

Ambra

kupuj

branża spożywcza

poprzednia rekomendacja: kupuj

Cena: 21.0

Cena docelowa: 28.5

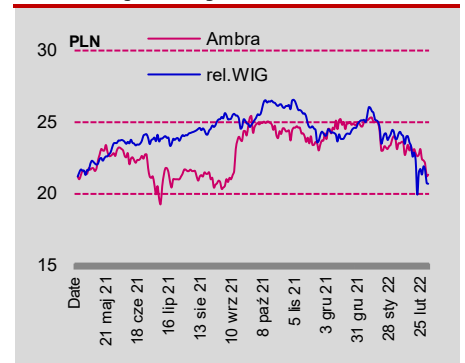
Krótkoterminowe pogorszenie wyników

W I półroczu 2020/21 grupa Ambra pokazała bardzo dobre dynamiki przychodów (+20.2% r/r), a zysk netto wyniósł 45.7 mln PLN (+30.6% r/r), czyli był wyższy o 10.7 mln PLN r/r. Niestety w II kwartale 2021/22 zaczęła być już widoczna presja kosztowa, która wyraźnie obniżyła rentowność. W kolejnych kwartałach spadek rentowności będzie widoczny jeszcze bardziej, dodatkowo dynamiki przychodów mocno się obniżą, a ujemne różnice kursowe zmniejszą zysk o ok. 2 mln PLN. Dlatego mimo bardzo dobrego I półrocza, w całym roku obrotowym 2021/22, według naszych prognoz, zysk netto będzie o 0.5% niższy r/r. Oczekujemy, że wyniesie 46.8 mln PLN, co oznacza, że wynik netto w samym II półroczu będzie znacząco gorszy patrząc w perspektywie r/r. Sytuacja słabszych dynamik i presji kosztowej powinna być przejściowa i potrwać 2-3 kwartały. Biorąc jednak pod uwagę niepewność związaną z wojną na Ukrainie, która prawdopodobnie spowolni gospodarkę, a z pewnością podniesie koszty (EUR/PLN, energia, logistyka), uważamy, że ryzyka są po stronie dłuższej trwającej słabości.

Biorąc pod uwagę naszą prognozę zysku netto w roku obrotowym 2021/22 spółka jest notowana przy wskaźniku C/Z na poziomie 11.3. Naszą wycenę 1 akcji Ambry w porównaniu z ostatnim raportem obniżamy z 36.1 PLN do 28.5 PLN. Jest to po pierwsze efekt zmian w prognozowanych przez nas zyskach (obniżenie zysku netto na ten rok z 48.9 do 46.8 mln PLN oraz w przyszłym z 50.8 do 47.7 mln PLN). Drugim kluczowym czynnikiem obniżającym wycenę jest wzrost stopy wolnej od ryzyka. Przy aktualnej cenie akcji Ambry na poziomie 21.0 PLN utrzymujemy rekomendację kupuj.

Po wynikach I kwartału 2021/22 oczekiwaliśmy, że ten rok będzie dla spółki dużo lepszy rok niż poprzedni. Po I kwartale, który był bardzo dobry pod względem rentowności, spółka zapowiadała, że presja na marże zwiększy się od stycznia. Niestety rosnące koszty zaczęły doskwierać już w poprzednim, najważniejszym dla spółki kwartale. Zapowiedzi na najbliższe okresy są jeszcze mniej optymistyczne. Presja na marże będzie się nasilać, a równocześnie dynamiki przychodów będą dużo słabsze. Spółka wprawdzie wdrożyła podwyżki cen swoim klientom, jednak są one niższe niż by chciała i nie pokryją wzrostu kosztów. Oczekujemy, że przychody w kolejnych dwóch kwartałach będą wyższe zaledwie o 5% r/r (po dynamice 20.2% w I półroczu) a zysk netto w II półroczu 2021/22 obniży się o 90% r/r do 1.1 mln PLN (trzeba jednak pamiętać w ubiegłym roku II półrocze było nadzwyczajnie dobre). Dzięki dobrej I połowie 2021/22 w całym roku Ambra powinna wygenerować 46.8 mln PLN zysku netto (+2.5% r/r).

Kurs akcji relatywnie



Max/min 52 tygodnie (PLN)	25.7 / 19.2	
Liczba akcji (mln)	25.2	
Kapitalizacja (mln PLN)	529	
EV (mln PLN)	511	
Free float (mln PLN)	206	
Średni obrót (mln PLN)	0.4	
Główny akcjonariusz	Schloss-Wachenheim	
% akcji, % głosów	61.1%, 61.1%	
	1 m	3 m 12 m
Zmiana ceny	-7.8%	-13.1% 8.1%
Zmiana rel. WIG	5.4%	2.5% 7.1%

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 (%)
2020/21	673.2	77.9	92.2	75.8	45.6	1.81	2.38	12.9	11.6	1.6	3.3	6.6	5.5	15.4
2021/22p	765.8	79.4	93.9	74.9	46.8	1.86	2.43	13.8	11.3	1.5	4.5	6.4	5.4	14.3
2022/23p	811.7	77.8	93.6	76.8	47.7	1.89	2.52	14.7	11.1	1.4	4.8	6.6	5.5	13.7
2023/24p	864.5	81.9	99.1	80.9	50.2	1.99	2.68	15.7	10.5	1.3	4.9	6.2	5.2	13.5

p - prognozy skonsolidowane MillenniumDM, EBITDA wg MSR 17

Raport został sporządzony przez Millennium Dom Maklerski S.A. na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w ramach Programu Wspierania Pokrycia Analitycznego. Dane dotyczące powiązań Millennium Domu Maklerskiego S.A. ze spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu oraz pozostałe wymagane informacje umieszczone zostały na ostatniej stronie raportu.

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 596 mln PLN, czyli 23.6 PLN na akcję. Przy użyciu metody porównawczej wyceniliśmy spółkę na 841 mln PLN (33.3 PLN na akcję). Zarówno metodzie DCF jak i porównawczej przypisaliśmy wagę po 50%. Uzyskaliśmy wycenę spółki na poziomie 718 mln PLN, czyli 28.5 PLN na akcję. W związku z uzyskaną wyceną utrzymujemy rekomendację kupuj dla akcji spółki Ambra.

Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Wycena (mln PLN)	Wycena na 1 akcję (PLN)
Wycena DCF	596	23.6
Wycena porównawcza	841	33.3
Wycena spółki Ambra SA	718	28.5

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 2021/22 do 2030/31,
- ❑ Do oszacowania stopy wolnej od ryzyka w kolejnych latach prognozy użyto rentowności obligacji skarbowych,
- ❑ Długoterminową stopę wolną od ryzyka ustalono na poziomie 4.3% (podwyższenie z 2.2% 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 2030/31 na poziomie 1.2%,
- ❑ Wzrost przychodów grupy w roku 2021/22 o 13.8%, w 2022/23 wzrost o 6.0% oraz 6.5%, 5.0% i 4.5% w kolejnych 3 latach
- ❑ Spadek marży brutto z poziomu z 35.7% w roku 2020/21 do 34.6% w roku 2021/22 oraz spadek do 34.1% w roku 2022/23 i systematyczny spadek o 0.1 p.p. rocznie w długim okresie,
- ❑ Wzrost kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu o 12.6% w roku 2021/22, o 9% w roku 2022/23 oraz 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 154.8 mln PLN (jako iloczyn aktualnego C/Z Ambry za rok 2021/22 na poziomie 11.3 oraz zysków mniejszości za rok 2021/22 na poziomie 13.7 mln PLN).

Wycena spółki metodą DCF

(mln PLN)	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26	2026/27	2027/28	2028/29	2029/30	2030/31	>2030/31
Sprzedaż	765.8	811.7	864.5	907.7	948.2	987.2	1024.3	1059.2	1093.1	1125.7	
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)	63.1	61.8	65.1	67.5	69.7	71.8	73.6	75.2	76.7	78.1	
Amortyzacja*	14.5	15.8	17.2	18.3	19.3	20.2	21.0	21.8	22.5	23.1	
Inwestycje	-21.0	-29.0	-26.0	-26.3	-26.5	-26.8	-27.1	-27.3	-27.6	-27.9	
Zmiana kap.obrotowego	-22.2	-11.0	-12.6	-10.4	-9.7	-9.3	-8.9	-8.4	-8.1	-7.8	
FCF	34.5	37.6	43.7	49.3	52.8	55.9	58.7	61.3	63.5	65.5	821.9
Zmiana FCF		9.1%	16.1%	12.8%	7.3%	5.7%	5.1%	4.5%	3.5%	3.2%	1.2%
Dług/Kapitał	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Stopa wolna od ryzyka	3.5%	3.5%	3.8%	4.2%	4.3%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%	4.3%	4.3%
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	5.0%	5.0%	5.3%	5.7%	5.8%	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%	5.8%	5.8%
Koszt kapitału	8.5%	8.5%	8.8%	9.2%	9.3%	9.4%	9.4%	9.4%	9.4%	9.3%	9.3%
WACC	8.5%	8.5%	8.8%	9.2%	9.3%	9.4%	9.4%	9.4%	9.4%	9.3%	9.3%
PV (FCF)	34.5	34.7	36.9	37.9	37.0	35.7	34.2	32.7	31.0	29.4	369.9
Wartość DCF (mln PLN)	714	w tym wartość rezydualna				370					
(Dług) Gotówka netto*	18.2										
Wartość udz. mniejsz. aktywa nieoperacyjne	-154.8										
Wycena DCF (mln PLN)	595.9										
Liczba akcji (mln)	25.2										
Wycena 1 akcji (PLN)	23.6										

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	3.3%	24.3	24.8	25.2	25.7	26.2	26.8	27.4
	3.8%	23.4	23.8	24.2	24.6	25.1	25.5	26.1
	4.3%	22.5	22.9	23.3	23.6	24.0	24.5	24.9
	4.8%	21.8	22.1	22.4	22.8	23.1	23.5	23.9
	5.3%	21.1	21.4	21.7	22.0	22.3	22.7	23.0

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		
			2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
SCHLOSS WACHENHEIM	SWA	Niemcy	4.1	3.9	4.0	6.5	6.2	6.4	11.5	10.9	10.8
CONSTELLATION BRANDS	STZ	USA	16.9	15.3	13.9	18.9	17.4	15.7	21.6	19.3	17.1
HAWESKO HOLDING AG	HAW	Niemcy	7.4	7.9	7.6	10.6	11.6	11.2	13.2	14.6	13.9
OENEO	SBT	Francja	14.2	12.7	11.6	17.9	15.9	14.3	23.9	20.6	18.3
Mediana			10.8	10.3	9.6	14.3	13.8	12.7	17.4	17.0	15.5
Wyniki spółki (mln PLN)			92.2	93.9	93.6	77.9	79.4	77.8	45.6	46.8	47.7
Wartość udziałów mniejszościowych			-154.8	-154.8	-154.8	-154.8	-154.8	-154.8			
Gotówka (Dług) netto			18.2	18.2	18.2	18.2	18.2	18.2			
Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)			860	829	762	974	958	852	796	793	741
Wycena			841								
Wycena na 1 akcję			33.3								

Źródło: Bloomberg, MillenniumDomMaklerski S.A.

Czynniki ryzyka

Do najważniejszych czynników ryzyka wpływających na działalność Grupy Ambra należą:

- **Ryzyko pogorszenia nastrojów konsumenckich.** Nastroje konsumenckie i chęć do zakupów są jednym z głównych czynników wpływających na rynek wina. W kolejnych okresach oczekujemy ich pogorszenia w związku z wysoką inflacją, która będzie się utrzymywać blisko 10%, wojną w Ukrainie oraz związanym z tym spowolnieniem gospodarczym. Silna gospodarka oraz rynek pracy najlepszy okres prawdopodobnie mają już za sobą. Inflacja będzie wymuszać dalszy wzrost stóp procentowych, co dalej będzie schładzać gospodarkę. Wzrost cen dóbr pierwszej potrzeby (żywność, energia) może wpływać negatywnie na mniej niezbędne wydatki.
- **Ryzyko większego wzrostu kosztów wynagrodzeń.** Najważniejszym kosztem (poza kupowanymi surowcami i towarami) są koszty wynagrodzeń, które w roku 2020/2021 wyniosły 98.2 mln PLN i wzrosły aż o 13.9% r/r. Dynamika ta była jednak tania sama jak wzrost przychodów ze sprzedaży. 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. W krótkim okresie najbliższych kwartałów oczekujemy szybszego wzrostu kosztów płac niż przychodów.
- **Ryzyko kursów walut oraz cen surowców.** Znacząca część towarów oraz surowców jest importowana (wartość ok. 45 mln EUR rocznie), dlatego ceny surowca oraz EUR/PLN wpływają na koszty. Wzrost EUR/PLN o 10% obniżyłby, poprzez różnice kursowe, wynik netto o ok. 2.5 mln PLN. Wzrost cen surowców może być jednym z głównych ryzyk dla wyników spółki w kolejnych kwartałach.

- **Ryzyko transakcji z głównym akcjonariuszem.** Transakcje takie mogą generować konflikty interesów, jednak zakupy od głównego akcjonariusza (i spółek z nią powiązanych) stanowiły zaledwie 3.1% przychodów w 2020/21.
- **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 praktyki dywidendowej spółki.** Zakłada ona stabilny wzrost wypłacanej dywidendy. Uważamy, że systematycznie rosnące dywidendy są 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 długoterminowe ryzyka w działalności Ambry są umiarkowane, a spółka nie powinna mieć dużego problemu w zarządzaniu większością z nich. W krótkim terminie niekorzystnie będą jednak wpływać istotne wzrosty kosztów, których spółka nie będzie w stanie przerzucać dalej na klientów.

Ostatnie wydarzenia

II kwartał dobry, ale nie tak spektakularny jak poprzednie

Skonsolidowane wyniki finansowe grupy Ambra

	II kwartał 2021/2022	prognoza MDM	II kwartał 2020/2021	zmiana r/r	I-II kw. 2021/2022	I-II kw. 2020/2021	zmiana
Przychody	305.5	287.4	246.9	23.7%	465.9	387.6	20.2%
Polska	217.3	205.3	178.5	21.7%	340.9	290.2	17.5%
Czechy i Słowacja	40.0	37.3	30.6	30.7%	58.8	44.9	31.0%
Rumunia	57.7	55.1	46.7	23.6%	82.6	66.3	24.6%
EBITDA	60.5	60.4	53.1	13.9%	86.2	69.6	23.9%
EBIT	54.5	54.4	47.2	15.6%	74.3	58.2	27.7%
Polska	31.6		30.0	5.3%	44.9	37.5	19.7%
Czechy i Słowacja	7.8		5.2	50.0%	10.4	7.1	46.5%
Rumunia	15.2		12.1	25.6%	19.2	13.8	39.1%
Zysk netto akcj. jedn. dominującej	34.7	32.8	29.6	17.2%	45.7	35.0	30.6%
Marże							
Marża EBITDA	19.8%	21.0%	21.5%		18.5%	18.0%	
Marża EBIT	17.8%	18.9%	19.1%		15.9%	15.0%	
Marża netto	11.4%	11.4%	12.0%		9.8%	9.0%	

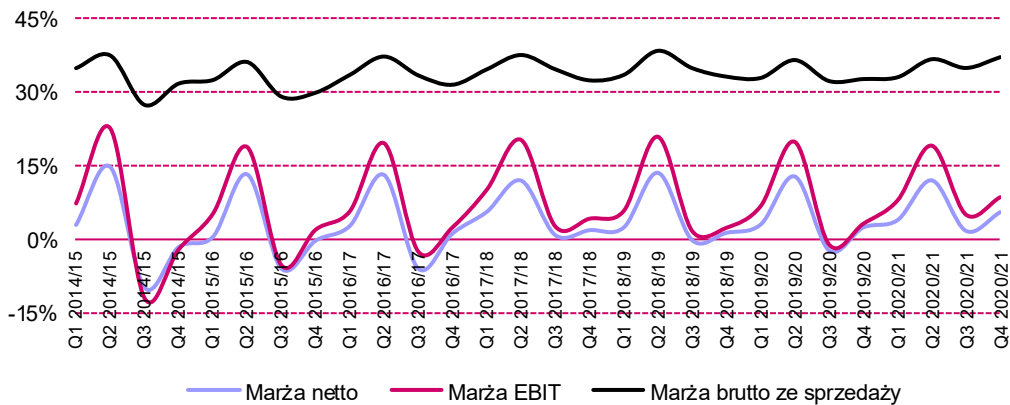
Źródło: Ambra; prognoza MillenniumDM; mln PLN

Wyniki w II kwartale roku obrotowego 2021/22 były zbliżone do naszych oczekiwań, jednak nie były już tak spektakularne jak we wcześniejszych kwartałach. Przychody były wyższe od naszych szacunków o 6.3%, zysk netto okazał się lepszy o 5.8%, natomiast EBIT był zgodny z naszymi prognozami. W minionym kwartale in minus zaskoczyła marża ze sprzedaży (która wcześniej mocno zaskakiwała in plus), co było efektem rosnących kosztów surowców. W sumie wynik netto w najważniejszym dla spółki kwartale, który wyniósł 34.7 mln PLN (+17.2% r/r) należy uznać za całkiem dobry. Kwartał ten pokazał jednak, że spółka zaczyna mieć problem z kosztami, co będzie również widoczne w przyszłości. W całym I półroczu zysk netto wyniósł 45.7 mln PLN i był wyższy o 30.6% r/r.

Bardzo dobra sprzedaż w II kw. 2021/22, która wzrosła o 23.7% r/r, częściowo wynikała z efektu bazy. W końcówce roku kalendarzowego 2020 miał miejsce lock down mocno wpływający na sprzedaż detaliczną oraz brak imprez świątecznych. Natomiast w IV kwartale 2021, obostrzenia i wpływ na sprzedaż były już niewielkie. Sprzedaż na rynku polskim wzrosła o 21.7% r/r i była wyraźnie powyżej oczekiwanej przez nas dynamiki 15%. Do dobrej dynamiki przyczyniła się głównie wina musujące (powrót społeczeństwa do mocniejszego świętowania Sylwestra) oraz alkohole mocno, przy słabszej dynamice win spokojnych. Do naturalnego odbicia doszło w segmencie HoReCa. Względem analogicznego kwartału sprzed dwóch lat wzrost w Polsce wyniósł 18.0%. Dynamika sprzedaży w II kw. w Czechach i na Słowacji (+30.7% r/r) była również powyżej oczekiwanego przez nas wzrostu +22% - tutaj niezmiennie rynek zdobywa marka Mucha Sekt. Pozytywnie zaskoczyła również sprzedaż w Rumunii (+23.6% r/r), gdzie prognozowaliśmy zmianę +18% (tutaj driverem cały czas jest ZAREA).

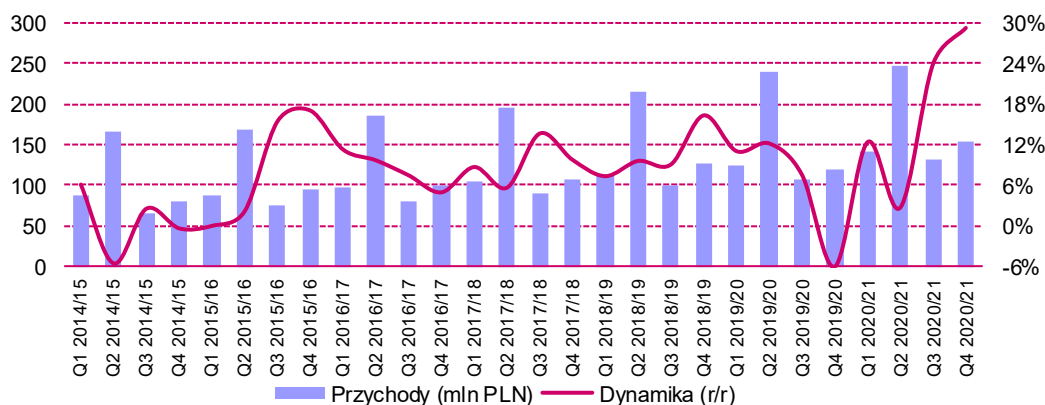
W II kw. marża ze sprzedaży wyniosła 41.7%, co oznaczało spadek o 1 p.p. r/r i było to dla nas negatywnym zaskoczeniem (oczekiwaliśmy +0.8 p.p. r/r). Marża tym samym była też niższa o 1.8 p.p. niż w I kw. 2021/22 mimo, że ze względów sezonowych prawie zawsze w II kw. jest wyższa. Główną przyczyną niższej marży były rosnące koszty surowców oraz wyższy średni kurs EUR/PLN. Marża we wcześniejszych kwartałach mocno zaskakiwała in plus, teraz jak widać spółkę dosięgły rosnące koszty surowców. Wyższe od naszych założeń były koszty marketingu (o 2.1 mln PLN), gdyż wraz z odbiciem rynku spółka przestała tak agresywnie ciąć koszty reklamy jak to było we wcześniejszych kwartałach. Niższe natomiast od naszych szacunków (o 1.3 mln PLN) były koszty SG&A, które wzrosły o 15.3% r/r. Linia pozostałych przychodów/kosztów operacyjnych pokazała stratę -1.9 mln PLN na co w większości złożyła się zapłata 0.6 mln PLN za przejmowane 2 lata temu sklepy w Czechach (earn out) oraz szacowane rezerwy na należności. W naszych prognozach zakładaliśmy zerowy wynik na tej linii.

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.

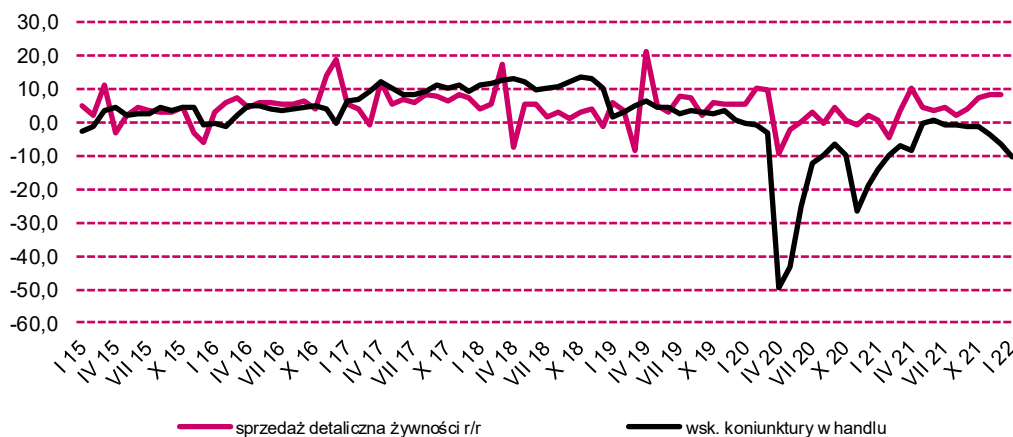
W II kw. 2021/22 EBIT wyniósł 54.5 mln PLN i był praktycznie zgodny z naszą prognozą 54.4 mln PLN. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami linia przychodów/kosztów finansowych miała niewielki ujemny wpływ na wynik (-0.4 mln PLN, oczekiwaliśmy -0.5 mln PLN). Zyski mniejszości wyniosły natomiast 9.3 mln (zakładaliśmy 9.8 mln PLN) a zaksięgowany podatek wyniósł 10.1 mln PLN czyli był niższy o 1.2 mln PLN od naszych oczekiwań. W sumie zysk netto w II kw. 2021/22 przypadający akcjonariuszom Ambry wyniósł 34.7 mln PLN (+17.2% r/r) vs oczekiwane 32.8 mln PLN.

Na koniec grudnia dług netto wyniósł 39.9 mln PLN w porównaniu z 45.4 mln PLN długu netto rok wcześniej. Z przyczyn sezonowych dług jest najwyższy właśnie na koniec grudnia i w kolejnych kwartale powinien zbliżyć się do zera (a na koniec czerwca oczekujemy gotówki netto). Cash flow operacyjny w całym I półroczu 2021/22 wyniósł -13.0 mln PLN w porównaniu z +17.8 mln PLN rok wcześniej. Zeszlazyczne dodatnie przepływy były jednak anomalią, gdyż najczęściej w I półroczu grupa Ambra ma ujemne przepływy operacyjne (rok temu spółka schodziła z nagromadzonych zapasów).

Po bardzo dobrym okresie przejściowe pogorszenie wyników

Spółka pokazywała znakomite wyniki w okresie I-III kw. roku kalendarzowego 2021 dzięki odbiciu sprzedaży do poziomów znacznie wyższych niż przed pandemią przy równoczesnej bardzo dobrej marży. IV kwartał 2021, omawiany powyżej, był dobry, ale już nie tak rewelacyjny. Widoczne były jeszcze silne dynamiki sprzedaży, ale marże już się pogorszyły. Słabsze marże pojawiły się wcześniej niż spółka zapowiadała – oczekiwaliśmy, że efekt ten będzie widoczny dopiero od 2022 r. Sądzymy więc, że problem z rosnącymi kosztami jeszcze się nasili w tym roku. Dodatkowo najprawdopodobniej rynek nie będzie już rósł tak szybko jak w ostatnich kwartałach. Spółka twierdzi, że spowolnienie rynku w Polsce było widoczne już końcówce 2021 r. i było kontynuowane na początku tego roku. Uważamy, że wojna na Ukrainie również nie będzie sprzyjać - obniża chęć do świętowania, a dodatkowo podwyższy inflację w średnim terminie.

Dynamika sprzedaży żywności i koniunktura w handlu (%)



Źródło: GUS

Zarząd uważa, że rynkowi nie będzie sprzyjać uszczuplenie dochodów klasy średniej w związku z powszechną inflacją oraz wyższymi obciążeniami paropodatkowymi (składka zdrowotna). Część konsumentów będzie także tracić na rosnących kosztach kredytów hipotecznych. Z drugiej strony rosną płace, choć ich dynamika niewiele przekracza wzrost cen w gospodarce. Uważamy również, że rynek wina był nadzwyczajnie silny w czasie pandemii (z trudnych jednoznacznie do wytłumaczenia powodów), co może spowodować jego spowolnienie po jego zakończeniu. A z informacji od spółki wynika, że spowolnienie jest wyraźne widoczne na początku roku. Trudno stwierdzić jaki będzie efekt netto podwyżek cen forsowany przez Ambrę, które w swej istocie zwiększają przychody, ale równocześnie mogą oddziaływać na obniżenie popytu. Sądzymy, że popyt na alkohole, szczególnie ze średniej i wyższej półki (nie będące produktem pierwszej potrzeby), może się krótkoterminowo zmniejszyć. Spółka również podkreśla, że rzeczywiście popyt na produkty ze średniej i wyższej półki może być słabszy, ale posiada również marki

mainstreamowe na które popyt powinien pozostać silny. W sumie uważamy, że w najbliższych kwartałach dynamiki będą jednocyfrowe. Ponieważ sądzimy, że część odbiorców zwiększała zapasy w grudniu (przed podwyżkami) można się spodziewać, że w bieżącym kwartale sprzedaż będzie rosła nieznacznie powyżej zera. Sądzimy, że słabe dynamiki będą widoczne przez 2-3 kwartały. Należy jednak przypomnieć, że wzrosty widoczne w ostatnich kwartałach w okolicach 20% nie są normalnymi dynamikami dla grupy. W dłuższej perspektywie Ambra oczekuje wzrostów na poziomie ok. 6-7% rocznie.

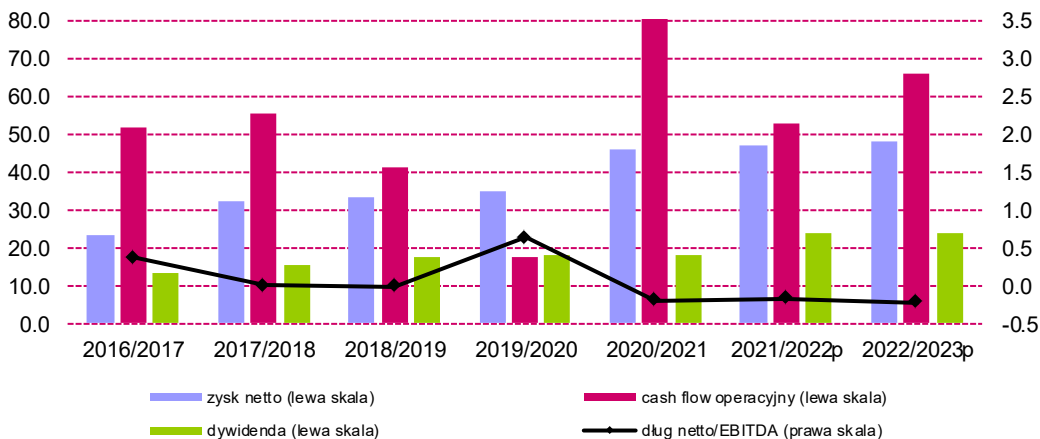
Spółka podkreśla, że negatywne czynniki kosztowe oraz dotyczące zahamowania popytu są krótkoterminowe (będą wpływać przez kilka najbliższych kwartałów). Zgadza się z tym poglądem i uważamy, że te najbliższe kilka kwartałów to będzie naturalny powrót po średniej po wyjątkowo dobrym okresie. Grupa Ambra miała w roku 2020/21 marżę EBIT na poziomie 11.6% m.in. dzięki ograniczonej presji płacowej, niskim cenom surowców oraz obcięciu kosztów marketingu. Powyższe czynniki zmieniły się w ostatnim okresie o 180 stopni. Warto również pamiętać, że sama spółka kilka lat temu mówiła o poziomie 10% marży EBIT jako celu, które sobie stawia. I rzeczywiście, średnia marża za ostatnie 6 lat wynosi właśnie 10.0% wahając się w dość wąskim przedziale od 9.1% do 11.6%. Dlatego prognozowany przez nas spadek rentowności operacyjnej z 11.6% do 10.4% w tym roku nie jest niczym nadzwyczajnym. Uważamy, że w przyszłym roku rentowność spadnie jeszcze bardziej do 9.6% pod wpływem dalszej presji kosztowej. Ambra jak wiele innych przedsiębiorstw odczuwa silny wzrost kosztów materiałów, surowców, energii, płac i usług. W związku z rosnącymi kosztami spółka od początku roku wdraża podwyżki cen swoich towarów i produktów. Wcześniej oczekiwała, że mogą sięgnąć 10%, jednak prawdopodobnie będą niższe. Zarząd przyznaje równocześnie, że podwyżki nie pokryją całkowitego wzrostu kosztów zakupu. Zarząd twierdzi, że nie chce szokować podwyżkami cen i negatywnie wpływać na popyt, jednak sądzimy, że brak większych podwyżek wynikał również z presji negocjacyjnej ze strony sieci handlowych. Podwyżki cen nie będą jeszcze w całości widoczne w wynikach bieżącego kwartału, gdyż wdrażane są stopniowo. Równocześnie według spółki ocena średnioterminowej reakcji konsumentów na podwyżki (ewentualnego spadku popytu) będzie możliwa po Wielkanocy.

Dywidenda za ten rok zbliżona do zeszłorocznej

Ambra wypłaciła swoim akcjonariuszom dywidendę za rok obrotowy 2020/21 w wysokości 0.95 PLN na akcję. Mimo systematycznej od 12 lat wypłaty niemalejących dywidend spółka miała zaledwie 39.9 mln PLN długu netto (0.4x EBITDA) na dzień 31 grudnia 2021 (5.5 mln PLN mniejszy r/r). Ze względu na sezonowość największy dług w spółce w przeciągu roku jest właśnie na koniec grudnia. Na koniec roku obrotowego (30 czerwca) Ambra powinna pokazać gotówkę netto. Przy nieznacznie wyższym (+2.5% r/r) prognozowanym zysku netto w roku 2021/22 oraz bardzo dobrej sytuacji gotówkowej Ambra najprawdopodobniej wypłaci za ten rok obrotowy dywidendę na poziomie zbliżonym do zeszłorocznego poziomu 0.95 PLN. Podkreślamy, że spółka ma tak dobry bilans, że dywidenda mogłaby być znacznie wyższa (nawet 1.5 PLN bez tworzenia problemów za zadłużeniem). Jednak zarząd stawia sobie za cel aby dywidenda nigdy nie była niższa r/r. W związku z tym nie chce wypłacać maksymalnie wysokich dywidend, aby nie być zmuszonym ich później zmniejszać. Uważamy tą politykę za rozsądną, gdyż zwiększa przewidywalność dywidend jak również pozwala spółce na elastyczność w przypadku pojawienia się ciekawych celów akwizycyjnych. Zarząd w swojej strategii przejść patrzy przede wszystkim pod kątem dopasowania do strategii rozwoju. Uważamy, że w przeszłości spółka dokonywała przejść, które dodawały wartość, dlatego nie widzimy obaw, że spółka kupi coś dużego co się okaże przepalaniem środków. CAPEX spółki ma w kolejnych latach wynosić 25 mln PLN. Spółce na ten rok raczej nie uda się wykonać tego planu ze względu na opóźnienia w realizacji projektu fotowoltaicznego (inwestycje wyniosą ok. 20 mln PLN), ale będzie to oznaczać, że większe wydatki w roku przyszłym (ok. 30 mln PLN).

Siłą spółki są bardzo dobre operacyjne przepływy pieniężne, które przewyższają zysk netto – szacujemy, że w najbliższych 4 latach średnioroczne przepływy wyniosą 65.6 mln PLN rocznie. Operacyjne przepływy pieniężne w I półroczu 2021/22 wyniosły -13.0 mln PLN vs +17.8 mln PLN w I półroczu 2020/21. Nie jest to niepokojący fakt. Grupa Ambra prawie zawsze w przeszłości miała ujemny cash flow w I półroczu, gdyż wtedy spółka przygotowuje się przed sezonowy szczyt sprzedaży w grudniu. Dodatkowo przepływy w I półroczu 2020/21 można uznać za wyjątek wynikający z faktu, że spółka przed tym okresem zwiększała ponadnormatywnie zapasy (w związku z remontem zakładu produkcyjnego) i w I półroczu 2020/21 nie musiała ich już zwiększać. Uważamy, że nie ma istotnego zagrożenia dla polityki niemalejących dywidend w przyszłości.

Wartość dywidendy a możliwości wypłat przez spółkę (mln PLN)



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

Aktualizacja prognoz finansowych

Spółka pokazała w ostatnich dwóch kwartałach bardzo dobre wyniki, szczególnie pod względem przychodów. Marża w I kwartale 2021/22 była również bardzo dobra, ale w kluczowym kwartale dla spółki II kwartale była już wyraźnie słabsza uwydatniając presję kosztową. Niestety zapowiedzi spółki wyraźnie wskazują, że nie będzie ona w stanie przenieść w całości kosztów na klientów, co będzie w najbliższych kwartałach ujemnie wpływało na zyski. W stosunku do naszych poprzednich oczekiwań podnosimy całoroczną prognozę przychodów o 2.9%, choć oczekujemy wyraźnego spowolnienia dynamiki przychodów w II połowie roku (do 5% r/r). Podnosimy również nieznacznie prognozy przychodów na lata kolejne. Równocześnie oczekujemy niższej niż poprzednio rentowności EBIT (o 0.4 p.p.). Suma obu zmian niestety obniżenie oczekiwanego zysku netto (na rok 2021/22 zmiana z 48.9 mln PLN na 46.8 mln PLN). Podkreślamy, że nasze prognozy implikują dużo słabsze r/r wyniki w III i IV kwartale 2021/22.

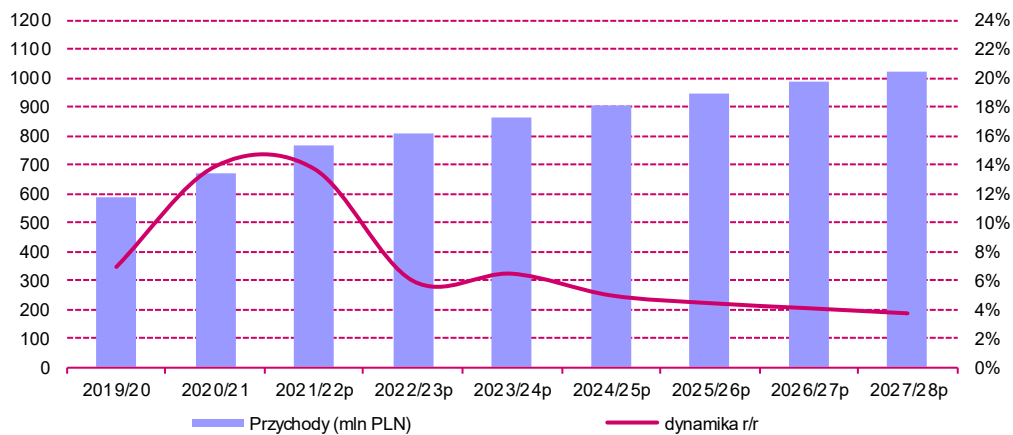
W perspektywie kolejnych lat uważamy, że racjonalne jest nasze założenie powrotu dynamiki przychodów do wartości jednocyfrowych. W tym roku przychody według naszych prognoz wzrosną o 13.8%, a w ubiegłym było to 13.9%. Sądzymy, że dwucyfrowe dynamiki raczej nie są dla grupy Ambra normą i powrócą do długoterminowych średnich w kolejnych latach. Na przyszły rok obrotowy oczekujemy wzrostu przychodów o 6.0% a w kolejnym 6.5%. Sądzymy również, że marża EBIT, która w roku 2020/21 wyniosła rekordowe 11.6% w kolejnych okresach będzie się systematycznie obniżać. Zakładamy jej spadek do 10.4% w tym roku i 9.6% w przyszłym oraz dalszą jej obniżkę w latach kolejnych (o 0.1 p.p. rocznie). W przypadku rentowności uważamy równocześnie, że istnieją większe ryzyka, że w najbliższym roku będzie ona niższa niż wyższa od naszych prognoz. Dzięki zdobywaniu rynku w Czechach i Rumunii oraz rosnącemu rynku wina w Polsce, zyski Ambry w kolejnych latach nadal będą systematycznie się zwiększały. Sądzymy jednak, że w kilku najbliższych kwartałach nastąpi pogorszenie wyników a patrząc w perspektywie lat, wzrosty zysków będą jednocyfrowe.

Zmiany w prognozach Millennium DM wyników grupy Ambra

	2021/2022			2022/2023			2023/2024		
	poprzednia	aktualna	zmiana	poprzednia	aktualna	zmiana	poprzednia	aktualna	zmiana
Przychody	744.0	765.8	2.9%	795.8	811.7	2.0%	842.1	864.5	2.7%
EBITDA	96.2	93.9	-2.3%	100.0	93.6	-6.4%	105.1	99.1	-5.7%
EBIT	81.5	79.4	-2.6%	83.9	77.8	-7.3%	88.0	81.9	-7.0%
marża EBIT	11.0%	10.4%		10.5%	9.6%		10.4%	9.5%	
Zysk netto akcj. jedn. domin.	48.9	46.8	-4.4%	50.8	47.7	-6.1%	53.2	50.2	-5.6%
marża netto	6.6%	6.1%		6.4%	5.9%		6.3%	5.8%	

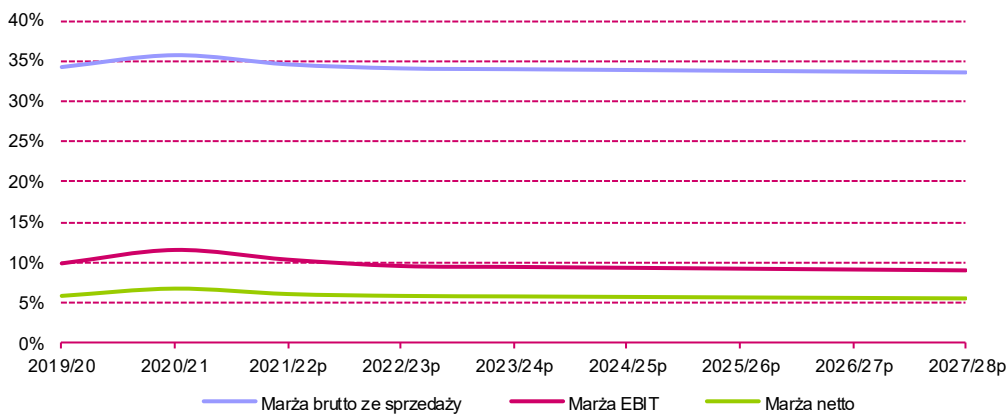
Źródło: prognozy Millennium DM, EBITDA wg MSR 17

Prognoza przychodów w kolejnych latach



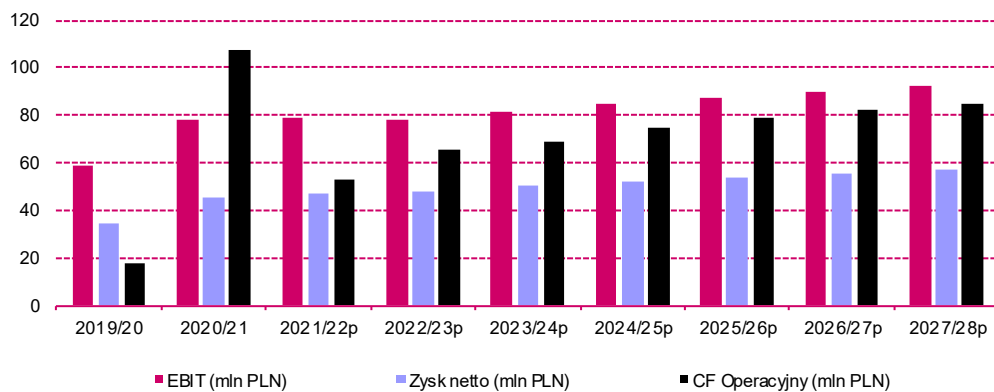
Źródło: Ambra S.A., prognozy Millennium Dom Maklerski S.A.

Prognoza marży brutto ze sprzedaży, EBIT oraz netto



Źródło: Ambra S.A., prognozy Millennium Dom Maklerski S.A.

Prognozowane wyniki EBITDA, zysk netto oraz cash flow operacyjny



Źródło: Ambra S.A., prognozy Millennium Dom Maklerski S.A.

Analiza czynników ESG

Na jesieni 2020 roku AMBRA S.A. i AMBRA Brands Sp. z o.o. rozpoczęły realizację Strategii 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

W maju 2022 r. planowane było oddanie do użytku farmy fotowoltaicznej o mocy 1 MW w Winiarni w Woli Dużej, jednak ta inwestycja się opóźnia. W II kwartale 2021 r. zainstalowano centralną stację mycia w Winiarni, co pozwoli na dalsze obniżenie zużycia wody.

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

W styczniu 2021 r. wdrożono Kodeks Etyki zawierający zagadnienia antidyskryminacyjne. Spółka zwiększa udział produktów nisko- i bezalkoholowych w sprzedaży: CIN&CIN Free oraz niskoalkoholowe Winiarnia Zamojska Lekkie i Fresco Frizzante.

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). Spółka podaje też konkretne działania przybliżające do osiągnięcia wyznaczonych celów. Oceniamy pozytywnie strategię zrównoważonego rozwoju, która zawiera szczegółowe i mierzalne cele. Szczególnie warto podkreślić aspekt promowania umiarkowanej konsumpcji alkoholi, który jest w sprzeczności z krótkoterminową maksymalizacją zysków. A spojrzenie długoterminowe jest jedną z kluczowych kwestii w zrównoważonym rozwoju. Zarząd podkreśla, że to nie zewnętrzne regulacja, ale wymagania rynkowe zwiększają wagę odpowiedzialności społecznej. Klientami spółki są osoby, które kupują alkohol z coraz większą świadomością.

Wyniki finansowe

Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2019/20	2020/21	2021/22p	2022/23p	2023/24p	2024/25p
przychody netto	590.9	673.2	765.8	811.7	864.5	907.7
Koszty sprzedanych towarów	-388.6	-432.8	-501.0	-535.1	-570.8	-600.2
zysk brutto na sprzedaży	202.3	240.4	264.7	276.6	293.7	307.5
koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	-144.5	-163.3	-183.9	-200.4	-213.5	-224.1
saldo pozostałej działalności operacyjnej	0.7	0.8	-1.4	1.6	1.6	1.6
EBITDA	72.0	92.2	93.9	93.6	99.1	103.3
EBIT	58.5	77.9	79.4	77.8	81.9	85.0
saldo finansowe	-3.1	-2.1	-4.5	-0.9	-0.9	-0.9
zysk przed opodatkowaniem	55.4	75.8	74.9	76.8	80.9	84.1
podatek dochodowy	-11.3	-15.4	-14.5	-15.8	-16.6	-17.2
Udział w zyskach (stratach) jedn. podporządk.	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
(Zyski) straty mniejszości	-9.5	-14.8	-13.7	-13.4	-14.1	-14.6
Zysk netto akcj. jedn. domin.	34.7	45.6	46.8	47.7	50.2	52.2
EPS	1.38	1.81	1.86	1.89	1.99	2.07

Bilans (mln PLN)

	2019/20	2020/21	2021/22p	2022/23p	2023/24p	2024/25p
aktywa trwałe	242.5	242.9	251.1	267.8	278.9	288.9
wartości niematerialne i prawne	86.1	85.9	85.9	85.9	85.9	85.9
rzeczowe aktywa trwałe	116.9	108.3	114.8	128.0	136.7	144.6
prawa do użytkowania aktywów (MSSF 16)	21.5	28.9	30.6	34.1	36.5	38.6
inwestycje długoterminowe	14.3	14.4	14.4	14.4	14.4	14.4
rozliczenia międzyokresowe	3.7	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4
aktywa obrotowe	330.3	335.8	384.2	410.0	443.9	477.5
zapasy	175.1	156.1	177.6	188.2	200.5	210.5
należności	128.0	147.7	168.0	178.1	189.7	199.2
inwestycje krótkoterminowe	24.8	31.3	37.9	42.9	53.1	67.1
rozliczenia międzyokresowe	2.5	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
aktywa razem	572.8	578.7	635.3	677.8	722.8	766.4
kapitał własny akcjonariuszy jedn. dominującej	297.3	326.2	348.9	372.7	398.5	425.0
kapitał mniejszości	47.9	56.3	61.8	67.1	72.7	78.4
zobowiązania	227.6	196.2	224.5	238.0	251.6	263.0
zobowiązania długoterminowe	37.0	30.2	31.3	33.8	35.4	36.8
w tym zob. leasingowe (MSSF 16)	15.8	19.9	21.1	23.5	25.1	26.6
w tym dług odsetkowy	9.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
zobowiązania krótkoterminowe	190.6	166.1	193.2	204.2	216.2	226.1
w tym zob. leasingowe (MSSF 16)	8.0	10.5	11.1	12.3	13.2	14.0
w tym dług odsetkowy	61.0	13.0	19.9	19.9	19.9	19.9
pasywa razem	572.8	578.7	635.3	677.8	722.8	766.4
BVPS	11.8	12.9	13.8	14.8	15.8	16.9

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

Cash flow (mln PLN)

	2019/20	2020/21	2021/22p	2022/23p	2023/24p	2024/25p
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	44.2	60.4	60.4	61.1	64.3	66.8
amortyzacja bez leasingu MSSF 16	13.5	14.3	14.5	15.8	17.2	18.3
zmiana kapitału obrotowego	-44.9	20.3	-22.2	-11.0	-12.6	-10.4
gotówka z działalności operacyjnej	17.4	107.3	52.8	65.9	69.0	74.8
inwestycje (capex)	-34.3	-16.8	-21.0	-29.0	-26.0	-26.3
gotówka z działalności inwestycyjnej	-30.5	-16.1	-21.0	-29.0	-26.0	-26.3
wypłata dywidendy (w tym udz. mniejsz.)	-23.3	-23.8	-32.2	-32.0	-32.9	-34.5
emisja akcji	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0
zmiana zadłużenia	32.4	-57.1	6.9	0.0	0.0	0.0
gotówka z działalności finansowej	-1.1	-85.2	-25.2	-32.0	-32.9	-34.5
zmiana gotówki netto	-14.2	6.0	6.6	4.9	10.1	14.0
DPS	0.70	0.70	0.95	0.95	0.97	1.02
CEPS	1.91	2.38	2.43	2.52	2.68	2.80
FCFPS	0.84	5.37	3.42	3.65	4.00	4.31

Wskaźniki (%)

	2019/20	2020/21	2021/22p	2022/23p	2023/24p	2024/25p
zmiana sprzedaży	7.0%	13.9%	13.8%	6.0%	6.5%	5.0%
zmiana EBITDA	5.0%	28.0%	1.9%	-0.4%	5.9%	4.2%
zmiana EBIT	5.3%	33.1%	1.9%	-2.1%	5.3%	3.8%
zmiana zysku netto	5.4%	31.4%	2.5%	2.0%	5.3%	3.9%
marża EBITDA	12.2%	13.7%	12.3%	11.5%	11.5%	11.4%
marża EBIT	9.9%	11.6%	10.4%	9.6%	9.5%	9.4%
marża netto	5.9%	6.8%	6.1%	5.9%	5.8%	5.8%
sprzedaż/aktywa (x)	1.2	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3
dług / kapitał (x)	0.15	-0.06	-0.05	-0.06	-0.08	-0.11
odsetki / EBIT	-5.3%	-2.7%	-5.7%	-1.2%	-1.1%	-1.1%
stopa podatkowa	20.4%	20.3%	19.3%	20.5%	20.5%	20.5%
ROE	12.5%	15.4%	14.3%	13.7%	13.5%	13.1%
ROA	7.1%	8.0%	8.1%	7.5%	7.4%	7.2%
(dług) gotówka netto (mln PLN)	-45.4	18.2	17.9	22.9	33.1	47.1

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

Adam Zajler

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

Łukasz Bugaj

Doradca inwestycyjny
+48 22 598 26 59
lukasz.bugaj@millenniumdm.pl

Grzegorz Gawkowski

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

Dyrektor
banki, ubezpieczenia

Analityk
handel detaliczny, biotechnologia
branża spożywcza

Analityk
przemysł, technologie, media

Analityk
fundusze inwestycyjne

Analityk
fundusze inwestycyjne
sektor gier komputerowych

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

Wszelkie informacje zawarte w niniejszym raporcie mają wyłącznie charakter informacyjny i nie stanowią one rekomendacji w rozumieniu Rozporządzenia delegowanego komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającego 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, w wyniku doradztwa inwestycyjnego, oferty ani też kierowanego do kogokolwiek (lub jakiegokolwiek grupy osób) zaproszenia do zawarcia transakcji na instrumencie bądź instrumentach finansowych. Niniejszy raport został przygotowany z dobowaniem 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 nieaktualne. 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 stop procentowych, których wyeliminowanie jest praktycznie niemożliwe. Treść raportu nie była udostępniona spółkom będącym przedmiotem raportu przed jego opublikowaniem. 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 został przygotowany przez Millennium Dom Maklerski S.A. wyłącznie na potrzeby klientów Millennium Dom Maklerski S.A., 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

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 powstającym w związku ze sporządzeniem raportu (o ile występują) znajdują się poniżej.

Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla spółek: Ciech, Wielton, Selena FM, Skyline, Eurotel, Dekpol, GKS Katowice, Lokum Deweloper, Zamet Industry, od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora rynku dla spółek: Ciech, Wielton, Selena FM, Skyline, KGHM, PZU, GKS Katowice, Eurotel, Dekpol, Lokum Deweloper, Zamet Industry.

Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy pełnił funkcję oferującego w trakcie oferty publicznej dla akcji spółki: Lokum Deweloper S.A., od której otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy mógł zawierać umowy ze spółkami Getin Noble Bank oraz Getin Holding w zakresie bankowości inwestycyjnej.

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, Mostostal Zabrze. 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 który 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 określa również Regulamin wynagradzania, który zapewnia, że nie istnieją żadne powiązania pomiędzy wysokością wynagrodzeń pracowników różnych jednostek organizacyjnych lub wysokością przychodów osiąganych 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.

Prace związane ze sporządzeniem raportu zostały ukończone 8 marca 2022 roku o godzinie 14.30, a datą pierwszego rozpowszechnienia raportu 8 marca 2022 roku godzina 15.00

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	Kupuj	6 kw i 21	19.5	28.6	Marcin Palenik
Agora	Kupuj	18 maj 21	8.4	23.4	Adam Zajler
KGL	Kupuj	21 maj 21	17.0	30.5	Marcin Palenik
Alumetal	Kupuj	28 maj 21	68.8	77.8	Adam Zajler
Selvita	Neutralnie	16 cze 21	76.4	71.5	Marcin Palenik
Mostostal Zabrze	Kupuj	7 wrz 21	1.89	3.20	Adam Zajler
Ambra	Kupuj	28 wrz 21	25.4	36.1	Marcin Palenik
KGL	Neutralnie	13 paź 21	15.0	15.6	Marcin Palenik
Selvita	Neutralnie	14 gru 21	86.0	78.2	Marcin Palenik
Agora	Kupuj	20 gru 21	6.7	16.2	Adam Zajler

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

Spółki Ambra, Agora, KGL i Mostostal Zabrze uczestniczą w Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego, z tytułu czego MillenniumDM otrzymuje wynagrodzenie.

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

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	7	70%
Akumuluj	0	0%
Neutralnie	3	30%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

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

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

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