

Ambra	Ticker: AMB	Poprzednie zalecenie: KUPUJ (9,31 zł)	KUPUJ
sektor / branża:	przemysł spożywczy	ISIN: PLAMBRA00013	10,63

Profil

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

Dane podstawowe

Kurs (04/03/13) (zł)	8,35
Wycena DCF	12,02
Wycena porównawcza	9,24

Cena docelowa (zł)

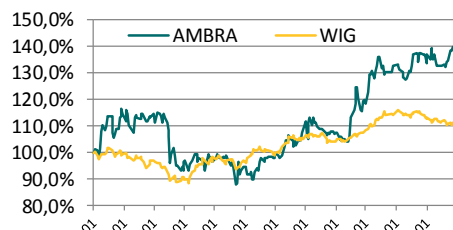
Liczba akcji (mln szt.)	25,2
Kapitalizacja (mln zł)	210,5
EV (mln zł)	371,7

Notowania

max cena 52 tygodnie (zł)	8,70
min cena 52 tygodnie (zł)	4,93
Mediana obrotów (3 m-ce)	26,3

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

Wykres



Analitik:

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

Profil działalności

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

Wyniki finansowe

W 2Q bieżącego roku obrotowego GK Ambra odnotowała słaby wzrost sprzedaży w ujęciu wartościowym netto (0,8% r/r) oraz spadek sprzedaży w średnich butelkach (8,4% r/r). Spadek sprzedaży był efektem zaniechania produkcji najmniej marżowych win musujących, których sprzedaż koncentruje się właśnie w ostatnim kwartale roku kalendarzowego.

Podwyżki cen produktów i towarów wdrożone w ub. r. przełożyły się na wzrost marży brutto ze sprzedaży o 2 p.p. do 34,4%. Koszty działalności operacyjnej nie uległy większym zmianom, jednak wraz z zamknięciem nierentownego zakładu produkcyjnego w Czechach utworzono rezerwę na koszty likwidacji w wysokości 3,3 mln zł.

Wynik operacyjny wzrósł r/r o 3,96% do 31,8 mln zł, jednak uwzględniając jednorazowy podatek bieżącego o kwotę 2,7 mln zł wynikającą z uwzględnienia w kosztach podatkowych amortyzacji znaków towarowych, efektywna stopa podatkowa uległa znacznemu obniżeniu. Niekorzystny wpływ na wynik netto miał odpis z tytułu utraty wartości spółki zależnej LPdV w wysokości 2,3 mln zł.

Ze względu na wspomniane wcześniej ograniczenie sprzedaży nisko rentownych win musujących, w 2Q Polska część biznesu zanotowała 1% spadek przychodów, natomiast działalność w Czechach, Słowacji oraz Rumunii pochwaliła się wzrostami sprzedaży wyrażonej w walutach obcych.

Perspektywy Spółki

W kolejnych kwartałach oczekujemy utrzymania rentowności brutto ze sprzedaży w związku z wyższymi wydatkami na marketing oraz ciągłym wzrostem cen podstawowych surowców. Porównując przewidywane wyniki bieżącego kwartału do tych z roku ubiegłego, oczekujemy poprawy wyniku netto o 1 mln zł, co w głównej mierze będzie efektem wyższego salda na działalności finansowej. Ze względu na wysoką bazę kosztów związanych z zatrudnieniem w IVQ ub.r., skonsolidowany zysk netto r/r może ulec poprawie nawet o 2 mln zł. Oczekujemy również oszczędności związanych z restrukturyzacją organizacji grupy kapitałowej oraz zamknięciem nierentownej działalności produkcyjnej w Czechach. (4,2 mln zł). Dodatkowo, przyszłoroczny wynik nie będzie obciążony rezerwami związanymi z działaniami restrukturyzacyjnymi w wysokości 3,3 mln zł na poziomie zysku operacyjnego.

Wycena i rekomendacja

Wycenę Ambry sporządziliśmy w oparciu o dwie metody: DCF oraz metodę porównawczą. Zastosowanie metody DCF pozwoliło nam oszacować wartość jednej akcji Ambra na 12,02 zł. Wycenę porównawczą sporządziliśmy w oparciu o medianę pojedynczych wycen dla mnożników P/E i EV/EBIT oraz EV/EBITDA co pozwoliło uzyskać wycenę 1 akcji Ambra na poziomie 9,24 zł. Ostateczna wycena akcji Ambra SA, będąca średnią wycen DCF oraz wyceny porównawczej wynosi 10,63 zł za 1 akcję.

mln zł	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13P	2013/14P	2014/15P
Przychody ze sprzedaży netto	398,9	409,7	435,3	436,6	458,4	483,7
zmiana r/r (%)	-7,0%	2,7%	6,2%	0,3%	5,0%	5,5%
EBITDA	50,5	48,6	41,5	45,8	51,8	56,1
EBIT	39,4	38,3	31,0	35,1	40,8	44,8
marża EBIT (%)	9,9%	9,3%	7,1%	8,0%	8,9%	9,3%
Wynik netto dla akcjonariuszy dominujących	14,9	19,1	16,0	18,1	21,4	25,0
marża netto (%)	3,7%	4,7%	3,7%	4,2%	4,7%	5,2%
EPS (zł)	0,59	0,76	0,64	0,72	0,85	0,99
BVPS	7,40	7,90	8,19	8,50	8,88	9,32
DPS (zł)	0,10	0,30	0,40	0,41	0,47	0,55
P / E	14,1	11,0	13,1	11,6	9,8	8,4
P/BV	1,1	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9
EV/EBITDA	7,4	7,7	8,9	8,1	7,2	6,6

P - prognozy BM BGZ

Wycena

Wycenę spółki sporządzono za pomocą:

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

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

Podsumowanie wyceny

Ostateczną cenę otrzymaliśmy, obliczając średnią z dwóch wartości – wyceny metodą DCF oraz metodą porównawczą, przy zachowaniu równych wag dla każdej z nich. Wyznaczona w ten sposób wartość jednej akcji Ambry wynosi 10,63 zł. W efekcie niedowartościowanie spółki szacujemy na 27,5%. Ponieważ cena docelowa przewyższa bieżące notowania o więcej niż 10%, zdecydowaliśmy się podtrzymać rekomendację KUPUJ.

Tab. Podsumowanie wyceny

	wycena 1 akcji	waga
metoda DCF	12,02	50%
metoda porównawcza	9,24	50%
wycena akcji Ambra	10,63 zł	
obecna cena akcji	8,35 zł	

Źródło: BM BGŻ.

Wycena DCF

Wykorzystując metodę DCF, otrzymaliśmy wartość kapitałów własnych przypadających akcjonariuszom jednostki dominującej w wysokości 304 mln zł, co implikuje wartość fundamentalną jednej akcji na poziomie 12,02 zł. Wycena ta została sporządzona przy zachowaniu poniższych założeń:

- w prognozach zakładamy jedynie rozwój organiczny, nie uwzględniając ewentualnych akwizycji;
- za stopę wolną od ryzyka przyjęliśmy rentowność 10-letnich obligacji skarbowych, która obecnie jest zbliżona do 4%, premię za ryzyko rynkowe przyjmujemy na poziomie 5,5%;
- współczynnik beta dla niezadłużonej spółki przyjęliśmy na stałym poziomie równym 1 dla całego okresu prognozy; beta zastosowana w kalkulacji kapitału własnego uwzględnia wartość dźwigni finansowej;
- wzrost wolnych przepływów po okresie prognozy zakładamy w wysokości 2% w skali roku;
- efektywna stopa podatkowa wynosi 19%;
- szacunek nakładów inwestycyjnych w okresie prognozy oparty jest o założenie spółki odnośnie inwestycji na najbliższy okres, natomiast późniejsze inwestycje stanowią nakłady odtworzeniowe;

- rotacje zapasów, należności i zobowiązań pozostaną na podobnym poziomie jak w poprzednim roku (odpowiednio 106, 88,5 i 79,4 dni);
- nie zakładamy emisji nowych akcji;
- w prognozie nie uwzględniamy transakcji jednorazowych;
- wszystkie wartości wyrażone są nominalnie;
- cena akcji została wyliczona na dzień 05.03.2013 r.

Tab. Wycena metodą DCF

(mln PLN)	2012/2013P	2013/14P	2014/15P	2015/16P	2016/17P	2017/18P	2018/19P	2019/20P	2020/21P	2021/22P
Przychody netto ze sprzedaży	436,6	458,4	483,7	507,7	533,0	559,8	588,2	618,2	649,9	670,0
EBIT	35,1	40,8	44,8	47,8	49,7	51,7	53,3	58,6	61,9	63,4
Efektywna stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
NOPLAT	28,4	33,0	36,3	38,7	40,3	41,9	43,2	47,5	50,1	51,4
Amortyzacja	10,7	11,0	11,2	10,4	11,3	12,4	12,6	10,7	11,9	11,9
CAPEX	10,4	9,8	10,9	11,2	10,4	11,3	12,4	12,6	10,7	11,9
Inwestycje w kapitał obrotowy	0,4	6,9	8,0	7,6	8,0	8,5	9,0	9,5	10,0	6,3
FCFF	28,3	27,3	28,6	30,3	33,2	34,5	34,4	36,1	41,3	45,0
Stopa wolna od ryzyka	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Premia rynkowa	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Koszt kapitału własnego	10,6%	10,4%	10,2%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%	10,0%	10,0%	10,0%
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	80,0%	83,6%	86,5%	87,7%	88,1%	88,4%	88,7%	89,1%	89,4%	89,6%
% długu	20,0%	16,4%	13,5%	12,3%	11,9%	11,6%	11,3%	10,9%	10,6%	10,4%
WACC	10,9%	11,2%	11,1%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%
Suma DFCF	214,5									
Wartość rezydualna (TV)	614,2									
Zdyskontowana TV	259,8									
Wartość działalności operacyjnej	474,3									
Dług netto	95,7									
Wartość kapitału własnego	378,6									
Po uwzględnieniu udziałów mniejszości	302,9									
Liczba akcji (mln szt.)	25,21									
Wartość 1 akcji (05.03.2013)	12,02 zł									

Źródło: BM BGŻ.

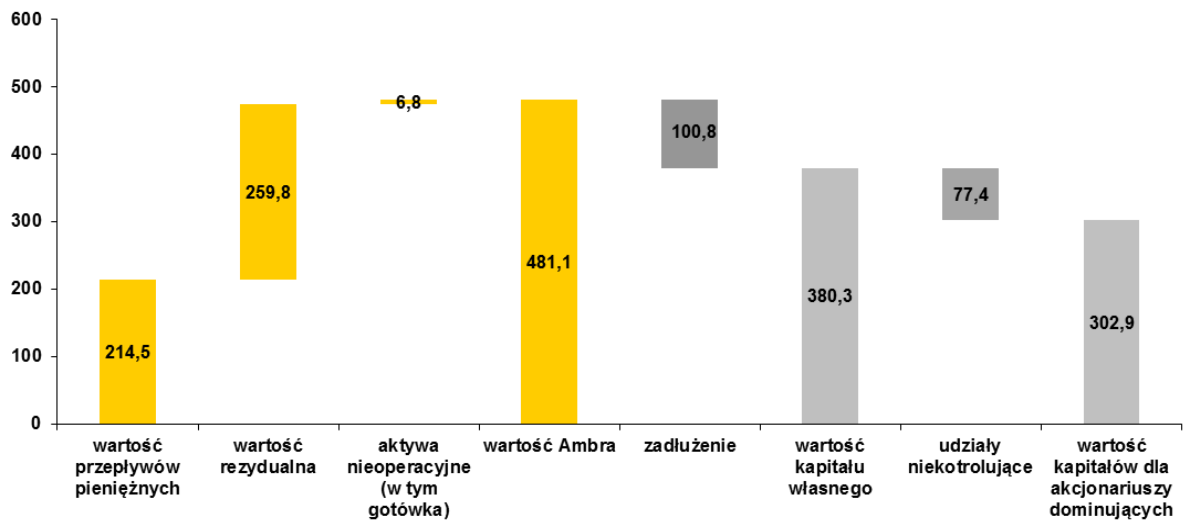
Poniżej przedstawiamy analizę wrażliwości wyceny DCF na przyjęte do modelu założenia odnośnie do wartości średniego ważonego kosztu kapitału oraz wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po okresie prognozy.

Tab. Analiza wrażliwości wyceny na przyjęte założenia

		wzrost FCFF w nieskończoność				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
WACC	-1,0%	13,07	13,71	14,45	15,31	16,33
	-0,5%	11,99	12,53	13,14	13,85	14,68
	0,0%	11,05	11,50	12,02	12,60	13,28
	+0,5%	10,21	10,60	11,03	11,52	12,09
	+1,0%	9,46	9,79	10,16	10,58	11,05

Źródło: BM BGŻ.

Rys. Determinanty wartości Ambry w wycenie DCF



Źródło: BM BGŻ.

Wycena porównawcza

Tab. Wycena porównawcza

Spółka	EV/EBIT			EV/EBITDA			P/E		
	2012	2013	2014	2012	2013	2014	2012	2013	2014
Lanson BCC	17,3	16,4	13,8	13,8	15,0	14,2	10,2		
Baron de Ley	12,1	11,9	10,0	10,0	9,5	9,5	25,2	13,8	12,8
Sektkellerei Schloss Wachenheir	9,5	9,2	7,4	7,4	6,8	6,7	7,6	7,2	6,8
Corby Distillers	11,6	9,8	9,1	9,1	10,1	8,7	16,7	17,0	14,4
Constellation Brands	15,2	10,4	18,2	18,2	13,1	7,7	12,7	16,9	13,0
Davide Campari	11,9	11,4	10,0	10,4	10,4	9,1	22,0	20,3	17,7
Mediana	12,0	10,9	10,0	10,2	10,2	8,9	14,7	16,9	13,0
Ambra									
wskazniki dla Ambra S.A.	12,1	10,5	9,3	9,1	8,2	7,4	14,0	10,6	9,1
Implikowana cena 1 akcji Ambra	6,3	7,1	7,6	8,2	10,3	9,6	8,8	13,2	11,9
Wagi dla wskaźników	33%			33%			33%		
Wycena 1 akcji	9,24 zł								

Źródło: BM BGŻ.

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

Na podstawie wyceny porównawczej opartej o powyższe wskaźniki otrzymaliśmy wartość jednej akcji spółki Ambra na poziomie 9,24 zł. Jest to wartość wskazująca na niewielkie niedoszacowanie wartości akcji Ambra SA.

Sytuacja w Spółce

Wyniki finansowe

Tab. Wyniki finansowe GK Ambra

(mln PLN)	2009/10	2010/11	2011/12	2011/12 2Q	2012/13 2Q	2012/13P
Przychody netto ogółem	398,9	409,7	435,3	251,9	251,4	436,6
<i>zmiana r/r</i>	-7%	3%	6%	6%	-0,2%	0%
EBIT	39,4	38,3	31,0	30,7	31,9	35,1
<i>marża operacyjna</i>	9,9%	9,3%	7,1%	12,2%	12,7%	8,0%
EBITDA	50,5	48,6	41,5	33,4	34,5	45,8
Zysk brutto	26,9	31,3	24,8	28,8	29,3	27,8
Zysk netto	14,9	19,1	16,0	20,7	20,7	18,1
<i>marża netto</i>	3,7%	4,7%	3,7%	8,2%	8,3%	4,2%
Dług/kapitał własny	0,5	0,4	0,4	0,7	604,6	0,7
Dług/EBITDA	2,0	1,7	2,3	4,0	3,7	1,9
Odsetki/EBIT	0,2	0,2	0,2	-	-	0,1
Przepływy z działalności operacyjnej	53,3	44,8	19,1	-52,8	-11,1	37,1
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-10,7	-5,2	-11,8	-1,8	-2,8	-10,4
Przepływy z działalności finansowej	-41,1	-44,8	-7,4	51,3	16,6	-24,8

Źródło: sprawozdania Spółki, BM BGŻ.

1Q bieżącego roku obrotowego 2012/13 okazał się nowym otwarciem w GK Ambra. Dzięki wynegocjowanym podwyżkom cen sprzedaży produktów oraz towarów udało się zwiększyć marżę brutto ze sprzedaży z 33% do 37%. Z drugiej strony przeciągające się negocjacje doprowadziły do spadku sprzedaży brutto o 5,3% r/r. Jeszcze większy, bo ponad 14% spadek zanotował segment Czech i Słowacji, co po części jest efektem przeniesienia eksportu do Rosji do podmiotu dominującego (Ambra SA), jak również spadku popytu w segmencie HORECA. Niewielki wzrost kosztów wynagrodzeń, amortyzacji oraz pozostałych kosztów, umożliwił wzrost zysku operacyjnego o 17,9% do 5,3 mln zł, jednak słabszy wynik na działalności finansowej doprowadził do spadku zysku netto dla akcjonariuszy jednostki dominującej o 1,2 mln zł. Największy negatywny wpływ na wynik miało rozpoznanie w 1Q 2012/13 jedynie 125 tys. zł pozytywnych różnic kursowych podczas gdy rok wcześniej ta pozycja w rachunku zysków i strat miała wartość 1,2 mln zł.

Sprzedaż w ujęciu brutto w 2Q bieżącego roku obrotowego (4Q '12) utrzymała się na niezmiennym poziomie i wyniosła 251 mln zł. Dzięki obniżeniu podatku akcyzowego o 1,2 mln zł wartość przychodów netto wzrosła do 188,7 mln zł z 187,2 mln zł. Sprzedaż wyrażona w średnich butelkach zanotowała 7% spadek, którego główną przyczyną było ograniczenie mała rentownej sprzedaży win musujących. O ile koszt zużycia materiałów i koszt własny towarów utrzymał się na takim samym poziomie jak rok wcześniej, koszty reklamy, marketingu i dystrybucji spadły o 1,5 mln zł do 15,6 mln zł. Marża brutto ze sprzedaży wzrosła r/r o prawie 2 p.p. do 34,4%, co nieznacznie przekroczyło nasze oczekiwania (nasza prognoza zakładała wzrost o 1,84 p.p.). Zarówno pozostałe koszty operacyjne, koszty wynagrodzeń jak i amortyzacja nie uległy większej zmianie, dlatego wzrost zysku ze sprzedaży był taki sam jak w przypadku zysku brutto ze sprzedaży.

W wyniku podjęcia decyzji o zamknięciu zakładu produkcyjnego w Czechach, utworzono rezerwę w wysokości 3,3 mln zł, która została zaksięgowana w pozostałych kosztach operacyjnych okresu i ma charakter jednorazowy. Według komentarza Zarządu wspomniana restrukturyzacja przyniesie wymierne korzyści w

postaci 2,2 mln zł oszczędności rocznie. Wynik operacyjny wzrósł r/r o 3,96% do 31,8 mln zł, jednak uwzględniając jednorazowy charakter utworzonych rezerw dynamika zmian wyniosła 15%.

Ze względu na niższą wartość przychodów finansowych, saldo na działalności finansowej spadło do 2,5 mln zł z 1,9 mln zł. Wraz ze spadkiem części bieżącej oraz wzrostem części odroczonej podatku, efektywna stopa opodatkowania spadła r/r o 10 p.p. do 8%. Niestety, udział w stratach jednostek wycenianych metodą praw własności (a właściwie odpis na utratę wartości udziałów w spółce LPdV) dodatkowo obciążył wynik o 2,7 mln zł, dlatego w ujęciu ostatecznym wynik netto dla akcjonariuszy dominujących wyniósł 20,7 mln zł i był tylko nieznacznie wyższy od zysku raportowanego w IVQ poprzedniego roku obrotowego.

Prognozy finansowe i perspektywy rozwoju

O ile zarówno w pierwszym jak i w drugim kwartale br. obrotowego mieliśmy do czynienia z jednorazowym spadkiem przychodów wynikającym z przeciągnięcia się negocjacji w sprawie podwyżek oraz zaniechania produkcji niskomarkowych win musujących, tak w drugiej połowie roku przewidujemy powrót sprzedaży na ścieżkę wzrostu. W naszej ocenie przychody ze sprzedaży wzrosną w 2H o ok. 3%, natomiast sprzedaż netto w całym roku wyniesie ok. 464,8 mln zł po wzroście r/r o 0,3%.

Ze względu na rosnące ceny podstawowych surowców, jesteśmy sceptyczni co do dalszych zwyczajek rentowności brutto ze sprzedaży. W naszej ocenie, na niekorzyść rentowności brutto ze sprzedaży będą działać zwiększone opłaty handlowe ponoszone w celu aktywizacji sprzedaży, która w ocenie Zarządu ma dziś większe znaczenie niż utrzymanie wzrostu rentowności bieżącego mixu produktowego. Pozostałe koszty związane z działalnością operacyjną mogą ulec zmniejszeniu, jednak naszym zdaniem nie będą to duże oszczędności. W związku z powyższym, przewidujemy utrzymanie się straty operacyjnej na poziomie -3,2 mln zł w 3Q br.

Tab. Prognozy finansowe

(mln PLN)			Poprzednia Prognoza		Aktualna prognoza	Poprzednia Prognoza		Aktualna prognoza	zmiana
	3Q 2011/12	3Q 2012/13 P	2012/13 P	2012/13 P	2013/14 P	2013/14 P			
Przychody netto ogółem	72,4	74,6	446,0	436,6	-2,1%	464,8	458,4	-1,4%	
<i>zmiana r/r</i>	20,2%	3,0%	2,5%	0,3%		4,2%	5,0%		
Zysk brutto ze sprzedaży	21,7	22,4	148,1	145,9	-1,5%	153,7	151,0	-1,8%	
<i>marża brutto ze sprzedaży</i>	30,0%	30,0%	33,2%	33,4%		33,1%	32,9%		
EBITDA	-0,6	-0,6	47,8	45,8	-4,2%	49,5	51,8	4,7%	
<i>marża EBITDA</i>	-0,8%	-0,9%	10,7%	10,5%		10,6%	11,3%		
EBIT	-3,2	-3,2	38,0	35,1	-7,5%	38,6	40,8	5,8%	
<i>marża EBIT</i>	-4,4%	-4,2%	8,5%	8,0%		8,3%	8,9%		
Zysk netto	-4,8	-3,7	19,4	18,1	-6,4%	20,0	21,4	7,1%	
<i>marża netto</i>	-6,6%	-5,0%	4,3%	4,2%		4,3%	4,7%		

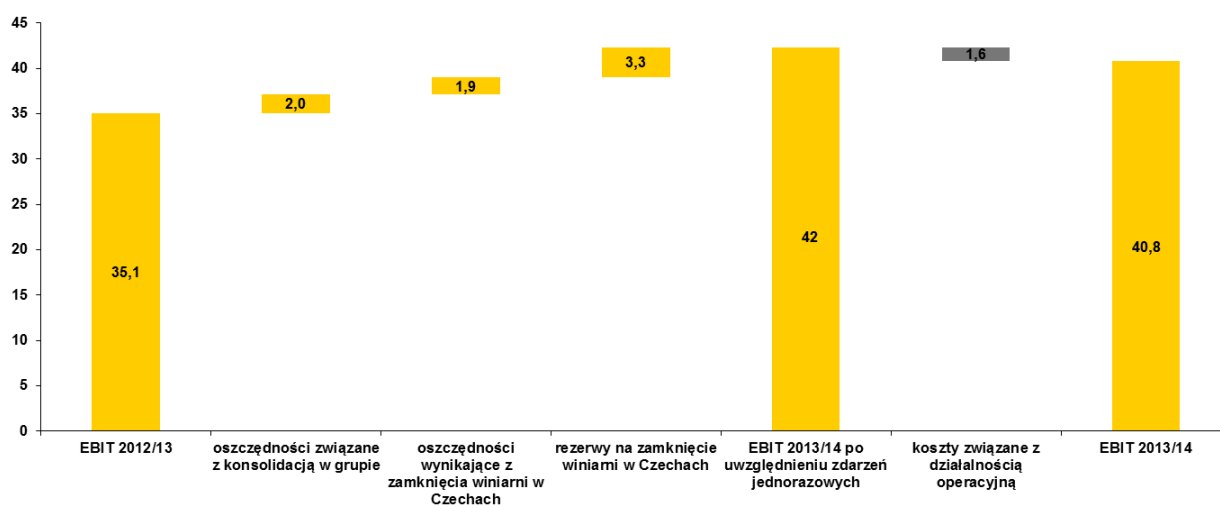
Źródło: sprawozdania Spółki, BM BGZ.

Źródło: sprawozdania Spółki, BM BGZ.

W naszych prognozach za IIIQ 2012/13 uwzględniamy pozytywny efekt związany z brakiem różnic kursowych powstałych na skutek przeszacowania pożyczki denominowanej w RON, udzielonej spółce zależnej na zakup nieruchomości inwestycyjnej. O ile rok temu, zmiana kursu walutowego i wartości kredytu została uwidoczniła w postaci różnic kursowych w rachunku zysków i strat (-1 mln zł netto), tak w roku obecnym, według zmienionej polityki rachunkowości w spółce, zmiana wartości kredytu zostanie odzwierciedlona w kapitale własnym. Wspomniane różnice kursowe uległy odwróceniu w IVQ roku obrotowego 2011/12 (+0,3 mln zł) dlatego ich wpływ na wyniki całego drugiego półrocza oceniamy jako neutralny. Ostatecznie, strata netto poniesiona w 3Q br. obrotowego wyniesie ok. 3,7 mln zł co oznacza wzrost r/r o 1 mln zł.

W naszej ocenie, ostatni kwartał roku obrotowego 2012/13 przyniesie jeszcze bardziej widoczną poprawę wyniku netto. O ile rentowność brutto ze sprzedaży nie powinna ulec większej zmianie w stosunku do poprzedniego kwartału, tak koszty związane z wynagrodzeniami prawdopodobnie okażą się niższe niż rok wcześniej. W ostatnim kwartale 2011/12 r. ob. zaksięgowano 2 mln zł kosztów z tytułu odpraw dla osób zwolnionych w ramach przebudowy obszaru sprzedaży w spółce dominującej. W naszej ocenie zysk operacyjny r/r poprawi się o ok. 2 mln zł i wyniesie 1 mln zł. Spadek przychodów finansowych związany z ubiegłorocznym rozpoznaniem pozytywnych różnic kursowych powinien zrównoważyć się ze spadkiem oprocentowania kredytów, dlatego saldo na działalności finansowej nie zmieni się i wyniesie ok. 1,3 mln zł. W naszej ocenie, zysk netto dla akcjonariuszy dominujących w IVQ '2012/13 wyniesie ok. 0,4 mln zł, natomiast cały rok zamknie się wynikiem ok. 18,1 mln zł.

Tab. Zmiana wyniku operacyjnego – 2013/14



Źródło: sprawozdania Spółki, BM BGŻ.

Ze względu na koszty o charakterze jednorazowym poniesione w roku bieżącym, oraz oszczędności na podstawowej działalności operacyjnej, kolejny rok może okazać się jeszcze bardziej udany. Zamknięcie winiarni w Czechach pomniejszyło zysk operacyjny w IIQ br. o ok. 3,3 mln zł z tytułu tworzonych rezerw. Dodatkowo, oszczędności wynikające z zaniechania produkcji w ww. zakładzie produkcyjnym mogą sięgnąć 2,2 mln zł.

Oprócz tego, spółka podjęła szereg działań mających na celu uporządkowanie grupy kapitałowej pod względem organizacyjnym. Połączenie podmiotu dominującego z Centrum Wina - Dystrybucja ma w ocenie Zarządu umożliwić zmniejszenie kosztów o dodatkowe 2 mln zł.

Zakładamy, że w związku z czasowym pogorszeniem rentowności wynikającym z ciągłego wzrostu cen podstawowych surowców oraz wzrostu kosztów związanych z bezpośrednią sprzedażą, zysk z działalności operacyjnej bez uwzględniania ww. efektów pogorszy się o 1,6 mln zł.

W naszej ocenie zysk operacyjny w przyszłym roku obrotowym, pierwszy raz w historii przekroczy poziom 40 mln zł.

Należy zwrócić również uwagę na udziały niekontrolujące pomniejszające zysk przypadający akcjonariuszom większościowym. W związku z wykorzystaniem pełnej metody konsolidacji, zysk netto dla akcjonariuszy dominujących musi zostać pomniejszony o część przypadającą pozostałym akcjonariuszom w spółkach zależnych. Największy udział w pozycji „udziały niekontrolujące” można przypisać dwóm spółkom dystrybucyjnym, w których efektywny udział Ambry wynosi 51%: TiM oraz Vinex Slaviansi. Ze względu na bardzo dobre wyniki tych spółek, należy oczekiwać że pozycja „udziały niekontrolujące” w dalszym ciągu będzie

pojawiać się w rachunku zysków i strat Grupy Kapitałowej Ambra, pomniejszając tym samym zyski dla akcjonariuszy dominujących.

Tab. Wyniki finansowe TiM SA

(mln PLN)	2006	2007	2008/9	2009/10	2010/11	2011/12
Przychody netto	60,0	67,4	108,2	85,0	89,4	88,8
<i>zmiana r/r</i>		12,3%	60,6%	-21,4%	5,2%	-0,7%
EBITDA	8,1	8,9	12,5	13,8	12,9	10,5
EBIT	7,2	8,1	11,3	12,9	11,9	9,5
<i>marża operacyjna</i>	12,0%	12,1%	10,5%	15,2%	13,3%	10,7%
Wynik netto	5,3	6,0	7,3	9,8	9,3	7,1
<i>marża netto</i>	8,9%	8,9%	6,7%	11,5%	10,4%	8,0%
<i>Przepływy z działalności operacyjnej</i>	-7,1	0,4	13,3	6,1	7,9	7,8
<i>Przepływy z działalności inwestycyjnej</i>	-0,4	-0,5	-1,0	-0,8	-0,6	-0,1
<i>Przepływy z działalności finansowej</i>	4,6	0,1	-10,1	-5,0	-8,6	-8,2

Źródło: BM BGŻ, Notoria.

P - prognozy BM BGŻ

Tab. Wyniki finansowe Vinex Slavianti Poland Sp. z o.o.

(mln PLN)	2005/06	2006/07	2007/08	2008/9	2009/10	2010/11
Przychody netto	44,6	29,8	8,6	29,3	29,8	29,7
<i>zmiana r/r</i>		-33,2%	-71,0%	238,7%	1,8%	-0,5%
EBITDA	3,6	2,2	2,8	2,4	2,5	2,5
EBIT	2,9	1,7	2,3	1,9	2,1	2,2
<i>marża operacyjna</i>	6,5%	5,6%	26,3%	6,6%	7,0%	7,4%
Wynik netto	2,1	1,1	1,9	1,6	1,7	1,7
<i>marża netto</i>	4,7%	3,7%	22,4%	5,4%	5,5%	5,8%
<i>Przepływy z działalności operacyjnej</i>	1,3	2,0	1,3	2,3	0,2	1,6
<i>Przepływy z działalności inwestycyjnej</i>	-4,1	0,0	-0,2	0,0	-0,1	-0,2
<i>Przepływy z działalności finansowej</i>	1,0	-1,5	-1,5	-1,0	-2,0	-1,3

Źródło: BM BGŻ, Notoria.

P - prognozy BM BGŻ

Czynniki ryzyka

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

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

Zwracamy również uwagę na wyjątkowo słaby wynik tegorocznych zbiorów winogron we Francji i we Włoszech. W pierwszym z wymienionych krajów spadek wyniósł 17% a produkcja wyrażona w hektolitrach osiągnęła poziom 42,2 mln hl, natomiast we Włoszech spadek produkcji może okazać się jeszcze wyższy. Istnieje duże ryzyko wzrostu cen podstawowego surowca GK Ambra jakim jest wino i koncentrat. Jeżeli ceny wzrosną i nie uda się wprowadzić kolejnych podwyżek cen produktów, marża na sprzedaży może ulec obniżeniu.

Tabele i prognozy

Tab. Sprawozdanie z sytuacji finansowej

(mln PLN)	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13P	2013/14P	2014/15P	2015/16P
AKTYWA	407,0	398,7	439,1	442,3	450,4	460,5	475,4
Aktywa trwałe	198,6	194,8	197,7	198,2	197,1	196,8	197,7
Wartości niematerialne i prawne	13,8	13,8	16,1	15,3	14,4	13,7	13,0
Rzeczowe aktywa trwałe	126,0	104,6	105,2	106,6	106,4	106,8	108,3
Aktywa obrotowe	208,4	203,9	241,4	244,1	253,2	263,7	277,7
Zapasy	99,6	101,3	126,6	126,9	133,3	140,7	147,6
Należności krótkoterminowe	93,4	93,1	105,6	105,9	111,2	117,3	123,1
Środki pieniężne	11,2	5,9	5,8	7,7	5,2	2,1	3,4
PASYWA	407,0	398,7	439,1	442,3	450,4	460,5	475,4
Kapitał własny	216,6	228,7	234,1	244,0	257,3	271,9	286,6
Kapitał zakładowy	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2
Kapitał zapasowy	174,7	184,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	14,9	19,1	16,0	18,1	21,4	25,0	27,3
Udziały niekontrolujące	30,1	29,4	27,7	29,9	33,5	37,1	40,8
Zobowiązania i rezerwy	190,4	170,0	205,0	198,3	193,0	188,6	188,8
Zobowiązania długoterminowe	54,2	33,4	32,9	25,9	15,9	5,9	0,9
Zobowiązania krótkoterminowe	127,1	129,9	167,3	167,5	172,3	177,8	183,0
<i>w tym zobowiązania odsetkowe (razem)</i>	<i>115,4</i>	<i>88,2</i>	<i>102,3</i>	<i>95,3</i>	<i>85,3</i>	<i>75,3</i>	<i>70,4</i>

Źródło: BM BGŻ.

Tab. Sprawozdanie z całkowitych dochodów

(mln PLN)	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13P	2013/14P	2014/15P	2015/16P
Przychody brutto	501,6	522,0	565,9	566,3	594,6	624,0	654,9
<i>zmiana r/r</i>	-5,6%	4,1%	8,4%	0,1%	5,0%	4,9%	4,9%
Przychody netto	398,9	409,7	435,3	436,6	458,4	483,7	507,7
<i>zmiana r/r</i>	-7,0%	2,7%	6,2%	0,3%	5,0%	5,5%	4,9%
Koszt sprzed. produktów, towarów i materiałów	227,0	230,7	254,2	249,7	262,2	275,3	288,9
Koszty reklamy marketingu i dystrybucji	41,4	43,2	42,6	41,0	45,2	48,0	51,1
Zysk brutto na sprzedaży	130,5	135,8	138,5	145,9	151,0	160,4	167,7
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	32,7%	33,2%	31,8%	33,4%	32,9%	33,2%	33,0%
Amortyzacja	11,1	10,3	10,6	10,7	11,0	11,2	10,4
Inne koszty operacyjne	85,1	87,9	97,0	96,1	98,9	104,1	109,2
Wynik ze sprzedaży	34,3	37,7	30,9	39,2	41,1	45,1	48,1
EBITDA	50,5	48,6	41,5	45,8	51,8	56,1	58,2
EBIT	39,4	38,3	31,0	35,1	40,8	44,8	47,8
<i>marża operacyjna</i>	9,9%	9,3%	7,1%	8,0%	8,9%	9,3%	9,4%
Saldo przychodów i kosztów finansowych	-12,5	-7,0	-6,2	-7,3	-7,3	-5,8	-5,2
Wynik brutto	26,9	31,3	24,8	27,8	33,5	39,0	42,6
<i>marża brutto</i>	6,7%	7,6%	5,7%	6,4%	7,3%	8,1%	8,4%
Podatek dochodowy	5,1	7,6	5,4	3,5	6,7	7,8	8,5
Zysk przypadający na udziały mniejszościowe	6,3	4,1	2,5	3,5	5,4	6,2	6,8
Wynik netto	14,9	19,1	16,0	18,1	21,4	25,0	27,3
<i>marża netto</i>	3,7%	4,7%	3,7%	4,2%	4,7%	5,2%	5,4%

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Tab. Sprawozdanie z przepływów pieniężnych

(mln PLN)	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13P	2013/14P	2014/15P	2015/16P
Przepływy z działalności operacyjnej	53,3	44,8	19,1	37,1	36,5	39,5	41,4
Zysk netto	14,9	19,1	16,0	18,1	21,4	25,0	27,3
Amortyzacja	11,1	10,3	10,6	9,8	10,9	11,2	10,4
Odsetki	9,7	6,7	6,7	6,1	5,7	5,1	4,5
Zmiana kapitału obrotowego	7,5	3,6	-15,1	-0,4	-6,9	-8,0	-7,6
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-10,7	-5,2	-11,8	-10,4	-9,8	-10,9	-11,2
Nakłady inwestycyjne (CAPEX)	-16,4	-14,3	-14,9	-10,4	-9,8	-10,9	-11,2
Przepływy z działalności finansowej	-41,1	-44,8	-7,4	-24,8	-29,2	-31,7	-28,8
Odsetki	-9,1	-6,8	-6,8	-6,1	-5,7	-5,1	-4,5
Splata kredytów netto	-26,2	-26,0	13,8	-7,0	-10,0	-10,0	-5,0
Dywidenda	5,7	12,1	14,5	11,7	13,5	16,6	19,4
Zmiana stanu środków pieniężnych	1,4	-5,3	-0,1	2,0	-2,6	-3,0	1,3
Środki pieniężne:							
na początek okresu	9,3	11,2	5,9	5,8	7,7	5,2	2,1
na koniec okresu	10,7	5,9	5,8	7,7	5,2	2,1	3,4

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Tab. Wybrane wskaźniki finansowe

	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13P	2013/14P	2014/15P	2015/16P
EPS	0,59	0,76	0,64	0,72	0,85	0,99	1,08
DPS	0,10	0,30	0,40	0,41	0,47	0,55	0,64
Dividend yield	1,2%	3,6%	4,8%	5,0%	5,6%	6,6%	7,7%
BVPS	7,40	7,90	8,19	8,50	8,88	9,32	9,75
P/E	14,1	11,0	13,1	11,6	9,8	8,4	7,7
P/BV	1,1	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9
P/S	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4
P/CE	6,5	6,3	7,2	6,7	5,6	5,0	4,7
EV/EBIT	10,1	10,4	12,9	11,3	9,8	8,9	8,3
EV/EBITDA	7,9	8,2	9,6	8,7	7,7	7,1	6,8
EV/S	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13P	2013/14P	2014/15P	2015/16P
rentowność brutto na sprzedaży	32,7%	33,2%	31,8%	33,4%	32,9%	33,2%	33,0%
rentowność EBIT	9,9%	9,3%	7,1%	8,0%	8,9%	9,3%	9,4%
rentowność EBITDA	12,7%	11,9%	9,5%	10,5%	11,3%	11,6%	11,5%
rentowność netto	3,7%	4,7%	3,7%	4,2%	4,7%	5,2%	5,4%
dynamika przychodów	-7,0%	2,7%	6,2%	0,3%	5,0%	5,5%	4,9%
dynamika EBITDA	53,6%	-3,9%	-14,5%	10,2%	13,1%	8,3%	3,7%
dynamika EBIT	88,1%	-2,9%	-19,1%	13,4%	16,2%	9,9%	6,6%
dynamika EPS	192,5%	28,6%	-16,3%	13,1%	18,2%	16,7%	9,1%
dług/aktywa	27,9%	22,0%	23,1%	21,4%	18,8%	16,2%	14,6%
dług/kapitał własny	52,5%	38,3%	43,4%	38,7%	32,8%	27,4%	24,2%
dług/EBITDA	2,0	1,7	2,3	1,9	1,5	1,3	1,1
odsetki/EBIT	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1
płynność bieżąca	1,6	1,6	1,4	1,5	1,5	1,5	1,5
płynność szybka	1,6	1,5	1,4	1,4	1,4	1,5	1,5
płynność gotówkowa	0,09	0,05	0,03	0,05	0,03	0,01	0,02
rotacja zapasów (dni)	91,1	90,2	106,1	106,1	106,1	106,1	106,1
rotacja należności (dni)	85,5	82,9	88,5	88,5	88,5	88,5	88,5
rotacja zobowiązań (dni)	60,3	67,0	79,4	79,4	79,4	79,4	79,4
cykl rotacji gotówki (dni)	116,3	106,2	115,3	115,3	115,3	115,3	115,3
ROA	3,7%	4,8%	3,7%	4,1%	4,8%	5,4%	5,7%
ROE	6,9%	8,4%	6,8%	7,4%	8,3%	9,2%	9,5%
ROIC	9,6%	9,8%	7,5%	8,4%	9,6%	10,5%	10,8%
WACC	10,3%	10,9%	11,2%	11,1%	9,5%	9,5%	9,5%
EVA (mln zł)	-2,4	-3,5	-12,5	-9,3	0,6	3,4	4,9
FCFF (mln zł)	39,8	39,7	8,8	27,5	27,2	28,6	30,3

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Doradztwo Inwestycyjne	telefon	adres email
Tomasz Dumała	22 329 43 40	tomasz.dumala@bgz.pl
Krzysztof Kozielec	22 329 43 44	krzysztof.kozielec@bgz.pl

Operacje Brokerskie	telefon	adres email	
Marek Niewiadomski	Klienci instytucjonalni	22 329 43 26	marek.niewiadomski@bgz.pl
Grzegorz Leszek	Klienci instytucjonalni	22 329 43 25	grzegorz.leszek@bgz.pl
Maciej Guzek	Klienci instytucjonalni	22 329 43 23	maciej.guzek@bgz.pl
Monika Dudek	Klienci detaliczni	22 329 43 24	monika.dudek@bgz.pl
Przemysław Borycki	Klienci detaliczni	22 329 43 22	przemyslaw.borycki@bgz.pl

Oferty Publiczne (IPO)	telefon	adres email
Marek Jaczewski	22 329 43 53	marek.jaczewski@bgz.pl
Bogusław Bączyk	22 329 43 42	boguslaw.baczuk@bgz.pl

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

Centra Obsługi Produktów Inwestycyjnych

Białystok	ul. Suraska 3 a	85 744 21 08	Poznań	ul. Piekary 17	61 858 26 81
Ciechanów	ul. 17-go Stycznia 60	23 674 13 52	Radom	ul. Traugutta 29	48 361 22 71
Kielce	ul. Sienkiewicza 47	41 248 14 95	Siedlce	ul. Joselewicza 3	25 640 90 46
Nowy Sącz	ul. Nawojowska 4	18 443 53 91	Tarnobrzeg	ul. Wyspiańskiego 5	15 823 89 87
Opole	ul. Rynek 24/25	77 454 43 64	Warszawa	ul. Grzybowska 4	22 581 54 51

Biuro Maklerskie BGZ 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 BGZ S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego BGZ 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 zrecenzowane ze źródeł uznanych przez BM BGZ S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM BGZ S.A. nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych. Odpowiedzialność za decyzje w inwestycjach i podjęte na podstawie niniejszego dokumentu i ewentualne szkody poniesione w ich wyniku ponoszą wyłącznie podejmujący takie decyzje. Dokument ten został przygotowany przez BM BGZ 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 BGZ S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

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

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

Osoby sporządzające niniejszą rekomendację/analizę/opracowanie:

- pobierają stałe wynagrodzenie niezależnie od wydanego zalecenia, ceny docelowej, czy trafności rekomendacji i nie jest ono zależne od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej Banku BGZ.

- nie pełnią funkcji kierowniczych i nie zajmują stanowisk w organach nadzorczych Spółki i nie są z nią powiązane żadną umową.

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

Wykaz rekomendacji/analiz/opracowań/komentarzy sporządzanych przez BM BGZ S.A. wraz z informacją dotyczącą proporcji udzielanych rekomendacji „kupuj”, „sprzedaj”, „trzymaj”

jest dostępny na stronie:

http://www.bgz.pl/biuro_maklerskie/hp_biuro/analizy_raporty.html