz.kujawski@bgz.pl
Tomasz Manowiec	22 329 43 44	tomasz.manowiec@bgz.pl

Operacje Brokerskie	telefon	adres email
Jarosław Duszczyk	Klienci instytucjonalni	22 329 43 23
Marek Niewiadomski	Klienci instytucjonalni	22 329 43 26
Grzegorz Leszek	Klienci instytucjonalni	22 329 43 25
Monika Dudek	Klienci detaliczni	22 329 43 24/20
Przemysław Borycki	Klienci detaliczni	22 329 43 22

Oferty Publiczne (IPO)	telefon	adres email
Marek Jaczewski	Główny specjalista	22 329 43 53
Bogusław Bączyk	Główny specjalista	22 329 43 42

Internetowe serwisy transakcyjne	strona www
 Zlecenia na GPW i New Connect	http://www.bgz.pl/biuro_maklerskie/zlecenia_gpw.html
 Zapisy w ofertach publicznych (IPO)	http://www.bgz.pl/biuro_maklerskie/zapisy_ipo.html

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
Ełk	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
Kołońbrzeg	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