

Ambra

kupuj

branża spożywcza

poprzednia rekomendacja: kupuj

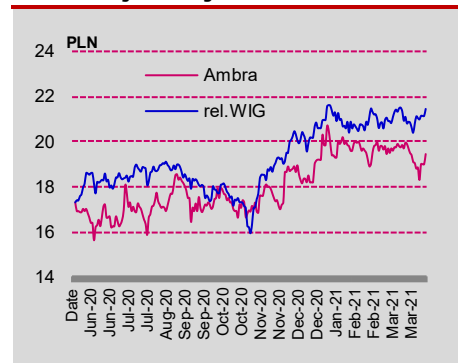
Cena: 19.5

Cena docelowa: 28.6

Stabilny wzrost mimo słabości HoReCa

Grupa Ambra przejdzie pandemiczny kryzys bez dużych szkód. W najważniejszym dla spółki kwartale zakończonym w grudniu wyniki grupy były praktycznie płaskie. Pomimo obostrzeń negatywnie wpływających na sprzedaż w kanale HoReCa, sprzedaż całej grupy wzrosła o 2.7%, a zysk netto był nieznacznie (-3.6%) niższy r/r i wyniósł 29.6 mln PLN. Bardzo wysokie dynamiki sprzedaży pokazują biznesy w Rumunii i Czechach, które zrekomensowały spadki przychodów w Polsce (o 3.0%). Pomimo trwającej pandemii oczekujemy, że zysk netto 2020/21 wzrośnie o 9.4% r/r do 38.0 mln PLN, co daje aktualny wskaźnik C/Z na poziomie 12.9 oraz 12.2 biorąc pod uwagę przyszłoroczne zyski. Nasza wycena 1 akcji Ambry w porównaniu z ostatnim raportem zmienia się nieznacznie z 27.2 PLN do 28.6 PLN. Pozytywnie na wycenę wpłynęło podniesienie prognoz wyników, co częściowo zostało zniwelowane przez wyższą stopę wolną od ryzyka. Równocześnie, przy aktualnej cenie akcji Ambry na poziomie 19.5 PLN utrzymujemy rekomendację kupuj.

Kurs akcji relatywnie



Ambra na koniec grudnia 2020 miała 54 mln PLN długu netto, a na koniec roku obrotowego 2020/21 dług powinien spaść do zalewie 10-15 mln PLN (0.1-0.2x EBITDA i 30-35 mln PLN mniej r/r). Niskie zadłużenie pozwoli ponownie na zwiększenie dywidendy. W ostatnich dwóch latach spółka wypłaciła po 0.7 PLN na akcję. Biorąc pod uwagę brak znaczących planów inwestycyjnych, dywidenda wypłacona najbliższej jesieni powinna być wyższa. Sądzymy, że będzie to przynajmniej 0.8 PLN na akcję (4.1% stopa dywidendy). Dywidenda raczej nie będzie dużo większa, gdyż zarząd rekomenduje takie poziomy wypłat, aby nie być zmuszonym do ich obniżania w przypadku słabszego roku.

Pomimo braku spektakularnych projektów inwestycyjnych spółka nadal będzie rozwijać się organicznie. W Czechach cały czas mocno rośnie sprzedaż wina musującego Mucha Sekt, który ma jeszcze duży potencjał do odbierania udziałów rynkowych liderowi Bohemia Sekt. Na tym rynku Ambra będzie też rozszerzać portfolio o wino bezalkoholowe w Mucha Sekt. Równocześnie w Czechach rozwijany jest detal i sprzedaż online, która zaczyna pokazywać coraz lepsze dynamiki. Z kolei w Rumunii Ambra cały czas rozwija sprzedaż brandy (Zarea, Milcov). Sprzedaż poza Polską powinna rosnać w dwucyfrowym tempie. W Polsce cały czas rozwijane są kategorie win bezalkoholowych oraz wina owocowe (Winiarnia Zamojska). W sumie oczekujemy, że wzrost organiczny pozwoli grupie Ambra zwiększać przychody o 8.4% i 7.0% w kolejnych dwóch latach obrotowych. Na korzyść Ambry będzie wpływać odbicie w segmencie HoReCa, które w roku 2021/22 w końcu będzie miało miejsce. Przychody Ambry w Polsce w ostatnich kwartałach były zdecydowanie poniżej rynku (przesunięcie popytu z HoReCa w stronę dyskontów) i można sądzić, że te tendencje odwrócą się wraz z zakończeniem obostrzeń związanych z pandemią.

Max/min 52 tygodnie (PLN)	19.2 / 11.5		
Liczba akcji (mln)	25.2		
Kapitalizacja (mln PLN)	492		
EV (mln PLN)	537		
Free float (mln PLN)	191		
Średni obrót (mln PLN)	0.3		
Główny akcjonariusz	Schloss-Wachenheim		
% akcji, % głosów	61.1%, 61.1%		
	1 m	3 m	12 m
Zmiana ceny	-1.3%	-2.0%	23.5%
Zmiana rel. WIG	-3.1%	-6.1%	-20.5%

Marcin Palenik, CFA

22 598 26 71

marcin.palenik@millenniumdm.pl

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	DY (%)	EV /EBIT	EV /EBITDA	ROE (%)
2019/20	590.9	58.5	72.0	55.4	34.7	1.38	1.91	11.8	14.2	1.7	3.6	9.2	7.5	12.5
2020/21p	634.5	62.5	77.6	60.8	38.0	1.51	2.11	12.5	12.9	1.6	4.4	8.6	6.9	12.8
2021/22p	688.0	66.3	81.7	65.1	40.2	1.60	2.20	13.1	12.2	1.5	4.6	8.1	6.6	12.8
2022/23p	736.0	70.2	86.1	69.5	43.0	1.70	2.34	13.9	11.4	1.4	4.9	7.7	6.2	13.0

p - prognozy skonsolidowane MillenniumDM, EBITDA wg MSR 17

Wycena

Wycenę spółki Ambra 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 763 mln PLN, czyli 30.3 PLN na akcję. Przy użyciu metody porównawczej wyceniliśmy spółkę na 681 mln PLN (27.0 PLN na akcję). Zarówno metodzie DCF jak i porównawczej przypisaliśmy wagę po 50%. Uzyskaliśmy wycenę spółki na poziomie 722 mln PLN, czyli 28.6 PLN na akcję. W związku z uzyskaną wyceną utrzymujemy rekomendację kupuj dla akcji spółki Ambra.

Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Wycena (m In PLN)	Wycena na 1 akcję (PLN)
Wycena DCF	763	30.3
Wycena porównawcza	681	27.0
Wycena spółki Ambra SA	722	28.6

Źródło: Bloomberg, MillenniumDomMaklerski S.A.

Wycena DCF

Do wyceny DCF przyjęliśmy następujące założenia:

- ❑ Wolne przepływy gotówkowe obliczono na podstawie prognoz wyników dla Grupy Ambra za lata obrotowe od 2020/21 do 2029/30,
- ❑ Do oszacowania stopy wolnej od ryzyka w kolejnych latach prognozy użyto rentowności obligacji skarbowych,
- ❑ Długoterminową stopę wolną od ryzyka ustalono na poziomie 2.0% (podwyższenie z 1.8% w związku ze wzrostem długoterminowych rentowności polskich obligacji),
- ❑ Premia rynkowa za ryzyko równa 5%,
- ❑ Współczynnik beta na poziomie 1.0,
- ❑ Stopa wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po roku 2029/30 na poziomie 1.2%,
- ❑ Wzrost przychodów grupy w roku 2020/21 o 7.4%, w 2021/22 wzrost o 8.4% oraz 7.0%, 6.6% i 4.7% w kolejnych 3 latach
- ❑ Wzrost marży brutto z poziomu z 34.2% w roku 2019/20 do 34.4% w roku 2020/21 oraz spadek do 34.2% w roku 2021/22 i systematyczny spadek o 0.1 p.p. rocznie w długim okresie,
- ❑ Wzrosty kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu na poziomie dynamiki przychodów w kolejnych latach,
- ❑ Efektywna stopa podatkowa w okresie prognozy na poziomie 20.5%,
- ❑ Wartość aktywów nieoperacyjnych na poziomie 18.7 mln PLN (Ambra ma 56% udziałów w spółce Karom Drinks będącej właścicielem działki o szacowanej wartości 33.4 mln PLN),
- ❑ Wartość przypadająca dla udziałowców mniejszościowych w spółkach z Grupy Ambra oszacowano na 134.5 mln PLN (jako iloczyn aktualnego C/Z Ambry za rok 2019/20 na poziomie 14.2 oraz zysków mniejszości za rok 2019/20 na poziomie 9.5 mln PLN),
- ❑ Ponieważ wzięliśmy dług netto na koniec 2019/2020 roku, to do oszacowania aktualnej wartości Ambry odjęliśmy już wypłaconą dywidendę w wysokości 0.7 PLN na akcję.

Wycena spółki metodą DCF

(mln PLN)	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26	2026/27	2027/28	2028/29	2029/30	>2029/30
Sprzedaż	634.5	688.0	736.0	784.5	821.6	858.7	894.5	928.6	960.9	992.2	
efektywna st. podatku (T)	20.5%	20.5%	20.5%	20.5%	20.5%	20.5%	20.5%	20.5%	20.5%	20.5%	
EBIT (1-T)	49.6	52.7	55.8	58.8	61.0	63.0	64.9	66.7	68.2	69.6	
Amortyzacja*	15.2	15.3	15.9	16.4	16.9	17.3	17.8	18.1	18.5	18.9	
Inwestycje	-18.0	-20.0	-20.0	-20.2	-20.4	-20.6	-20.8	-21.0	-21.2	-21.4	
Zmiana kap.obrotowego	14.5	-14.1	-12.6	-12.8	-9.8	-9.8	-9.4	-9.0	-8.5	-8.2	
FCF	61.3	34.0	39.1	42.3	47.7	50.0	52.5	54.8	57.0	58.8	1028.0
Zmiana FCF		-44.6%	15.0%	8.2%	12.7%	4.8%	4.9%	4.4%	4.0%	3.2%	1.2%
Dług/Kapitał	15.3%	4.1%	2.8%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Stopa wolna od ryzyka	0.0%	0.0%	0.2%	0.4%	0.6%	0.9%	1.1%	1.2%	1.4%	1.5%	2.0%
Premia kredytowa	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
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	1.5%	1.5%	1.7%	1.9%	2.1%	2.4%	2.6%	2.7%	2.9%	3.0%	3.5%
Koszt kapitału	5.0%	5.0%	5.2%	5.4%	5.6%	5.9%	6.1%	6.2%	6.4%	6.5%	7.0%
WACC	4.4%	4.9%	5.0%	5.3%	5.6%	5.9%	6.1%	6.2%	6.4%	6.5%	7.0%
PV (FCF)	61.3	32.4	35.4	36.2	38.3	37.6	36.9	35.9	34.8	33.4	559.2
Wartość DCF (mln PLN)	941	w tym wartość rezydualna		559							
(Dług) Gotówka netto*	-45.4										
Wyplacona dywidenda	-17.6										
Wartość udz. mniejsz. aktywa nieoperacyjne	-134.5										
Wycena DCF (mln PLN)	762.5										
Liczba akcji (mln)	25.2										
Wycena 1 akcji (PLN)	30.3										

Źródło: MillenniumDomMaklerski S.A., amortyzacja oraz dług netto wg MSR 17

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 spółki Ambra na przyjęte założenia

PLN	rezydualna stopa wzrostu							
		0.6%	0.8%	1.0%	1.2%	1.4%	1.6%	1.8%
stopa R_r rezydualna	1.0%	31.8	32.7	33.8	34.9	36.1	37.4	38.9
	1.5%	29.7	30.6	31.4	32.3	33.4	34.4	35.6
	2.0%	28.0	28.7	29.5	30.3	31.1	32.0	33.0
	2.5%	26.6	27.2	27.8	28.5	29.2	30.0	30.8
	3.0%	25.3	25.9	26.4	27.0	27.6	28.2	28.9

Źródło: MillenniumDomMaklerski S.A.

Wycena porównawcza

W skład grupy porównawczej włączyliśmy zagraniczne spółki zajmujące się produkcją i dystrybucją wina. Wartość spółki Ambra oszacowaliśmy w oparciu o wskaźniki:

EV/EBITDA, EV/EBIT oraz P/E.

Wycena porównawcza

Spółka	Ticker	Kraj	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
			2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
SCHLOSS WACHENHEIM	SWA	Niemcy	4.5	4.3	4.3	7.6	7.2	7.1	12.7	12.1	12.0
CONSTELLATION BRANDS	STZ	USA	18.2	17.6	16.0	20.4	19.9	17.8	23.3	22.0	19.3
HAWESKO HOLDING AG	HAW	Niemcy	8.3	8.6	8.4	12.9	13.7	13.2	16.1	17.1	16.5
BARON DE LEY	BDL	Hiszpania	11.9			15.6			17.3		
OENEO	SBT	Francja	13.9	12.5	11.3	18.9	16.5	14.8	25.7	21.5	19.1
Mediana			11.9	10.6	9.8	15.6	15.1	14.0	17.3	19.3	17.8
Wyniki spółki (mln PLN)			72.0	77.6	81.7	58.5	62.5	66.3	34.7	38.0	40.2
Wartość udziałów mniejszościowych			-134.5	-134.5	-134.5	-134.5	-134.5	-134.5			
(Dług) netto skorygowany o wypłaconą dywidendę			-63.1	-63.1	-63.1	-63.1	-63.1	-63.1			
Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)			660	622	605	716	743	730	601	734	715
Wycena			681								
Wycena na 1 akcję			27.0								

Źródło: Bloomberg, MillenniumDomMaklerski S.A.

Czynniki ryzyka

Do najważniejszych czynników ryzyka wpływających na działalność Grupy Ambra należą:

- **Ryzyko kontynuacji słabej koniunktury i nastrojów konsumenckich.** W perspektywie kolejnych kwartałów prawdopodobne jest utrzymanie dużo niższych niż w latach 2017-2019 nastrojów konsumenckich. Kolejne fale pandemii sprawiają, że powrót do tak wysokiego optymizmu jak w 2019 roku temu nie będzie możliwy w najbliższych dwóch-trzech latach. Wprawdzie bezrobocie nie wzrosło tak mocno jak początkowo oczekiwano, to jednak dynamika płac w gospodarce jest i pozostanie dużo niższa niż przed pandemią.
- **Ryzyko większego wzrostu kosztów wynagrodzeń.** Najważniejszym kosztem (poza kupowanymi surowcami i towarami) są koszty wynagrodzeń, które w roku 2019/2020 wyniosły 86.2 mln PLN. Wzrosły tylko 4.6% r/r dzięki przejściu na 80% czasu pracy podczas lock-downu. W I połowie 2020/21 wzrost ten wyniósł już 9.1% r/r. Generalnie czynnik płacowy w długim okresie powinien być neutralny dla spółki, gdyż wzrost płac w gospodarce wpływa pozytywnie na popyt konsumpcyjny, w tym na produkty Ambry.
- **Ryzyko kursów walut oraz cen surowców.** Znacząca część towarów oraz surowców jest importowana (wartość ok. 40 mln EUR rocznie), dlatego ceny surowca oraz EUR/PLN wpływają na koszty. Według zarządu spółka jest jednak w stanie z opóźnieniem 2-3 kwartałów przerzucić rosnące koszty na klientów. Wpływ znaczącego wzrostu EUR/PLN na wartości bilansowe też nie jest duży. Wzrost EUR/PLN o 10% obniżyłby, poprzez różnice kursowe, wynik netto o ok. 2.5 mln PLN.

- ❑ **Ryzyko transakcji z głównym akcjonariuszem.** Transakcje takie mogą generować konflikty interesów, jednak zakupy od głównego akcjonariusza (i spółek z nią powiązanych) stanowiły zaledwie 1.2% przychodów w 2019/20.
- ❑ **Ryzyko przedłużającego się wpływu epidemii koronawirusa na działalność spółki.** W związku z obostrzeniami narzucanymi przez rząd, istnieją ograniczenia działalności restauracji i hoteli, gdzie grupa Ambra dostarcza swoje towary i produkty (ok. 8% sprzedaży przed pandemią). Przedłużająca się pandemia będzie negatywnie wpływać na sprzedaż kanału HoReCa. Dodatkowo w wyniku ograniczeń w galeriach handlowych znacząco spadła odwiedzalność sklepów Centrum Wina.
- ❑ **Ryzyko niekorzystnej zmiany regulacji** dotyczących obrotu napojami alkoholowymi. Ambra działa na rynku, na który istotnie wpływają przepisy dotyczące np. wysokości akcyzy czy możliwości reklam niektórych produktów alkoholowych. Zawsze istnieje ryzyko, że przepisy zmienią się niekorzystnie z punktu widzenia Ambry.
- ❑ **Ryzyko zmiany polityki dywidendowej spółki.** Zakłada ona stabilny wzrost wypłacanej dywidendy. Uważamy, że jest to jednym z głównych atutów z punktu widzenia akcjonariuszy. Zmiana w tym zakresie byłaby niekorzystnie odebrana przez posiadaczy akcji spółki. Sądzymy jednak, że ze względu na niski dług oraz dużą odporność na pandemię, ryzyko to nie jest duże.

Patrząc na powyższe czynniki, sądzymy, że ryzyka w działalności Ambry są umiarkowane, a spółka nie powinna mieć dużego problemu w zarządzaniu większością z nich. Aktualna sytuacja epidemii nie powinna w sposób silny wpływać na działalność i wyniki grupy Ambra.

Ostatnie wydarzenia

Niezły kwartał jak na warunki w pandemii

Wyniki w II kwartale roku obrotowego 2020/21 były trzecim kwartałem pandemii i spółka pokazała po raz kolejny, że mimo trudnych warunków potrafi się dostosować i radzi sobie bardzo dobrze. Wyniki spółki były powyżej naszych oczekiwań zarówno na poziomie przychodów jak i zysków. Pomimo zamknięcia restauracji, braku świątecznych imprez w firmach i zorganizowanych sylwestrów grupa Ambra pokazała wzrost przychodów o 2.7% r/r (oczekiwaliśmy zaledwie +0.7%). W II kw. roku obrotowego (IV kw. kalendarzowy) grupa Ambra generuje 80-90% (zależnie od roku) całorocznego zysku netto, dlatego tak ważne było ograniczenie skutków pandemii w tym okresie. Zysk netto dla akcjonariuszy Ambry spadł o 3.6% r/r do 29.6 mln PLN, jednak i tak był wyraźnie lepszy niż nasza prognoza 27.0 mln PLN. Po dwóch kwartałach 2020/21 grupa Ambra pokazała jednak wzrost zysku netto o 2.0% r/r, dlatego poprawa zysku w tym roku jest jak najbardziej realna.

Sprzedaż na rynku polskim w II kw. 2020/21 spadła o 3% r/r, co było głównie skutkiem ograniczeń w sprzedaży w gastronomii oraz zmniejszoną odwiedzalnością galerii handlowych, gdzie spółka ma część swoich sklepów. Zarząd ocenia, że rynek wina w Polsce w okresie październik-grudzień rósł o ok. 10% r/r, co oznacza, że spółka nie straciła przez spadek ogólnego popytu, ale w efekcie przesunięć między kanałami (załamanie w HoReCa). Natomiast w Czechach i na Słowacji sprzedaż wzrosła aż o 58% r/r. Spółka tłumaczy to bardzo dobrą sprzedażą win musujących Mucha Sekt oraz efektowi przejęcia sklepów na początku 2020 r. (sam wzrost organiczny wyniósł ok. 30%). Wzrost przychodów w Rumunii wyniósł 6% r/r. Wyższe od oczekiwań przychody grupy Ambra wynikały głównie z zaskakująco wysokiej sprzedaży w Czechach i na Słowacji.

Skonsolidowane wyniki finansowe grupy Ambra

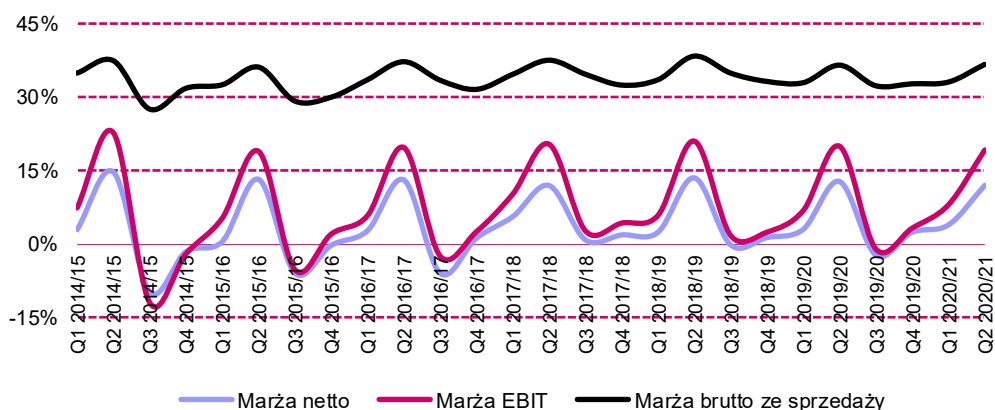
	II kwartał 2020/2021	prognoza MDM	II kwartał 2019/2020	zmiana r/r	I-II kw. 2020/2021	I-II kw. 2019/2020	zmiana
Przychody	246,9	242,1	240,4	2,7%	387,6	365,5	6,0%
Polska	178,5	178,5	184,0	-3,0%	290,2	288,4	0,6%
Czechy i Słowacja	30,6	23,7	19,4	57,7%	44,9	30,3	48,2%
Rumunia	46,7	47,1	44,0	6,1%	66,3	59,7	11,1%
EBITDA	53,2	49,7	53,0	0,4%	69,6	66,0	5,5%
EBIT	47,2	44,3	47,7	-1,0%	58,2	56,1	3,7%
Polska	30,0		33,7	-11,0%	37,5	39,2	-4,3%
Czechy i Słowacja	5,2		3,8	36,8%	7,1	5,7	24,6%
Rumunia	12,1		10,2	18,6%	13,8	11,2	23,2%
Zysk netto akcj. jedn. dominującej	29,6	27,0	30,7	-3,6%	35,0	34,3	2,0%
Marże							
Marża EBITDA	21,5%	20,5%	22,0%		18,0%	18,1%	
Marża EBIT	19,1%	18,3%	19,8%		15,0%	15,3%	
Marża netto	12,0%	11,2%	12,8%		9,0%	9,4%	

Źródło: Ambra; prognoza Millennium DM; mIn PLN

Marża brutto była zbliżona r/r (wzrost o 0.1 p.p. r/r do 36.7%). W odpowiedzi na nieznacznie szybszy niż sprzedaż wzrost kosztów materiałów i towarów (wyższy kurs EUR/PLN), Ambra ograniczyła koszty dystrybucji i marketingu. Pokazuje to pewną elastyczność kosztową w trudniejszych dla spółki momentach. Zarząd twierdzi, że również w przyszłości możliwe jest zarządzanie kosztami marketingu, tak aby bronić marże operacyjne. Ze względu na utrzymywanie się kursu EUR/PLN na wyższym poziomie (o 6-8%) niż rok wcześniej, spółka od 1 stycznia zaczęła wdrażać podwyżki cen produktów na rynku polskim, co ma chronić marżę. Koszty SG&A w II kw. wzrosły o 8.7% r/r, w tym koszty pracownicze były wyższe o 9.4% r/r. Spółce nie udało się ograniczyć tych kosztów tak jak to było możliwe podczas lockdownu w okresie kwiecień-maj 2020 r.

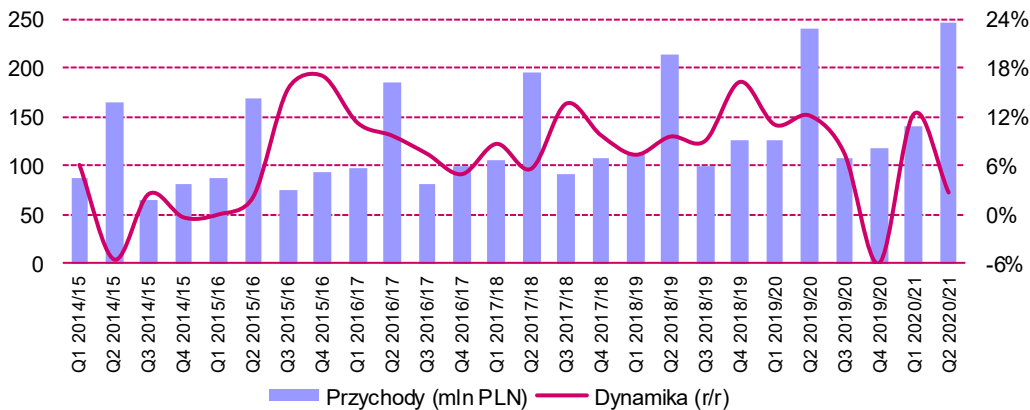
Na koniec grudnia 2020 roku zadłużenie netto wyniosło 54.0 mln PLN w porównaniu do 84.0 mln PLN rok wcześniej. Ze względów sezonowych jest to moment najwyższego w ciągu roku zadłużenia, mimo to dług netto/EBITDA wyniósł zaledwie 0.7x. Sądzymy, że na koniec roku obrotowego w czerwcu ma szansę być zbliżony do 10-15 mln PLN. Obniżenie długu było możliwe m.in. dzięki zejściu z podwyższonych zapasów (+13.9 mln PLN gotówki) zakumulowanych w poprzednich kwartałach na czas modernizacji zakładu produkcyjnego.

Marże brutto ze sprzedaży, EBIT i netto w poszczególnych kwartałach



Źródło: Ambra S.A.

Przychody kwartalne i ich dynamika r/r grupy Ambra



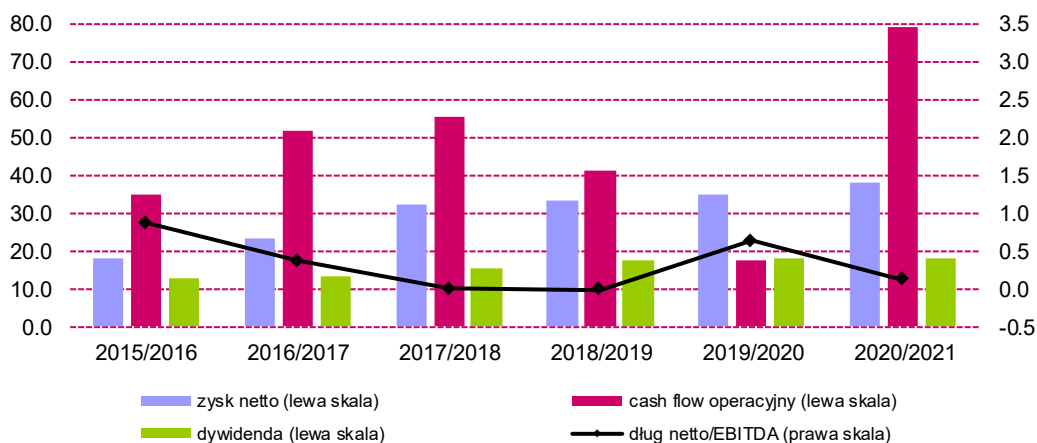
Źródło: Ambra S.A.

Gotówka pozwoli na utrzymanie rozwoju i dywidendę

Jedną z głównych zalet dla mniejszościowych akcjonariuszy Ambry jest wypłacana systematycznie, od ponad 10 lat, dywidenda. W ostatnich dwóch latach poziom wypłaconej dywidendy wyniósł po 0.7 PLN na akcję rocznie. Brak obniżenia dywidendy pomimo największej recesji od 30 lat świadczy o dużej sile finansowej grupy. Oczekiwany przez nas spadek wskaźnika dług netto/EBITDA na koniec roku obrotowego do 0.2x, oznacza, że dywidenda z tegorocznego zysku powinna wynieść co najmniej 0.8 PLN, a sądzimy, że może osiągnąć nawet 0.9-1.0 PLN na akcję (co by oznaczało wypłatę 23-25 mln PLN).

Spółka nie planuje żadnych większych przejęć (nie pracuje aktualnie nad żadnymi akwizycjami). Patrząc na ruchy w przeszłości na tym polu spodziewamy się, że ewentualne przyszłe akwizycje będą na poziomie kilku, kilkunastu mln PLN i nie będą wpływać na wysokość dywidend. Spółka nie rozpatruje potencjalnych celów do przejęcia pod kątem "okazji cenowych". Decydującym kryterium jest tu dopasowanie potencjalnego projektu do strategii rozwoju na poszczególnych rynkach działalności. Takie cele akwizycyjne spółka zawsze analizuje gdy się pojawiają. Spółka oczekuje CAPEXu na poziomie wynieść ok. 18-20 mln PLN w tym roku, a więc niewiele ponad amortyzację wynoszącą ok. 15 mln PLN (wg MSR 17). Również w kolejnych latach CAPEX powinien się utrzymywać na poziomie poniżej, ale blisko 20 mln PLN (m.in. wydatki na IT oraz dalszą modernizację zakładu). Tak więc również ten czynnik nie będzie ograniczał spółki w kwestii wypłat dywidendy. Poza niskim poziomem

Wartość dywidendy a możliwości wypłat przez spółkę



Źródło: Ambra S.A., prognozy Millennium DM, mln PLN, dług na koniec roku obrotowego kończącego się 30 czerwca

zadłużenia, spółka ma również komfort płynnościowy. Wskaźnik bieżącej płynności wynosił 1.6 na koniec grudnia natomiast wskaźnik płynności przyspieszonej wzrósł z 0.8 do 1.0 po upłynieniu dodatkowych zapasów.

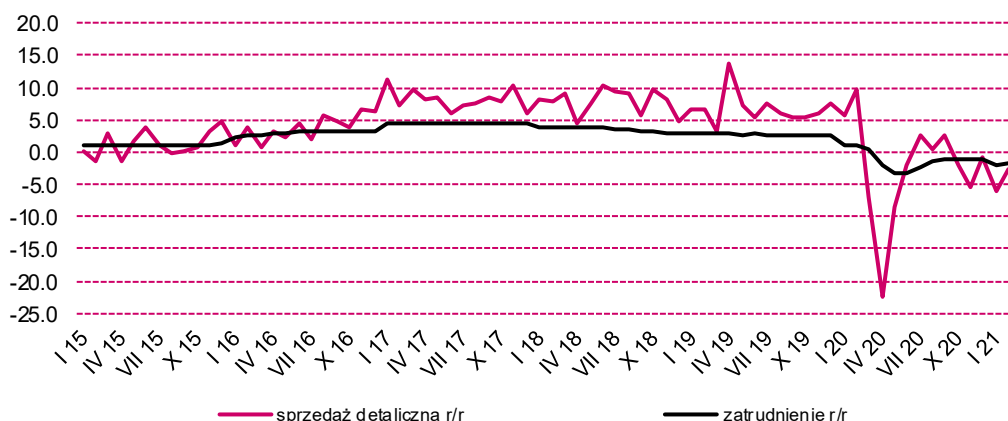
Kolejne fale pandemii z coraz mniejszym wpływem na spółkę

Pandemia koronawirusa oraz wprowadzane lock-downy są decydującym czynnikiem dla polskiej gospodarki. Jednak pozytywny jest fakt, że choć jesienna fala zachorowań była silniejsza niż rok temu na wiosnę, to negatywne efekty gospodarcze były dużo słabsze (w IV kw. PKB spadł o 2.8% r/r podczas gdy w II kw. spadek wyniósł 8.2%). Można sądzić, że również aktualna fala zachorowań i lockdownów będzie miała słabszy wpływ na gospodarkę niż na zdrowie i życie obywateli. Także negatywne oddziaływanie na Ambry jest mniejsze. Spadek przychodów w II kw. 2020 wyniósł 6.0% r/r a w IV kw. spółka pokazała wzrost o 2.7% r/r. Oczywiście zamknięcie restauracji i ograniczenia w hotelach wpływają na spółkę negatywnie, gdyż sprawiają, że sprzedaż Ambry rośnie wyraźnie poniżej rynku. Pandemia przekierowała popyt z restauracji m.in. do dyskontów, gdzie Ambra jest mniej obecna.

Na koniec I kw. zostało zaszczepionych ok. 12% społeczeństwa. Dużo większe dostawy szczepionek w II i III kw. sprawiają, że na koniec III kw. prawie wszyscy chętni zostaną zaszczepieni. Jednak nawet po zaszczepieniu wszystkich chętnych (czyli ok. 60%) dorosłych Polaków, nadal ponad połowa ludności (z dziećmi) będzie niezaszczepiona. Wprawdzie szczepienia mocno ograniczą liczbę zachorowań, to wirus będzie cały czas krążył w społeczeństwie, podtrzymywał niepewność i wpływał na nastawienie konsumentów. Wpływ na gospodarkę powinien powoli zanikać od II kw. po zakończeniu aktualnej fali zachorowań. Gastronomia i hotelarstwo będą prawdopodobnie stopniowo wracać do normalności pod koniec II kw. co pozytywnie wpłynie na popyt na produkty Ambry w kanale HoReCa.

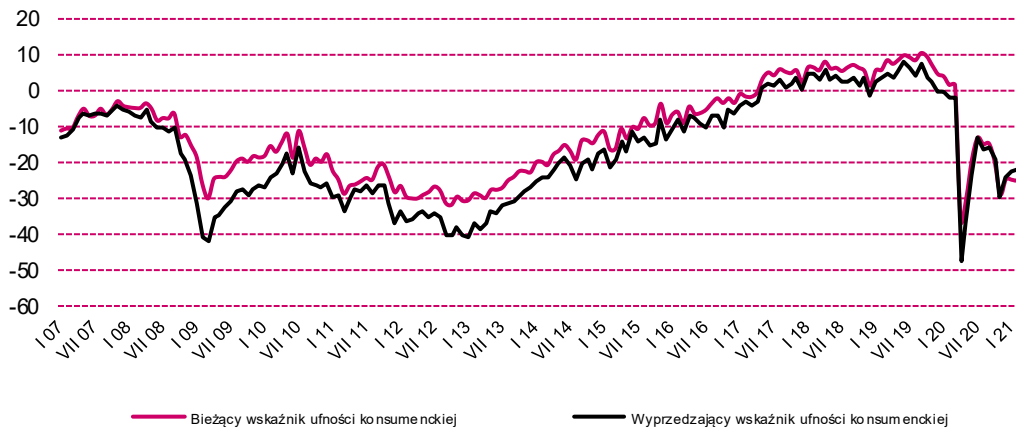
Optymizm konsumentów utrzymuje się na niskim poziomie – dużo niższym niż przed pandemią, ale również wyraźnie niższym niż w lipcu 2020, gdy część społeczeństwa sądziła, że pandemia się skończyła. Nie sądzimy, aby ten optymizm jakoś wyraźnie rósł w kolejnych miesiącach. Zakończenie pandemii oraz odbicie w gospodarce wcale nie będzie jeszcze wyraźnie się przekładać na rynek pracy. Trzeba pamiętać, że w Polsce bezrobocie wzrosło w pandemii zaledwie o 1 p.p. tylko dzięki rządowym tarczom antykrzysowym. Niektóre firmy utrzymują częściowo sztucznie zatrudnienie, aby nie stracić subwencji. Dodatkowo zawsze rynek pracy odżywa z opóźnieniem w stosunku do poprawy gospodarczej. Dlatego wyraźne odbicie optymizmu konsumentów oraz wydatków konsumpcyjnych można oczekiwać dopiero w 2022 r.

Dynamika sprzedaży detalicznej oraz zmiana zatrudnienia w Polsce r/r (%)



Źródło: GUS

Wskaźniki koniunktury konsumenckiej



Źródło: GUS

Dobry początek 2021 roku

Według spółki rynek wina w głównych kanałach sprzedażowych wzrósł o ok. 10% w 2020 r. jednak rynek, na którym działa Ambra, czyli uwzględniający HoReCa oraz sklepy w galeriach rósł wg spółki o ok. 2-3%. Początek roku jest korzystny z punktu widzenia dynamiki rynku, Ambra widzi jej przyspieszenie i jest zadowolona z pierwszych dwóch miesięcy. Równocześnie cały czas solidne, dwucyfrowe dynamiki występują w Czechach i Rumunii. Można sądzić, że wprowadzane aktualnie lock-downy niewiele zmieniają z pozytywnego obrazu rynkowego (rynek HoReCa i tak cały czas jest zamknięty). Dlatego na ten moment w III kw. 2020/21 oczekujemy wzrostu sprzedaży grupy Ambra o 6.0%. W IV kw. 2020/21 nastąpi wyraźniejszy wzrost wynikający z efektu bazy – całkowitego lock downy w kwietniu rok temu. W ubiegłym roku w okresie kwiecień-czerwiec sprzedaż w Polsce spadła o 9.0% r/r dlatego zakładamy konserwatywnie odbicie o 12% r/r a w całej grupie Ambra o 12.8% r/r. W sumie będzie to oznaczać wzrost przychodów o 7.4% w całym pandemicznym roku obrotowym 2020/21.

Równocześnie widzimy, że sprzedaż w spółkach zagranicznych ma wyższy potencjał niż wcześniej zakładaliśmy, dlatego podwyższyliśmy zakładane dynamiki w tych krajach na kolejne 3 lata. Aktualnie w Czechach i na Słowacji zakładamy wzrosty odpowiednio o 12%, 8% i 6%, a w Rumunii o 8%, 6% i 5%. Nadal są to wartości, które uważamy za bezpieczne.

W Czechach cały czas istnieje potencjał dla sprzedaży wina musującego Mucha Sekt. Pomimo silnych dynamik marka ta ma w Czechach ok. 8% i potencjał do dalszego odbierania rynku liderowi Bohemia Sekt mającemu ok. 60%. Na tym rynku Ambra będzie też rozszerzać portfolio o wino bezalkoholowe w Mucha Sekt. Równocześnie rozwijany jest detal i sprzedaż online, która zaczyna pokazywać coraz lepsze dynamiki. Z kolei w Rumunii Ambra cały czas rozwija sprzedaż brandy (Zarea, Milcov), gdzie chciałyby podwoić swój udział z 8% do 16% w 5 lat. Gdyby to się udało to sprzedaż grupy w Rumunii tylko z tego tytułu rosłaby o ok. 10% rocznie. Dlatego sprzedaż zagraniczna ma potencjał do silniejszych wzrostów niż nasze założenia. Podwyższyliśmy założoną dynamikę sprzedaży w Polsce o 2 p.p. w kolejnych dwóch latach ze względu na oczekiwany boom gospodarczy. W Polsce spółka powinna korzystać z przyspieszenia rynku po pandemii, szczególnie odbicia w rynku HoReCa. W Polsce cały czas rozwijane są kategorie win bezalkoholowych oraz wina owocowe (Winiarnia Zamojska).

Spółka zaczęła wprowadzać od początku roku podwyżki cen produktów o ok. 1-2%. Ponieważ jednak podwyżki działają z pewnym opóźnieniem, ich pełny efekt będzie

widoczny od kolejnego roku obrotowego. Część pozytywnego wpływu na marżę powinna nastąpić od razu, dlatego oczekujemy nieznacznie wyższych marż (o 0.4 p.p. r/r) w II półroczu 2020/21. W sumie powinno to sprawić, że marża brutto w całym roku wzrośnie o 0.2 p.p. Koszty SGA w całym roku będą wg naszych szacunków rosnać nieznacznie szybciej niż przychody (8.1% r/r) w związku z czym prognozujemy EBIT w 2020/21 na poziomie 62.5 mln PLN (+6.7% r/r), a zysk netto prognozujemy aktualnie na poziomie 38.0 mln PLN (+9.4% r/r).

Aktualizacja prognoz finansowych

Lepsze wyniki od naszych prognoz oraz optymistyczne nastawienie zarządu skłaniają nas do nieznacznego podniesienia prognoz wyników finansowych. Wyniki Ambry okazały się dużo bardziej odporne na pandemię niż wydawało się to jeszcze w połowie 2020 r. oraz nieco lepsze niż prognozy w naszym ostatnim raporcie. Podnosimy naszą prognozę przychodów na rok obrotowy 2020/21 o 2.5% oraz zysku netto o 4.1%. Oznaczać to będzie wzrost przychodów odpowiednio o 6.0% i 12.8% r/r w III i IV kw. oraz 7.4% w całym bieżącym roku obrotowym. W kolejnych dwóch latach oczekujemy wzrostów przychodów na poziomie 8.4% i 7.0%, co oznacza podniesienie dynamiki o 2.9 p.p. oraz 2.3 p.p. w stosunku do poprzednich prognoz. Wynika to głównie z optymistycznych zapowiedzi dotyczących sprzedaży zagranicznej w kolejnych latach (zarówno w Rumunii jak i Czechach). Można sądzić, że przychody mogą wzrosnąć jeszcze bardziej, jeżeli wraz z odbiciem części HoReCa nie spowolni pozostała część rynku wina.

Spółka chce cały czas tak zarządzać kosztami (szczególnie elastycznymi kosztami marketingu), aby zyski rosły na zbliżonym poziomie do przychodów. Zgodnie z tym co spółka zapowiada marża EBIT ma się w przyszłości utrzymywać na poziomie 10%. Według naszych, umiarkowanych konserwatywnych założeń, marża ta wyniesie 9.8% w tym roku oraz 9.6% w roku przyszłym. Zysk netto według naszych prognoz wyniesie w roku 2020/21 38.0 mln PLN a więc wzrośnie o 9.4% r/r pomimo pandemii. W kolejnych dwóch latach oczekujemy, że zysk netto zwiększy się odpowiednio o 5.9% oraz 6.8%.

Zmiany w prognozach Millennium DM wyników grupy Ambra

	2020/2021			2021/2022			2022/2023		
	poprzednia	aktualna	zmiana	poprzednia	aktualna	zmiana	poprzednia	aktualna	zmiana
Przychody	618,9	634,5	2,5%	652,8	688,0	5,4%	683,6	736,0	7,7%
EBITDA	74,9	77,6	3,6%	77,1	81,7	5,9%	79,9	86,1	7,8%
EBIT	59,6	62,5	4,8%	61,5	66,3	7,8%	63,7	70,2	10,1%
Zysk netto akcj. jedn. domin.	36,5	38,0	4,1%	38,1	40,2	5,5%	39,9	43,0	7,7%

Źródło: prognozy Millennium DM

Analiza czynników ESG

Ambra wdrożyła Strategię Zrównoważonego Rozwoju (SZR) określającą cele, jakie chce osiągnąć w tym zakresie do 2025 roku. Odnosi się ona do obszarów środowiska naturalnego („E” – „environment”), spraw społecznych i kwestii pracowniczych („S” – „social responsibility”) oraz zarządczych („G” – „corporate governance”). Spółka postawiła sobie konkretne cele do osiągnięcia do 2025 r.

E- dążenie do wyeliminowania negatywnego wpływu na środowisko

- redukcja zużycia wody o 40% licząc w litrach na butelkę produktu
- redukcja emisji gazów cieplarnianych o 40%
- wprowadzenie do roku 2024/2025 opakowań na produktach w 100% nadających się do recyklingu, ponownego użycia lub kompostowania

S – tworzenie pracy dla wszystkich i dbanie o dobro konsumenta

- dotarcie z kampanią promującą model odpowiedzialnej konsumpcji alkoholu do 10 mln konsumentów do 2025 roku
- coroczne przeznaczenie części wydatków budżetu promocyjnego na promowanie modelu odpowiedzialnej konsumpcji alkoholu
- zwiększenie o 50% udziału wartości sprzedaży produktów pochodzących od regionalnych wytwórców
- obniżenie do roku 2024/2025 wskaźnika GCR (Glass Ceiling Ratio) do zera dla grupy menedżerów i kierowników oraz dla wyższej kadry zarządzającej oraz pozostałych pracowników w kluczowych spółkach Grupy

G – zrównoważony rozwój staje się częścią strategii i zarządzania firmą

- zwiększenie przestrzeni dla realizacji celów zrównoważonego rozwoju w branży
- ocena wszystkich projektów biznesowych pod kątem zgodności z SZR od roku obrotowego 2021/2022
- zbudowanie skutecznego zarządzania celami zrównoważonego rozwoju w integracji z zarządzaniem biznesowym

Spółka podała też wiele szczegółowych mierników, które będzie monitorować (np. w zarządzaniu odpadami czy wykorzystaniu paliw). Oceniamy pozytywnie strategię zrównoważonego rozwoju, która zawiera szczegółowe i mierzalne cele. Szczególnie warto podkreślić aspekt promowania umiarkowanej konsumpcji alkoholu, który jest w sprzeczności z krótkoterminową maksymalizacją zysków. A spojrzenie długoterminowe jest jedną z kluczowych kwestii w zrównoważonym rozwoju.

Wyniki finansowe

Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2018/19	2019/20	2020/21p	2021/22p	2022/23p	2023/24p
przychody netto	552.4	590.9	634.5	688.0	736.0	784.5
Koszty sprzedanych towarów	-355.7	-388.6	-416.1	-452.5	-484.8	-517.6
zysk brutto na sprzedaży	196.7	202.3	218.4	235.5	251.2	266.9
koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	-139.6	-144.5	-156.3	-169.4	-181.3	-193.2
saldo pozostałej działalności operacyjnej	-1.5	0.7	0.3	0.3	0.3	0.3
EBITDA	68.6	72.0	77.6	81.7	86.1	90.4
EBIT	55.6	58.5	62.5	66.3	70.2	74.0
saldo finansowe	-1.2	-3.1	-1.7	-1.2	-0.7	-0.3
zysk przed opodatkowaniem	54.4	55.4	60.8	65.1	69.5	73.7
podatek dochodowy	-12.6	-11.3	-11.9	-13.4	-14.2	-15.1
Udział w zyskach (stratach) jedn. podporządk.	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
(Zyski) straty mniejszości	-9.1	-9.5	-11.0	-11.7	-12.4	-13.0
Zysk netto akcj. jedn. domin.	32.9	34.7	38.0	40.2	43.0	45.7
EPS	1.31	1.38	1.51	1.60	1.70	1.81

Bilans (mln PLN)

	2018/19	2019/20	2020/21p	2021/22p	2022/23p	2023/24p
aktywa trwałe	184.4	242.5	244.9	250.4	255.3	259.7
wartości niematerialne i prawne	59.8	86.1	91.1	91.1	91.1	91.1
rzeczowe aktywa trwałe	109.4	116.9	114.7	119.4	123.5	127.2
prawa do użytkowania aktywów (MSSF 16)		21.5	21.1	22.0	22.7	23.4
inwestycje długoterminowe	14.0	14.3	14.3	14.3	14.3	14.3
rozliczenia międzyokresowe	1.2	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7
aktywa obrotowe	303.8	330.3	342.4	356.0	370.8	387.3
zapasy	134.7	175.1	154.8	167.9	179.6	191.4
należności	126.3	128.0	142.8	154.8	165.6	176.5
inwestycje krótkoterminowe	38.9	24.8	42.4	30.9	23.1	16.9
rozliczenia międzyokresowe	3.9	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
aktywa razem	488.2	572.8	587.3	606.5	626.1	647.1
kapitał własny akcjonariuszy jedn. dominującej	278.9	297.3	313.9	331.4	350.3	370.4
kapitał mniejszości	43.3	47.9	52.3	57.0	61.9	67.1
zobowiązania	166.0	227.6	221.1	218.1	213.8	209.5
zobowiązania długoterminowe	4.6	37.0	36.7	37.3	37.9	38.4
w tym zob. leasingowe (MSSF 16)		15.8	15.5	16.1	16.7	17.2
w tym dług odsetkowy	0.8	9.2	9.2	9.2	9.2	9.2
zobowiązania krótkoterminowe	161.4	190.6	184.4	180.8	175.9	171.1
w tym zob. leasingowe (MSSF 16)		8.0	7.9	8.2	8.4	8.7
w tym dług odsetkowy	37.0	61.0	46.0	31.0	16.0	1.0
pasywa razem	488.2	572.8	587.3	606.5	626.1	647.1
BVPS	11.07	11.80	12.45	13.15	13.90	14.69

Zródło: Ambra S.A., prognozy MillenniumDomMaklerski S.A., EBITDA wg MSR 17

Cash flow (mln PLN)

	2018/19	2019/20	2020/21p	2021/22p	2022/23p	2023/24p
wy n i k n e t t o w r a z z y s k a m i m n i e j s z o ś c i	42.0	44.2	49.0	51.9	55.3	58.7
amortyzacja bez leasingu MSSF 16	13.0	13.5	15.2	15.3	15.9	16.4
zmiana kapitału obrotowego	-13.0	-44.9	14.5	-14.1	-12.6	-12.8
gotówka z działalności operacyjnej	40.8	17.4	78.6	53.1	58.6	62.4
inwestycje (capex)	-18.3	-34.3	-18.0	-20.0	-20.0	-20.2
gotówka z działalności inwestycyjnej	-17.2	-30.5	-18.0	-20.0	-20.0	-20.2
wypłata dywidendy (w tym udz. mniejsz.)	-21.1	-23.3	-24.2	-27.2	-28.8	-30.6
emisja akcji	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
zmiana zadłużenia	6.4	32.4	-15.0	-15.0	-15.0	-15.0
gotówka z działalności finansowej	-16.3	-1.1	-39.2	-42.2	-43.8	-45.6
zmiana gotówki netto	7.3	-14.2	21.4	-9.0	-5.2	-3.4
DPS	0.68	0.70	0.70	0.80	0.85	0.91
CEPS	1.82	1.91	2.11	2.20	2.34	2.46
FCFPS	2.84	0.84	4.07	3.20	3.50	3.73

Wskaźniki (%)

	2018/19	2019/20	2020/21p	2021/22p	2022/23p	2023/24p
zmiana sprzedaży	11.4%	7.0%	7.4%	8.4%	7.0%	6.6%
zmiana EBITDA	-0.6%	5.0%	7.8%	5.2%	5.4%	5.0%
zmiana EBIT	-2.5%	5.3%	6.7%	6.2%	5.8%	5.4%
zmiana zysku netto	2.2%	5.4%	9.4%	5.9%	6.8%	6.4%
marża EBITDA	12.4%	12.2%	12.2%	11.9%	11.7%	11.5%
marża EBIT	10.1%	9.9%	9.8%	9.6%	9.5%	9.4%
marża netto	6.0%	5.9%	6.0%	5.8%	5.8%	5.8%
sprzedaż/aktywa (x)	1.2	1.2	1.1	1.2	1.2	1.2
dług / kapitał (x)	0.00	0.15	0.03	0.01	-0.02	-0.05
odsetki / EBIT	-2.2%	-5.3%	-2.7%	-1.8%	-1.0%	-0.3%
stopa podatkowa	23.2%	20.4%	19.6%	20.5%	20.5%	20.5%
ROE	12.4%	12.5%	12.8%	12.7%	12.7%	12.7%
ROA	7.3%	7.1%	6.6%	6.8%	7.0%	7.2%
(dług) gotówka netto (mln PLN)	1.1	-45.4	-9.1	-3.0	6.9	18.5

Źródło: Ambra S.A., prognozy MillenniumDomMaklerski S.A.

Departament Analiz

Marcin Materna, CFA

Doradca inwestycyjny
+48 22 598 26 82
marcin.materna@millenniumdm.pl

Marcin Palenik, CFA

+48 22 598 26 71
marcin.palenik@millenniumdm.pl

Grzegorz Gawkowski

+48 22 598 26 05
grzegorz.gawkowski@millenniumdm.pl

Artur Topczewski

Doradca inwestycyjny
+48 22 598 26 59
artur.topczewski@millenniumdm.pl

Adam Zajler

+48 22 598 26 88
adam.zajler@millenniumdm.pl

Dyrektor
banki, ubezpieczenia

Analityk
handel detaliczny

Analityk
fundusze inwestycyjne
gry

Analityk
fundusze inwestycyjne
deweloperzy

Analityk
akcje

Departament Sprzedaży

Radosław Zawadzki

+48 22 598 26 34
radoslaw.zawadzki@millenniumdm.pl

Arkadiusz Szumilak, CFA

+48 22 598 26 75
arkadiusz.szumilak@millenniumdm.pl

Jarosław Oldakowski

+48 22 598 26 11
jaroslaw.oldakowski@millenniumdm.pl

Leszek Iwaniec

+48 22 598 26 90
leszek.iwaniec@millenniumdm.pl

Marek Pszczółkowski

+48 22 598 26 60
marek.pszczolkowski@millenniumdm.pl

Marcin Czerwonka

+48 22 598 26 70
marcin.czerwonka@millenniumdm.pl

Dyrektor

Millennium Dom Maklerski S.A.
ul. Żaryna 2A, Millennium Park IIIp
02-593 Warszawa Polska

Ważne informacje

Niniejszy raport został przygotowany z dochoowaniem 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 raportu były wszelkie informacje na temat spółek, jakie były publicznie dostępne i znane sporządzającemu do dnia jego sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Millennium Dom Maklerski S.A. bez uzgodnień ze spółkami będącymi przedmiotem raportu ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nieistotne. Millennium Dom Maklerski S.A. nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się. Inwestowanie w akcje spółek wymienionych w niniejszej analizie wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną, zmianami regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych, ryzykiem stóp procentowych, których wyeliminowanie jest praktycznie niemożliwe.

Treść raportu dotycząca opisu spółki była udostępniona spółce będącej przedmiotem raportu w celu weryfikacji zamieszczonych w nim informacji faktycznych. Millennium Dom Maklerski S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie analitycznym.

Osoba lub osoby wskazane w prawym dolnym rogu pierwszej strony niniejszego raportu sporządziły analizę, informacja o stanowiskach osób sporządzających jest zawarta w górnej części ostatniej strony niniejszej publikacji. Wynagrodzenie otrzymywane przez osoby sporządzające raport nie jest bezpośrednio zależne od wyników finansowych uzyskiwanych przez Millennium Dom Maklerski S.A. w ramach transakcji lub usług z zakresu bankowości inwestycyjnej, dotyczących instrumentów finansowych emitentów, których dotyczy niniejszy raport.

Niniejszy raport stanowi badanie inwestycyjne i nie stanowi reklamy ani oferowania papierów wartościowych, może być on także dystrybuowany 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.

Nadzór nad Millennium Dom Maklerski S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Objaśnienia terminologii fachowej użytej w raporcie

EV - wycena rynkowa spółki + wartość długu odsetkowego netto
EBIT - zysk operacyjny
EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja
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

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

Rekomendacje sporządzone są 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 spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu

Jest możliwe, że Millennium Dom Maklerski S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczył, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz spółek i innych podmiotów wymienionych w niniejszym raporcie. Millennium Dom Maklerski S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem raportu oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konfliktach interesów powstałym w związku ze sporządzeniem raportu (o ile występuje) znajdują się poniżej. Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla spółek: Wielton, Selena FM, Eurotel, Dekpol, Lokum Deweloper, Zamet Industry, Gremi Media od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora rynku dla spółek: Wielton, Selena FM, KGHM, PZU, Eurotel, Dekpol, Lokum Deweloper, Zamet Industry, Gremi Media. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy nie pełnił funkcji oferującego w trakcie oferty publicznej dla akcji spółek opisywanych w raporcie. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy nie zawierał umów w zakresie bankowości inwestycyjnej ze spółkami opisywanymi w niniejszym raporcie. Spółki będące przedmiotem raportu mogą być klientami Grupy Kapitałowej Millennium Banku S.A., głównego akcjonariusza Millennium Dom Maklerskiego S.A. Pomiędzy Millennium Dom Maklerski S.A., a spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu delegowanym komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Millennium Dom Maklerski S.A. w ramach Pilotażowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego tworzy materiały analityczne dla spółek: Agora, Ambra, Korporacja KGL. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu najbliższych 12 miesięcy otrzyma wynagrodzenie z tytułu sporządzania niniejszej rekomendacji od Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., której przysługują autorskie prawa majątkowe do tego raportu.

Rozwiązania organizacyjne ustanowione w celu zapobiegania konfliktom interesów:

Zasady zarządzania konfliktami interesów w Millennium Dom Maklerski S.A. zostały zawarte w Polityce zarządzania konfliktami interesów w Millennium Dom Maklerski S.A. Przyjęte dla zapobiegania konfliktom interesów rozwiązania organizacyjne określa między innymi Regulamin organizacyjny Spółki Akcyjnej Millennium Dom Maklerski, który przewiduje: (a) nadzór nad osobami, których główne funkcje obejmują prowadzenie działań w imieniu lub świadczenie usług dla Klientów, których interesy mogą być sprzeczne lub którzy w inny sposób reprezentują różne sprzeczne interesy, w tym interesy Domu Maklerskiego; (b) środki zapobiegające lub ograniczające wywieranie przez osobę trzecią niewłaściwego wpływu na sposób, w jaki upoważniona osoba wykonuje czynności w ramach usług świadczonych przez Dom Maklerski (c) organizacyjne oddzielenie od siebie osób (zespołów) zajmujących się wykonywaniem czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów, (d) zapewnienie każdej jednostce organizacyjnej Domu Maklerskiego i jej pracownikom niezależności w zakresie, w jakim dotyczy to interesów Klientów, na rzecz których taka jednostka wykonuje określone czynności. Przyjęte dla zapobiegania konfliktom interesów rozwiązania organizacyjne określa również Regulamin wynagradzania, który zapewnia, że nie istnieją żadne powiązania pomiędzy wysokością wynagrodzeń pracowników różnych jednostek organizacyjnych lub wysokością przychodów osiągniętych przez różne jednostki organizacyjne, jeżeli jednostki te wykonują czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów. Ograniczenia dotyczące przepływu informacji w celu zapobiegania konfliktom interesów, w tym informacji poufnych i stanowiących tajemnicę zawodową, określa Regulamin ochrony przepływu informacji poufnych oraz stanowiących tajemnicę zawodową w Millennium Dom Maklerski S.A.

Rekomendacje Millennium DM opublikowane w ciągu ostatnich 12-stu miesięcy

Spółka	Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji	Cena docelowa	Autor
Ambra	Akumuluj	27 maj 20	18.0	21.3	Marcin Palenik
Agora	Kupuj	30 cze 20	8.1	13.2	Adam Zajler
KGL	Kupuj	1 wrz 20	17.4	23.4	Marcin Palenik
Ambra	Kupuj	26 lis 20	17.25	27.2	Marcin Palenik
KGL	Kupuj	7 gru 20	15.40	26.6	Marcin Palenik
Agora	Kupuj	10 gru 20	6.94	20.2	Adam Zajler
Selvita	Neutralnie	2 lut 21	53.4	54.7	Marcin Palenik

Źródło: MillenniumDM S.A., rekomendacje wydawane przez MillenniumDomMaklerski S.A. obowiązują 6 miesięcy od daty wydania, o ile wcześniej nie zostaną zaktualizowane.

Struktura rekomendacji Millennium DM S.A. za ostatnie 12 miesięcy

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	5	71%
Akumuluj	1	14%
Neutralnie	1	14%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

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

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	0	0%
Akumuluj	0	0%
Neutralnie	0	0%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

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