

# Raport analityczny

(Aktualizacja)

Środa, 2 marca 2011 r.



Biuro Maklerskie  
**Bank BPH**  
grupa GE Capital

Sektor: Spożywczy  
Kurs akcji: 8,62 PLN

## Profil spółki

Grupa AMBRA jest czołowym producentem, importerem i dystrybutorem win w Europie Środkowej i Wschodniej. Działalność grupy obejmuje: produkcję, import i dystrybucję win musujących i klasycznych, wermutów, napojów musujących dla dzieci i innych wyrobów. W Polsce spółka zajmuje się także sprzedażą detaliczną - tworząc sieć specjalistycznych sklepów.

## Struktura akcjonariatu

Sektellerei Schloss Wachenheim AG	61,12%
AVIVA OFE BZ WBK	7,61%
Pozostali	31,27%

## AMBRA vs WIG 52 tyg.



Kapitalizacja:	217,3 mln PLN
Free float:	31,27%
Średni wolumen 52 tyg.	27,56 tys. szt.
Max 52 tyg.	9,75 PLN
Min 52 tyg.	6,08 PLN
Udział w WIG	0,04%

## Agata Filipowicz-Rybicka

Koordinator Zespołu Analiz  
makler papierów wartościowych  
agata.filipowicz-rybicka@bph.pl

Biuro Maklerskie Banku BPH S.A.  
(012) 682 64 55

# AMBRA

Reuters: AMRR.WA

**Wycena: 12,27 PLN**

GPW: AMB

# kupuj

## Kolejny rekord wyników

Sprzedaż w I półroczu 2010/11 rosta głównie dzięki znakomitym rezultatom w Polsce, gdzie dynamika w porównaniu z analogicznym okresem 2009/10 osiągnęła pułap 8,8%. Motorem wzrostu był korowy segment win spokojnych, w którym sprzedaż rosta o ponad 17% r/r w zestawieniu z 8,2% r/r progresem całego segmentu. Osiągnięty poziom sprzedaży, a także wyższe marże na sprzedaży implikowały rekordowy półroczny zysk na poziomie operacyjnym. EBIT w I półroczu 2010/11 wyniósł 44,1 mln zł (+4,7% r/r). Po oczyszczeniu z czynników jednorazowych z zeszłego okresu porównawczego zysk operacyjny wzrósł nawet o 9% r/r. Znaczna redukcja kosztów finansowych w skutek poprawy rotacji kapitału obrotowego dały spółce podstawę do wypracowania najwyższego w historii zysku netto w wysokości 27,1 mln zł, stanowiącego wzrost w stosunku do analogicznego okresu 2009/10 o 16% r/r.

## Perspektywy

Stabilne perspektywy rozwoju rynku winiarskiego w Polsce w konfrontacji z nadal niskim spożyciem wina oraz zmianami upodobań konsumentów do spożywania alkoholu słabszych stawiają funkcjonowanie spółki w korzystnym świetle. Strategia Grupy celuje w osiągnięcie sprzedaży powyżej wzrostu rynku we wszystkich segmentach, niemniej jednak najszybciej rozwijającym się segmentem pozostają wina spokojne, w którym Grupa zamierza zwiększać partycypacje. Dla zagranicznych dywizji kluczowym obszarem działań staje się poprawa rentowności portfela sprzedawanego asortymentu. Generowane zyski umożliwiają potencjalne akwizycje. Grupa rozważa rozszerzenie oferty produktowej o część mocnych alkoholi, choć głównym czynnikiem determinującym wybór będzie stopa zwrotu z inwestycji, która nie pogorszy obecnych marż. Potencjalne akwizycje mogą pochłonąć nawet 80 mln zł zarówno na rynku polskim, jak i w Czechach, Słowacji i Rumunii.

## Wycena

Akcje AMBRA zostały wycenione dwiema metodami: porównawczą i modelem zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF). Wycenie modelem DCF przyznano wagę 75% wyceny końcowej, a wycenie metodą porównawczą - 25% wyceny końcowej. Wartość 1 akcji w oparciu o wycenę porównawczą wyniosła **16,40 zł**, a w oparciu o model DCF - **10,89 zł**. Średnia ważona z obu wycen dała cenę **12,29 zł**. Akcje są obecnie notowane z dyskontem do wyceny DCF oraz do wyceny porównawczej. Utrzymujemy rekomendację **kupuj** i określamy cenę docelową na **12,29 zł**.

w mln PLN	2008/2009	2009/2010	2010/2011P	2011/2012P	2012/2013P	2013/2014P	2014/2015P
<b>Przychody</b>	<b>428,8</b>	<b>398,9</b>	<b>427,7</b>	<b>458,6</b>	<b>492,0</b>	<b>528,2</b>	<b>566,7</b>
<b>EBITDA</b>	<b>32,9</b>	<b>50,5</b>	<b>55,6</b>	<b>60,4</b>	<b>65,6</b>	<b>72,9</b>	<b>80,2</b>
marża EBITDA	7,68%	12,66%	12,99%	13,17%	13,34%	13,80%	14,15%
<b>EBIT</b>	<b>21,0</b>	<b>39,4</b>	<b>43,6</b>	<b>48,3</b>	<b>53,4</b>	<b>60,6</b>	<b>67,8</b>
marża EBIT	4,89%	9,88%	10,18%	10,53%	10,86%	11,47%	11,96%
<b>Zysk netto</b>	<b>5,1</b>	<b>14,9</b>	<b>20,4</b>	<b>23,4</b>	<b>26,6</b>	<b>30,8</b>	<b>35,2</b>
marża netto	1,19%	3,73%	4,77%	5,10%	5,40%	5,84%	6,21%
P/E	42,65	14,59	10,65	9,29	8,18	7,05	6,17
P/BV	1,06	1,00	0,94	0,86	0,78	0,72	0,66
EV/EBITDA	10,55	6,33	5,66	5,11	4,59	4,04	3,58
EPS	0,20	0,59	0,81	0,93	1,05	1,22	1,40

P - projekcje BM BPH; wskaźniki rynkowe obliczone dla ceny rynkowej z dnia 01.03.2011 r.

analityk: Agata Filipowicz-Rybicka

Informacje na temat powiązań pomiędzy BM Banku BPH a spółką, wyjaśnienia i zastrzeżenia znajdują się na ostatniej stronie  
Zlecenia telefoniczne: 0 801 377 933 (koszt jak za jednostkę taryfikacyjną) (058) 308 56 09 (koszt wg taryfy operatora) Internet: www.bm.bph.pl  
Zespół Analiz Biura Maklerskiego Banku BPH: al. Pokoju 1, Kraków; tel.: (12) 682 64 55, (12) 682 64 24, (12) 682 64 23, (12) 682 64 79, fax: (12) 531 88 22

# Raport analityczny

(Aktualizacja)

Środa, 2 marca 2011 r.



Biuro Maklerskie  
**Bank BPH**  
grupa GE Capital

## Wyniki I półrocza 2010/2011

Winiarska Grupa Kapitałowa kolejny kwartał z rzędu nie rozczarowała. Wyniki za I półrocze 2010/2011 r. przyniosły poprawę na wszystkich poziomach. Przychody ze sprzedaży rosy, głównie dzięki znakomitym результатам w Polsce, gdzie dynamika wzrostu w porównaniu z analogicznym okresem 2009/10 osiągnęła pułap 8,8% r/r. Wolumenowy wzrost sprzedaży wyniósł 1,7% r/r, gdzie rynek polski zapewnił 2,6 mln średnich butelek a rynki eksportowe zanotowały łączną stratę w wysokości 1,9 mln śr. but. Wartościowo dysproporcja została pogłębiona.

### Wyniki finansowe Grupy AMBRA w I półroczu 2010/2011

		II Q'10/11	II Q'09/10	Zm. %	I-II Q'10/11	I-II Q'09/10	Zm. %
mln zł:	Przychody netto ze sprzedaży	185,4	181,0	2,4	267,3	260,4	2,7
	Zysk ze sprzedaży brutto	64,9	62,3	4,2	94,1	89,8	4,7
	Koszty działalności operacyjnej	101,7	103,3	-1,6	146,7	146,5	0,1
	EBIT	37,6	35,4	6,2	44,1	42,1	4,7
	EBITDA	40,0	38,1	5,1	48,9	47,5	2,9
	Zysk netto	23,9	23,1	3,7	27,1	23,4	16,0
%	Marża brutto ze sprzedaży	35,0	34,4	0,6 pp	35,2	34,5	0,7 pp
	Marża EBIT	20,3	19,6	0,7 pp	16,5	16,2	0,3 pp
	Marża EBITDA	21,6	21,0	0,6 pp	18,3	18,2	0,1 pp
	Marża netto	12,9	12,8	0,2 pp	10,2	9,0	1,2 pp
zł.	EPS	0,95	0,92	3,72	1,08	0,93	15,96

Źródło: Grupa AMBRA oraz obliczenia własne BM BPH

Korzystne efekty na rynku polskim zostały osiągnięte w korowym segmencie win spokojnych, w którym dynamika sprzedaży wyniosła ponad 17% r/r. Wynik wydaje się godny podziwu w szczególności w zestawieniu ze wzrostem całego rynku w 2010 r. w granicach 5,2% r/r a samych win spokojnych o 8,2% r/r. Sprzedaż pozostałych kategorii rosła równie dynamicznie w obszarze mocnych alkoholi (+24,7% r/r), innych win (+17,4% r/r) oraz wermutów (+8% r/r) wobec spadku rynku wermutów o 1,2% r/r oraz wzrostów segmentu win deserowych (+5,4% r/r). Jedyne spadki sprzedaży Grupa wykazała w kategorii win musujących (-3% r/r), gdzie determinantem była większa konkurencja ze strony dyskontów przy wzroście tego rynku o 0,1% r/r.

Sytuacja w zagranicznych segmentach pozostawała nadal niekorzystna. Zarówno w Czechach jak i na Słowacji czy w Rumunii utrzymywała się ujemna dynamika sprzedaży na poziomie około -10% r/r. Głównymi przyczynami spadku przychodów na tych rynkach były podwyżka akcyzy w Rumunii oraz istotne przesunięcia popytu w kierunku tańszych produktów.

W II kwartale roku obrotowego 2010/2011 łączne przychody ze sprzedaży netto całej Grupy wzrosły o 2,4% r/r do 185,4 mln zł a w I półroczu 2010/2011 o 2,7% r/r.

W okresie II kwartału roku obrotowego spółce udało się ograniczyć koszty bezpośrednio związane z produkcją o 1,6% przy jednoczesnym wzroście wydatków na promocję głównych marek. W całym I półroczu koszty te zostały utrzymane na niezmiennym poziomie, natomiast nakłady na marketingowe wsparcie marek CIN & CIN, EL SOL, DORATO oraz Piccolo wyniosły w sumie 1,9 mln zł. Dzięki utrzymywanej w ryzach polityce kosztowej, na poziomie zysku ze sprzedaży brutto wynik poprawił się o ponad 4,2% w kwartale i 4,7% w I półroczu 2010/11, przy jednoczesnym wzroście marży brutto na sprzedaży do poziomu 35,2%. Głównym motorem wzrostu rentowności był zdecydowanie segment Polski, gdzie zwyżka wynikała z lepszej struktury asortymentu. W Czechach i Słowacji marże były stabilne wobec obniżki w Rumuni, gdzie wprowadzona od 01.07.2010 r. wyższa akcyza spowodowała spadek rentowności.

# Raport analityczny

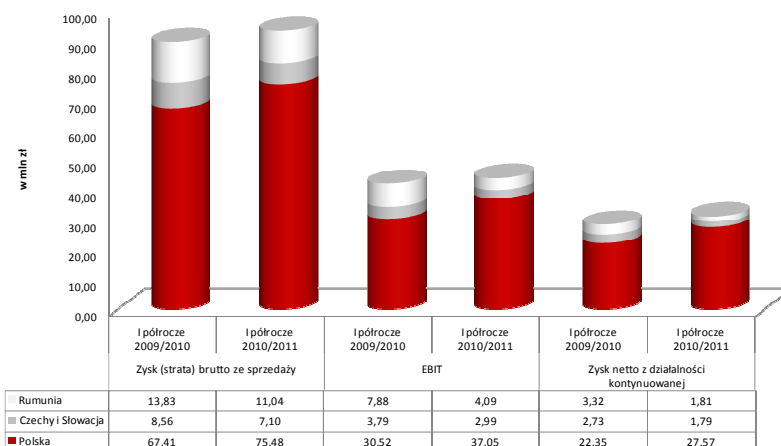
(Aktualizacja)

Środa, 2 marca 2011 r.



Biuro Maklerskie  
**Bank BPH**  
grupa GE Capital

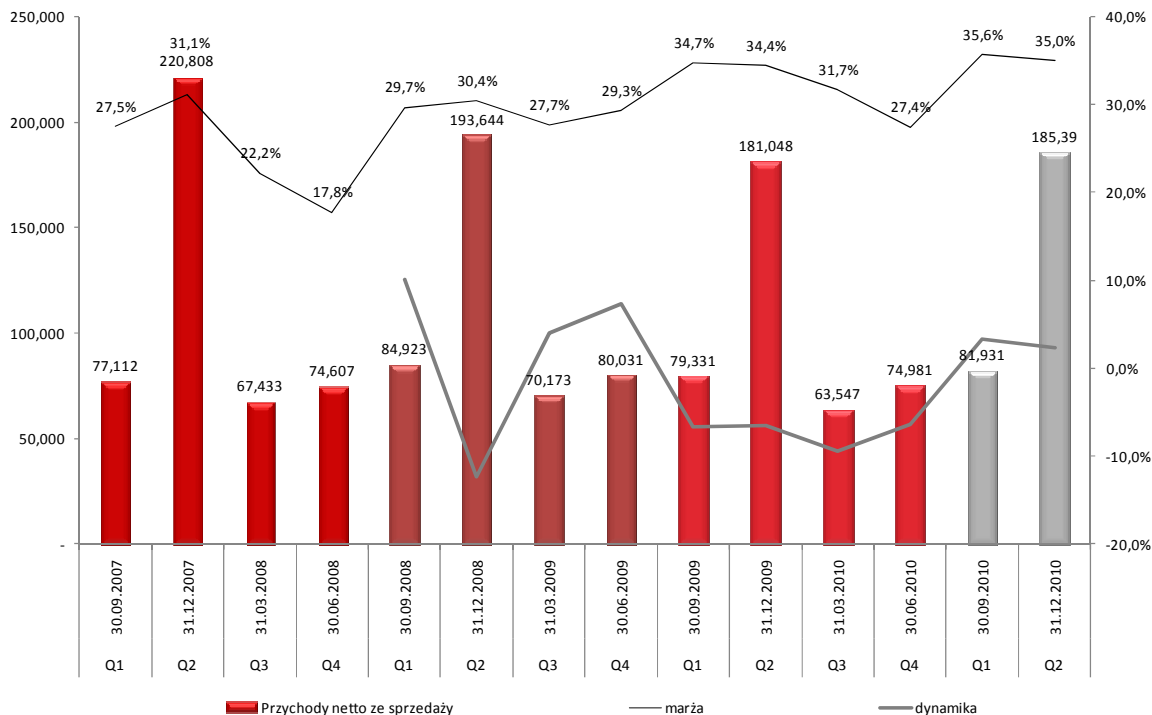
## Półroczne zyski Grupy AMBRA w podziale na segmenty geograficzne



Źródło: Grupa AMBRA

Osiągnięty poziom sprzedaży, a także wyższe marże na sprzedaży implikowały rekordowy półroczny zysk na poziomie operacyjnym i netto. EBIT w II kwartale wyniósł 37,6 mln zł (+6,2% r/r) a w I półroczu 2010/11 44,1 mln zł (+4,7% r/r). Warto zwrócić uwagę na zaniżony poziom dynamiki EBIT w związku z wpływem na wynik w I półroczu 2009/10 czynników jednorazowych na poziomie pozostałych przychodów operacyjnych w kwocie 1,7 mln zł, osiągniętych w I półroczu ubiegłego roku obrotowego z tytułu zbycia części nieruchomości w Rumunii. Oczyszczony zysk operacyjny wrasta o 9% r/r.

## Kwartalne przychody ze sprzedaży



Źródło: Grupa AMBRA oraz obliczenia własne BM BPH

# Raport analityczny

(Aktualizacja)

Środa, 2 marca 2011 r.



Biuro Maklerskie  
**Bank BPH**  
grupa GE Capital

Ze względu na sezonowość działalności I półrocze roku obrotowego stanowi słabszy okres dla spółki. W tym czasie dominujące ujemne przepływy z działalności operacyjnej ograniczają możliwości redukcji zadłużenia. W opisywanym okresie Grupa zoptymalizowała wykorzystywany poziom majątku obrotowego, co umożliwiło jej spłatę części zobowiązań odsetkowych. Poprzwiona rotacja zobowiązań i należności spowodowała spadek długu o 21,2 mln zł. Obniżenie zadłużenia umożliwiło z kolei redukcję kosztów odsetkowych o 1,5 mln zł i negatywnego wpływu z różnic kursowych z wyceny pożyczek udzielonych podmiotom zależnym.

Wszystkie powyższe działania dały spółce podstawę do wypracowania najwyższego w historii zysku netto dla akcjonariuszy jednostki dominującej w wysokości 27,1 mln zł, stanowiącego wzrost w stosunku do analogicznego okresu 2009/10 o 16% r/r. Najwyższy wpływ na ten wynik miał segment polski, gdzie wzrost wyniósł 27,7% r/r.

## Perspektywy i zmiany w prognozach

Analizując cokwartalne wyniki Grupy AMBRA należy zwrócić uwagę na stabilne perspektywy rozwoju rynku winiarskiego w Polsce. Roczny wzrost w 2010 roku wyniósł 5,2% i był gorszy od wyniku w 2009 r., niemniej jednak, konfrontując ten wynik ze średnim spożyciem wina w Polsce oraz zmianami upodobań konsumentów do spożywania alkoholi słabszych, dynamika wzrostu rynku wydaje się niezagrażona. Najszybciej rozwijającym się segmentem pozostają wina spokojne, gdzie promowana kultura spożywania tego rodzaju trunków powoduje potencjalny wzrost rynku w 2011 o 9% r/r (AC Nielsen).

Strategia Grupy celuje w osiągnięciu sprzedaży powyżej wzrostu rynku we wszystkich segmentach. W naszych prognozach szacujemy, że Grupa uzyska dynamikę sprzedaży netto na poziomie 7,2%. Realizację strategii powinny zapewnić stabilne marże oraz odpowiedzialna polityka kosztowa przy jednoczesnym promowaniu najważniejszych marek. Szacujemy, że wraz z tym poprawie ulegnie rentowność sprzedaży a w roku obrotowym 2010/11 sięgnie ona 33,7%. Dodatkowo, Grupa zamierza przemodelować strukturę przychodów, gdzie podstawową zmianą będzie wzrost udziału win spokojnych kosztem przede wszystkim win musujących.

Brak zdarzeń jednorazowych oraz amortyzacja rzędu 12 mln zł powinny według naszych prognoz w roku obrotowym 2010/11 przełożyć się na zysk operacyjny w wysokości 43,6 mln zł, co wobec utrzymującej się tendencji do redukcji zadłużenia doprowadzi do osiągnięcia zysku netto na poziomie 20,4 mln zł.

Grupa stawia na sukcesywne obniżanie długu odsetkowego, co powinno stanowić korzystny czynnik kształtowania się zysku netto w przyszłych okresach.

Dla zagranicznych dywizji kluczowym obszarem działań ma stać się poprawa rentowności portfela sprzedawanego asortymentu, co powinno wpłynąć na wyższą dynamikę sprzedaży i w ostateczności poprawę na poziomie zysków.

Osiągane przez Grupę wyniki ostatniego półrocza obrotowego 2010/11 pokazują, że przeprowadzona restrukturyzacja przyniosła efekty. Generowane zyski umożliwiają sukcesywną spłatę zobowiązań oraz inwestycje. Wobec braku aktualnego planu spółki dotyczącego inwestycji (rozwój organiczny) nadwyżki stają się podstawą do potencjalnych akwizycji. Ambrę podobnie jak w zeszłym roku interesują marki, ale także dystrybutorzy i producenci win. Grupa rozważa rozszerzenie oferty produktowej o część mocnych alkoholi niewódzczanych takich jak brandy czy whisky, choć głównym czynnikiem determinującym wybór będzie stopa zwrotu z inwestycji, która nie pogorszy obecnych marż. Potencjalne cele akwizycyjne mogą pochłonąć nawet 80 mln zł, co uzasadnia politykę zwiększania zdolności kredytowej Grupy poprzez obniżkę obecnego zadłużenia. W grę wchodzi zakup zarówno na rynku polskim, jak i w Czechach, Słowacji i Rumunii. W naszym modelu zakładamy tylko wzrost organiczny Grupy kapitałowej AMBRA.

W stosunku do przednich założeń w naszych prognozach zmianie uległy czynniki wpływające na wycenę w modelu DCF. Dokonaliśmy również kilku korekt w prognozach. Zakładamy nieznacznie niższy wzrost przychodów przy jednoczesnym wzroście marży na sprzedaży. Zweryfikowany został również poziom kosztu kapitału obcego, ze względu na uzyskanie przez spółkę korzystniejszych warunków kredytowania pomimo podwyżki referencyjnej stopy procentowej w Polsce oraz podwyższonej stopy wolnej od ryzyka. Zaktualizowana została również wartość aktywów nieoperacyjnych w postaci posiadanej przez Grupę działki w Rumuni.

# Raport analityczny

(Aktualizacja)

Środa, 2 marca 2011 r.



Biuro Maklerskie  
**Bank BPH**  
grupa GE Capital

## Wycena

Akcje Grupy AMBRA zostały wycenione w oparciu o metodę porównawczą i zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF). Wycenie metodą DCF przyznano wagę 75% wyceny końcowej. Ze względu m.in. na profil działalności spółek użytych jako baza porównawcza, czy przesunięcia szacunków w związku z różnymi latami obrotowymi, wycenie metodą porównawczą przypisano 25% udziału w wycenie końcowej.

## Wycena porównawcza

Wycena porównawcza została sporządzona na bazie trzech wskaźników rynkowych: P/E (relacja ceny do zysku netto na akcję), EV/EBITDA (relacja kapitalizacji powiększonej o dług netto do zysku operacyjnego i amortyzacji) oraz P/BV (relacja ceny do wartości kapitału własnego przypadającego na jedną akcję).

Wskaźniki rynkowe dla spółki porównano ze wskaźnikami innych firm o relatywnie zbliżonym profilu działalności, funkcjonujących na rynkach europejskich. Wartości wskaźników dla spółek porównywanych wyznaczono w oparciu o prognozę na lata 2011 – 2013, przy czym w niektórych przypadkach lata obrotowe nie pokrywają się z rokiem obrotowym Grupy AMBRA. Wartości wskaźników dla AMBRY wyznaczono w oparciu o prognozy BM BPH na lata 2010/11-2012/2013.

Wycena porównawcza	2011P	2012P	2013P	2011P	2012P	2013P	2011P	2012P	2013P	
<b>Spółka</b>	<b>Kurs</b>	<b>EV/EBITDA</b>			<b>P/BV</b>			<b>P/E</b>		
Brown-Forman Corporation	<b>68,04</b>	12,9	12,2	11,5	5,1	4,7	4,2	20,4	19,2	17,8
Central European Distribution Corp.	<b>14,33</b>	8,4	7,8	6,3	0,5	0,5	n.a.	7,6	6,3	4,8
Davide Campari-Milano	<b>4,68</b>	10,2	9,7	8,6	2,0	1,7	1,6	14,7	13,4	11,7
Constellation Brands Inc.	<b>19,84</b>	9,0	8,9	8,7	1,5	1,3	1,1	11,0	10,5	9,9
Diageo plc	<b>1212</b>	11,5	10,8	10,1	6,1	5,1	4,2	15,3	14,0	12,8
<b>Mediana</b>		<b>10,2</b>	<b>9,7</b>	<b>8,7</b>	<b>2,0</b>	<b>1,7</b>	<b>2,9</b>	<b>14,7</b>	<b>13,4</b>	<b>11,7</b>
<b>AMBRA</b>	<b>8,62</b>	<b>5,66</b>	<b>5,11</b>	<b>4,59</b>	<b>0,94</b>	<b>0,86</b>	<b>0,78</b>	<b>10,65</b>	<b>9,29</b>	<b>8,18</b>
Wycena na 1 akcję		18,72	19,66	19,30	18,01	17,51	31,95	11,88	12,39	12,36
Waga roku		33%	33%	33%	50%	50%	0%	33%	33%	33%
Waga wskaźnika			33%			33%			33%	
<b>Wycena</b>	<b>16,40</b>		19,23			17,76			12,21	

Źródło: Reuters oraz obliczenia i prognozy własne BM BPH;  
wskaźniki rynkowe obliczone dla ceny rynkowej z dnia 01.03.2011 r.

## Wycena metodą dochodową

Wolne przepływy gotówkowe zostały obliczone na podstawie prognozy wyników na lata 2010/2011 – 2015/2016 oraz założonego stałego długoterminowego wzrostu wolnych przepływów gotówkowych po okresie prognozy.

W modelu wyceny akcji metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) przyjęto założenia:

- wzrost przychodów netto ze sprzedaży w latach 2010/2011 – 2015/2016 z poziomu 427,7 mln zł do 608,17 mln zł;
- marża operacyjna w roku 2010/2011 na poziomie 10,18%, w roku 2011/2012 10,53%, a w kolejnych latach wzrost do poziomu 12,40%;
- średnia marża EBITDA w całym okresie szczegółowej prognozy na poziomie 13,65%;
- nakłady inwestycyjne w całym okresie szczegółowej prognozy nieznacznie powyżej odpisów amortyzacyjnych;
- spadek relacji długu/(dług+kapitał własny) w okresie szczegółowej prognozy z poziomu 30,7% do 15,5%;
- stały wzrost wolnych przepływów gotówkowych po okresie szczegółowej prognozy na poziomie 2%;
- koszt kapitału własnego wyznaczony z modelu CAPM na poziomie 11,25%;
- Koszt kapitału obcego na poziomie 7%;

analityk: Agata Filipowicz-Rybicka

5

Informacje na temat powiązań pomiędzy BM Banku BPH a spółką, wyjaśnienia i zastrzeżenia znajdują się na ostatniej stronie  
Zlecenia telefoniczne: 0 801 377 933 (koszt jak za jednostkę taryfikacyjną) (058) 308 56 09 (koszt wg taryfy operatora) Internet: www.bm.bph.pl  
Zespół Analiz Biura Maklerskiego Banku BPH: al. Pokoju 1, Kraków; tel.: (12) 682 64 55, (12) 682 64 24, (12) 682 64 23, (12) 682 64 79, fax: (22) 531 88 22

# Raport analityczny

(Aktualizacja)

Środa, 2 marca 2011 r.



Biuro Maklerskie  
**Bank BPH**  
grupa GE Capital

- średni ważony koszt kapitału w przedziale 9,54% - 10,39%;
- współczynnik dyskonta w 2010 skorygowano z uwagi na okres, jaki minął od rozpoczęcia roku obrotowego;
- projekcje sporządzono w cenach stałych;
- Beta na poziomie 1;
- dług netto przyjęto na dzień 31.12.2010 r.

Model DCF	2010/2011P	2011/2012P	2012/2013P	2013/2014P	2014/2015P	2015/2016P	RV
w mln PLN							
<b>Przychody ze sprzedaży netto</b>	<b>427,7</b>	<b>458,6</b>	<b>492,0</b>	<b>528,2</b>	<b>566,7</b>	<b>608,2</b>	
<i>zmiana</i>	7,21%	7,24%	7,27%	7,36%	7,29%	7,32%	
<b>EBITDA</b>	<b>55,6</b>	<b>60,4</b>	<b>65,6</b>	<b>72,9</b>	<b>80,2</b>	<b>87,9</b>	
<i>marża EBITDA</i>	12,99%	13,17%	13,34%	13,80%	14,15%	14,45%	
Amortyzacja	12,0	12,1	12,2	12,3	12,4	12,5	
<b>EBIT</b>	<b>43,6</b>	<b>48,3</b>	<b>53,4</b>	<b>60,6</b>	<b>67,8</b>	<b>75,4</b>	
<i>marża EBIT</i>	10,18%	10,53%	10,86%	11,47%	11,96%	12,40%	
Opodatkowanie EBIT	19%	19%	19%	19%	19%	19%	
<b>NOPLAT</b>	<b>35,3</b>	<b>39,1</b>	<b>43,3</b>	<b>49,1</b>	<b>54,9</b>	<b>61,1</b>	
inwestycje (CAPEX)	12,2	13,2	13,3	13,4	13,5	13,6	
zm. kapitału obrotowego	14,1	14,1	15,5	16,8	18,4	20,2	
<b>FCF</b>	<b>21,0</b>	<b>23,9</b>	<b>26,7</b>	<b>31,2</b>	<b>35,4</b>	<b>39,7</b>	<b>40,5</b>
WACC	9,54%	9,71%	9,89%	10,04%	10,21%	10,39%	10,39%
współczynnik dyskonta	97,0%	88,5%	80,5%	73,2%	66,4%	60,1%	54,5%
PV FCF	20,4	21,2	21,5	22,8	23,5	23,9	22,1

WACC	9,54%	9,71%	9,89%	10,04%	10,21%	10,39%	10,39%
Efektywny koszt długu	5,67%	5,67%	5,67%	5,67%	5,67%	5,67%	5,67%
Stopa wolna od ryzyka	6,25%	6,25%	6,25%	6,25%	6,25%	6,25%	6,25%
Koszt długu	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Dług/(Dług+Kapitał)	30,7%	27,6%	24,3%	21,6%	18,6%	15,5%	15,5%
Koszt kapitału własnego	11,25%	11,25%	11,25%	11,25%	11,25%	11,25%	11,25%
Premia rynkowa	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0

Suma DCF	133,2	<b>Analiza wrażliwości</b>					
Tempo wzrostu DCF po okresie prognozy	2,0%	<b>Wzrost FCF po okresie prognozy</b>					
Wartość rezydualna (RV 2016+)	483,1		<b>0,5%</b>	<b>1,0%</b>	<b>1,5%</b>	<b>2,0%</b>	<b>2,5%</b>
Zdyskontowana wartość rezydualna	297,3						
Wartość przedsiębiorstwa (EV)	430,6	<b>-1,0%</b>	11,51	12,35	13,30	14,40	15,67
Kapitał mniejszościowy	30,0	<b>-0,5%</b>	10,46	11,20	12,02	12,96	14,03
Aktywa niepracujące	23,0		9,53	10,17	<b>10,89</b>	11,70	12,62
Dług netto	149,0	<b>0,5%</b>	8,70	9,26	9,89	10,60	11,39
Wartość 100% akcji	274,6	<b>1,0%</b>	7,94	8,45	9,00	9,62	10,31
Liczba akcji (mln)	25,207						
<b>Wartość 1 akcji</b>	<b>10,89</b>						

Suma zdyskontowanych wolnych przepływów pieniężnych w latach 2010/2011 – 2015/2016 wyniosła 133,2 mln zł, zaś zdyskontowana wartość rezydualna spółki 297,3 mln zł. Zdyskontowana wartość kapitału własnego wyniosła 430,6 mln zł.

Po uwzględnieniu wartości długu netto, kapitałów mniejszości oraz aktywów niepracujących, bieżąca wartość kapitału własnego wyniosła 274,6 mln zł. Oszacowana na podstawie modelu DCF wartość 1 akcji to 10,89 zł.

# Raport analityczny

(Aktualizacja)

Środa, 2 marca 2011 r.



Biuro Maklerskie  
**Bank BPH**  
grupa GE Capital

## Wycena końcowa

Wartość akcji AMBRA wyznaczona w oparciu o porównanie wskaźników rynkowych dla akcji spółki do średnich wskaźników dla innych podmiotów z branży winiarskiej wyniosła 16,40 zł. Wartość akcji w oparciu o model DCF wyniosła 10,89 zł. Uwzględnienie wag przypisanych obu metodom dało cenę na poziomie 12,27 zł za akcję.

Wycena końcowa	Waga	Cena
Wycena DCF	0,75	10,89
Wycena porównawcza	0,25	16,40
<b>Cena docelowa</b>		<b>12,27</b>

## Wyniki wraz z prognozami

Bilans	I półrocze 2010/2011	2008/2009	2009/2010	2010/2011P	2011/2012P	2012/2013P	2013/2014P	2014/2015P
<b>AKTYWA</b>	<b>528,8</b>	<b>433,9</b>	<b>407,0</b>	<b>412,7</b>	<b>432,6</b>	<b>454,3</b>	<b>477,5</b>	<b>502,6</b>
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>195,9</b>	<b>176,7</b>	<b>198,6</b>	<b>195,3</b>	<b>196,4</b>	<b>197,6</b>	<b>198,7</b>	<b>199,8</b>
Rzeczowe aktywa trwałe i WNIP	140,5	115,1	139,8	140,0	141,1	142,2	143,4	144,5
Wartość firmy z konsolidacji	41,4	41,0	41,0	41,4	41,4	41,4	41,4	41,4
Długoterminowe aktywa finansowe	13,9	20,6	17,8	13,9	13,9	13,9	13,9	13,9
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>91,3</b>	<b>114,4</b>	<b>99,6</b>	<b>106,2</b>	<b>115,4</b>	<b>125,4</b>	<b>135,8</b>	<b>147,2</b>
Zapasy	91,3	114,4	99,6	106,2	115,4	125,4	135,8	147,2
Należności krótkoterminowe	232,5	99,2	93,4	102,1	111,7	122,3	133,9	146,5
Rozliczenia międzyokresowe czynne	2,2	3,8	3,3	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	5,7	9,8	11,2	5,5	5,6	5,6	5,7	5,7
Aktywa trwałe przeznaczone do sprzedaży	0,0	29,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	1,2	0,8	1,0	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
<b>PASYWA</b>	<b>528,8</b>	<b>433,9</b>	<b>407,0</b>	<b>412,7</b>	<b>432,6</b>	<b>454,3</b>	<b>477,5</b>	<b>502,6</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>235,6</b>	<b>205,1</b>	<b>216,6</b>	<b>232,2</b>	<b>253,4</b>	<b>277,4</b>	<b>301,6</b>	<b>328,9</b>
Kapitał akcyjny	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2
Kapitał z emisji akcji powyżej ich wartości nominalnej	67,7	67,7	67,7	67,7	67,7	67,7	67,7	67,7
Pozostałe kapitały zapasowe	116,4	92,6	107,0	116,4	116,4	116,4	116,4	116,4
Różnice kursowe	1,4	4,1	2,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk z lat ubiegłych	-32,3	-18,4	-30,3	-32,3	-20,1	-6,0	7,2	22,7
Zysk netto roku bieżącego	27,1	5,1	14,9	20,4	23,4	26,6	30,8	35,2
<b>Kapitał własny akcjonariuszy jednostki dominującej</b>	<b>205,5</b>	<b>176,3</b>	<b>186,5</b>	<b>197,4</b>	<b>212,6</b>	<b>229,8</b>	<b>247,4</b>	<b>267,1</b>
Udziały mniejszości	30,0	28,8	30,1	34,8	40,8	47,6	54,2	61,8
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>30,9</b>	<b>80,9</b>	<b>63,3</b>	<b>55,1</b>	<b>50,1</b>	<b>43,7</b>	<b>35,5</b>	<b>25,7</b>
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>262,3</b>	<b>147,9</b>	<b>127,1</b>	<b>125,4</b>	<b>129,1</b>	<b>133,2</b>	<b>140,4</b>	<b>148,0</b>
Dług	154,7	139,8	113,6	102,6	96,6	89,2	83,0	75,2
Dług netto	149,0	130,1	102,5	97,1	91,0	83,6	77,3	69,5

Rachunek zysków i strat	I półrocze 2010/2011	2008/2009	2009/2010	2010/2011P	2011/2012P	2012/2013P	2013/2014P	2014/2015P
<b>Przychody netto ze sprzedaży</b>	<b>267,3</b>	<b>428,8</b>	<b>398,9</b>	<b>427,7</b>	<b>458,6</b>	<b>492,0</b>	<b>528,2</b>	<b>566,7</b>
Koszty własne sprzedaży	173,2	301,7	268,4	283,5	305,0	328,1	351,8	377,4
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>94,1</b>	<b>127,0</b>	<b>130,5</b>	<b>144,1</b>	<b>153,6</b>	<b>163,9</b>	<b>176,4</b>	<b>189,3</b>
Pozostałe koszty działalności operacyjnej	17,5	37,3	33,2	35,6	38,1	40,9	43,9	47,1
Wynagrodzenia i świadczenia pracownicze	27,7	54,3	52,0	53,0	55,1	57,3	59,6	62,0
Amortyzacja	4,8	11,9	11,1	12,0	12,1	12,2	12,3	12,4
<b>Zysk/(strata) na sprzedaży</b>	<b>44,0</b>	<b>23,4</b>	<b>34,3</b>	<b>43,6</b>	<b>48,3</b>	<b>53,4</b>	<b>60,6</b>	<b>67,8</b>
Saldo operacyjne	0,1	-2,5	5,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zysk z działalności operacyjnej</b>	<b>44,1</b>	<b>21,0</b>	<b>39,4</b>	<b>43,6</b>	<b>48,3</b>	<b>53,4</b>	<b>60,6</b>	<b>67,8</b>
Saldo finansowe	-4,4	-9,2	-12,5	-7,6	-7,0	-6,6	-6,2	-5,7
<b>Zysk brutto</b>	<b>39,7</b>	<b>11,8</b>	<b>26,9</b>	<b>36,0</b>	<b>41,2</b>	<b>46,8</b>	<b>54,4</b>	<b>62,1</b>
Podatek dochodowy	8,5	3,9	5,1	6,8	7,8	8,9	10,3	11,8
Udział w zyskach netto jednostek podporządkowanych wycenianych metodą praw własności	0,0	0,2	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zysk netto z działalności kontynuowanej</b>	<b>31,1</b>	<b>8,1</b>	<b>21,2</b>	<b>29,1</b>	<b>33,4</b>	<b>37,9</b>	<b>44,1</b>	<b>50,3</b>
<b>Zysk netto</b>	<b>31,1</b>	<b>8,1</b>	<b>21,2</b>	<b>29,1</b>	<b>33,4</b>	<b>37,9</b>	<b>44,1</b>	<b>50,3</b>
<b>Zysk akcjonariuszy jednostki dominującej</b>	<b>27,1</b>	<b>5,1</b>	<b>14,9</b>	<b>20,4</b>	<b>23,4</b>	<b>26,6</b>	<b>30,8</b>	<b>35,2</b>
<b>EBITDA</b>	<b>48,9</b>	<b>32,9</b>	<b>50,5</b>	<b>55,6</b>	<b>60,4</b>	<b>65,6</b>	<b>72,9</b>	<b>80,2</b>

analityk: Agata Filipowicz-Rybicka

Informacje na temat powiązań pomiędzy BM Banku BPH a spółką, wyjaśnienia i zastrzeżenia znajdują się na ostatniej stronie  
Zlecenia telefoniczne: 0 801 377 933 (koszt jak za jednostkę taryfikacyjną) (058) 308 56 09 (koszt wg taryfy operatora) Internet: www.bm.bph.pl  
Zespół Analiz Biura Maklerskiego Banku BPH: al. Pokoju 1, Kraków; tel.: (12) 682 64 55, (12) 682 64 24, (12) 682 64 23, (12) 682 64 79, fax: (22) 531 88 22

# Raport analityczny

(Aktualizacja)

Środa, 2 marca 2011 r.



Biuro Maklerskie  
**Bank BPH**  
grupa GE Capital

Cash Flow	I półrocze 2010/2011	2008/2009	2009/2010	2010/2011P	2011/2012P	2012/2013P	2013/2014P	2014/2015P
<b>Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej</b>								
Zysk netto	27,1	5,1	14,9	20,4	23,4	26,6	30,8	35,2
<b>Korekty:</b>								
Zyski udziałowców mniejszościowych	4,0	3,1	6,3	8,7	10,0	11,4	13,2	15,1
Amortyzacja	4,8	11,9	11,1	12,0	12,1	12,2	12,3	12,4
Udział w zyskach jednostek stowarzyszonych konsolidowanych metodą praw własności	0,0	-0,2	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Odsetki i udziały w zyskach	5,0	11,9	9,1	7,6	7,0	6,6	6,2	5,7
Pozostałe	7,3	0,6	3,8	2,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana kapitału obrotowego	-75,2	26,8	7,5	-14,1	-14,1	-15,5	-16,8	-18,4
<b>Środki pieniężne netto z działalności operacyjnej</b>	<b>-26,9</b>	<b>59,2</b>	<b>53,3</b>	<b>36,8</b>	<b>38,5</b>	<b>41,3</b>	<b>45,8</b>	<b>50,0</b>
<b>Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej</b>								
CAPEX	-6,8	-8,4	-10,6	-12,2	-13,2	-13,3	-13,4	-13,5
Inne inwestycje	3,5	1,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Środki pieniężne netto z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-3,3</b>	<b>-7,3</b>	<b>-10,7</b>	<b>-12,2</b>	<b>-13,2</b>	<b>-13,3</b>	<b>-13,4</b>	<b>-13,5</b>
<b>Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej</b>								
Zmiana zadłużenia	41,0	-44,9	-26,2	-11,0	-6,0	-7,4	-6,2	-7,8
Dywidendy zapłacone	-11,1	-2,7	-5,7	-11,6	-12,2	-13,9	-19,9	-23,0
Odsetki zapłacone	-5,1	-12,9	-9,1	-7,6	-7,0	-6,6	-6,2	-5,7
<b>Środki pieniężne netto z działalności finansowej</b>	<b>24,8</b>	<b>-60,6</b>	<b>-41,1</b>	<b>-30,2</b>	<b>-25,2</b>	<b>-27,9</b>	<b>-32,3</b>	<b>-36,5</b>
<b>Przepływy pieniężne netto, razem</b>	<b>-5,4</b>	<b>-8,7</b>	<b>1,5</b>	<b>-5,6</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>

Wskaźniki rynkowe	I półrocze 2010/2011	2008/2009	2009/2010	2010/2011P	2011/2012P	2012/2013P	2013/2014P	2014/2015P
P/E	4,26	42,65	14,59	10,65	9,29	8,18	7,05	6,17
P/BV	0,92	1,06	1,00	0,94	0,86	0,78	0,72	0,66
EPS	1,08	0,20	0,59	0,81	0,93	1,05	1,22	1,40
EV/EBITDA	7,49	10,55	6,33	5,66	5,11	4,59	4,04	3,58

Wskaźniki finansowe	I półrocze 2010/2011	2008/2009	2009/2010	2010/2011P	2011/2012P	2012/2013P	2013/2014P	2014/2015P
<b>Rentowność</b>								
EBIT	16,49%	4,89%	9,88%	10,18%	10,53%	10,86%	11,47%	11,96%
EBITDA	18,30%	7,68%	12,66%	12,99%	13,17%	13,34%	13,80%	14,15%
Wskaźnik rentowności brutto	16,47%	5,47%	8,59%	10,18%	10,53%	10,86%	11,47%	11,96%
Wskaźnik rentowności netto	10,15%	1,19%	3,73%	4,77%	5,10%	5,40%	5,84%	6,21%
ROA	5,13%	1,17%	3,66%	4,94%	5,41%	5,85%	6,46%	7,00%
ROE	11,52%	2,48%	6,87%	8,79%	9,23%	9,57%	10,22%	10,70%
<b>Płynność</b>								
Wskaźnik płynności szybkiej	0,91	0,94	0,83	0,87	0,92	0,97	1,00	1,04
Wskaźnik płynności bieżącej	1,27	1,74	1,64	1,73	1,83	1,93	1,99	2,05
<b>Zadłużenie</b>								
Wskaźnik zadłużenia	55,5%	52,7%	46,8%	43,7%	41,4%	38,9%	36,8%	34,6%
Wskaźnik kapitałów własnych	44,5%	47,3%	53,2%	56,3%	58,6%	61,1%	63,2%	65,4%
Dług netto	149,0	130,1	102,5	97,1	91,0	83,6	77,3	69,5

wskaźniki rynkowe obliczone dla ceny rynkowej z dnia 01.03.2011 r.



# Raport analityczny

(Aktualizacja)

Środa, 2 marca 2011 r.



Biuro Maklerskie  
**Bank BPH**  
grupa GE Capital

Opis terminów stosowanych przy wydawaniu rekomendacji inwestycyjnych:

- **kupuj** – oznacza prognozowanie mocnego wzrostu ceny papieru wartościowego, zaleca się kupowanie akcji do poziomu ceny docelowej;
- **akumuluj** – oznacza prognozowanie lekkiego wzrostu ceny papieru wartościowego, zaleca się kupowanie przy zniżkach ceny do poziomu ceny docelowej;
- **trzymaj** – przez co należy rozumieć, że przewidywany zakres zmian kursu nie będzie istotnie odbiegał od aktualnej wartości rynkowej;
- **redukuj** – oznacza prognozowanie spadku ceny papieru wartościowego, zaleca się sprzedawać powyżej ceny docelowej;
- **sprzedaj** – oznacza prognozowanie mocnego spadku ceny papieru wartościowego, zaleca się sprzedaż akcji powyżej ceny docelowej.

Opis wskaźników i miar używanych w raporcie:

**DCF** – zdyskontowane przepływy pieniężne

**FCF** – wolne przepływy gotówkowe

**P/E** - (Cena/Zysk) - Cena / zannualizowany zysk netto przypadający na jedną akcję

**P/BV** - (Cena/Wartość księgową) - Cena / wartość księgową przypadająca na jedną akcję

**EV/EBIT** – Enterprise Value/EBIT

**EV/EBITDA** - Enterprise Value/EBITDA

**P/CE** - (Cena/Cash Earnings) – Cena / zysk netto plus amortyzacja na jedną akcję

**ROE** - stopa zwrotu z kapitałów własnych

**ROA** - stopa zwrotu z aktywów

**WACC** – średni ważony koszt kapitału

**EV** - (Enterprise Value) – wycena rynkowa spółki powiększona o wartość długu odsetkowego netto, tj. wartość przedsiębiorstwa

**EBIT** - zysk na działalności operacyjnej

**EBITDA** - (zysk operacyjny plus amortyzacja) – zysk na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację

## Biuro Maklerskie Banku BPH S.A.

al. Pokoju 1, 31-548 Kraków

tel.: (12) 682 64 55

ul. Towarowa 25a, 00-958 Warszawa

tel.: (22) 531 91 30

### Zespół Analiz:

#### Agata Filipowicz-Rybicka

makler papierów wartościowych  
koordynator Zespołu Analiz  
agata.filipowicz-rybicka@bph.pl

#### Tomasz Kolarz

analityk ds. rynków finansowych  
tomasz.kolarz@bph.pl

#### Tomasz Chwiałkowski

analityk ds. rynku finansowego  
tomasz.chwiałkowski@bph.pl

### Zespół Klienta Strategicznego i Instytucjonalnego:

#### Paweł Paprota

makler papierów wartościowych  
kierownik  
pawel.paprota@bph.pl

#### Marcin Leś

makler papierów wartościowych  
marcin.les@bph.pl

#### Jacek Marcjanowicz

makler papierów wartościowych  
jacek.marcjanowicz@bph.pl

#### Cezary Chmiel

makler papierów wartościowych  
cezary.chmiel@bph.pl

# Raport analityczny

(Aktualizacja)

Środa, 2 marca 2011 r.



Biuro Maklerskie  
**Bank BPH**  
grupa GE Capital

Biuro Maklerskie Banku BPH S.A. jest wyodrębnioną organizacyjnie i finansowo jednostką Banku BPH S.A. Organem sprawującym nadzór nad działalnością BM Banku BPH S.A. jest Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z najlepszą wiedzą osób uczestniczących w jego sporządzeniu, dochowaniem należytej staranności, oraz rzetelności przez osoby uczestniczące w jego sporządzeniu. Niniejsze opracowanie stanowi projekcję zachowania instrumentów finansowych w okresie obowiązywania raportu. Raport nie stanowi jakiegokolwiek gwarancji, że dana strategia, czy projekcja cenowa jest właściwa dla konkretnego inwestora. Korzystając z opracowania nie należy rezygnować z przeprowadzenia niezależnej oceny i uwzględnienia innych niż przedstawione czynniki ryzyka.

BM Banku BPH nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego raportu, ani za szkody poniesione w wyniku tych decyzji inwestycyjnych. Niniejsze opracowanie nie zostało ujawnione emitentowi instrumentów finansowych, których dotyczy.

Zgodnie z naszą wiedzą, pomiędzy BM Banku BPH oraz osobami sporządzającym niniejsze opracowanie, lub ich osobami bliskimi, a emitentem nie występują jakiegokolwiek powiązania, o których mowa w §9 i 10 Rozporządzenia Ministra Finansów z 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców.

Wynagrodzenie osób uczestniczących w sporządzaniu niniejszego raportu nie jest zależne od wyników finansowych transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej BM Banku BPH dotyczących instrumentów finansowych, których niniejsze opracowanie dotyczy.

Osoby uczestniczące w sporządzaniu niniejszego raportu nie posiadają informacji o wystąpieniu sytuacji, o których mowa w §10 pkt. 1 pp. 8 i 9 Rozporządzenia Ministra Finansów z 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców.

Inwestycja w akcje jest obciążona wieloma czynnikami ryzyka np. między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju i międzynarodową, określonym stanem prawnym i możliwością jego zmian, a także tendencjami zachodzącymi w innych segmentach rynku finansowego (m.in. rynki walutowe, stopy procentowe) czy towarowego. W praktyce, precyzyjna prognoza wpływu tych ryzyk na kształtowanie się kursu akcji i jego wyeliminowanie jest niemożliwe, co należy brać pod uwagę przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych.

Metody wyceny zastosowane w niniejszym raporcie opierają się na modelach opisanych w literaturze ekonomicznej i powszechnie stosowanych. Należy zaznaczyć, że do prawidłowej wyceny wymagane jest oszacowanie dużej ilości parametrów takich jak np.: stopy procentowe, przyszłe zyski, przepływy pieniężne i inne. Parametry te są zmienne w czasie i mogą różnić się od przyjętych w modelu wyceny. Wycena jest zależna od wartości wprowadzanych parametrów i wrażliwa na zmianę tych parametrów.

Wycena metodą DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych) polega na dyskontowaniu przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Technika uważana za jedną z najlepszych z metodologicznego punktu widzenia. Wadą jest duża wrażliwość wyceny na zmianę parametrów modelu.

Wycena metodą porównawczą - opiera się na porównaniu wskaźników rynkowych wycenianej spółki ze wskaźnikami innych porównywalnych spółek. Mocna strona tej metody to mała ilość parametrów szacowanych, większa obiektywność wyceny. Słabe strony to niepewność dotycząca właściwego doboru porównywalnych spółek i efektywności ich rynkowej wyceny oraz oparcie na bieżących wynikach finansowych, które w przyszłości są zazwyczaj inne.

## Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Grupy AMBRA:

Rekomendacja	Data	Cena docelowa	Kurs z dnia rekomendacji
Kupuj	17.09.2010 r.	10,35 PLN	8,97 PLN
Akumuluj	08.06.2010 r.	8,39 PLN	7,47 PLN
Kupuj	14.09.2009 r.	6,34 PLN	5,10 PLN

## Struktura rekomendacji BM BPH w 1Q' 2011

Kupuj	1	50%
Akumuluj	1	50%
Trzymaj		0%
Redukuj		0%
Sprzedaj		0%