

Ambra

kupuj

branża spożywcza

poprzednia rekomendacja: kupuj

Cena: 22.0

Cena docelowa: 32.1

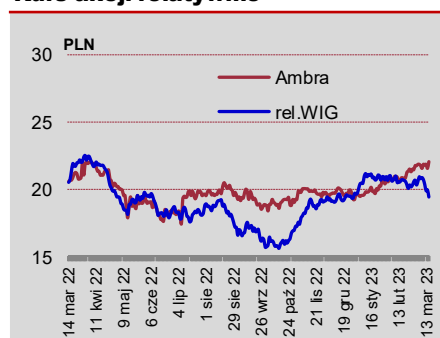
Solidne wyniki w wymagającym otoczeniu

Wyniki uzyskane przez Spółkę w dwóch pierwszych kwartałach roku obrotowego 2022/23 były nieznacznie wyższe od naszych oczekiwań. Pomimo niesprzyjających warunków rynkowych, Grupa Ambra zdołała utrzymać w nich dwucyfrową dynamikę wzrostu przychodów (12.7% r/r) głównie dzięki wprowadzonym podwyżkom cen produktów. Niestety, rosnąca presja kosztowa przełożyła się na zmniejszenie wolumenu sprzedaży i w konsekwencji do obniżenia poziomu marży brutto o 1.7 p.p. r/r. W wyniku tego marża EBIT Spółki obniżyła się z 15.9% do 14.9%, zaś marża netto spadła z 9.8% do 9.3%. Spodziewamy się, że kolejne półrocze może okazać się dla Grupy Ambra bardziej wymagające, zwłaszcza że Zarząd nie dostrzega obecnie spowolnienia wzrostu kosztów i prognozuje, że większość z nich nadal będzie rosła. Ambrze coraz trudniej będzie również wprowadzać kolejne podwyżki cen produktów. Z drugiej zaś strony, Spółka nie raz już udowodniła, że potrafi sobie radzić w trudnych warunkach. Oczekujemy, że na koniec bieżącego roku obrotowego przychody ze sprzedaży Grupy wyniosą ostatecznie 866,4 mln PLN (wzrost 11.7% r/r), zysk z działalności operacyjnej zwiększy się nieznacznie do 86,8 mln PLN (1.0% r/r), co umożliwi utrzymanie marży EBIT na poziomie 10.0%, natomiast zysk netto pozostanie na zbliżonym poziomie względem ubiegłego roku i będzie równy 51.8 mln PLN.

Uwzględniając naszą wycenę zysku netto w roku obrotowym 2022/23, Spółka notowana jest przy wskaźniku C/Z na poziomie 10.7. Cenę docelową 1 akcji Ambry w porównaniu z ostatnią prognozą, podnosimy z 25.6 PLN do 32.1 PLN i równocześnie podtrzymujemy rekomendację „kupuj”. Na zmianę wyceny Spółki pozytywnie wpłynęło zwłaszcza zwiększenie naszych oczekiwań co do jej przyszłych wyników po dwóch solidnych kwartałach, a także widoczny wzrost poziomu wskaźników spółek porównywanych.

Na zakończenie grudnia 2022 r. Spółka posiadała 68.0 mln PLN długu netto, przy czym na koniec roku obrotowego 2022/23 spodziewamy, że z uwagi na jego sezonowość, poziom ten ulegnie zmniejszeniu. W naszej opinii, niskie zadłużenie, a także stabilny cash flow, są czynnikami, które mimo prognozowanej przez nas płaskiej dynamiki wzrostu zysku netto, mogą pozwolić Ambrze na ponowne zwiększenie kwoty wypłaconej dywidendy. Dodatkowo, przyjmując brak znaczących planów inwestycyjnych, oczekujemy, że politykę dywidendową Grupy można uznać za niezagrażoną i tym samym przyszłoroczna kwota dywidendy, według naszych szacunków, wzrośnie do poziomu 1.05 PLN na akcję.

Kurs akcji relatywnie



Źródło: Bloomberg, Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A.

Max/min 52 tygodnie (PLN)	23.5 / 18.2		
Liczba akcji (mln)	25.2		
Kapitalizacja (mln PLN)	555		
EV (mln PLN)	574		
Free float (mln PLN)	209		
Średni obrót (mln PLN)	0,1		
Główny akcjonariusz	Schloss-Wachenheim		
% akcji, % głosów	61.1%, 61.1%		
	1 m	3 m	12 m
Zmiana ceny	5,8%	10,6%	1,4%
Zmiana rel. WIG	-6,2%	0,7%	-6,3%

Źródło: Bloomberg, Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A.

Grzegorz Gawkowski

22 598 26 05

grzegorz.gawkowski@bankmillennium.pl

	Przychody	EBIT	EBITDA*	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	DY (%)	EV /EBIT	EV /EBITDA	ROE (%)
2021/22	775,6	86,0	100,0	82,4	51,8	2,05	2,61	14,2	10,7	1,6	4,3	6,7	5,7	15,9
2022/23p	866,4	86,8	104,4	82,7	51,8	2,06	2,75	15,2	10,7	1,4	4,5	6,6	5,5	14,5
2023/24p	928,8	92,4	110,9	88,4	55,4	2,20	2,93	16,4	10,0	1,3	4,8	6,2	5,2	14,4
2024/25p	983,6	97,8	117,2	93,9	58,9	2,34	3,11	17,6	9,4	1,3	5,1	5,9	4,9	14,3

p - prognozy skonsolidowane Biura Maklerskiego Banku Millennium, EBITDA wg MSR 17

Spis treści

Wycena	3
Czynniki ryzyka	5
Ostatnie wydarzenia	6
Aktualizacja prognoz finansowych	9
Analiza czynników ESG	11
Wyniki finansowe	12
Rekomendacje Biura Maklerskiego Banku Millennium	14

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 600 mln PLN, czyli 23.8 PLN na akcję. Przy użyciu metody porównawczej wyceniliśmy Spółkę na 1019 mln PLN (40.4 PLN na akcję). Zarówno metodzie DCF, jak i porównawczej przypisaliśmy wagę po 50%. Uzyskaliśmy wycenę Spółki na poziomie 809 mln PLN, czyli 32.1 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	600	23,8
Wycena porównawcza	1019	40,4
Wycena spółki Ambra SA	809	32,1

Źródło: Bloomberg, Biuro Maklerskie Banku Millennium 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 2022/23 do 2031/32,
- ❑ Do oszacowania stopy wolnej od ryzyka w kolejnych latach prognozy użyto rentowności obligacji skarbowych,
- ❑ Długoterminową stopę wolną od ryzyka ustalono na poziomie 6.1% (brak zmiany względem poprzedniej rekomendacji),
- ❑ Premia rynkowa za ryzyko równa 5%,
- ❑ Współczynnik beta na poziomie 1.0,
- ❑ Stopa wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po roku 2031/32 na poziomie 1.2%,
- ❑ Wzrost przychodów Grupy w roku 2022/23 o 11.7%, w 2023/24 wzrost o 7.2% oraz 5.9%, 4.8% i 4.4% w kolejnych 3 latach,
- ❑ Spadek marży brutto z poziomu z 34.9% w roku 2021/22 do 33.3% w roku 2022/23,
- ❑ Wzrost kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu o 10.7% w roku 2022/23, oraz do poziomu dynamiki przychodów w kolejnych latach,
- ❑ Efektywna stopa podatkowa w okresie prognozy na poziomie 20.0%,
- ❑ 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 156.7 mln PLN (jako iloczyn aktualnego C/Z Ambry za rok 2022/23 na poziomie 10.7 oraz zysków mniejszości za rok 2022/23 na poziomie 14.6 mln PLN).

Wycena spółki metodą DCF

(mln PLN)	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26	2026/27	2027/28	2028/29	2029/30	2030/31	2031/32	>2031/32
Sprzedaż	866,4	928,8	983,6	1030,8	1076,1	1119,2	1163,9	1210,5	1258,9	1309,3	
efektywna st. podatku (T)	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	
EBIT (1-T)	69,5	73,9	78,3	82,0	85,6	89,1	92,6	96,3	100,2	104,2	
Amortyzacja*	17,5	18,5	19,4	20,2	20,9	21,7	22,5	23,4	24,4	25,4	
Inwestycje	-25,0	-25,3	-25,5	-25,8	-26,0	-27,3	-28,7	-30,1	-31,6	-33,2	
Zmiana kap.obrotowego	-10,4	-16,2	-14,2	-12,2	-11,8	-11,2	-11,6	-12,1	-12,6	-13,1	
FCF	51,6	51,0	58,0	64,2	68,8	72,3	74,8	77,5	80,4	83,3	856,5
Zmiana FCF		-1,1%	13,6%	10,8%	7,1%	5,0%	3,6%	3,6%	3,7%	3,7%	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	6,0%	5,8%	5,9%	6,0%	6,0%	6,0%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%
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	7,5%	7,3%	7,4%	7,5%	7,5%	7,5%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%
Koszt kapitału	11,0%	10,8%	10,9%	11,0%	11,0%	11,0%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%
WACC	11,0%	10,8%	10,9%	11,0%	11,0%	11,0%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%
PV (FCF)	51,6	46,0	47,2	47,0	45,3	42,8	39,9	37,2	34,7	32,4	333,3
Wartość DCF (mln PLN)	757	w tym wartość rezydualna				333					
(Dług) Gotówka netto*	-19,9										
Wartość udz. mniejsz.	-156,7										
aktywa nieoperacyjne	18,7										
Wycena DCF (mln PLN)	599,6										
Liczba akcji (mln)	25,2										
Wycena 1 akcji (PLN)	23,8										

Źródło: Biuro Maklerskie Banku Millennium 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							
stopa R _r rezydualna		0,6%	0,8%	1,0%	1,2%	1,4%	1,6%	1,8%
	5,1%	24,3	24,6	24,9	25,3	25,7	26,0	26,4
	5,6%	23,6	23,9	24,2	24,5	24,8	25,2	25,5
	6,1%	23,0	23,2	23,5	23,8	24,1	24,4	24,7
	6,6%	22,4	22,6	22,9	23,1	23,4	23,7	24,0
	7,1%	21,9	22,1	22,3	22,6	22,8	23,1	23,3

Źródło: Biuro Maklerskie Banku Millennium 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		
			2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
SCHLOSS WACHENHEIM	SWA	Niemcy	5,4	5,8	4,8	8,6	10,2	7,4	9,7	12,7	8,6
CONSTELLATION BRANDS	STZ	USA	16,1	15,4	14,2	17,9	17,3	16,0	21,6	19,9	18,2
HAWESKO HOLDING AG	HAW	Niemcy	9,2	8,7	8,1	14,4	13,3	12,1	15,3	15,0	13,5
OENEO	SBT	Francja	13,9	13,6	12,7	18,6	18,6	17,1	25,3	25,0	23,3
Mediana			11,5	11,1	10,4	16,2	15,3	14,1	18,5	17,5	15,9
Wyniki spółki (mln PLN)			100,0	104,4	110,9	86,0	86,8	92,4	51,8	51,8	55,4
Wartość udziałów mniejszościowych			-156,7	-156,7	-156,7	-156,7	-156,7	-156,7			
Gotówka (Dług) netto			-19,9	-19,9	-19,9	-19,9	-19,9	-19,9			
Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)											
			973	986	975	1213	1155	1125	955	905	879
Wycena			1 019								
Wycena na 1 akcję			40,4								

Źródło: Bloomberg, Biuro Maklerskie Banku Millennium 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 występującą inflacją, która może się utrzymywać na podwyższonym poziomie, kontynuacją wojny na Ukrainie oraz postępującym spowolnieniem gospodarczym. Silna gospodarka oraz rynek pracy najlepszy okres prawdopodobnie mają już za sobą. Poziom inflacji wymuszać będzie utrzymywanie wyższych stóp procentowych, co przełoży się na dalsze schładzanie gospodarki. 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 2021/2022 wyniosły 108.5 mln PLN i wzrosły aż o 10.5% r/r. Dynamika ta ukształtowała się jednak poniżej wzrostu 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 związku z tym, w okresie najbliższych kwartałów, spodziewamy się że dynamika wzrostu kosztów wynagrodzeń, będzie zbliżona do dynamiki 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. 3.0 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 3.8% przychodów w 2021/22.
- ❑ **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 zmieniają 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 poziom zadłużenia, 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 dalsze wzrosty kosztów, których Spółka nie będzie w stanie w całości przerzucać na klientów.

Ostatnie wydarzenia

Rosnące koszty zwiększają presję na marżę

Skonsolidowane wyniki finansowe grupy Ambra

	II kwartał 2022/2023	prognoza MBM	II kwartał 2021/2022	zmiana r/r	I-II kwartał 2022/2023	I-II kwartał 2021/2022	zmiana
Przychody	336,7	347,4	305,5	10,2%	525,1	465,9	12,7%
Polska	230,8	236,9	207,8	11,1%	364,0	324,5	12,2%
Czechy i Słowacja	40,4	42,5	40,1	0,7%	65,8	58,8	11,9%
Rumunia	65,5	68,0	57,6	13,7%	95,3	82,6	15,4%
EBITDA	65,8	66,1	60,5	8,8%	91,8	86,2	6,5%
EBIT	59,2	59,3	54,5	8,6%	78,4	74,3	5,5%
Polska	37,0		31,6	17,3%	49,0	44,9	9,2%
Czechy i Słowacja	8,7		7,7	12,4%	12,6	10,4	21,2%
Rumunia	13,6		15,2	-11,0%	16,9	19,2	-11,8%
Zysk netto akcj. jedn. dominującej	37,8	36,6	34,7	8,9%	48,8	45,7	6,8%
Marże							
Marża EBITDA	19,5%	19,0%	19,8%		17,5%	18,5%	
Marża EBIT	17,6%	17,1%	17,8%		14,9%	15,9%	
Marża netto	11,2%	10,5%	11,4%		9,3%	9,8%	

Źródło: Ambra; prognoza Biura Maklerskiego Banku Millennium; mIn PLN

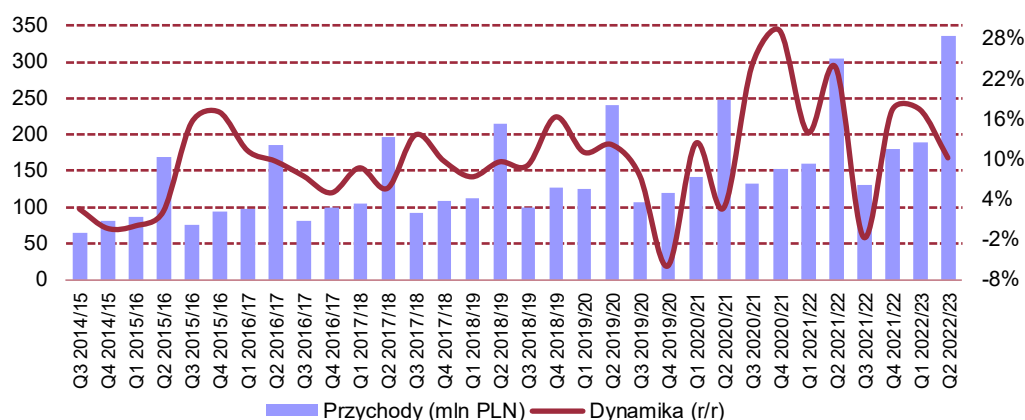
Wyniki w II kwartale roku obrotowego 2022/23 były zbliżone do naszych oczekiwań. Sprzedaż była niższa od naszych szacunków o 3.1%, zysk netto okazał się wyższy o 3.3%, natomiast EBIT był zgodny z naszymi prognozami. Równocześnie, wprowadzone w pierwszym półroczu podwyżki cen, umożliwiły Spółce utrzymanie dwucyfrowej dynamiki wzrostu przychodów (10.2% r/r), mimo że analogiczny okres ubiegłego roku był dla niej rekordowy. Wyższe ceny produktów przełożyły się jednak na spadek wolumenu sprzedaży, który w II kwartale był niższy o 6.9% r/r. Spółce nie udało się ostatecznie pokryć w pełni rosnących kosztów zakupu materiałów i surowców oraz dystrybucji, w efekcie czego marża zysku brutto ze sprzedaży uległa obniżeniu o 1.3 p.p. r/r (widać jednak poprawę względem I kwartału, kiedy spadek ten wyniósł 2.4 p.p.).

Sprzedaż na rynku polskim w II kwartale wzrosła o 11.1% r/r (poniżej naszych oczekiwań, prognozowaliśmy 14%), w Czechach i na Słowacji o 0.7% r/r (zakładaliśmy 6%; płaska dynamika wynika z faktu, że kluczowa konkurencja wstrzymała się z podwyżką cen do początku bieżącego

roku), natomiast w Rumunii o 13.7% r/r (spodziewaliśmy się 18%). Utrzymanie dwucyfrowej dynamiki przychodów w całej Grupie było więc możliwe dzięki solidnej sprzedaży w naszym kraju. W II kwartale za wyniki Spółki odpowiadały głównie marki napojów bezalkoholowych PICCOLO i ROBBY BUBBLE oraz win musujących: DORATO w Polsce, MUCHA SEKT w Czechach i na Słowacji oraz ZAREA w Rumunii. Korzystny wpływ miała również dalsza odbudowa konsumpcji w gastronomii, co przełożyło się także na wzrost sprzedaży win spokojnych. W konsekwencji łączne przychody ze sprzedaży Spółki wzrosły o 10.2% r/r, osiągając poziom 336.7 mln PLN (oczekiwaliśmy zwiększenia o 13.7% r/r). W II kwartale marża zysku brutto zmniejszyła się o 1.3 p.p. r/r i wyniosła 33.6% (prognozowaliśmy spadek o 1.5 p.p.). W wyniku niższych przychodów, marża ze sprzedaży była jednak o 3 mln PLN niższa od naszych oczekiwań.

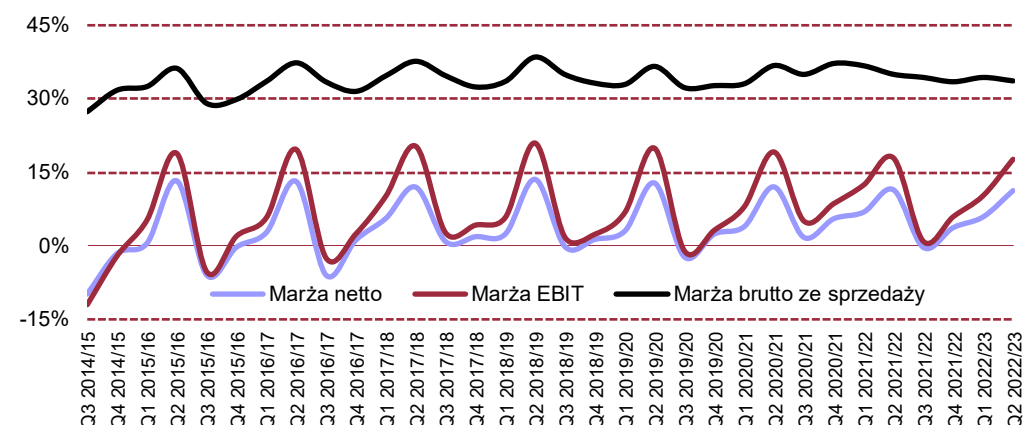
Podwyżki cen produktów, wprowadzone przez Spółkę, nie zdołały w pełni skompensować wzrostu kosztów zakupu materiałów i surowców, a także rosnących dwukrotnie szybciej niż sprzedaż kosztów dystrybucji. Koszty SG&A wzrosły o 8.5% r/r i były niższe o 2.6 mln PLN od naszych oczekiwań. Wpływ na to miało wyraźne wyhamowanie wzrostu kosztów pracowniczych (tylko 4.6% r/r). Koszty Spółki pozostają więc wciąż pod kontrolą, pomimo że jej przychody rosną w tempie dwucyfrowym. Linia pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych wykazała zysk wynoszący 0.7 mln PLN, co było zbliżone do naszej prognozy – oczekiwaliśmy 0.4 mln PLN. W konsekwencji zysk z działalności operacyjnej zwiększył się o 8.6% r/r i osiągnął poziom 59.2 mln PLN. Natomiast na linii pozostałych przychodów i kosztów finansowych Spółka odnotowała stratę równą 1.6 mln PLN (prognozowaliśmy -0.9 mln PLN), co wynikało głównie ze wzrostu kosztów finansowania wyższego zadłużenia. Zyski mniejszości wyniosły 9.1 mln PLN (spodziewaliśmy się 10.1 mln PLN), zaś podatek dochodowy 10.8 mln PLN (oczekiwaliśmy 12.0 mln PLN). Ostatecznie zysk netto przypadający akcjonariuszom jednostki dominującej osiągnął poziom 37.8 mln PLN i był o 1.2 mln PLN wyższy od naszych prognoz.

Przychody kwartalne i ich dynamika r/r Grupy Ambra



Źródło: Ambra S.A.

Marże brutto ze sprzedaży, EBIT i netto w poszczególnych kwartałach



Źródło: Ambra S.A.

Ambra

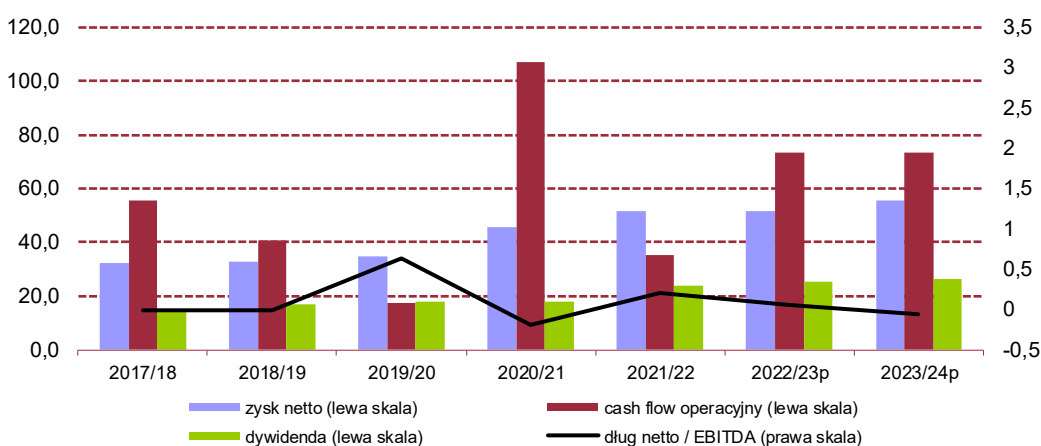
Na koniec grudnia 2022 roku zadłużenie netto Spółki wyniosło 68.0 mln PLN, w porównaniu do 40.0 mln PLN rok wcześniej (wzrost o 70% r/r). Z przyczyn sezonowych dług jest najwyższy właśnie na koniec grudnia i w kolejnych miesiącach oczekujemy jego spadku. Natomiast cash flow z działalności operacyjnej w całym I półroczu 2022/23 r. wyniósł -0.8 mln PLN, w porównaniu z -13.0 mln PLN rok wcześniej. Poprawa przepływów pieniężnych wynikała przede wszystkim z faktu, że w II kwartale Spółka schodziła z nagromadzonych wcześniej zapasów (spadek o 29.5 mln PLN w porównaniu z końcem września).

Drugie półrocze wyzwaniem dla Spółki

Spodziewamy się, że z uwagi na odczuwalną presję kosztową, kolejne półrocze może okazać się dla Grupy Ambra bardziej wymagające, a tym samym Spółce będzie trudniej o poprawę zeszłorocznych wyników. W nadchodzących miesiącach głównym wyzwaniem będą przede wszystkim wysokie koszty zakupu surowców oraz paliw i energii, które będą wpływały na obniżenie rentowności Spółki. Dodatkowo, spodziewamy się że wprowadzone podwyżki cen produktów przełożą się na dalszą kontynuację spadku wolumenu sprzedaży (prognozujemy jednak, że dynamika ta nie będzie tak wysoka jak w II kwartale, tj. -6.9% r/r). Spółka dostrzega ponadto widoczne spowolnienie popytu w segmencie premium, które z drugiej strony kompensowane jest przez dobrze radzący sobie segment mainstream. Pomimo wszystko, oczekujemy że w dalszej części roku obrotowego Grupa Ambra zdoła utrzymać dwucyfrową dynamikę wzrostu przychodów. Równocześnie według naszych szacunków, wartość EBIT w II półroczu, okaże się niższy niż w analogicznym okresie ubiegłego roku i tym samym Spółka wykaże na koniec czerwca podobny poziom zysku netto, co rok wcześniej (prognozujemy 51.8 mln PLN). Spodziewamy się również, że w wyniku widocznej presji kosztowej, Grupa Ambra w najbliższych miesiącach wprowadzi kolejną, niewielką podwyżkę na swoje towary i produkty. Dzięki temu koszty w większości, choć nie w całości, zostaną przeniesione na klientów. Oczekujemy, że ostatnie dwa kwartały bieżącego roku obrotowego, będą dla Spółki sporym wyzwaniem, bowiem coraz trudniej będzie o podwyżkę cen produktów. Z drugiej strony, nie dostrzega ona obecnie końca podwyżek cen w zakupie.

Prognozujemy wzrost poziomu dywidendy do 1.05 PLN na akcję

Wartość dywidendy, a możliwości wypłat przez Spółkę (mln PLN)



Źródło: Ambra S.A., prognozy Biura Maklerskiego Banku Millennium S.A.

Oczekujemy, że w przyszłym roku dywidenda wzrośnie do poziomu 1.05 PLN na akcję, pomimo prognozowanej przez nas płaskiej dynamiki zmiany zysku netto r/r. W opinii Zarządu jest jeszcze za wcześnie, aby mówić o jakiejś konkretnej kwocie dywidendy, natomiast Spółka nie spodziewa się, aby miało nastąpić zakłócenie w prowadzonej polityce dywidendowej. Na koniec pierwszego półrocza Spółka posiadała 68 mln PLN długu netto, przy czym na koniec roku obrotowego 2022/23 prognozujemy jego obniżenie do poziomu zaledwie 5.3 mln PLN (czyli do 0.1x oczekiwanego przez nas wyniku EBITDA i o 14,6 mln PLN mniej r/r). Dodatkowo, poza niewielkim poziomem zadłużenia, Spółka posiada również komfort płynnościowy. Wskaźnik bieżącej

płynności na koniec grudnia wyniósł 1.6, natomiast wskaźnik płynności podwyższonej spadł do poziomu 0.08, po upłynnieniu dodatkowych zapasów. Wprawdzie Grupa Ambra zapowiedziała, że w perspektywie cztero-pięcioletniej planuje zwiększyć CAPEX do kwoty około 25 mln PLN rocznie, to jednak w naszej opinii nie przełoży się to negatywnie na możliwość wypłaty przyszłych dywidend. Naszym zdaniem, na prowadzoną politykę wypłat dywidend nie wpłynie znacząco również ogłoszona niedawno, planowana transakcja nabycia 70% udziałów w spółkach produkujących wina w rumuńskim regionie Dealu Mare – Uralati, praw do znaków towarowych oraz pozostałych aktywów. Gdyby doszła ona do skutku, byłaby kolejną akwizycją na rynku rumuńskim, po tym jak Ambra w 2019 r. przejęła markę win stołowych Sange De Taur. Według informacji przekazywanych przez Zarząd, planowana transakcja, ma na celu zwiększenie pozycji rynkowej na rynku win stołowych w Rumunii, a w wyniku jej realizacji, przychody ze sprzedaży Grupy mogłyby się zwiększyć o ponad 6 mln EUR. Spółka w ostatnim czasie nie komunikowała o zamiarze przeprowadzenia żadnych większych akwizycji, a jak pokazały wydarzenia z przeszłości, ewentualne przejęcia oscylowały w okolicach kilku – kilkunastu mln PLN. Nie były więc to transakcje, który przynosiły skokowy wzrost poziomu przychodów. Dodatkowo, Spółka nie dostrzega obecnie przesłanek, które mogłyby wpłynąć na zmianę dotychczasowego poziomu wypłaty dywidendy. Uważamy, że Grupa Ambra bez większych problemów zdoła utrzymać prowadzoną politykę dywidendową, do której przyzwyczaiła inwestorów.

Aktualizacja prognoz finansowych

Wyniki zaprezentowane przez Spółkę, za okres ostatnich dwóch kwartałów, okazały się nieznacznie lepsze od naszych oczekiwań, dlatego też skłaniamy się ku zmianie prognoz finansowych na ten i kolejne lata. Pozytywnym zaskoczeniem okazała się zwłaszcza wyższa dynamika wzrostu przychodów ze sprzedaży, a także niższy od naszych szacunków spadek marży brutto. Przed rozpoczęciem bieżącego roku obrotowego, Ambra deklarowała zamiar ograniczenia spadku marży brutto o maksymalnie 2 p.p. r/r. Spółce udało się zrealizować ten cel przede wszystkim w najważniejszym dla niej, II kwartale, gdzie pomimo rosnącej presji kosztowej i spadków wolumenów sprzedaży (w skutek kolejnych podwyżek cen produktów), marża ta zmalała o zaledwie 1.3 p.p. r/r (prognozowaliśmy spadek o 1.5 p.p.). Niestety zapowiedzi Zarządu wyraźnie wskazują, że następne półrocze może okazać się dla Spółki większym wyzwaniem. Spodziewamy się, że nie będzie ona w stanie przenieść całości kosztów na klientów, co będzie w najbliższych kwartałach ujemnie wpływać na jej rentowność.

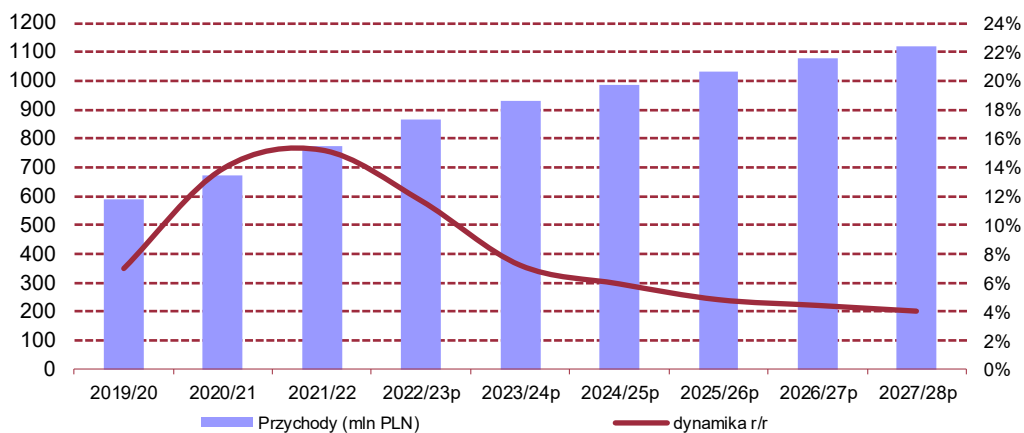
W stosunku do naszej poprzedniej rekomendacji, zdecydowaliśmy się na podniesienie całorocznej prognozy dynamiki wzrostu przychodów ze sprzedaży do poziomu 11.7% r/r (+0.8%), jednocześnie oczekując utrzymania ich dwucyfrowego tempa wzrostu w drugiej połowie roku. Dodatkowo zmianie uległy również nasze prognozy przychodów na kolejne lata, w 2023/24 r. mają one wzrosnąć o 7.2% r/r, zaś w 2024/25 r. o 5.9% r/r. W perspektywie kolejnych okresów uważamy więc, że racjonalne jest założenie powrotu dynamik przychodów do wartości jednocyfrowych. Równocześnie oczekujemy wyższego niż poprzednio zysku z działalności operacyjnej (+8,3%), co pozwoli na utrzymanie marży EBIT na poziomie 10.0% w tym roku i w kolejnych latach. Dodatkowo pomimo, wyraźnego zwiększenia naszej prognozy dotyczącej zysku netto na koniec roku obrotowego 2022/23 (+8.4% vs. ostatnia prognoza), spodziewamy się jednak że ostatecznie pozostanie on na zbliżonym poziomie względem analogicznego okresu 2021/22 r. Jednocześnie zaznaczamy, że nasze prognozy uwzględniają nieznaczne obniżenie wyników r/r w III i IV kwartale bieżącego roku.

Zmiany w prognozach wyników Grupy Ambra

	2022/2023			2023/2024			2024/2025		
	poprzednia	aktualna	zmiana	poprzednia	aktualna	zmiana	poprzednia	aktualna	zmiana
Przychody	859,6	866,4	0,8%	916,4	928,8	1,3%	965,2	983,6	1,9%
EBITDA	98,0	104,4	6,5%	104,0	110,9	6,6%	110,6	117,2	6,0%
EBIT	80,2	86,8	8,3%	84,7	92,4	9,1%	90,3	97,8	8,4%
marża EBIT	9,3%	10,0%		9,2%	9,9%		9,4%	9,9%	
Zysk netto akcj. jedn. domin.	47,8	51,8	8,4%	50,6	55,4	9,5%	54,1	58,9	8,8%
marża netto	5,6%	6,0%		5,5%	6,0%		5,6%	6,0%	

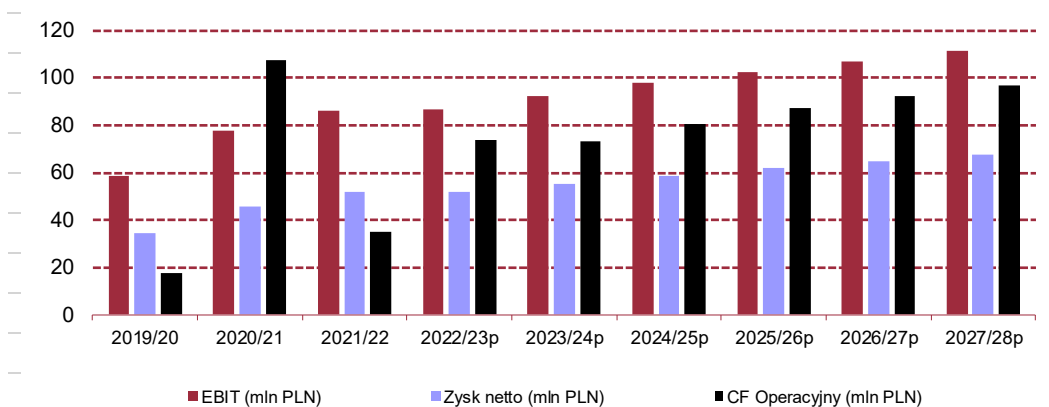
Źródło: prognozy Biura Maklerskiego Banku Millennium S.A., EBITDA wg MSR 17

Prognoza przychodów w kolejnych latach



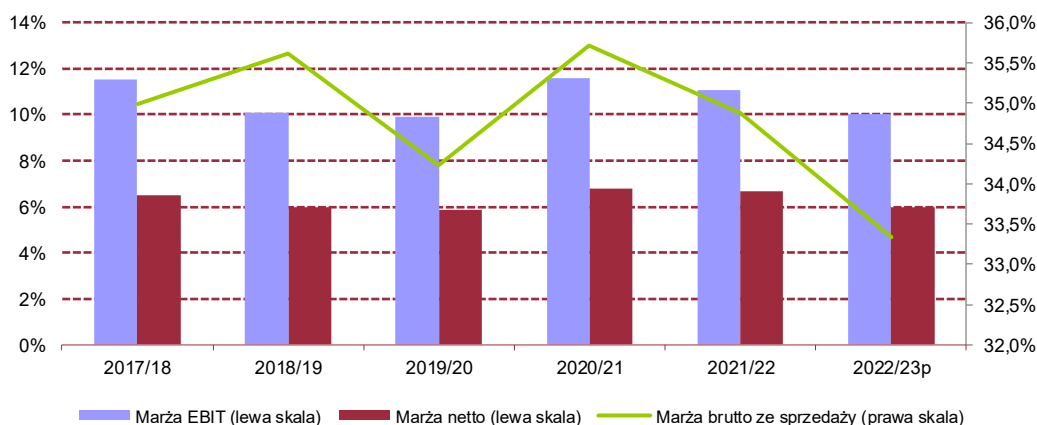
Źródło: Ambra S.A., prognozy Biura Maklerskiego Banku Millennium S.A.

Prognozowane wyniki EBITDA, zysk netto oraz cash flow operacyjny



Źródło: Ambra S.A., prognozy Biura Maklerskiego Banku Millennium S.A.

Prognoza marży brutto ze sprzedaży, EBIT oraz netto



Źródło: Ambra S.A., prognozy Biura Maklerskiego Banku Millennium 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
- ☐ podwojenie udziału wartości sprzedaży produktów spełniających kryteria środowiskowe

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 (aktualny termin to wiosna 2023 r.). 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 2024/2025 r. wskaźnika GPGR (Gender Pay Gap Ratio) do zera dla wszystkich grup pracowników w kluczowych spółkach Grupy
- ☐ podwojenie udziału wartości sprzedaży produktów spełniających kryteria społeczne

W styczniu 2021 r. wdrożono Kodeks Etyki zawierający zagadnienia antydyskryminacyjne. 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 alkoholu, 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 regulacje, 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)

	2020/21	2021/22	2022/23p	2023/24p	2024/25p	2024/25p
przychody netto	673,2	775,6	866,4	928,8	983,6	1 030,8
Koszty sprzedanych towarów	-432,8	-505,2	-577,5	-619,1	-655,6	-687,1
zysk brutto na sprzedaży	240,4	270,4	288,8	309,6	327,9	343,6
koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	-163,3	-183,1	-202,7	-217,2	-230,1	-241,1
saldo pozostałej działalności operacyjnej	0,8	-1,4	0,6	0,0	0,0	0,0
EBITDA	92,2	100,0	104,4	110,9	117,2	122,7
EBIT	77,9	86,0	86,8	92,4	97,8	102,5
saldo finansowe	-2,1	-3,6	-4,1	-4,0	-4,0	-3,9
zysk przed opodatkowaniem	75,8	82,4	82,7	88,4	93,9	98,6
podatek dochodowy	-15,4	-16,4	-16,5	-17,7	-18,8	-19,7
Udział w zyskach (stratach) jedn. podporządk.	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
(Zyski) straty mniejszości	-14,8	-14,5	-14,6	-15,6	-16,5	-17,3
Zysk netto akcji jedn. domin.	45,6	51,8	51,8	55,4	58,9	61,9
EPS	1,81	2,05	2,06	2,20	2,34	2,46

Bilans (mln PLN)

	2020/21	2021/22	2022/23p	2023/24p	2024/25p	2024/25p
aktywa trwałe	242,9	265,3	274,8	283,4	291,2	298,2
wartości niematerialne i prawne	85,9	87,0	87,0	87,0	87,0	87,0
rzeczowe aktywa trwałe	108,3	123,1	130,6	137,3	143,4	149,0
prawa do użytkowania aktywów (MSSF 16)	28,9	33,9	36,0	37,8	39,5	41,1
inwestycje długoterminowe	14,4	14,4	14,4	14,4	14,4	14,4
rozliczenia międzyokresowe	5,4	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8
aktywa obrotowe	335,8	434,7	481,7	525,3	569,7	614,4
zapasy	156,1	238,0	251,3	269,3	285,2	298,9
należności	147,7	164,6	183,9	197,1	208,8	218,8
inwestycje krótkoterminowe	31,3	29,8	44,4	56,6	73,5	94,5
rozliczenia międzyokresowe	0,7	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2
aktywa razem	578,7	699,9	756,5	808,7	860,9	912,6
kapitał własny akcjonariuszy jedn. dominującej	326,2	357,1	383,8	412,7	443,3	475,1
kapitał mniejszości	56,3	62,5	68,3	74,6	81,2	88,1
zobowiązania	196,2	280,3	304,4	321,4	336,4	349,4
zobowiązania długoterminowe	30,2	29,6	30,9	32,1	33,2	34,1
w tym zob. leasingowe (MSSF 16)	19,9	21,7	23,0	24,2	25,2	26,2
w tym dług odsetkowy	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
zobowiązania krótkoterminowe	166,1	250,7	273,5	289,3	303,2	315,3
w tym zob. leasingowe (MSSF 16)	10,5	12,6	13,4	14,1	14,7	15,3
w tym dług odsetkowy	13,0	49,5	49,5	49,5	49,5	49,5
pasywa razem	578,7	699,9	756,5	808,7	860,9	912,6
BVPS	12,9	14,2	15,2	16,4	17,6	18,8

Źródło: Ambra S.A., prognozy Biura Maklerskiego Banku Millennium S.A., EBITDA wg MSR 17

Cash flow (mln PLN)

	2020/21	2021/22	2022/23p	2023/24p	2024/25p	2024/25p
wynik netto wraz zyskami mniejszości	60,4	66,3	66,5	71,0	75,4	79,2
amortyzacja bez leasingu MSSF 16	14,3	14,0	17,5	18,5	19,4	20,2
zmiana kapitału obrotowego	20,3	-53,0	-10,4	-16,2	-14,2	-12,2
gotówka z działalności operacyjnej	107,3	35,2	73,6	73,3	80,6	87,2
inwestycje (capex)	-16,8	-29,1	-25,0	-25,3	-25,5	-25,8
gotówka z działalności inwestycyjnej	-16,1	-27,6	-25,0	-25,3	-25,5	-25,8
wypłata dywidendy (w tym udz. mniejsz.)	-23,8	-33,3	-34,0	-35,8	-38,2	-40,4
emisja akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
zmiana zadłużenia	-57,1	36,5	0,0	0,0	0,0	0,0
gotówka z działalności finansowej	-85,2	-9,9	-34,0	-35,8	-38,2	-40,4
zmiana gotówki netto	6,0	-2,3	14,6	12,3	16,9	21,0
DPS	0,70	0,95	1,00	1,05	1,12	1,19
CEPS	2,38	2,61	2,75	2,93	3,11	3,26
FCFPS	5,37	2,29	4,35	4,47	4,89	5,26

Wskaźniki (%)

	2020/21	2021/22	2022/23p	2023/24p	2024/25p	2024/25p
zmiana sprzedaży	13,9%	15,2%	11,7%	7,2%	5,9%	4,8%
zmiana EBITDA	28,0%	8,4%	4,4%	6,3%	5,7%	4,7%
zmiana EBIT	33,1%	10,3%	1,0%	6,4%	5,9%	4,8%
zmiana zysku netto	31,4%	13,4%	0,2%	6,9%	6,3%	5,1%
marża EBITDA	13,7%	12,9%	12,0%	11,9%	11,9%	11,9%
marża EBIT	11,6%	11,1%	10,0%	9,9%	9,9%	9,9%
marża netto	6,8%	6,7%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
sprzedaż/aktywa (x)	1,2	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2
dług / kapitał (x)	-0,06	0,06	0,01	-0,02	-0,05	-0,09
odsetki / EBIT	-2,7%	-4,2%	-4,7%	-4,4%	-4,1%	-3,8%
stopa podatkowa	20,3%	19,9%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
ROE	15,4%	15,9%	14,5%	14,4%	14,3%	14,0%
ROA	8,0%	8,9%	7,4%	7,3%	7,3%	7,2%
(dług) gotówka netto (mln PLN)	18,2	-19,9	-5,3	7,0	23,9	44,8

Źródło: Ambra S.A., prognozy Biura Maklerskiego Banku Millennium S.A., EBITDA wg MSR 17

Rekomendacje BM Banku Millennium opublikowane w ostatnich 12 mies.

Spółka	Rekomenda-cja	Data wydania rekomendacji	Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji	Cena docelowa	Autor
Mostostal Zabrze	Kupuj	31 mar 22	1,56	3,50	Adam Zajler
Selvita	Neutralnie	27 kwi 22	78,10	77,00	Marcin Palenik
KGL	Neutralnie	16 maj 22	9,90	9,30	Marcin Palenik
Agora	Kupuj	10 cze 22	5,55	10,40	Adam Zajler
Mostostal Zabrze	Kupuj	12 wrz 22	1,80	3,20	Adam Zajler
Ambra	Kupuj	20 wrz 22	20,40	25,60	Marcin Palenik
KGL	neutralnie	3 paź 22	11,70	12,00	Marcin Palenik
Agora	Kupuj	9 gru 22	4,40	7,50	Adam Zajler
VRG	Kupuj	27 lut 23	3,35	5,11	Seweryn Żołyniak

Źródło: BM Banku Millennium - rekomendacje wydawane przez BM Banku Millennium obowiązują 6 miesięcy od daty wydania, o ile wcześniej nie zostaną zaktualizowane. Spółki Ambra, Agora i Korporacja KGL i Mostostal Zabrze uczestniczą w programie GPW wsparcia analityczycznego, z tytułu czego MillenniumDM otrzymuje wynagrodzenie od GPW.

Struktura rekomendacji BM Banku Millennium za ostatnie 12 miesięcy

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	6	67%
Akumuluj	0	0%
Neutralnie	3	33%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

Struktura rekomendacji dla spółek, dla których BM Banku Millennium świadczył usługi z zakresu bankowości
inwestycyjnej*

Nie wydano rekomendacji dla spółek, dla których BM Banku Millennium świadczył usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej*

*ostatnie 12 miesięcy, łącznie ze spółkami, dla których BM Banku Millennium pełni funkcję animatora

Biurow Analiz

Marcin Materna, CFA
Doradca inwestycyjny
+48 22 598 26 82
marcin.materna@bankmillennium.pl

Dyrektor
banki, ubezpieczenia

Adam Zajler
+48 22 598 26 88
adam.zajler@bankmillennium.pl

Analitik
przemysł, technologie, media

Łukasz Bugaj, CFA
Doradca inwestycyjny
+48 22 598 26 59
lukasz.bugaj@bankmillennium.pl

Analitik
fundusze inwestycyjne

Grzegorz Gawkowski
+48 22 598 26 05
grzegorz.gawkowski@bankmillennium.pl

Analitik
fundusze inwestycyjne
sektor gier komputerowych

Seweryn Żołyniak, CFA
Doradca inwestycyjny
+48 22 598 26 71
seweryn.zolyniak@bankmillennium.pl

Analitik
handel

Departament Sprzedaży

Radosław Zawadzki
+48 22 598 26 34
radoslaw.zawadzki@bankmillennium.pl

Dyrektor

Arkadiusz Szumilak
+48 22 598 26 75
arkadiusz.szumilak@bankmillennium.pl

Jarosław Oldakowski
+48 22 598 26 11
jaroslaw.oldakowski@bankmillennium.pl

Leszek Iwaniec
+48 22 598 26 90
leszek.iwaniec@bankmillennium.pl

Marek Pszczółkowski
+48 22 598 26 60
marek.pszczolkowski@bankmillennium.pl

Biurow Maklerskie Banku Millennium S.A.
ul. Żaryna 2A, Millennium Park Ip
02-593 Warszawa Polska

Ważne informacje

Informacje zawarte w niniejszym raporcie stanowią rekomendację inwestycyjną 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 partycularnych lub wskazań konfliktów interesów, wyniku doradztwa inwestycyjnego.

Niniejszy raport został przygotowany z dochowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty uznane za wiarygodne, jednak Biurow Maklerskie Banku Millennium 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 Biurow Maklerskie Banku Millennium 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 nietrafne. Biurow Maklerskie Banku Millennium 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 nie była udostępniona spółkom będącym przedmiotem raportu przed jego opublikowaniem. Biurow Maklerskie Banku Millennium 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 Biurow Maklerskie Banku Millennium 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 Biurow Maklerskie Banku Millennium S.A. wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego Banku Millennium 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 Analiz. Rozpowszechnianie lub powielanie niniejszego materiału w całości lub w części bez pisemnej zgody Biura Maklerskiego Banku Millennium 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 Biurem Maklerskim Banku Millennium 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
WNB - wynik na działalności bankowej
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
BVPS - wartość księgowa na 1 akcję
DPS - dywidenda na 1 akcję
NPL - kredyty zagrożone

Skala rekomendacji stosowana w Biurze Maklerskim Banku Millennium S.A.

KUPIUJ - 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 Biurow Maklerskie Banku Millennium 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 Biura Maklerskiego Banku Millennium S.A. ze spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu

Jest możliwe, że Biurow Maklerskie Banku Millennium S.A. lub Bank Millennium S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej lub usług bankowych świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz spółek i innych podmiotów wymienionych w niniejszym raporcie. Biurow Maklerskie Banku Millennium 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.

Biurow Maklerskie Banku Millennium S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla spółek: Selena FM, Eurolet, Lokum Deweloper, Zamet Industry, GR media i Carlson od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Biurow Maklerskie Banku Millennium S.A. pełni funkcję animatora rynku dla spółek: Selena FM, KGHM, PZU, Eurolet, Lokum Deweloper, Zamet Industry, GR media i Carlson.

Biurow Maklerskie Banku Millennium S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy nie pełniło funkcji oferującego w trakcie oferty publicznej dla spółek będących przedmiotem niniejszego raportu i nie otrzymało wynagrodzenia z tego tytułu. Biurow Maklerskie Banku Millennium S.A. w ramach Pilotażowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego tworzy materiały analityczne dla spółek: Agora, Ambra, Korporacja KGL, Mostostal Zabrze i z tego tytułu pobiera wynagrodzenie od Giełdy Papierów Wartościowych.

Spółki będące przedmiotem raportu mogą być klientami Grupy Kapitałowej Millennium Banku S.A. oraz Banku Millennium S.A. Pomiędzy Bankiem Millennium 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 partycularnych lub wskazań konfliktów interesów, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport.

Rozwiązania organizacyjne ustanowione w celu zapobiegania konfliktom interesów:

Zasady zarządzania konfliktami interesów w Biurze Maklerskim Banku Millennium S.A. zostały zawarte w Polityce zarządzania konfliktami interesów w Biurze Maklerskim Banku Millennium S.A.

Przyjęte dla zapobiegania konfliktom interesów rozwiązania organizacyjne określa między innymi Regulamin organizacyjny Biura Maklerskiego, 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 Biura 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 Biurow Maklerskie (c) organizacyjne oddzielenie od siebie osób (zespołów) zajmujących się wykonywaniem czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów, (d) zapewnienie każdej jednostce organizacyjnej Biura 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 Biura Maklerskiego Banku Millennium S.A.

Prace związane ze sporządzeniem raportu zostały ukończone 15 marca 2023r. o godzinie 17:30, a datą pierwszego rozpowszechnienia raportu jest data raportu 16 marca 2023r. godzina 10:50.