

Ambra

kupuj

branża spożywcza

poprzednia rekomendacja: -

Cena: 8.5

Cena docelowa: 11.3

Lider rosnącego rynku wina

Spożycie wina na osobę w Polsce wciąż jest wielokrotnie niższe niż w większości krajów regionu i dlatego prognozy wzrostu tego rynku są optymistyczne. Ambra jest czołowym polskim dystrybutorem win z udziałem rynkowym na poziomie około 20%. Dzięki przeprowadzonej restrukturyzacji wyniki działalności w Polsce są coraz lepsze. Rynek polski generuje ponad 70% przychodów Ambry, ale spółka obecna jest również w Czechach, Słowacji i w Rumunii. W ostatnich kwartałach polski segment działalności był w stanie zwiększyć zarówno swoje przychody, jak i rentowność, co, zgodnie z naszymi prognozami, powinno doprowadzić do osiągnięcia w tym roku zysku netto wynoszącego około 20 mln PLN.



Najlepiej na rynku polskim

Wyniki III kwartału roku obrotowego były gorsze r/r, co w dużej mierze wynikało z czynników jednorazowych - późniejszego w tym roku okresu Wielkanocy, a także przyjęciem znaczących zwrotów towaru w Rumunii. Wymienione czynniki powinny zostać skompensowane lepszą sprzedażą kolejnego kwartału. Dzięki dobrym rezultatom dwóch wcześniejszych okresów, narastający zysk bieżącego roku obrotowego jest wciąż wyższy r/r. Ambra radzi sobie najlepiej na najważniejszym dla siebie rynku polskim - tutaj widoczna jest poprawa zarówno na poziomie przychodów, jak i rentowności.

Perspektywa wypłaty dywidendy

Ambra od wielu lat wypłaca swoim akcjonariuszom wysokie dywidendy. Wypłata z zysku ostatniego roku obrotowego wyniosła 0.30 PLN na akcję (50% zysku netto, DY w wysokości 3.5%). Z publikowanych wypowiedzi przedstawicieli spółki wynika, że również z zysku bieżącego roku obrotowego będzie wypłacona dywidenda. Prognozujemy ją na poziomie 50% tegorocznego zysku netto, czyli w wysokości 0.41 PLN na akcję (DY 4.8%).

Rekomendacja

Ambra jest czołowym graczem na rynku o dużym potencjale wzrostowym. W kolejnych latach spółka powinna poprawiać swoje wyniki, a jej akcjonariusze mogą oczekiwać coraz wyższych wypłat dywidendy. Biorąc pod uwagę wymienione czynniki oraz wartość wskaźnika P/E'2011 zbliżoną do 10, wydajemy dla akcji Ambry rekomendację kupuj przy cenie docelowej 11.3 PLN.

Max/min 52 tygodnie (PLN)	7.05/10.08
Liczba akcji (mln)	25.2
Kapitalizacja (mln PLN)	214.3
EV (mln PLN)	331.2
Free float (mln PLN)	67.1
Średni obrót (mln PLN)	0.20
Główny akcjonariusz	Sektkellerei Schloss-W.
% akcji, % głosów	61.1%, 61.1%
	1 m 3 m 12 m
Zmiana ceny (%)	0.0% -8.3% 19.6%
Zmiana rel. WIG (%)	-2.7% 2.8% 17.9%

Adam Kaptur
+22 598 26 59
adam.kaptur@millenniumdm.pl

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	EV /EBIT	EV /EBITDA	ROE (%)
2008/2009	428.8	21.0	32.9	11.8	5.1	0.20	0.68	6.99	42.1	1.2	15.8	10.1	2.9%
2009/2010	398.9	39.4	50.5	26.9	14.9	0.59	1.03	7.40	14.4	1.1	8.4	6.6	8.0%
2010/2011p	409.3	40.6	52.6	27.6	20.7	0.82	1.30	8.77	10.4	1.0	8.2	6.3	9.4%
2011/2012p	437.0	41.7	53.7	29.2	23.7	0.94	1.42	9.30	9.0	0.9	7.9	6.2	10.1%
2012/2013p	460.8	42.2	54.0	31.5	25.5	1.01	1.48	9.84	8.4	0.9	7.9	6.1	10.3%

p - prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN

Analiza SWOT

Mocne strony

- ❑ Pozycja lidera rynku wina w Polsce z udziałem na poziomie ponad 20%, czyli ponad dwukrotnie większym od najpoważniejszych konkurentów
- ❑ Znaczący know-how został przekazany spółce przez inwestora strategicznego, Sektkellerei Schloss Wachenheim AG
- ❑ Dzięki przeprowadzonej restrukturyzacji spółka jest w stanie generować coraz wyższy cash flow operacyjny, co umożliwi redukcję poziomu zadłużenia (wskaźnik długu netto do EBITDA wynosi 1.7)
- ❑ Wyraźna tendencja poprawy wyników polskiego segmentu działalności Ambry zarówno na poziomie przychodów, jak i rentowności
- ❑ Wieloletnia historia wysokich wypłat dywidendy dla akcjonariuszy

Słabe strony

- ❑ Pogarszające się wyniki działalności w Czechach, a zwłaszcza w Rumunii - ich znaczenie dla wyników spółki jest jednak znacznie mniejsze od segmentu polskiego, który ma udział w przychodach przekraczający 70%

Szanse

- ❑ Wzrostowy charakter rynku wina w Polsce, m.in. z uwagi na jego wielokrotnie mniejsze spożycie niż w sąsiednich krajach - według dostępnych prognoz w ciągu następnych lat stopa wzrostu rynku powinna przekraczać 5%
- ❑ Ambra może pozyskać kilkadziesiąt mln PLN (ponad 5 mln EUR) dzięki sprzedaży zbędnej działki w Bukareszcie, dzięki czemu możliwe będzie sfinansowanie znaczących akwizycji

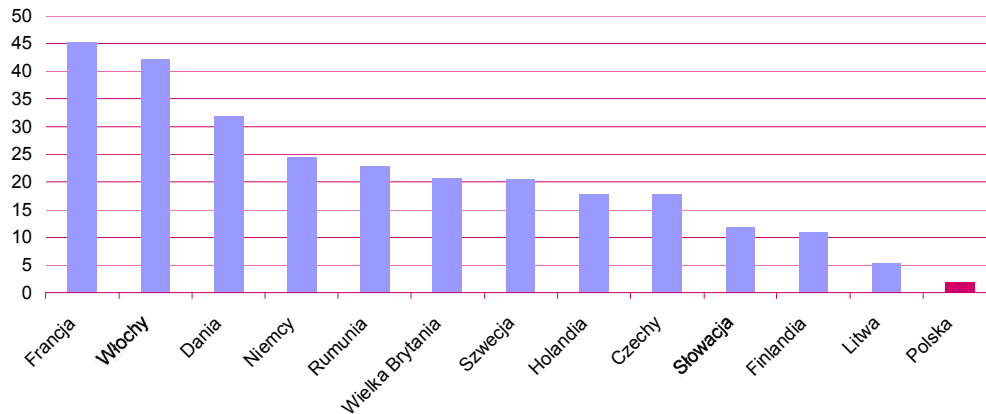
Zagrożenia

- ❑ Spółka importuje większość swoich surowców, co jest przyczyną jej znaczącej ekspozycji na ryzyko walutowe
- ❑ Uzależnienie rentowności od kształtowania się cen wina nabywanego przez Ambrę (głównie we Włoszech)
- ❑ Znacząca sezonowość wyników sprawia, że zdecydowana większość zysku netto generowana jest w IV kwartale roku kalendarzowego i dlatego Ambra jest szczególnie wrażliwa na ewentualne wahania popytu w tym okresie
- ❑ Na wielkość sprzedaży alkoholu istotny wpływ ma poziom akcyzy

Rynek wina

Spożycie wina w Polsce w przeliczeniu na osobę kształtuje się na poziomie zdecydowanie niższym niż w sąsiednich krajach o podobnych warunkach klimatycznych. Biorąc pod uwagę ten czynnik, można przewidywać, że rynek wina w Polsce ma przed sobą wiele lat wzrostów.

Spożycie wina w litrach na osobę w poszczególnych krajach



Źródło: www.wineinstitute.org

Według danych firmy Nielsen, w 2010 roku łączna wartość polskiego rynku wina wynosi 1.8 mld PLN, a w ujęciu ilościowym 100 mln litrów. Szacunki odnośnie tempa wzrostu wartości całego rynku w najbliższych latach mówią o dynamikach rzędu ponad 5-10% rocznie. Szacowane dynamiki rynku w ostatnich latach wynosiły: 12% w 2008 roku, 9% w 2009 roku i 5% w 2010 roku.

Ambra

Historia spółki

Początek działalności spółki przypada na rok 1990, gdy została zawiązana firma Kram, początkowo zajmująca się handlem wielobranżowym. 1994 rok przyniósł zmianę nazwy na Ambra i przekształcenie w spółkę akcyjną. W tym samym roku Ambra pozyskała strategicznego inwestora, niemiecką spółkę Sektkellerei Schloss Wachenheim, który jest jednym ze znaczących na świecie producentów win musujących. Od tamtego czasu Ambra specjalizuje się w produkcji i dystrybucji win. Działalność produkcyjna (wina musujące) jest prowadzona w zakładzie w Woli Dużej koło Biłgoraja.

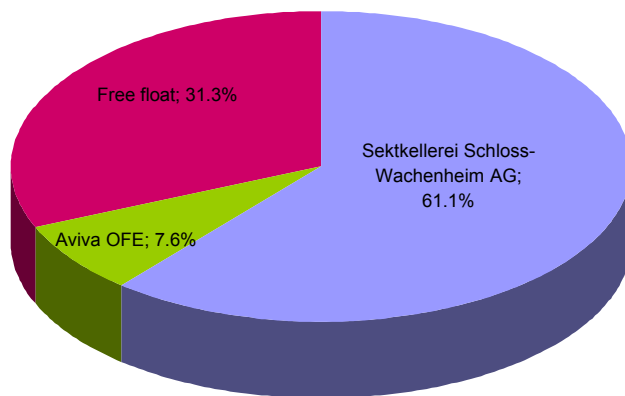
Dzięki rozwojowi organicznemu i akwizycjom Ambra uzyskała pod koniec lat dziewięćdziesiątych udział w rynku win w Polsce udział na poziomie 25%. W 2003 roku Ambra weszła na rynek czeski (Soare Sekt) i rumuński (Karom Drinks). Niemiecka spółka w 2004 roku została jedynym akcjonariuszem Ambry. W czerwcu następnego roku nastąpił debiut na GPW, dzięki któremu spółka pozyskała 57 mln PLN. W kolejnych latach nastąpiły przejścia wielu spółek, m.in. TiM, Wine Club, Wine House, LPdV oraz rumuńska S.C. Zarea.

W ciągu ostatniego roku Ambra nabyła markę "El Sol" oraz sieć sklepów "Nalewki i Inne".

Struktura akcjonariatu

Dominującym akcjonariuszem spółki pozostaje od 1994 roku strategiczny inwestor, Sektkellerei Schloss-Wachenheim AG. Próg 5% udziału w akcjonariacie przekracza również Aviva OFE.

Struktura akcjonariatu



Źródło: Ambra S.A.

Struktura grupy kapitałowej

Dominującym podmiotem grupy kapitałowej jest spółka Ambra, która zajmuje się działalnością produkcyjną oraz dystrybucyjną. W skład grupy wchodzi również następujące podmioty:

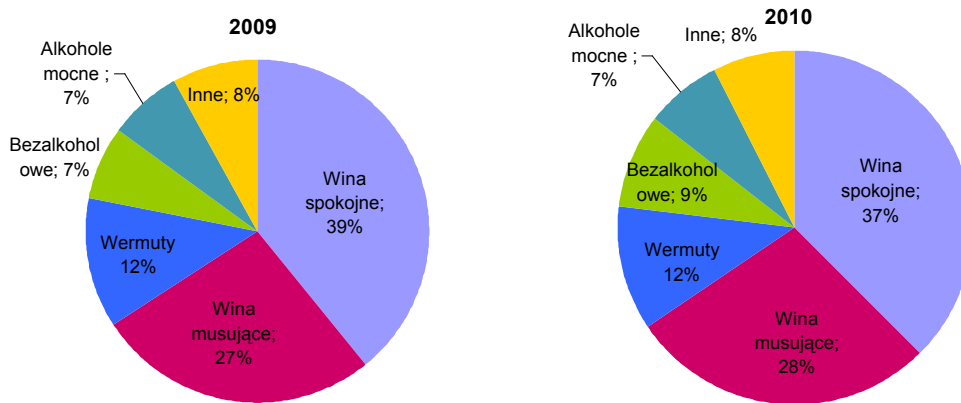
- Centrum Wina, TiM, PW LPdV - zależne spółki zajmujące się dystrybucją wyrobów alkoholowych
- Soare Sekt, Vino Valtice, Vinarstvi Zajeci, Vinne sklepy Mikulov - spółki dystrybucyjne i produkcyjne na rynku czeskim
- Karom Drinks, Zarea - dystrybucja i produkcja w Rumunii

Centrum Wina dysponuje siecią 24 sklepów detalicznych. Większość z nich zlokalizowana jest w centrach handlowych.

Model biznesu

Największy udział w strukturze przychodów mają importowane wina spokojne, które są też postrzegane przez spółkę jako najbardziej perspektywiczny segment asortymentu. W kategorii win musujących Ambra jest właścicielem takich marek, jak Cin&Cin, Dorato oraz Michelangelo.

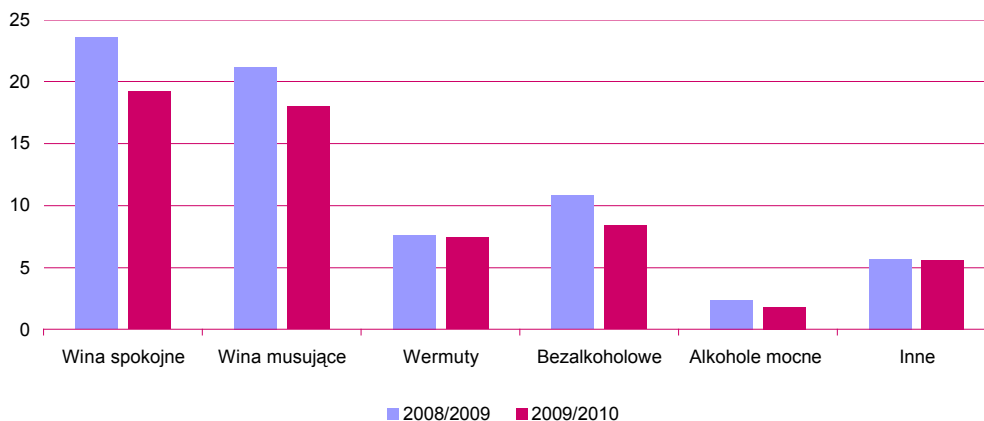
Struktura przychodów za lata 2008/2009 i 2009/2010



Źródło: Ambra S.A.

Mniejsze znaczenie dla spółki mają napoje bezalkoholowe (Piccolo, Robby Bubble), wermuty oraz alkohole mocne.

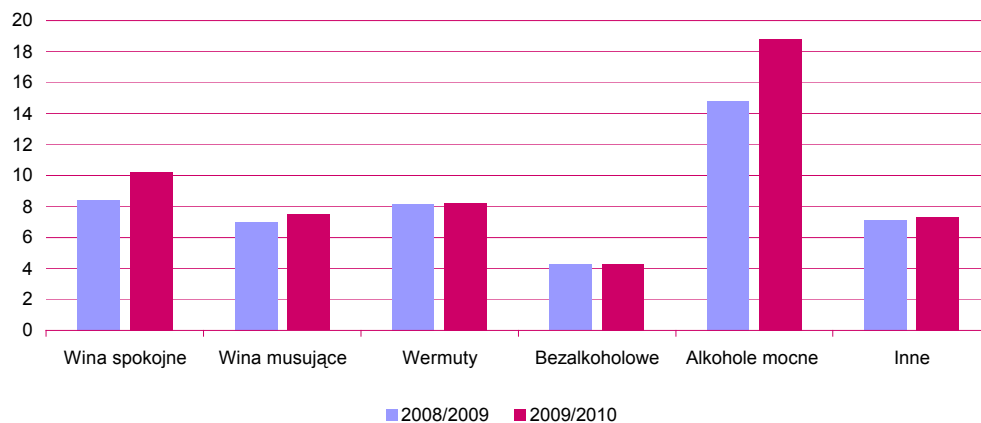
Wolumeny sprzedaży w podziale na segmenty (mln butelek)



Źródło: Ambra S.A.

W poprzednim roku obrotowym spółce udało się częściowo skompensować spadek wolumenu sprzedaży wyższymi cenami jednostkowymi.

Średnia cena za butelkę w podziale na segmenty (PLN) i wolumen



Źródło: Ambra S.A. (cena z akcyzą)

Najważniejszymi kanałami dystrybucji Ambry są sieci handlowe oraz handel tradycyjny. Następny w kolejności jest kanał HoReCa, 24 sklepy własne.

Konkurenci

Biorąc pod uwagę wartość polskiego rynku win na poziomie około 1.8 mld PLN, udział Ambry można szacować na przekraczający 20%, co daje jej pozycję lidera. Do istotnych konkurentów można zaliczyć spółki zależne CEDC oraz firmy Bartex i Bacardi Martini, jednak ich udziały są mniejsze niż połowa udziału Ambry.

Ocena wyników kwartalnych

Skonsolidowane wyniki kwartalne Ambra

	III kw. 2010/2011	III kw. 2009/2010	zmiana	I-III kw. 2010/2011	I-III kw. 2009/2010	zmiana
Przychody	60.2	63.5	-5.3%	327.5	323.9	1.1%
EBITDA	-1.7	3.3	-	47.1	50.8	-7.2%
EBIT	-4.1	0.8	-	39.9	42.9	-6.9%
Zysk netto	-4.4	-3.2	-	22.7	20.2	12.4%
Marże						
Marża EBITDA	-2.9%	5.2%		14.4%	15.7%	
Marża EBIT	-6.9%	1.3%		12.2%	13.2%	
Marża netto	-7.3%	-5.0%		6.9%	6.2%	

Wg MSR/MSSF; mln PLN

III kwartał roku obrotowego okazał się niezbyt udany dla spółki, co częściowo wynika jednak z czynników o charakterze jednorazowym. Spadek sprzedaży o ponad 5% r/r spółka tłumaczy późniejszym terminem tegorocznej Wielkanocy. W podziale na segmenty, w Polsce sprzedaż była zbliżona r/r, w Czechach niższa o około 10% r/r, natomiast w Rumunii Ambra odnotowała spadek o ponad 40% r/r z uwagi na przyjęcie zwrotów win musujących, które nie zostały sprzedane w sezonie noworocznym. Marża brutto niższa o 1.9 p.p. r/r była w dużej mierze skutkiem wzrostu sprzedaży niskomargiowych produktów na rynkach czeskim i rumuńskim. Należy również zauważyć, że w ubiegłym roku zdarzenia jednorazowe podwyższyły EBIT o 2.3 mln PLN (rozwiązanie odpisów na należności), jednak nawet uwzględniając ten czynnik, spadek marży EBIT wyniósł 4.5 p.p.

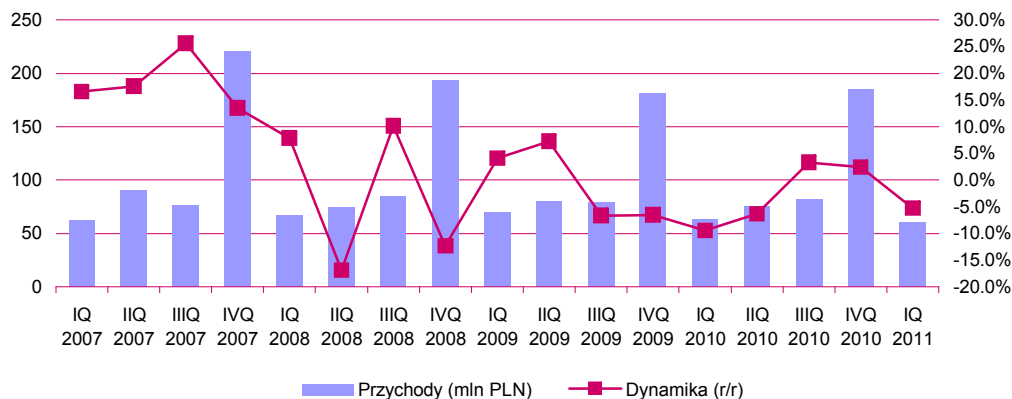
Pozytywnie należy ocenić zdolność spółki do obniżenia kosztów finansowych - ich saldo poprawiło się o 3 mln PLN r/r. Pomimo gorszych r/r wyników kwartalnych, zysk netto za trzy kwartały trwającego roku obrotowego jest o 2.5 mln PLN wyższy w stosunku do analogicznego okresu ubiegłego roku.

Rok obrotowy Ambry trwa od lipca do czerwca.

Wyniki finansowe

Przychody

Przychody kwartalne i ich dynamika r/r

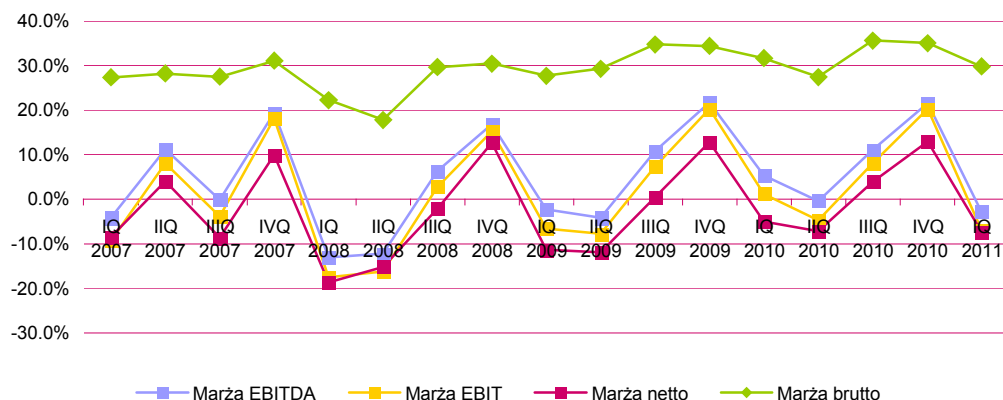


Źródło: Ambra S.A.

Sprzedaż Ambry charakteryzuje się bardzo wyraźną sezonowością ze szczytem przychodów przypadającym na IV kwartał roku kalendarzowego. W bieżącym roku obrotowym dosyć dobra dynamika przychodów charakteryzowała III kwartał, co pozwoliło na wygenerowanie zysku netto (3.2 mln PLN) również w tym okresie.

Rentowności

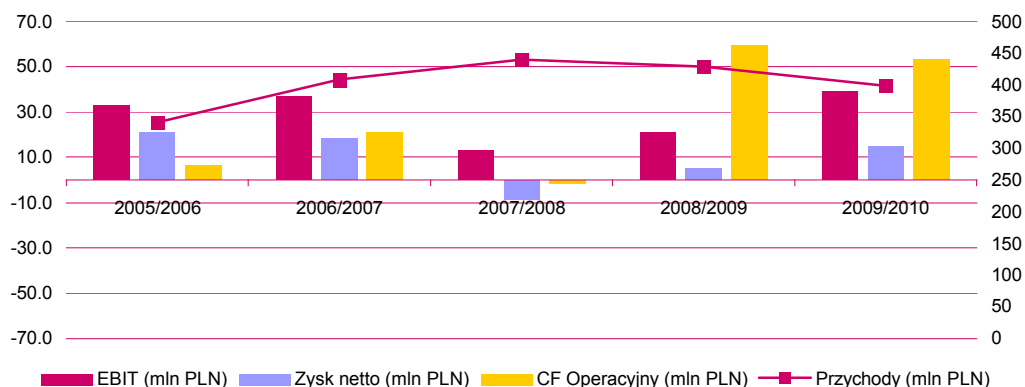
Marże brutto, EBITDA, EBIT i netto w poszczególnych kwartałach



Źródło: Ambra S.A.

Sezonowość przychodów i rentowności jest w przypadku Ambry bardzo wyraźna. Zdecydowanie najważniejszy jest IV kwartał roku kalendarzowego, w którym w ostatnich dwóch latach spółka wygenerowała ponad 23 mln PLN zysku netto. Przedstawiciele spółki zapowiedzieli, że będą dążyli do zmniejszenia sezonowości wyników, a co za tym idzie zredukowania strat osiągniętych w dotychczas słabym I półroczu roku kalendarzowego.

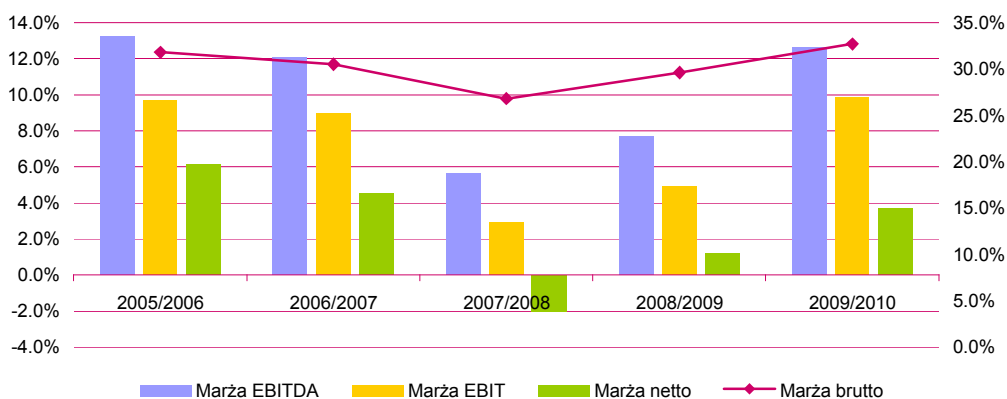
EBIT, zysk netto i cash flow operacyjny w poszczególnych latach



Źródło: Ambra S.A.

Spadki sprzedaży z lat obrotowych 2008/2009 i 2009/2010 były efektem prowadzonej wtedy restrukturyzacji. Warto odnotować, że w ostatnich dwóch latach obrotowych spółka osiągnęła wysokie CF Operacyjne, dzięki czemu możliwa była redukcja poziomu zadłużenia. Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej za trzy pierwsze kwartały tego roku obrotowego wyniosły 35.9 mln PLN, o 21.8% wyższy niż w analogicznym okresie roku 2009/2010.

Marża brutto, EBITDA, EBIT i netto w poszczególnych latach

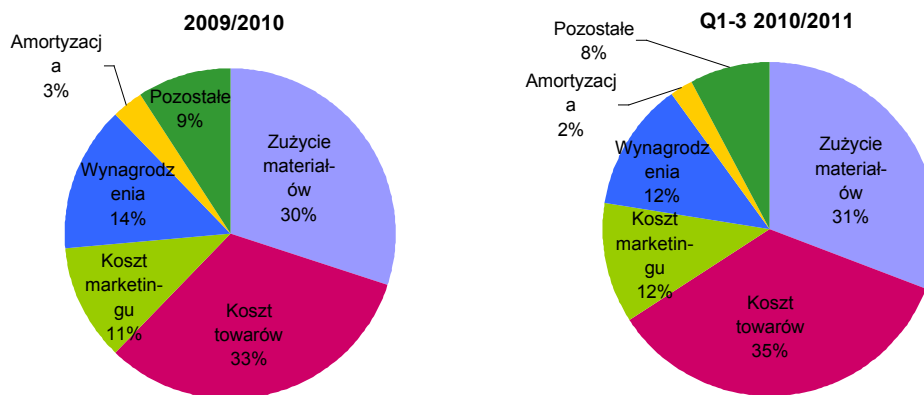


Źródło: Ambra S.A.

Polska jest najważniejszym rynkiem Ambry, odpowiadającym za ponad 70% przychodów. Jest to również rynek, na którym spółka radzi sobie najlepiej. Od pięciu kwartałów notowane są dodatnie dynamiki przychodów, a od początku 2010 roku tylko w jednym kwartale (Q2'2010) odnotowana została ujemna marża EBIT. W trzech kwartałach bieżącego roku obrotowego Ambra osiągnęła wzrost przychodów o 8% r/r i poprawę marży EBIT o 1.6 p.p. r/r do 14.3%.

Koszty

Struktura kosztów rodzajowych za rok 2009/2010 i Q1-3 2010/2011

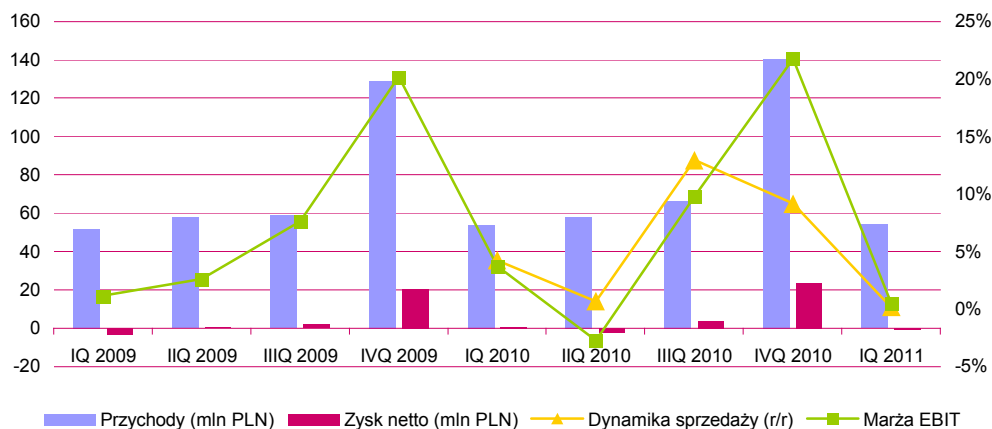


Źródło: Ambra S.A.

Największe udziały w strukturze kosztów mają wydatki na zakup towarów (gotowych wyrobów alkoholowych) oraz materiałów (wina, butelek oraz kartonów). Stosunkowo duży udział w strukturze mają koszty marketingu.

Wyniki działalności w poszczególnych krajach

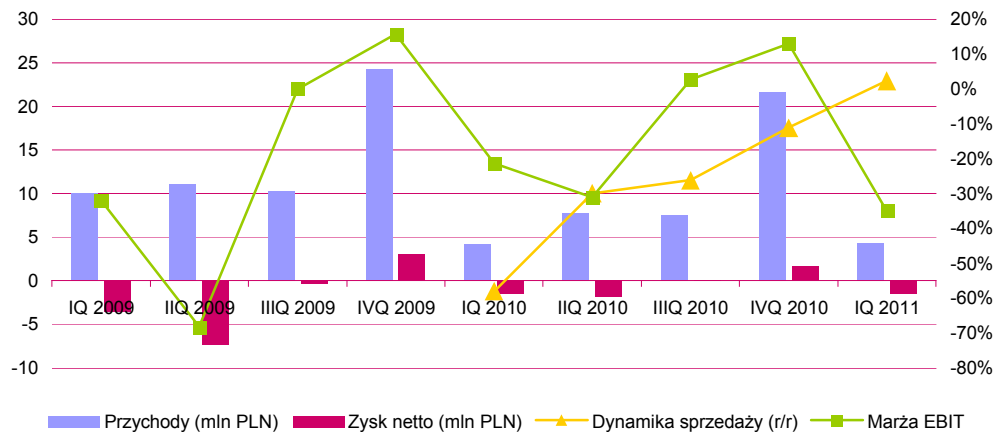
Kwartałne wyniki działalności w Polsce



Źródło: Ambra S.A.

Polska jest najważniejszym rynkiem Ambry, odpowiadającym za ponad 70% przychodów. Jest to również rynek, na którym spółka radzi sobie najlepiej. Od pięciu kwartałów notowane są dodatnie dynamiki przychodów, a od początku 2010 roku tylko w jednym kwartale (Q2'2010) odnotowana została ujemna marża EBIT. W trzech kwartałach bieżącego roku obrotowego Ambra osiągnęła wzrost przychodów o 8% r/r i poprawę marży EBIT o 1.6 p.p. r/r do 14.3%.

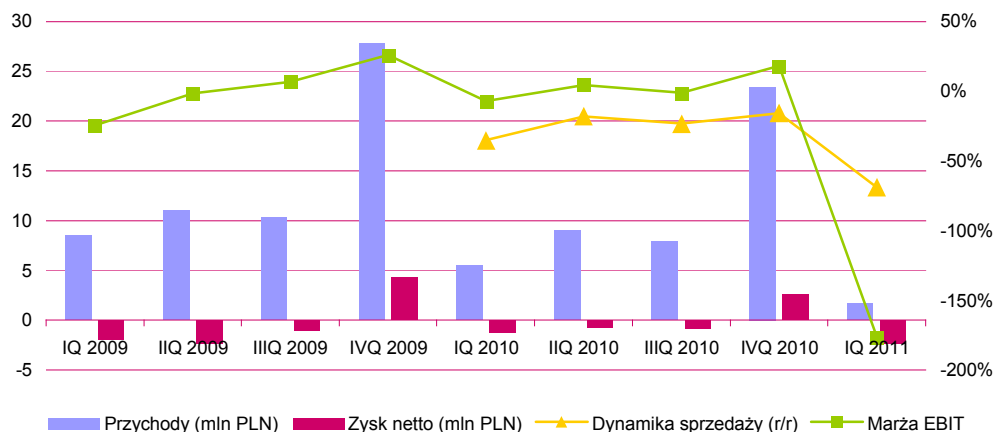
Kwartałne wyniki działalności w Czechach i na Słowacji



Źródło: Ambra S.A.

Rezultaty działalności segmentu czeskiego są na pewno gorsze niż w przypadku Polski, ale i tak lepsze niż w Rumunii. Spółka liczy na lepsze wyniki działalności w Czechach, jednak i tak głównym czynnikiem poprawy wyników Ambry w kolejnych kwartałach powinien być rynek polski. W pierwszych trzech kwartałach roku 2010/2011 przychody na rynku czeskim spadły o 13.7%, marża EBIT spadła o 2.9 p.p. do 4.5%.

Kwartałne wyniki działalności w Rumunii



Źródło: Ambra S.A.

W związku z podwyżką akcyzy oraz spadkiem siły nabywczej konsumentów spółka nie przewiduje szybkiej poprawy wyników segmentu rumuńskiego. W III kwartale 2010/2011 dodatkowy negatywny efekt na wysokość przychodów miało przyjęcie zwrotów wyrobów niesprzedanych w okresie noworocznym, co zredukowało sprzedaż kwartału prawie do zera. Według spółki przyjęte towary powinny zostać sprzedane w kolejnym kwartale i dlatego wpływ tego czynnika zostanie skompensowany w skali roku obrotowego. W trzech kwartałach trwającego roku obrotowego przychody zmniejszyły się o 75.7% r/r, a marża EBIT spadła o 13.9 p.p. r/r do 3.3%.

Dywidenda

Spółka od wielu lat wypłacała swoim akcjonariuszom dywidendę. Wypłata za ubiegły rok wyniosła 0.3 PLN na akcję, czyli 50% ubiegłorocznego zysku. Z publikowanych wypowiedzi przedstawicieli spółki wynika, że również z tegorocznego zysku może zostać wypłacona dywidenda w wysokości 25%-50% zysku netto.

W naszej wycenie zakładamy coroczne wypłaty dywidendy na poziomie 50% zysku netto. Prognozujemy wypłatę z zysku tego roku na poziomie 0.41 PLN na akcję (DY na poziomie 4.8%).

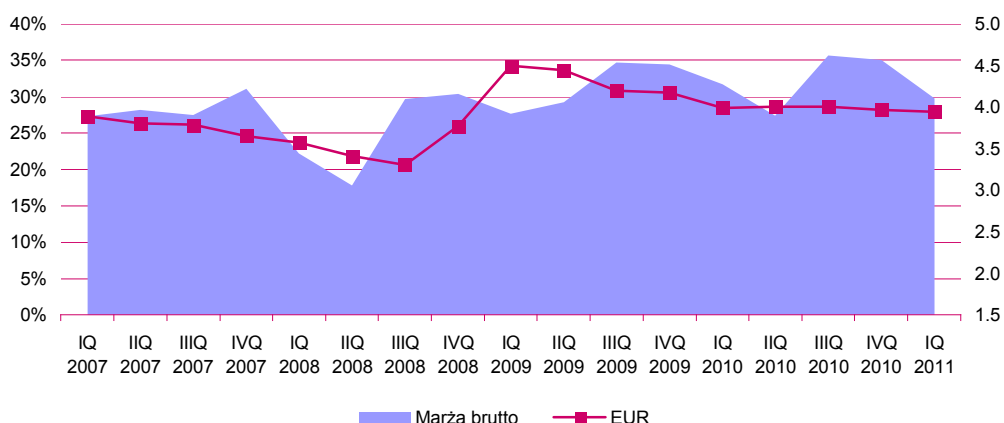
Koszty finansowe

Dług netto Ambry wynosi 86.9 mln PLN, co oznacza współczynnik długu netto do EBITDA wynoszący 1.7, przyjmując do obliczeń ubiegłoroczny zysk EBITDA. Taka wartość tego współczynnika oznacza bezpieczny poziom zadłużenia.

Ekspozycja na ryzyko walutowe

Spółka jest importerskim zarówno gotowych win, jak i komponentów do własnej produkcji i dlatego jej ekspozycja na ryzyko walutowe (głównie EUR) ma bardzo istotny wpływ na osiągnięte rentowności. Przepływy w ramach grupy kapitałowej mają mniejsze znaczenie z uwagi na relatywnie niewielką skalę działalności w Czechach i w Rumunii.

Porównanie marży brutto z kursem EUR/PLN



Źródło: Ambra S.A.

Ryzyko cen surowców

Mniejszym zagrożeniem dla marż jest kształtowanie się cen wina, głównego towaru, jak i surowca dla spółki. Ceny wina są ustalane co roku jesienią (po winobranii) i dlatego w pozostałej części roku zwykle zachowują się one stabilnie. Włochy są krajem, z którego Ambra importuje większość win. Pozostałymi surowcami istotnymi dla spółki są butelki i kartony, jednak ich udział w strukturze kosztów jest znacznie mniejszy niż wina.

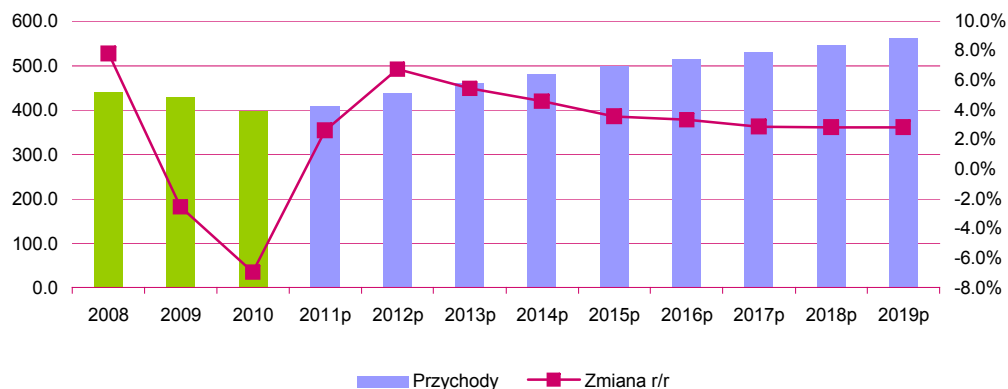
Możliwe przejęcia

Przedstawiciele spółki w wypowiedziach dla mediów mówili, że Ambra może z własnych środków sfinansować przejęcia za maksymalnie 80 mln PLN. Mogą one dotyczyć zarówno rynku wina, jak również innych wysokomarżowych alkoholi (brandy, whisky).

W naszej wycenie uwzględniamy jedynie rozwój organiczny spółki w jej obecnym kształcie

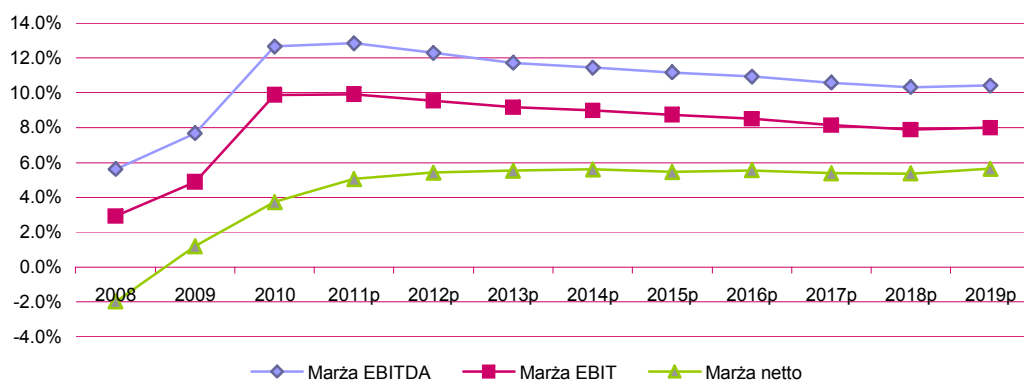
Prognoza wyników

Prognoza przychodów ma lata 2010 - 2019



Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

Prognoza marż EBITDA, EBIT i netto ma lata 2010 - 2019



Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

Na ten rok obrotowy prognozujemy zysku netto w wysokości 20.7 mln PLN, co oznacza wzrost o 39.0% r/r, jak również marżę EBIT na poziomie 9.9%, czyli zbliżoną do ubiegłorocznej.

Wycena

Wycenę spółki przeprowadziliśmy w oparciu o metodę DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych) i metodę porównawczą względem zagranicznych spółek zajmujących się produkcją i dystrybucją wina. Na podstawie metody DCF uzyskaliśmy wartość spółki na poziomie 255 mln PLN, czyli 10.1 PLN na akcję. Używając metody porównawczej wyceniliśmy spółkę na 314 mln PLN (12.5 PLN na akcję). Oba metodom przypisujemy równe wagi, dzięki czemu uzyskaliśmy wycenę spółki na poziomie 285 mln PLN, czyli 11.3 PLN na akcję i w związku z tym wydajemy dla spółki rekomendację kupuj.

Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Wycena (mln PLN)	Wycena na 1 akcję (PLN)
Wycena DCF	255	10.1
Wycena porównawcza do spółek zagranicznych	314	12.5
Wycena spółki Ambra	285	11.3

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

Wycena DCF

Do wyceny metodą DCF przyjęliśmy m.in. następujące założenia:

- Wolne przepływy gotówkowe obliczyliśmy na podstawie naszych prognoz wyników dla spółki za okres 2011 - 2020
- Do oszacowania stopy wolnej od ryzyka w kolejnych latach prognozy użyliśmy rentowności obligacji skarbowych
- Długoterminowa stopa wolna od ryzyka po 2019 roku na poziomie 5.0%
- Premia rynkowa za ryzyko równa 5%
- Współczynnik beta na poziomie 1.0
- Ustaliliśmy stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po roku 2020 na 2.0%
- W wycenie uwzględniamy jedynie wzrost organiczny spółki
- Na ten rok zakładamy dynamikę przychodów w Polsce na poziomie 9% r/r, a w kolejnych latach stopniowy spadek dynamiki do docelowej wartości 3% r/r
- Na rynku Czech i Słowacji przyjmujemy dynamikę w tym roku w wysokości -15% r/r, w przyszłym 1% r/r, w kolejnym 2% r/r, potem 2.5% r/r i stopniowy spadek dynamiki do 2% r/r w ostatnim roku prognozy
- Dla rynku rumuńskiego przyjmujemy na ten rok dynamikę -17% r/r, na kolejny -5% r/r, później 4% r/r i stopniowy spadek dynamiki do 2% r/r w ostatnim roku prognozy
- Zgodnie z publikowanymi wypowiedziami przedstawicieli spółki, przyjmujemy coroczne wypłaty dywidendy na poziomie 50% skonsolidowanego zysku netto
- Stopniowe umacnianie się PLN wobec EUR i USD (od 2015 roku stałe na poziomach odpowiednio 3.5 oraz 2.5)

Wycena spółki metodą DCF

(mln PLN)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	>2020
Sprzedaż	409.3	437.0	460.8	482.0	499.1	515.7	530.5	545.5	560.9	575.9	
Stopa podatkowa (T)	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	
EBIT (1-T)	32.9	33.8	34.2	35.0	35.3	35.5	34.9	34.8	36.3	35.4	
Amortyzacja	12.0	12.0	11.8	11.9	12.1	12.5	13.0	13.4	13.6	13.9	
Inwestycje	-12.8	-14.2	-14.7	-17.0	-17.1	-17.3	-16.9	-16.4	-17.7	-17.3	
Zmiana kap.obrotowego	-4.7	-3.4	-5.8	-6.7	-5.4	-5.3	-4.7	-4.7	-4.8	-3.6	
FCF	27.4	28.1	25.5	23.3	24.9	25.5	26.3	27.1	27.3	28.4	462.1
Zmiana FCF		2.6%	-9.5%	-8.6%	6.8%	2.5%	3.0%	3.1%	1.1%	3.7%	2.0%
Dług/Kapitał	42.2%	41.4%	40.6%	39.5%	38.5%	37.5%	36.6%	35.7%	34.8%	33.9%	33.9%
Stopa wolna od ryzyka	4.6%	5.1%	5.2%	5.5%	5.7%	5.7%	5.8%	5.9%	6.0%	6.1%	5.0%
Premia kredytowa	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
Premia rynkowa	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Beta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Koszt długu	5.6%	6.1%	6.2%	6.5%	6.7%	6.7%	6.8%	6.9%	7.0%	7.1%	6.0%
Koszt kapitału	9.6%	10.1%	10.2%	10.5%	10.7%	10.7%	10.8%	10.9%	11.0%	11.1%	10.0%
WACC	6.6%	7.9%	8.1%	8.4%	8.6%	8.8%	8.9%	9.0%	9.2%	9.3%	8.3%
PV (FCF)	26.3	24.8	20.7	17.3	16.9	15.9	14.9	14.0	12.8	12.0	196
Wartość DCF (mln PLN)	372	w tym wartość rezydualna				196					
(Dług) Gotówka netto	-117										
Wycena DCF (mln PLN)	255										
Liczba akcji (mln)	25.2										
Wycena 1 akcji (PLN)	10.1										

Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

Ze względu na duży wpływ zarówno rezydualnej stopy wzrostu, jak również rezydualnej stopy wolnej od ryzyka na poziom wyceny, prezentujemy także jej wrażliwość na te parametry.

Wrażliwość wyceny na przyjęte założenia

stopa R_r rezydualna	rezydualna stopa wzrostu						
	0%	1%	2%	3%	4%	5%	6%
4.0%	8.9	10.0	11.5	13.7	17.3	23.9	40.6
4.5%	8.5	9.4	10.8	12.6	15.4	20.3	30.6
5.0%	8.1	9.0	10.1	11.7	14.0	17.7	24.8
5.5%	7.8	8.6	9.6	10.9	12.8	15.8	20.9
6.0%	7.5	8.2	9.1	10.3	11.9	14.3	18.2

Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

Bazując na metodzie DCF szacujemy wartość 1 akcji spółki na 10.1 PLN.

Wycena porównawcza

W skład grupy porównawczej włączyliśmy zagraniczne spółki zajmujące się produkcją i dystrybucją wina. Wartość spółki oszacowaliśmy w oparciu o wskaźniki: EV/EBITDA, EV/EBIT oraz P/E.

Wycena porównawcza do spółek zagranicznych

Spółka	Ticker	Kraj	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
			2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013
Constellation Brands, Inc	STZ	US	9.3	9.0	8.8	12.4	11.8	10.8	11.4	10.9	10.2
Corby Distilleries Ltd.	CDL/A	CA	9.1	8.7		9.4	9.1		15.7	14.7	
Hawesko Holding AG	HAW	GE	9.6	9.1	8.8	11.5	10.9	10.3	18.1	16.9	15.9
Majestic Wine PLC	MJW	GB	11.0	9.8	8.7	13.2	11.9	10.1	16.5	14.2	12.3
Baron de Ley	BDL	SP	8.4	7.8	7.5	11.6	10.3	9.7	13.9	12.8	11.7
Oeneo	SBT	FR	6.8	6.2	5.8	9.5	8.5	7.8	7.3	6.5	5.8
Advini	ADVI	FR	7.9	6.8		13.2	11.2		14.4	10.8	
Sektkellerei Schloss W.	SWA	GE	5.0	4.8	4.7	7.1	6.4	6.6	8.4	7.0	7.4
Mediana			8.8	8.3	8.1	11.6	10.6	9.9	14.1	11.8	11.0
Dług netto											
Wyniki spółki (mln PLN)		116.9	52.6	53.7	54.0	40.6	41.7	42.2	20.7	23.7	25.5
Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)											
			343	327	321	353	325	303	292	280	280
Wycena						314					
Wycena na 1 akcję						12.45					

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

Bazując na metodzie porównawczej wyceniamy 1 akcję spółki Ambra na 12.45 PLN.

Wyniki finansowe

Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2005/2006	106/2007	107/2008	108/2009	109/2010	2011p	2012p	2013p	2014p
przychody netto	340.6	408.2	440.0	428.8	398.9	409.3	437.0	460.8	482.0
koszty wytworzenia	232.2	283.6	321.9	301.7	268.4	274.6	291.6	306.8	321.7
zysk brutto na sprzedaży	108.4	124.6	118.1	127.0	130.5	134.8	145.4	154.0	160.2
koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	83.9	102.9	109.5	103.6	96.2	99.0	102.8	109.7	115.1
saldo pozostałej działalności operacyjnej	8.5	15.0	4.3	-2.5	5.2	4.7	-0.9	-2.2	-1.9
EBITDA	45.0	49.2	24.7	32.9	50.5	52.6	53.7	54.0	55.2
EBIT	33.0	36.7	12.8	21.0	39.4	40.6	41.7	42.2	43.2
saldo finansowe	0.2	-2.9	-20.3	-9.2	-12.5	-13.0	-12.4	-10.7	-9.9
zysk przed opodatkowaniem	33.3	33.8	-7.5	11.8	26.9	27.6	29.2	31.5	33.4
podatek dochodowy	7.7	5.6	2.2	3.9	5.1	6.9	5.6	6.0	6.3
korekty udziałów mniejszościowych	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
zysk netto	20.9	18.4	-8.8	5.1	14.9	20.7	23.7	25.5	27.0
EPS	0.83	0.73	-0.35	0.20	0.59	0.82	0.94	1.01	1.07

Bilans (mln PLN)

	2005/2006	106/2007	107/2008	108/2009	109/2010	2011p	2012p	2013p	2014p
aktywa trwałe	143.6	196.8	173.8	176.7	198.6	177.9	194.9	210.9	228.1
wartości niematerialne i prawne	6.1	8.9	4.8	4.4	13.8	14.0	13.7	13.4	13.2
rzeczowe aktywa trwałe	103.8	138.1	109.1	110.8	126.0	126.0	127.5	130.3	133.8
inwestycje długoterminowe	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	6.0	6.0	6.0	6.0
aktywa obrotowe	263.2	274.3	287.1	257.2	208.4	204.8	205.3	206.6	205.6
zapasy	93.0	100.7	139.5	114.4	99.6	102.4	107.9	113.5	119.0
należności	113.7	134.5	97.9	99.2	93.4	96.2	100.5	106.0	110.8
inwestycje krótkoterminowe	51.6	34.2	42.9	39.0	11.2	2.6	-5.9	-15.7	-27.1
rozliczenia międzyokresowe	4.8	4.9	6.9	4.6	4.3	3.6	2.8	2.8	2.8
aktywa razem	406.8	471.1	460.9	433.9	407.0	382.7	400.2	417.5	433.7
kapitał własny	167.2	183.2	166.5	176.3	186.5	221.1	234.4	248.1	262.4
zobowiązania	203.1	256.8	269.8	228.8	190.4	161.6	165.7	169.4	171.3
zobowiązania długoterminowe	44.3	91.5	51.3	80.9	63.3	19.4	19.1	18.8	18.4
zobowiązania krótkoterminowe	158.8	165.3	218.5	147.9	127.1	142.2	146.6	150.6	152.9
rozl. międzyokresowe i inne zobowiązania	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
pasywa razem	406.8	471.1	460.9	433.9	407.0	382.7	400.2	417.5	433.7
BVPS	6.63	7.27	6.61	6.99	7.40	8.77	9.30	9.84	10.41

Źródło: Prognozy Millennium DM

Cash flow (mln PLN)

	2005/2006	106/2007	107/2008	108/2009	109/2010	2011p	2012p	2013p	2014p
wynik netto	20.9	18.4	-8.8	5.1	14.9	20.7	23.7	25.5	27.0
amortyzacja	12.0	12.6	11.9	11.9	11.1	12.0	12.0	11.8	11.9
zmiana kapitału obrotowego	4.7	3.4	5.8	6.7	5.4	5.3	4.7	4.7	4.8
gotówka z działalności operacyjnej	6.2	21.0	-1.9	59.2	53.3	28.1	32.2	31.5	32.3
inwestycje (capex)	0.0	-40.5	-24.1	-9.9	-16.4	-12.8	-14.2	-14.7	-17.0
gotówka z działalności inwestycyjnej	-22.0	-52.1	-36.2	-7.3	-10.7	-12.8	-14.2	-14.7	-17.0
wypłata dywidendy	3.9	6.8	9.9	2.7	5.7	7.4	10.3	11.8	12.8
emisja akcji	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
zmiana zadłużenia	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	5.4	5.6	5.8	5.6
odsetki	0.0	0.0	0.0	0.0	-14.5	-15.0	-14.6	-13.0	-12.3
gotówka z działalności finansowej	58.9	15.8	23.4	-60.6	-41.1	-23.9	-26.6	-26.6	-26.6
zmiana gotówki netto	43.1	-15.3	-14.7	-8.7	1.5	-8.6	-8.5	-9.8	-11.3
DPS	0.15	0.27	0.39	0.11	0.23	0.30	0.41	0.47	0.51
CEPS	1.30	1.23	0.12	0.68	1.03	1.30	1.42	1.48	1.55
FCFPS	1.09	1.12	1.01	0.92	0.99	1.01	1.04	1.07	1.08

Wskaźniki (%)

	2005/2006	106/2007	107/2008	108/2009	109/2010	2011p	2012p	2013p	2014p
zmiana sprzedaży	7.9%	19.8%	7.8%	-2.5%	-7.0%	2.6%	6.7%	5.4%	4.6%
zmiana EBITDA	14.4%	9.5%	-49.8%	33%	53%	4.1%	2.0%	0.7%	2.1%
zmiana EBIT	16.1%	11.1%	-65.0%	63%	88%	2.9%	2.7%	1.2%	2.5%
zmiana zysku netto	55.2%	-11.8%	-147.8%	-158%	192%	39%	14.4%	7.8%	5.9%
marża EBITDA	13.2%	12.1%	5.6%	7.7%	12.7%	12.8%	12.3%	11.7%	11.4%
marża EBIT	9.7%	9.0%	2.9%	4.9%	9.9%	9.9%	9.5%	9.2%	9.0%
marża netto	6.1%	4.5%	-2.0%	1.2%	3.7%	5.1%	5.4%	5.5%	5.6%
sprzedaż/aktywa (x)	0.8	0.9	1.0	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1
dług / kapitał (x)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.6	0.4	0.4	0.4	0.3
odsetki / EBIT	0.3	0.3	1.9	0.9	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
stopa podatkowa	37%	45%	-18%	57%	45%	25%	19%	19%	19%
ROE	12.5%	10.1%	-5.3%	2.9%	8.0%	9.4%	10.1%	10.3%	10.3%
ROA	5.1%	3.9%	-1.9%	1.2%	3.7%	5.4%	5.9%	6.1%	6.2%
(dług) gotówka netto (mln PLN)	0.0	0.0	0.0	0.0	-102.4	-93.1	-100.2	-108.4	-118.0

Źródło: prognozy Millennium DM

Departament Analiz

Marcin Materna, CFA
Doradca Inwestycyjny
+22 598 26 82
marcin.materna@millenniumdm.pl

Dyrektor
banki i finanse

Michał Buczyński
+22 598 26 58
michal.buczynski@millenniumdm.pl

Analityk
telekomunikacja, przemysł chemiczny

Marcin Palenik, CFA
+22 598 26 71
marcin.palenik@millenniumdm.pl

Analityk
paliwa i surowce, przemysł metalowy

Adam Kaptur
+48 22 598 26 59
adam.kaptur@millenniumdm.pl

Analityk
branża spożywcza, handel

Franciszek Wojtal
+48 22 598 26 05
franciszek.wojtal@millenniumdm.pl

Analityk
energetyka, papier i drewno

Maciej Krefta
+48 22 598 26 88
maciej.krefta@millenniumdm.pl

Analityk
budownictwo i deweloperzy

Sprzedaż

Radosław Zawadzki
+22 598 26 34
radoslaw.zawadzki@millenniumdm.pl

Dyrektor

Arkadiusz Szumilak
+22 598 26 75
arkadiusz.szumilak@millenniumdm.pl

Marek Przytuła
+22 598 26 68
marek.przytula@millenniumdm.pl

Jarosław Oldakowski
+22 598 26 11
jaroslaw.oldakowski@millenniumdm.pl

Łukasz Wójcik
+22 598 26 26
lukasz.wojcik@millenniumdm.pl

Paulina Rudolf
+22 598 26 90
paulina.rudolf@millenniumdm.pl

Millennium Dom Maklerski S.A.
Ul. Żaryna 2A, Harmony Office Center IIIp
02-593 Warszawa Polska

Fax: +22 598 26 99 Tel. +22 598 26 00

Objaśnienia terminologii fachowej użytej w raporcie

EV - wycena rynkowa spółki + wartość długu odsetkowego netto
EBIT - zysk operacyjny
EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja
WNB - wynik na działalności bankowej
P/CE - stosunek ceny akcji do zysku netto na akcję powiększonego o amortyzację na akcję
P/E - stosunek ceny akcji do zysku netto na 1 akcję
P/BV - stosunek ceny akcji do wartości księgowej na 1 akcję
ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych
ROA - stopa zwrotu z aktywów
EPS - zysk netto na 1 akcję
CEPS - wartość zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
BVPS - wartość księgowa na 1 akcję
DPS - dywidenda na 1 akcję
NPL - kredyty zagrożone

Skala rekomendacji stosowana w Millennium Dom Maklerski S.A.

KUPUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 20% potencjał wzrostu
AKUMULUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 10% potencjał wzrostu
NEUTRALNIE - uważamy, że cena akcji spółki pozostanie stabilna (+/- 10%)
REDUKUJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o 10-20%
SPRZEDAJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o ponad 20%
Rekomendacje wydawane przez Millennium Dom Maklerski S.A. obowiązują 6 miesięcy od daty wydania, o ile wcześniej nie zostaną zaktualizowane. Millennium Dom Maklerski S.A. dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka.

Stosowane metody wyceny

Rekomendacja sporządzona jest w oparciu o następujące metody wyceny (wybrane 2 z 3):
Metoda DCF (model zdyskontowanych strumieni pieniężnych) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny przedsiębiorstw. Wadą metody DCF jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy, jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

Metoda porównawcza (porównanie odpowiednich wskaźników rynkowych, przy których jest notowana spółka z podobnymi wskaźnikami dla innych firm z tej samej branży bądź branż pokrewnych) - lepiej niż metoda DCF odzwierciedla postrzeganie branży, w której działa spółka, przez inwestorów. Wadą metody porównawczej jest wrażliwość na dobór przyjętej grupy porównawczej oraz porównywanych wskaźników, a także wysoka zmienność wyceny w zależności od koniunktury na rynku. Metoda ROE-P/BV (model uzależniający właściwy wskaźnik P/BV od rentowności spółki) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny banków. Wadą tej metody jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy (zyskowność, efektywność), jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

Powiązania Millennium Dom Maklerski S.A. ze spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu.

Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla spółek: Aplisens, Ciech, Sygnity, Wielton, Skyline, od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora rynku dla spółek: Handlowy, KGHM, PGE, PKO BP, Puławy, Mieszko, PZU, PKN, Alterco, Eurofilms, Konsorcjum Stali. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy pełnił funkcję oferującego w trakcie oferty publicznej dla akcji spółek: Ferro, Bank Millennium, ZPC Otmuchów od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Millennium TFI S.A., spółka zależna Millennium Dom Maklerski S.A., posiada 9.95% akcji spółki Graal S.A. Pomiędzy Millennium Dom Maklerski S.A., a spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie Informacji Stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów, które byłyby znane sporządzającemu niniejszą rekomendację inwestycyjną.

Pozostałe informacje

Nadzór nad Millennium Dom Maklerski S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Osoba lub osoby wskazane w prawym dolnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji sporządziły rekomendacje, informacja o stanowiskach osób sporządzających jest zawarta w górnej części ostatniej strony niniejszej publikacji. Data wskazana w prawym górnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji jest datą sporządzenia oraz datą pierwszego udostępnienia. Nie wystąpiły istotne zmiany w stosunku do poprzedniej rekomendacji dotyczące metod i podstaw wyceny przyjętych przy ocenie instrumentu finansowego lub emitenta instrumentów finansowych oraz projekcji cenowych zawartych w rekomendacji chyba, że zostało to wyraźnie zaznaczone w treści rekomendacji. Niniejsza publikacja została przygotowana przez Millennium Dom Maklerski S.A. wyłącznie na potrzeby klientów Millennium Dom Maklerski S.A., nie stanowi reklamy ani oferowania papierów wartościowych, może być ona także dystrybuowana za pomocą środków masowego przekazu, na podstawie każdorazowej decyzji Dyrektora Departamentu Doradztwa i Analiz. Rozpowszechnianie lub powielanie niniejszego materiału w całości lub w części bez pisemnej zgody Millennium Dom Maklerski S.A. jest zabronione. Niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii. Niniejsza publikacja została przygotowana za dochowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty uznane za wiarygodne, jednak Millennium Dom Maklerski S.A. nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania publikacji były wszelkie informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne i znane sporządzającemu do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Millennium Dom Maklerski S.A. bez uzgodnień ze spółką będącą przedmiotem rekomendacji ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nieaktualne. Millennium Dom Maklerski S.A. nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzają się. Inwestowanie w akcje spółki (spółek) wymienionych w niniejszej analizie wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych, ryzykiem stóp procentowych, których wyeliminowanie jest praktycznie niemożliwe. Treść rekomendacji nie była udostępniona spółce będącej przedmiotem rekomendacji przed jej opublikowaniem. Aktualizacja niniejszego raportu dokonywana jest w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka. Millennium Dom Maklerski S.A. może świadczyć usługi na rzecz firm, których dotyczą analizy. Millennium Dom Maklerski S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie analitycznym.

Rekomendacje Millennium DM S.A.

Spółka	Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji	Wycena
--------	--------------	---------------------------	--	--------

Struktura rekomendacji Millennium DM S.A. w I kwartale 2011 roku

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	4	18%
Akumuluj	9	41%
Neutralnie	3	14%
Redukuj	4	18%
Sprzedaj	2	9%

Struktura rekomendacji dla spółek, dla których Millennium DM S.A. świadczy usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej*

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	2	10%
Akumuluj	10	50%
Neutralnie	8	40%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

*ostatnie 12 miesięcy, łącznie ze spółkami, dla których MDM S.A. pełni funkcję animatora