

Raport analityczny

(Aktualizacja)

Wtorek, 8 czerwca 2010 r.



Biuro Maklerskie
Bank BPH
grupa GE Capital

Sektor: Spożywczy

Kurs akcji: 7,47 PLN

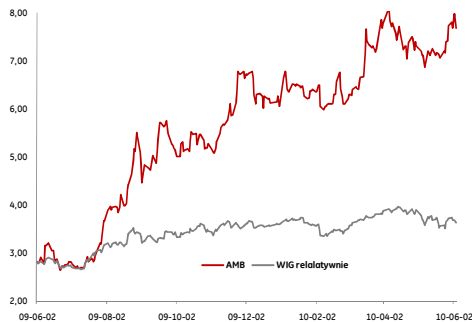
Profil spółki

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:	193,33 mln PLN
Free float:	60,47 mln PLN
Beta	1,2
Max 52 tyg.	8,10 PLN
Min 52 tyg.	2,36 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: 8,39 PLN

akumuluj

Najwyższy w historii zysk netto z trzech kwartałów przy spadku sprzedaży

Po fali mocnej restrukturyzacji w poprzednich okresach Grupa AMBRA zaczyna uzyskiwać profity z przeprowadzonych działań. III kwartał 2010 roku okazał się udany pomimo spadku sprzedaży o 6,8%, co w ujęciu trzech kwartałów dawało spadek o 5,7% i wpłynęło bezpośrednio na rewizję naszych prognoz w okresach przyszłych. W skutek podwyższenia marż, a także spadku kosztów operacyjnych Grupa zamknęła kwartał zyskiem operacyjnym wyższym o prawie 58%. Na poziomie przychodów operacyjnych kwartał przyniósł realizację zysków jednorazowych, wynikających z rozwiązaniem odpisów na należności w kwocie 2,2 mln zł, co istotnie podwyższyło naszą prognozę roczną. Dzięki wysokim dodatnim przepływom pieniężnym z działalności operacyjnej AMBRA zmniejszyła dług netto do poziomu 119,2 mln zł, powodując zmniejszenie wskaźnika zadłużenia, co w korelacji z naszymi założeniami umożliwiło osiągnięcie poziomu 48% w całym roku i kolejne obniżki w latach następnych. Narastająco AMBRA zamknęła trzy kwartały rekordowym zyskiem netto 20,2 mln zł. Uzyskana struktura marż i kosztów pokrywa się z naszymi oczekiwaniami co do partycypacji spółki w ogólnym wzroście branży, natomiast stabilny cash flow operacyjny zaspokoi w większości potrzeby inwestycyjne Grupy w latach następnych. Nadal widzimy potencjał do wzrostu sprzedaży i zysku w przyszłości.

Korekty w prognozach

W stosunku do przednich założeń dokonaliśmy szeregu korekt w prognozach. Sprowadziły się one przede wszystkim do zmniejszenia poziomu przychodów ze sprzedaży w roku obrotowym 2009/2010 o 47,2 mln zł, ze względu na wyższy niż przewidywaliśmy spadek sprzedaży w III kwartale 2009/2010 roku. Zweryfikowany został również poziom nakładów inwestycyjnych oraz stały wzrost wolnych przepływów gotówkowych po okresie szczegółowej prognozy, który został podniesiony o 0,5%.

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 **11,69 zł**, a w oparciu o model DCF – **7,28 zł**. Średnia ważona z obu wycen dała cenę **8,39 zł**. Akcje są obecnie notowane z dyskontem do wyceny DCF oraz do wyceny porównawczej. Rekomendujemy **akumulowanie** akcji i określamy cenę docelową na **8,39 zł**.

w tys. PLN	2006/2007	2007/2008	2008/2009	2009/2010P	2010/2011P	2011/2012P
Przychody	505 351	547 295	531 567	500 292	515 301	538 489
EBITDA	49 249	24 716	32 911	33 480	38 398	41 503
marża EBITDA	9,75%	4,52%	6,19%	6,69%	7,45%	7,71%
EBIT	36 682	12 840	20 986	21 070	26 461	29 272
marża EBIT	7,26%	2,35%	3,95%	4,21%	5,14%	5,44%
Zysk netto	18 421	-8 812	5 094	14 372	18 121	20 176
marża netto	3,65%	-1,61%	0,96%	2,87%	3,52%	3,75%
P/E	10,48	37,90	13,43	10,66	9,57	12,07
P/BV	1,05	1,16	1,10	1,04	0,98	0,93
EV/EBITDA	5,93	13,50	9,31	9,13	7,92	7,58
EPS	0,73	-0,35	0,20	0,57	0,72	0,80

P - projekcje BM BPH; wskaźniki rynkowe obliczone dla ceny rynkowej z dnia 04.06.2010 r.

analitik: 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.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)

Wtorek, 8 czerwca 2010 r.



Biuro Maklerskie
Bank BPH
grupa GE Capital

Wyniki III kwartału 2010

		III Q'09/10	III Q'08/09	Zm. %	I-III Q'09/10	I-III Q'08/09	Zm. %
mln zł.	Przychody ze sprzedaży	78,8	84,6	-6,8	407,3	431,9	-5,7
	Zysk ze sprzedaży	20,1	19,4	3,4	110,0	103,6	6,1
	Koszty sprzedaży	43,4	50,7	-14,4	214,0	245,1	-12,7
	EBIT	0,8	-4,6	-	42,9	27,2	57,8
	EBITDA	3,3	-1,5	-	50,8	36,3	40,2
	Zysk netto	-3,2	-8,0	-	20,2	14,7	38,0
%	Marża brutto ze sprzedaży	25,5	23,0	11,0	27,0	24,0	12,6
	Marża EBIT	1,0	-5,4	-	10,5	6,3	67,3
	Marża EBITDA	4,2	-1,8	-	12,5	8,4	48,6
	Marża netto	-4,0	-9,4	-	5,0	3,4	46,3
zł.	EPS	-0,13	-0,32	-	0,80	0,58	37,97

Źródło: AMBRA S.A. oraz obliczenia własne BM BPH

Przychody w trzecim kwartale bieżącego roku obrotowego okazały się niższe o 6,8%, w stosunku do analogicznego okresu w roku 2008/2009, co wynikało ze zmniejszenia sprzedaży w objętych recesją zagranicznych rynkach. Spadki w Czechach i na Słowacji związane były z ograniczeniem konsumpcji w tych krajach oraz przechodzeniem konsumentów do najniższych cenowo segmentów rynku, charakteryzujących się niską marżowością. Istotny spadek sprzedaży w Czechach był również efektem bazy oraz wynikiem restrukturyzacji. W III kwartale ubiegłego roku obrotowego znacząca część przychodów dotyczyła wyprzedaży zapasów magazynowych z niską marżą, podczas gdy w bieżącym roku sprzedawany był główny, marżowy asortyment.

Zdecydowanie najlepsze wyniki sprzedaży osiągnięte zostały w Polsce, dzięki czemu, a także zdecydowanej poprawie marżowości w Czechach i na Słowacji wzrósł zysk brutto ze sprzedaży, który wyniósł w trzecim kwartale 20,1 mln zł i był wyższy o 3,4% niż w tym samym okresie roku ubiegłego.

Przychody ze sprzedaży brutto spadły w pierwszych trzech kwartałach bieżącego roku obrotowego o 5,7%. Zmiany w strukturze przychodów ze sprzedaży były wynikiem spadku eksportu oraz przeprowadzonych w ubiegłym roku podwyżek cen. W ujęciu rocznym prognozowanej przez nas sprzedaży wyniki III kwartału spowodowały rewizję oczekiwanej wartości w okresach następnych.

W strukturze kosztów spółka utrzymała pozytywną tendencję spadkową. Wynagrodzenia w opisywanym kwartale spadły o 6,7% a pozostałe koszty działalności operacyjnej o 12,7% w porównaniu do analogicznego okresu roku ubiegłego. W wyniku przeprowadzonych w zeszłych okresach cięć (restrukturyzacja i zamknięcia jednego z zakładów produkcyjnych w Czechach i Słowacji) spółka zamknęła kwartał niższymi o 14,4% całkowitymi kosztami sprzedaży oraz wyższym o 3,4% zyskiem ze sprzedaży brutto i zanotowała poprawę rentowności zysku brutto do 25,5%. Przeprowadzone działania pozwoliły na dynamiczny wzrost o prawie 58% zysku operacyjnego, do poziomu 42,9 mln zł w trzech kwartałach.

Na poziomie przychodów operacyjnych III kwartał 2010 roku przyniósł w Polsce i w Rumunii realizację zysków jednorazowych, wynikających z rozwiązaniem odpisów na należności. Całkowita kwota jednorazowych przychodów wyniosła 2,2 mln zł, a ich wpływ na zysk netto akcjonariuszy jednostki dominującej wyniósł 1,4 mln zł, co również istotnie podwyższyło prognozę roczną.

Koszty finansowe netto w trzecim kwartale roku finansowego 2009/2010 obejmowały głównie koszty odsetkowe netto oraz ujemne różnice kursowe netto. Spadek kosztów odsetkowych netto o 21,5% został osiągnięty w efekcie spadku zadłużenia netto Grupy AMBRA o 27, 2 mln zł, czyli o 18,6%. Ujemne różnice kursowe dotyczyły w trzecim kwartale głównie wyceny rozrachunków z tytułu pożyczek w ramach Grupy AMBRA.

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

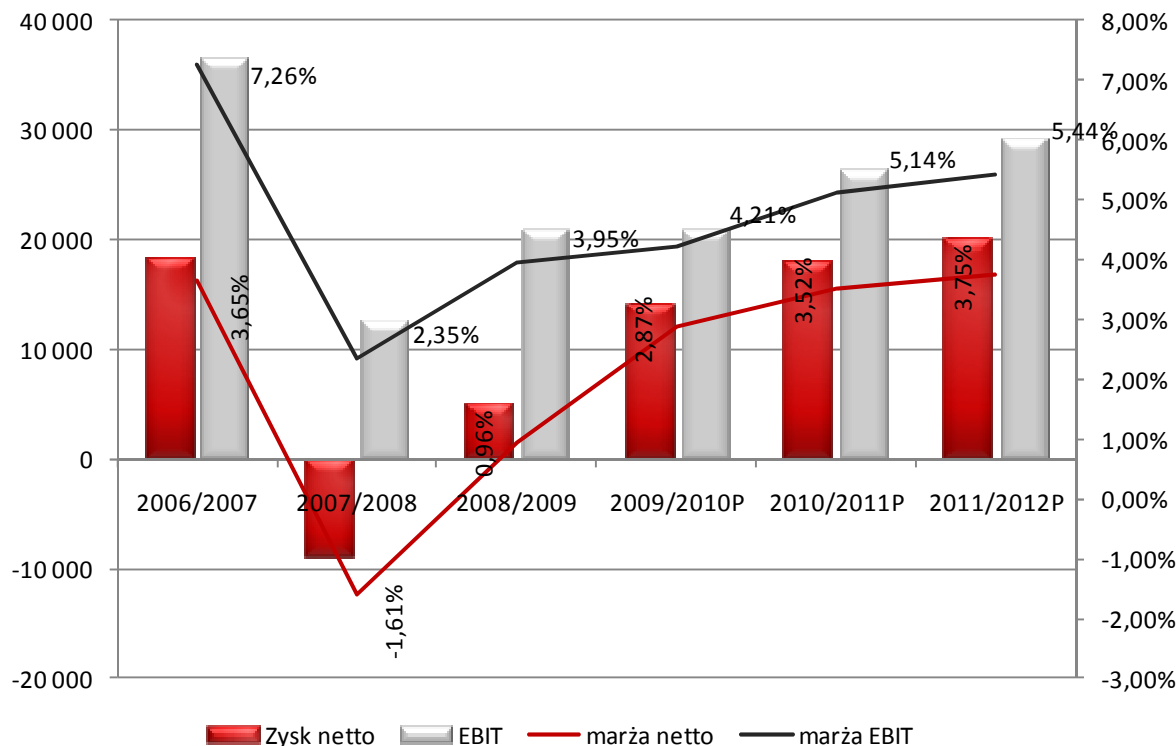
(Aktualizacja)

Wtorek, 8 czerwca 2010 r.



Biuro Maklerskie
Bank BPH
grupa GE Capital

W skutek spadku sprzedaży w okresie, spowodowanego czynnikiem sezonowości Grupa AMBRA poniosła w trzecim kwartale roku obrotowego 2009/2010 stratę netto. Ujemny wynik był jednak niższy od zeszłorocznego, co rodzi podstawy do utrzymania rocznych założeń co do wyceny kondycji Grupy w przyszłych okresach.



Źródło: AMBRA S.A. oraz obliczenia i prognozy własne BM BPH

W kontekście skumulowanych trzech kwartałów, poprawa wyników została osiągnięta na wszystkich rynkach działalności Grupy AMBRA. Przyczynił się do tego się zarówno wzrost marż wypracowanych na tych rynkach, jak i dalsza optymalizacja kosztów operacyjnych i wynagrodzeń. Trzy kwartały roku obrotowego 2009/2010 Grupa AMBRA zakończyła zyskiem netto o 38% wyższym od zanotowanego w analogicznym okresie ubiegłego roku.

Uzyskana struktura marż i kosztów pokrywa się z naszymi prognozami co do partycypacji spółki w ogólnym wzroście branży, natomiast stabilny cash flow operacyjny będzie podstawą finansowania potrzeb inwestycyjnych Grupy w okresie prognostycznym.

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.

Zmiany w prognozach

W stosunku do przednich założeń niewielkiej zmianie uległy zarówno czynniki wpływające na wycenę metodą porównawczą jak i w modelu DCF.

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)



Biuro Maklerskie
Bank BPH
grupa GE Capital

Wtorek, 8 czerwca 2010 r.

Do wyceny porównawczej zostały dołączone dwie nowe spółki funkcjonujące na rynku europejskim: Willamette Valley Vineyards In oraz Constellation Brands Inc., ze względu na brak publikacji wskaźników dla spółki Brown-Forman Corporation.

Dokonałiśmy również szeregu korekt w prognozach. Sprowadziły się one przede wszystkim do zmniejszenia poziomu przychodów ze sprzedaży w roku obrotowym 2009/2010 o 47,2 mln zł, ze względu na wyższy niż przewidywaliśmy spadek sprzedaży w III kwartale 2009/2010 roku. Zweryfikowany został również poziom nakładów inwestycyjnych oraz stopa wzrostu wolnych przepływów gotówkowych po okresie szczegółowej prognozy, która została podniesiona o 0,5%.

Wycena porównawcza

Wycena porównawcza została sporządzona na bazie dwóch 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 historyczny poziom z 2009 roku oraz o prognozę na lata 2010 –2011, 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 2009/2010, 2010/2011.

Wycena porównawcza	2009	2010P	2011P	2009	2010P	2011P	2009	2010P	2011P	
Spółka	Kurs	EV/EBITDA			P/BV			P/E		
Brown-Forman Corporation	55,87	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Central European Distribution Corp.	24,65	13,6	10,9	9,8	1,0	0,9	0,8	10,3	8,2	6,6
Willamette Valley Vineyards In	3,4	17,3	13,8	12,4	1,1	1,0	0,9	44,2	35,3	28,3
Constellation Brands Inc.	15,86	10,0			1,4	1,2	1,1	34,9	27,9	22,4
Diageo plc	61,92	12,0	9,6	8,7	6,9	6,2	5,6	17,7	14,2	11,3
Mediana		12,8	10,9	9,8	1,2	1,1	1,0	26,3	21,1	16,8
Implikowana wycena 100% kapitału		316,5	357,5	327,3	206,5	196,7	186,4	n.a.	107,3	242,1
AMBRA	7,66	9,31	9,13	9,2	1,10	1,04	0,98	13,43	10,66	9,57
Wycena na 1 akcję		11,56	9,66	10,65	8,67	8,22	7,86	15,01	15,14	13,48
Waga roku		20%	40%	40%	33%	33%	33%	0%	40%	60%
Waga wskaźnika			50%			10%		40%		
Wycena	11,69		10,44			8,17		14,14		

Źródło: Yahoo Finance oraz obliczenia i prognozy własne BM BPH; wskaźniki rynkowe obliczone dla ceny rynkowej z dnia 04.06.2010 r.

Wycena modelem DCF

Wolne przepływy gotówkowe zostały obliczone na podstawie prognozy wyników na lata 2009/2010 – 2014/2015 oraz założonego stałego długoterminowego wzrostu wolnych przepływów gotówkowych po okresie prognozy.

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

- wzrost przychodów ze sprzedaży w latach 2009/2010 – 2014/2015 z poziomu 500,2 mln zł do 646,2 mln zł;
- marża operacyjna w roku 2009/2010 na poziomie 4,21%, w roku 2010/2011 5,14%, a w kolejnych latach wzrost do poziomu 5,75%;
- średnia marża EBITDA w całym okresie szczegółowej prognozy na poziomie 7,54%;
- spadek poziomu nakładów inwestycyjnych w latach 2009/2010 - 2011/2012 do 15,3 mln zł do 14 mln zł oraz od 2012/2011 wydatki utrzymujące się na poziomie 2% powyżej amortyzacji;
- średnia relacja długu do pasywów na poziomie 46%, w okresie szczegółowej prognozy;
- stały wzrost wolnych przepływów gotówkowych po okresie szczegółowej prognozy na poziomie 1,5%;
- koszt kapitału własnego wyznaczony z modelu CAPM na poziomie 11,59%;

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)

Wtorek, 8 czerwca 2010 r.



Biuro Maklerskie
Bank BPH
grupa GE Capital

- średni ważony koszt kapitału od roku 2012/2013 na poziomie 9,43%;
- współczynnik dyskontowy skorygowano z uwagi na okres, jaki pozostaje do zakończenia roku obrotowego 2009/2010;
- projekcje sporządzono w cenach stałych;
- Beta na poziomie 1,2
- Dług netto przyjęto na dzień 31.03.2010 r.

Model DCF	2009/2010P	2010/2011P	2011/2012P	2012/2013P	2013/2014P	2014/2015P	RV
w tys. PLN							
Przychody ze sprzedaży	500 292	515 301	538 489	568 645	603 901	646 174	
<i>zmiana</i>	-1,76%	3,00%	4,50%	5,60%	6,20%	7,00%	
EBITDA	33 480	38 398	41 503	44 217	47 054	50 381	
<i>marża EBITDA</i>	6,69%	7,45%	7,71%	7,78%	7,79%	7,80%	
Amortyzacja	12 409	11 936	12 231	12 721	12 975	13 235	
EBIT	21 070	26 461	29 272	31 496	34 079	37 146	
<i>marża EBIT</i>	4,21%	5,14%	5,44%	5,54%	5,64%	5,75%	
Opodatkowanie EBIT	19%	19%	19%	19%	19%	19%	
NOPLAT	17 067	21 434	23 710	25 512	27 604	30 088	
inwestycje (CAPEX)	-15 296	-13 000	-14 000	-12 975	-13 235	-13 499	
zm. kapitału obrotowego	-500	-2 500	-3 000	-3 500	-4 000	-4 500	
FCF	13 680	17 870	18 942	21 758	23 345	25 324	25 704
WACC	9,34%	9,43%	9,48%	9,43%	9,43%	9,43%	9,34%
współczynnik dyskonta	99%	91%	83%	76%	69%	63%	58%
PV FCF	13 603	16 239	15 721	16 502	16 180	16 039	14 888

WACC	9,34%	9,43%	9,48%	9,43%	9,43%	9,43%	9,34%
Efektywny koszt długu	6,90%	6,90%	6,90%	6,90%	6,90%	6,90%	6,70%
Stopa wolna od ryzyka	5,59%	5,59%	5,59%	5,59%	5,59%	5,59%	5,59%
Koszt długu	8,50%	8,50%	8,50%	8,50%	8,50%	8,50%	8,27%
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Dług/Pasywa	48%	46%	45%	46%	46%	46%	46%
Koszt kapitału własnego	11,59%	11,59%	11,59%	11,59%	11,59%	11,59%	11,59%
Premia rynkowa	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Beta	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2

Suma DCF	94 284
Tempo wzrostu DCF po okresie prognozy	1,50%
Wartość rezydualna (RV 2015+)	327 827
Zdyskontowana wartość rezydualna	208 596
Wartość przedsiębiorstwa (EV)	302 880
Dług netto	119 260
Wartość 100% akcji	183 620
Liczba akcji (tys.)	25 206
Wartość 1 akcji	7,28

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)

Wtorek, 8 czerwca 2010 r.



Biuro Maklerskie
Bank BPH
grupa GE Capital

Analiza wrażliwości

		Wzrost FCF po okresie prognozy				
		0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%
WACC	-1,0%	7,69	8,32	9,04	9,87	10,85
	-0,5%	6,94	7,48	8,1	8,81	9,63
		6,28	6,75	7,28	7,89	8,59
	0,5%	5,69	6,1	6,57	7,09	7,69
	1,0%	5,16	5,52	5,93	6,39	6,9

Suma zdyskontowanych wolnych przepływów pieniężnych w latach 2009/2010 – 2014/2015 wyniosła 94,3 mln zł, zaś zdyskontowana wartość rezydualna spółki 208,6 mln zł. Zdyskontowana wartość kapitału własnego wyniosła 302,9 mln zł.

Po uwzględnieniu wartości długu netto, bieżąca wartość kapitału własnego wyniosła 183,6 mln zł. Oszacowana na podstawie modelu DCF wartość 1 akcji to 7,28 zł.

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 11,69 zł. Wartość akcji w oparciu o model DCF wyniosła 7,28 zł. Uwzględnienie wag przypisanych obu metodom dało cenę na poziomie 8,39 zł za akcję.

Wycena końcowa	Waga	Cena
Wycena DCF	0,75	7,28
Wycena porównawcza	0,25	11,69
Cena docelowa		8,39

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)

Wtorek, 8 czerwca 2010 r.



Biuro Maklerskie
Bank BPH
grupa GE Capital

Wyniki roczne wraz z prognozami

Rachunek zysków i strat	2006/2007	2007/2008	2008/2009	2009/2010P	2010/2011P	2011/2012P
Przychody ze sprzedaży produktów	312 291	340 011	340 011			
Przychody ze sprzedaży towarów	193 060	207 284	207 284			
Przychody brutto ze sprzedaży	505 351	547 295	531 567	500 292	515 301	538 489
Opłaty handlowe	-39 652	-48 792	-55 320	-55 455	-55 373	-57 864
Podatek akcyzowy	-57 545	-58 543	-47 476	-46 167	-46 788	-48 893
Przychody netto ze sprzedaży	408 154	439 960	428 771	398 670	413 140	431 732
Zużycie materiałów	-125 817	-144 769	-132 362	-128 073	-130 114	-135 969
Koszt własny sprzedanych towarów	-108 818	-119 050	-119 685	-117 583	-118 566	-123 902
Zużycie materiałów i koszt własny sprzedanych towarów	-234 635	-263 819	-252 047	-245 656	-248 680	-259 871
Koszty reklamy, marketingu, dystrybucji i prowizji	-48 954	-58 056	-49 701	-39 761	-39 363	-39 757
Zysk brutto ze sprzedaży	124 565	118 085	127 023	113 253	125 097	132 104
Pozostałe koszty działalności operacyjnej	-39 596	-39 975	-37 317	-33 384	-35 280	-36 868
Wynagrodzenia i świadczenia na rzecz pracowników	-50 719	-57 657	-54 338	-51 083	-52 646	-55 015
Amortyzacja	-12 567	-11 876	-11 925	-12 409	-11 936	-12 231
Zysk/(strata) na sprzedaży	21 683	8 577	23 443	16 377	25 235	27 990
Pozostałe przychody operacyjne	18 463	10 440	4 574	5 994	5 304	5 542
Pozostałe koszty operacyjne	-3 464	-6 177	-7 031	-1 300	-4 077	-4 261
Zysk z działalności operacyjnej	36 682	12 840	20 986	21 070	26 461	29 272
Przychody finansowe	8 810	4 168	10 381	2 500	2 500	2 613
Koszty finansowe	-11 718	-24 505	-19 543	-3 000	-3 000	-3 000
Zysk brutto	33 774	-7 497	11 824	20 570	25 961	28 884
Podatek dochodowy bieżący	-7 280	-2 926	-3 904	-3 908	-4 933	-5 488
Podatek dochodowy odroczony	1 665	741	31	47	70	105
Podatek dochodowy	-5 615	-2 185	-3 873	-3 862	-4 863	-5 383
Udział w zyskach netto jednostek podporządkowanych wycenianych metodą praw własności	321	189	194	200	220	235
Zysk netto z działalności kontynuowanej	28 480	-9 493	8 145	16 909	21 318	23 736
Zysk netto	28 480	-9 493	8 145	16 909	21 318	23 736
Zysk akcjonariuszy jednostki dominującej	18 421	-8 812	5 094	14 372	18 121	20 176

Wskaźniki rynkowe	2006/2007	2007/2008	2008/2009	2009/2010P	2010/2011P	2011/2012P
P/E	10,48	37,90	13,43	10,66	9,57	12,07
P/BV	1,05	1,16	1,10	1,04	0,98	0,93
EPS	0,73	-0,35	0,20	0,57	0,72	0,80
EV/EBITDA	5,93	13,50	9,31	9,13	7,92	7,58

I akcji (tys.)	25206,644	25206,644	25206,644	25206,644	25206,644	25206,644
cena akcji	7,66					

Wskaźniki finansowe	2006/2007	2007/2008	2008/2009	2009/2010P	2010/2011P	2011/2012P
Rentowność						
EBIT	7,26%	2,35%	3,95%	4,21%	5,14%	5,44%
EBITDA	9,75%	4,52%	6,19%	6,69%	7,45%	7,71%
Wskaźnik rentowności brutto	4,29%	1,57%	4,41%	3,27%	4,90%	5,20%
Wskaźnik rentowności netto	3,65%	-1,61%	0,96%	2,87%	3,52%	3,75%
ROA	3,91%	-1,91%	1,17%	3,53%	4,34%	4,68%
ROE	10,05%	-5,29%	2,89%	7,75%	9,19%	9,68%
Płynność						
Wskaźnik płynności szybkiej	1,05	0,68	0,97	0,97	1,02	1,03
Wskaźnik płynności bieżącej	1,66	1,31	1,74	1,76	1,86	1,89
Zadłużenie						
Wskaźnik zadłużenia	54,5%	58,5%	52,7%	48,0%	46,1%	44,9%
Wskaźnik kapitałów własnych	45,5%	41,5%	47,3%	52,0%	53,9%	55,1%
Dług netto	108732	167182	130056	120123	106953	106299

wskaźniki rynkowe obliczone dla ceny rynkowej z dnia 04.06.2010 r.

analitik: 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)

Wtorek, 8 czerwca 2010 r.



Biuro Maklerskie
Bank BPH
grupa GE Capital

Cash Flow	2006/2007	2007/2008	2008/2009	2009/2010P	2010/2011P	2011/2012P
Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej						
Zysk netto	18 421	-8 812	5 094	14 372	18 121	20 176
Korekty:						
Zyski udziałowców mniejszościowych	10 059	-681	1 752	2 573	2 645	2 745
Amortyzacja	12 567	11 876	11 925	12 409	11 936	12 231
Udział w zyskach jednostek stowarzyszonych konsolidowanych metodą praw własności	-321	-189	-194	-200	-220	-235
Zyski/(straty) z tytułu różnic kursowych	-2 089	4 921	-5 229	5 000	-1 000	-2 000
Odpisy z tytułu trwałej utraty wartości środków trwałych	0	0	2887	0	0	0
Zyski/(straty) z działalności inwestycyjnej	0	0	270	-1880	-3000	-3000
Zyski/(straty) ze sprzedaży środków trwałych	49	-842	-352	0	0	-250
Odsetki i udziały w zyskach	5 037	9 456	11 884	9 175	5 000	4 000
Podatek dochodowy bieżący	7 280	2 926	3 904	3 908	4 933	5 488
Inne korekty przepływów z działalności operacyjnej	-1 174	-1 782	-536	0	0	0
Zysk operacyjny przed zmianą kapitału obrotowego oraz rezerw	49 829	16 873	32 704	45 321	38 967	39 970
Zmiana stanu należności	-21 358	36 704	-1 460	-11 348	5 534	-4 847
Zmiana stanu zapasów	-6 393	-39 663	25 131	18 000	-8 696	-4 729
Zmiana stanu zobowiązań za wyjątkiem kredytów	5 862	-13 670	3 172	-17 035	8 238	3 137
Zmiana stanu rezerw	1 158	-1 149	674	-1 000	482	409
Zmiana stanu aktywów z tytułu odroczonego podatku dochodowego	0	0	-340	1337	-646	-270
Zmiana stanu zobowiązań z tytułu świadczeń pracowniczych	33	10	-15	0	0	6
Środki pieniężne netto wygenerowane na działalności operacyjnej	29 131	-895	59 866	35 275	43 880	33 676
Podatek zapłacony	-8 139	-1 017	-696	-2 247	-3 908	-4 933
Środki pieniężne netto z działalności operacyjnej	20 992	-1 912	59 170	33 029	39 972	28 744
Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej						
Wpływy	5 183	4 182	2 540	5 200	200	500
Splata pożyczek	0	2 536	0	0	0	0
Odsetki otrzymane	1 955	1 500	1 500	1 500	1 500	1 500
Pozostałe wpływy		146	146	146	146	146
Zbycie wartości niematerialnych oraz rzeczowych aktywów trwałych	3 228					
Wydatki	-57 257	-40 379	-9 853	-15 296	-13 000	-14 000
Nabycie wartości niematerialnych oraz rzeczowych aktywów trwałych	-40 479	-24 053	-9 853	-15 000	-13 000	-12 000
Nabycie spółki	-16 778	-16 326	0	-296	0	-2 000
Środki pieniężne netto z działalności inwestycyjnej	-52 074	-36 197	-7 313	-10 096	-12 800	-13 500
Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej						
Wpływy	29 520	44 320	0	0	0	0
Wpływy z tytułu kredytów i pożyczek	29 520	41 856	0	-17 000	0	0
Wpływy netto z emisji innych akcji i innych instrumentów kapitałowych oraz dopłat do kapitału		2 464	2 464			
Wydatki	-13 758	-20 930	-60 552	-30 000	-25 001	-16 590
Wydatki na spłatę kredytów i pożyczek	0	0	-44 930	-17 000	-11 000	-2 000
Dywidendy zapłacone	-6 766	-9 894	-2 687	-5 000	-6 396	-7 121
Odsetki zapłacone	-6 992	-11 036	-12 935	-8 000	-7 606	-7 470
Środki pieniężne netto z działalności finansowej	15 762	23 390	-60 552	-30 000	-25 001	-16 590
Przepływy pieniężne netto, razem	-15 320	-14 719	-8 695	-7 067	2 171	-1 347

analitik: 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)

Wtorek, 8 czerwca 2010 r.



Biuro Maklerskie
Bank BPH
grupa GE Capital

Bilans	2006/2007	2007/2008	2008/2009	2009/2010P	2010/2011P	2011/2012P
AKTYWA	471 057	460 881	433 876	406 592	417 053	431 269
Aktywa trwałe	196 754	173 777	176 693	190 910	183 636	188 176
Rzeczowe aktywa trwałe	138 146	109 056	110 781	125 781	118 473	121 804
Wartości niematerialne	8 907	4 826	4 367	7 000	5 722	5 979
Wartość firmy z konsolidacji	31 722	41 073	40 957	40 957	40 945	42 787
Należności długoterminowe	2 639	2 558	2 652	1 000	1 800	1 881
Nieruchomości inwestycyjne	1 262	1 242	1 223	1 211	1 216	1 271
Inwestycje w jednostkach stowarzyszonych	4 180	4 189	4 583	4 801	4 694	4 905
Udziały i akcje	228	761	291	582	441	461
Pożyczki	4 056	3 727	5 154	4 230	4 351	2 823
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	5 614	6 345	6 685	5 348	5 994	6 264
Aktywa obrotowe	274 303	287 104	257 183	215 682	233 417	243 093
Zapasy	100 713	139 535	114 404	96 404	105 100	109 829
Należności z tytułu podatku dochodowego	2 341	3 920	804	563	680	710
Należności krótkoterminowe	134 529	97 869	99 235	112 235	105 900	110 666
Pożyczki	0	24	0	0	0	0
Aktywa finansowe krótkoterminowe	12	5	5	5	5	5
Krótkookresowe rozliczenia międzyokresowe czynne	2 518	2 930	3 776	3 750	2 700	3 561
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	34 190	17 596	9 792	2 725	4 895	3 549
Aktywa trwałe przeznaczone do sprzedaży	0	25 225	29 167	0	14 137	14 773
PASYWA	471 057	460 881	433 876	406 592	417 053	431 269
Kapitał własny	214 264	191 071	205 072	211 533	224 900	237 502
Kapitał akcyjny	25 207	25 207	25 207	25 207	25 207	25 207
Kapitał z emisji akcji powyżej ich wartości nominalnej	67 300	67 718	67 718	67 718	67 718	67 718
Pozostałe kapitały zapasowe	65 553	83 505	92 564	105 564	118 248	132 371
Różnice kursowe z przeliczenia jednostek podporządkowanych	2 683	-592	4 075	4 000	4 000	2 000
Zysk z lat ubiegłych	4 043	-529	-18 400	-31 306	-36 014	-39 137
Zysk netto roku bieżącego	18 421	-8 812	5 094	14 372	18 121	20 176
Kapitał własny akcjonariuszy jednostki dominującej	183 207	166 497	176 258	185 555	197 280	208 335
Udziały mniejszości	31 057	24 574	28 814	25 978	27 619	29 167
Zobowiązania długoterminowe	91 514	51 302	80 863	72 221	66 529	64 958
Długoterminowe zobowiązania z tytułu kredytów, pożyczek oraz innych instrumentów dłużnych	81 014	42 004	71 010	63 010	57 010	55 010
Długoterminowe zobowiązania handlowe i pozostałe od pozostałych jednostek	281	218	114	472	298	312
Świadczenia pracownicze	134	144	129	129	129	135
Rezerwa na podatek odroczonego	10 085	8 936	9 610	8 610	9 092	9 501
Zobowiązania krótkoterminowe	165 279	218 508	147 941	122 838	125 624	128 810
Krótkoterminowe zobowiązania z tytułu kredytów, pożyczek oraz innych instrumentów dłużnych	61 908	142 774	68 838	59 838	54 838	54 838
Zobowiązania z tytułu podatku dochodowego	947	617	710	2 000	1 374	1 436
Krótkoterminowe zobowiązania handlowe i pozostałe	102 424	75 117	78 393	61 000	69 412	72 536
Dług	142 922	184 778	139 848	122 848	111 848	109 848
Dług netto	108 732	167 182	130 056	120 123	106 953	106 299

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)

Wtorek, 8 czerwca 2010 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** – oznacza prognozowanie zmiany ceny papieru wartościowego na poziomie zbliżonym do zmiany wartości indeksu, z jednoczesnym brakiem przewidywań, co do istotnego spadku ceny papieru wartościowego;
- **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

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)

Wtorek, 8 czerwca 2010 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	14.09.2009 r.	6,34 PLN	5,10 PLN

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