

# Ambra raport inicjujący

**kupuj**

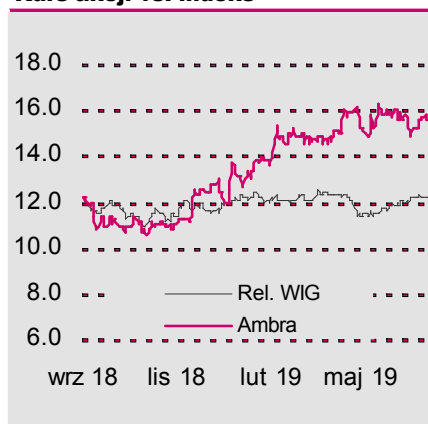
branża spożywcza

Cena: 15.7  
Cena docelowa: 23.9

## Rosnące dywidendy z rynku wina

Grupa Ambra jest liderem polskiego rynku wina, skąd pochodzi 78% jej przychodów, działa też w Czechach, na Słowacji oraz w Rumunii. Oprócz własnych produktów sprzedawanych pod znanymi markami (m.in. Fresco, CIN&CIN, Dorato) Ambra importuje i dystrybuje wina oraz alkohole mocne. W Polsce Ambra posiada sieć 29 sklepów Centrum Wina/Distillers Limited. Grupa w ostatnich latach rośnie w sposób organiczny, co pewien czas wprowadzając nowe marki (ostatnio marka dystrybucyjna alkoholi mocnych Distillers Limited oraz marka win owocowych Winiarnia Zamojska). Zysk netto w zakończonym roku obrotowym 2018/19 był zbliżony do ubiegłorocznego (oczekujemy 32.1 mln PLN). Brak istotnej poprawy był efektem pozytywnych (4.5 mln PLN) zdarzeń jednorazowych rok wcześniej. Spółka jest notowana ze wskaźnikiem C/Z równym 12.3 za rok 2018/19 oraz 11.1 za rok 2019/20. Opierając się na wycenach metodami DCF oraz porównawczą ustalamy cenę docelową dla akcji spółki Ambra na poziomie 23.9 PLN oraz rekomendujemy ich zakup.

Kurs akcji vs. indeks



## Spadające zadłużenie pomimo rosnących dywidend

Na koniec III kwartału 2018/2019 r. Ambra miała 0.7 mln PLN gotówki netto, czyli tyle co rok wcześniej. Ambra w ostatnich 5 latach generowała operacyjne przepływy pieniężne średnio na poziomie 45.8 mln PLN rocznie. Dzięki temu nie tylko zredukowała zadłużenie (o 84 mln PLN), ale również systematycznie wypłacała solidne dywidendy (w sumie 63 mln PLN). W ciągu ostatnich 10 lat spółka ani razu nie zmniejszyła dywidendy, najczęściej zwiększając wypłatę. Uważamy, że wysokie dywidendy wraz ze spadającym zadłużeniem są wyjątkowym atutem Ambry. Sądzymy, że najbliższa dywidenda będzie nieznacznie wyższa od wypłaconej ostatnio na poziomie 0.68 PLN na akcję i wyniesie 0.7 PLN (stopa dywidendy 4.5%).

## Kontynuacja stabilnego wzrostu

Zarząd spółki planuje w kolejnych 3-4 latach CAPEX zbliżony do 17-18 mln PLN przeznaczony głównie na modernizację polskiego zakładu produkcyjnego. Inwestycje mają podnieść jakość produktów oraz pozwolić na szybsze wprowadzanie nowości w reakcji na zmiany w potrzebach klientów. CAPEX wyższy o ok. 4 mln PLN od amortyzacji nie ograniczy możliwości wypłat dywidend. Grupa powinna rosnać przynajmniej na poziomie wzrostu rynku wina (5-6% rocznie) dzięki wprowadzaniu nowych produktów, odświeżaniu asortymentu w oparciu o najsilniejsze marki oraz rozwojowi segmentu alkoholi mocnych premium.

Max/min 52 tygodnie (PLN)	10.5 / 16.2		
Liczba akcji (mln)	25.2		
Kapitalizacja (mln PLN)	396		
EV (mln PLN)	393		
Free float (mln PLN)	154		
Średni obrót (mln PLN)	0.1		
Główny akcjonariusz	Schloss-Wachenheim		
% akcji, % głosów	61.1%, 61.1%		
	<b>1 m</b>	<b>3 m</b>	<b>12 m</b>
Zmiana ceny	-3.1%	6.5%	17.9%
Zmiana rel. WIG	-5.6%	7.5%	11.4%

**Marcin Palenik, CFA**  
+48 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 (%)
2017/18	495.7	57.0	69.0	55.9	32.2	1.28	1.76	10.5	12.3	1.5	3.8	6.9	5.7	13.0
2018/19p	544.7	55.6	68.9	54.4	32.1	1.27	1.80	11.1	12.3	1.4	4.3	7.1	5.7	12.1
2019/20p	579.2	58.2	72.0	57.0	35.5	1.41	1.96	11.8	11.1	1.3	4.5	6.7	5.5	12.7
2020/21p	613.7	60.8	75.0	59.7	37.2	1.48	2.04	12.5	10.6	1.3	4.8	6.5	5.2	12.5

p - prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN

Raport został sporządzony przez Millennium Dom Maklerski S.A. na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w ramach Programu Wsparcia 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 592 mln PLN, czyli 23.5 PLN na akcję. Przy użyciu metody porównawczej wyceniliśmy spółkę na 610 mln PLN (24.2 PLN na akcję). Zarówno metodzie DCF jak i porównawczej przypisaliśmy wagę po 50%. Uzyskaliśmy wycenę spółki na poziomie 605 mln PLN, czyli 23.9 PLN na akcję. W związku z uzyskaną wyceną rekomendujemy zakup akcji spółki Ambra.

### Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Wycena (mln PLN)	Wycena na 1 akcję (PLN)
Wycena DCF	592	23.5
Wycena porównawcza	610	24.2
<b>Wycena spółki Ambra SA</b>	<b>601</b>	<b>23.9</b>

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

## Wycena DCF

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

- ❑ Wolne przepływy gotówkowe obliczono na podstawie prognoz wyników dla Grupy za lata obrotowe od 2019/20 do 2028/29,
- ❑ Do oszacowania stopy wolnej od ryzyka w kolejnych latach prognozy użyto rentowności obligacji skarbowych,
- ❑ Długoterminowa stopa wolna od ryzyka na poziomie 2.6%,
- ❑ Premia rynkowa za ryzyko równa 5%,
- ❑ Współczynnik beta na poziomie 1.0,
- ❑ Stopa wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po roku 2028/29 na poziomie 1.2%,
- ❑ Wzrost przychodów w roku 2019/20 w Polsce o 7.0%, w kolejnych 5 latach spadek dynamiki o 0.5 p.p. rocznie a następnie o 0.3 p.p. Wzrost przychodów w Czechach i na Słowacji o 5% w roku 2019/20 (spowalniając do 3.5% w końcowym okresie prognozy), a w Rumunii o 3% (spowalniając do 1.5% w końcowym okresie prognozy),
- ❑ Spadek marży brutto z poziomu 35.1% w roku 2018/19 o 0.15 p.p. rocznie w kolejnych latach,
- ❑ Roczne wzrosty kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu na poziomie dynamiki przychodów Grupy,
- ❑ Efektywna stopa podatkowa w okresie prognozy na poziomie 20.5%,
- ❑ Wartość aktywów nieoperacyjnych na poziomie 19.5 mln PLN (Ambra ma 56% udziałów w spółce Karom Drinks będącej właścicielem działki o szacowanej wartości 34.8 mln PLN),
- ❑ Wartość przypadająca dla udziałowców mniejszościowych w spółkach z Grupy Ambra oszacowano na 119 mln PLN (jako iloczyn aktualnego C/Z Ambry na poziomie 12.3 oraz szacowanych zysków mniejszości za rok 2018/19 na poziomie 9.7 mln PLN)

## Wycena spółki metodą DCF

(mln PLN)	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26	2026/27	2027/28	2028/29	>2028/29
Sprzedaż	579.2	613.7	647.9	681.4	713.9	745.1	775.9	805.4	833.2	859.3	
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)	46.3	48.3	50.2	51.9	53.5	55.0	56.3	57.4	58.4	59.2	
Amortyzacja	13.7	14.2	14.6	15.0	15.2	15.4	15.5	15.7	15.9	16.1	
Inwestycje	-17.5	-17.5	-17.5	-16.5	-16.7	-16.8	-17.0	-17.2	-17.3	-17.5	
Zmiana kap.obrotowego	-8.6	-8.6	-8.5	-8.4	-8.1	-7.8	-7.7	-7.3	-6.9	-6.5	
FCF	34.0	36.4	38.8	42.1	43.9	45.7	47.1	48.6	50.0	51.3	810.5
Zmiana FCF		7.2%	6.5%	8.4%	4.4%	4.0%	3.2%	3.2%	2.8%	2.5%	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	1.3%	1.5%	1.7%	1.8%	1.9%	2.0%	2.1%	2.1%	2.2%	2.3%	2.6%
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	2.8%	3.0%	3.2%	3.3%	3.4%	3.5%	3.6%	3.6%	3.7%	3.8%	4.1%
Koszt kapitału	6.3%	6.5%	6.7%	6.8%	6.9%	7.0%	7.1%	7.1%	7.2%	7.3%	7.6%
WACC	6.3%	6.5%	6.7%	6.8%	6.9%	7.0%	7.1%	7.1%	7.2%	7.3%	7.6%
PV (FCF)	31.9	32.1	32.0	32.4	31.5	30.5	29.2	28.0	26.7	25.4	389.6
Wartość DCF (mln PLN)	689	w tym wartość rezydualna				390					
(Dług) Gotówka netto	2.6										
Wartość udz. mniejsz. aktywa nieoperacyjne	-119.0										
Wycena DCF (mln PLN)	592.4										
Liczba akcji (mln)	25.2										
<b>Wycena 1 akcji (PLN)</b>	<b>23.5</b>										

Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

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

## Wrażliwość wyceny spółki Ambra na przyjęte założenia

PLN	rezydualna stopa wzrostu																																		
	0.6%	0.8%	1.0%	1.2%	1.4%	1.6%	1.8%																												
stopa $R_r$ rezydualna	1.6%	2.1%	2.6%	3.1%	3.6%	4.1%	4.6%																												
	24.4	23.2	22.1	21.2	20.3	25.0	23.7	22.5	21.5	20.7	25.7	24.2	23.0	22.0	21.0	26.4	24.8	23.5	22.4	21.4	27.1	25.4	24.0	22.8	21.8	27.9	26.1	24.6	23.3	22.2	28.8	26.8	25.2	23.8	22.7

Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

Bazując na metodzie DCF szacujemy wartość 1 akcji spółki na 23.5 PLN.

## 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		
			2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
SCHLOSS WACHENHEIM	SWA	Niemcy	4.9	4.8	4.6	7.0	6.8	6.5	11.6	11.4	10.8
CONSTELLATION BRANDS	STZ	USA	18.1	16.6	15.1	20.7	19.0	17.1	22.9	20.4	18.1
CORBY SPIRIT AND WINE	CSW/A	Kanada	9.9	9.7	9.5	12.1	11.8	11.6	19.0	18.5	17.6
HAWESKO HOLDING AG	HAW	Niemcy	7.2	6.8	6.2	10.7	10.0	9.5	16.3	15.1	14.1
BARON DE LEY	BDL	Hiszpania	10.8	10.5	10.6	15.1	14.5	13.9	18.8	18.3	20.1
OENEO	SBT	Francja	11.1	9.8	9.3	14.7	12.7	11.7	19.9	16.7	15.1
ADVINI	ADVI	Francja	12.4	10.3	10.1	21.9	16.4	16.0	12.9	9.1	8.7
Mediana			10.8	9.8	9.5	14.7	12.7	11.7	18.8	16.7	15.1
Dług netto											
Wyniki spółki (mln PLN)		-2.6	68.9	72.0	75.0	55.6	58.2	60.8	32.1	35.5	37.2
Wartość udziałów mniejszościowych			-119	-119	-119	-119	-119	-119			
Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)			628	590	595	703	620	596	605	592	561
<b>Wycena</b>											<b>610</b>
<b>Wycena na 1 akcję</b>											<b>24.2</b>

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

Bazując na metodzie porównawczej wyceniamy 1 akcję spółki na 24.2 PLN.

## Działalność Grupy Ambra

Grupa Ambra jest liderem w Polsce oraz jednym z czołowych producentów, importerów i dystrybutorów win w Europie Środkowo-Wschodniej. Grupa zajmuje się również produkcją i dystrybucją innych alkoholi segmentu premium. Jednostka dominująca (spółka Ambra S.A.) została utworzona w 1990 r. a w 1994 r. nawiązała współpracę z niemieckim producentem win musujących - spółką Schloss Wachenheim AG, która stała się właścicielem 100% akcji Ambra w 2004 r. W 2005 r. Ambra przeprowadziła publiczną emisję akcji i zadebiutowała na GPW. Obecnie 61.12% akcji spółki Ambra należy do Schloss Wachenheim. Kolejnymi akcjonariuszami są Aviva Santander OFE (9.96% na koniec 2018 r.) oraz NN OFE (3.87%). Pozostałe akcje należą do rozdrobnionego akcjonariatu.

Grupa Ambra działa na rynkach Polski, Czech, Słowacji i Rumunii przez jednostkę dominującą i spółki powiązane. Schemat Grupy przedstawiono poniżej.



Większość przychodów Grupy pochodzi z rynku polskiego (ok. 78%, z czego połowa to sprzedaż jednostki dominującej na zewnątrz Grupy), na Czechy i Słowację przypada ok. 8% przychodów, a na Rumunię pozostałe 14%.

### Produkcja alkoholi w Polsce i Rumunii

Okolo 45% sprzedaży Grupy stanowią produkty wytwarzane w dwóch własnych zakładach produkcyjnych w Polsce i w Rumunii. Należąca do Ambry winiarnia w Woli Dużej koło Biłgoraja uważana jest za najnowocześniejszą w Polsce. Produkuje ona wina musujące, stołowe, wina typu aperitif wykorzystując wina bazowe zakupione od producentów europejskich, głównie włoskich. W Woli Dużej wytwarzany jest również cydr ze świeżego soku z jabłek pozyskiwanych od lokalnych producentów. Rocznie polska winiarnia produkuje okolo 40 mln butelek wina oraz innych produktów. W zakładzie w Bukareszcie, należącym do rumuńskiej spółki zależnej Zarea, produkuje się przede wszystkim wina musujące, w tym produkowane metodą tradycyjną (szampańską) oraz alkohole mocne, głównie brandy i likiery. Łączna produkcja w tym zakładzie wynosi ok. 7-8 mln butelek rocznie. Spółki z Grupy nie mają własnych winnic i nie planują ich posiadania w przyszłości.

## Import i dystrybucja alkoholi

Okolo 55% sprzedaży Grupy to importowane wina i inne alkohole z całego świata. Spółka Ambra Brands importuje przede wszystkim wina i alkohole premium na potrzeby sieci sklepów Centrum Wina/Distillers Limited oraz dostaw do gastronomii. Zakupem i dystrybucją popularnych win ze średniego segmentu cenowego zajmuje się polska spółka zależna TiM (udział Ambry - 51%). Spółka ta oferuje ponad 300 indeksów win z własnego importu z 20 krajów świata, w tym wina chilijskie, argentyńskie, kalifornijskie, australijskie, południowoafrykańskie, portugalskie, hiszpańskie oraz niemieckie. TiM sprzedaje rocznie około 17 mln butelek wina. Spółka ta weszła także na rynki azjatyckie, gdzie eksportuje produkty i tworzy marki własne, jednak ta działalność ma w tym momencie niewielką skalę. TiM ma w swoich strukturach również spółkę z segmentu fine wines: Wine 4 You Sp. z o.o. Zajmuje się ona sprzedażą win premium przede wszystkim do gastronomii. Kolejna spółka Grupy w Polsce PH Vinex Slavianski Poland specjalizuje się przede wszystkim w imporcie win bułgarskich, choć posiada również wina z innych krajów europejskich oraz wermuty (np. popularny Ciociosan). Natomiast spółki Soare Sekt i Soare Sekt Slovakia działające w Czechach i Słowacji są dystrybutorami win popularnych nabywanych od spółek produkcyjnych Grupy Schloss Wachenheim AG (w tym od spółki Ambra) oraz od producentów lokalnych. Znacząca wielkość Grupy w Polsce oraz bardzo dobre rozeznanie w rynku dostawców pozwala na uzyskiwanie korzystnych cen u zagranicznych producentów tworząc kosztowe przewagi konkurencyjne. Spółka Ambra reprezentuje w Polsce 7 z 11 prestiżowych producentów zrzeszonych w międzynarodowej organizacji Premium Familiae Vini.

## Główne marki Grupy Ambra

Najważniejsze 7 marek Grupy generuje nieco ponad połowę sprzedaży. Fundamentem sprzedaży są marki o utrwalonej pozycji rynkowej powstałe ponad 20 lat temu (Dorato, CIN&CIN). Równocześnie Grupa wprowadza nowości, które również potrafią podbić rynek (Cydr Lubelski). Znaczący i rosnący udział w sprzedaży zajmuje rumuńska marka Zarea.

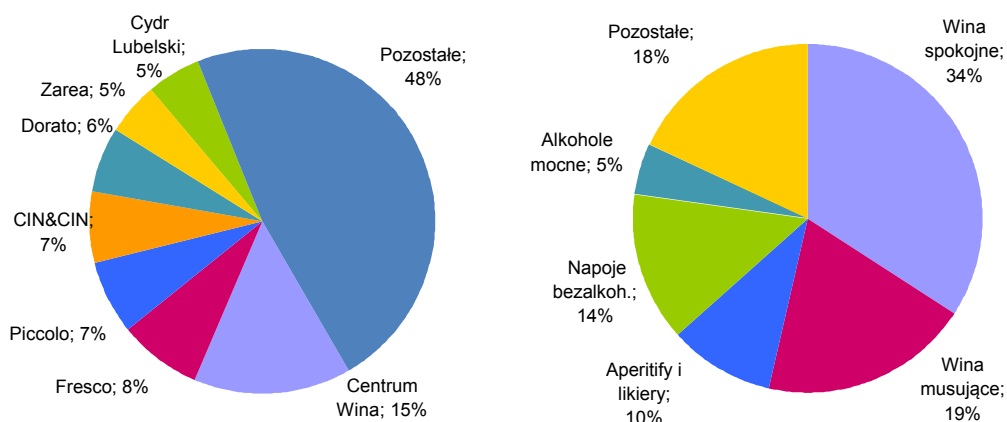
Główne marki generujące największe przychody to:

- ❑ Fresco - marka win stołowych, wyróżniająca się korzystną relacją jakości do ceny. Ambra wprowadziła również delikatnie musujące Fresco Frizzante. Fresco jest liderem w Polsce w zakresie liczby placówek prowadzących sprzedaż w kategorii win stołowych. Marka generuje ok. 8% przychodów Grupy.
- ❑ Dorato - polska marka win musujących, od ponad 25 lat rynkowy lider w Polsce w tej kategorii. Marka generuje ok. 6.0% przychodów Grupy.
- ❑ Piccolo (w Polsce) i Robby Bubble (na pozostałych rynkach działalności Grupy) - bezalkoholowe napoje musujące dla dzieci, rynkowy lider w Polsce. Marki te generują ok. 7% przychodów Grupy.
- ❑ CIN&CIN - marka obejmująca wina musujące (Prosecco, Secco Azzuro, Secco Rose), wina typu aperitif (Bianco Rosso, LemonCini), wina spokojne oraz gotowe drinki (Fresh Bitter Orange, Fresh Pomegranate). Marka generuje ok. 6.5% przychodów Grupy.
- ❑ Zarea - lider win musujących oraz brandy w Rumunii. Marka generuje ok. 5% przychodów Grupy.
- ❑ Cydr Lubelski - marka cydru posiadająca ponad 50% udziałów w rynku cydru w Polsce. Marka generuje ok. 5% przychodów Grupy.
- ❑ El Sol - jedna z najbardziej rozpoznawalnych w Polsce marek w kategorii win spokojnych. Z tymznakiem firmowym są sprzedawane głównie wina hiszpańskie, chilijskie oraz australijskie.

Ambra posiada również silną markę dystrybucyjną Centrum Wina, pod którą prowadzi sieć 29 specjalistycznych sklepów, zlokalizowanych w największych polskich aglomeracjach powyżej 300 tys. mieszkańców. Oferują one przeszło 500 gatunków win z ponad 50 regionów z całego świata. W segmencie win premium Centrum Wina jest zdecydowanym liderem sprzedaży w handlu specjalistycznym oraz do gastronomii. Pod koniec 2018 r. uruchomiona została nowa sieć sprzedaży alkoholi mocnych premium pod marką Distillers Limited, która dołączyła do sieci Centrum Wina tworząc sieć sklepów partnerskich. Ambra jest także współwłaścicielem dwóch marek brandy: Pliska i Słoneczny Brzeg. Należą one do najlepiej sprzedających się marek brandy w Polsce.

Patrząc na sprzedaż Grupy z punktu widzenia grup asortymentowych to najwięcej stanowi sprzedaż win spokojnych (34%), win musujących (19%) oraz napojów bezalkoholowych (14%). Kolejną grupą są aperitify i likiery (10%) oraz alkohole mocne (5%).

### Udział głównych marek oraz asortymentów w sprzedaży Grupy Ambra



Źródło: Ambra S.A., dane za rok 2017/18

### Kanały sprzedaży

Produkty oraz towary dostarczane przez Ambrę są oferowane w trzech głównych kanałach dystrybucji:

- ❑ sklepy spożywcze (sieci hiper- i supermarketów, mniejsze sklepy). Ten kanał generuje ok. 75-80% sprzedaży Grupy. Ambra nie tylko dostarcza do tych sklepów towary, ale również rekomenduje asortyment dostosowując go do formatu i lokalizacji sklepu. Spółka obsługuje ok. 13.5 tys. sklepów detalicznych.
- ❑ własna sieć 29 sklepów specjalistycznych Centrum Wina/Distillers Limited. W sklepach tych doradcy dysponują specjalistyczną wiedzą i rekomendują wina i inne alkohole dopasowane do upodobań konsumentów. Ten kanał generuje ok. 15% sprzedaży Grupy.
- ❑ gastronomia, czyli tzw. HoReCa. W ramach tego kanału handlowcy obsługują ponad 1500 restauracji w całej Polsce doradzając jak dopasować asortyment do profilu restauracji i jej klientów.

Ambra prowadzi program lojalnościowy KOCHAM WINO, w którym uczestniczy ponad 150 tys. klientów. Dzięki największemu w Polsce programowi nakierowanemu na konsumentów win, Ambra ma bardzo dobre rozeznanie w preferencjach konsumentów. Spółka posiada również portal winezja.pl przeznaczony dla miłośników wina.

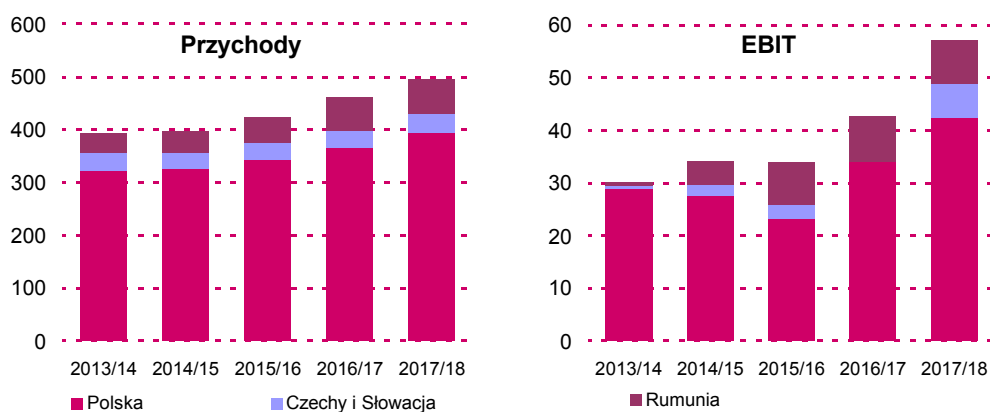
## Model biznesowy Grupy Ambra

Spółki Grupy Ambra zajmują się produkcją, importem oraz dystrybucją win oraz innych alkoholi mocnych w czterech krajach Europy Środkowo-Wschodniej: Polsce, Czechach i na Słowacji oraz Rumunii. Posiadają własne marki, jak i dystrybuują marki na podstawie umów licencyjnych. W celu optymalizacji cenowej surowce oraz materiały do produkcji kupowane są w dużej mierze przez grupę zakupową koordynowaną przez spółkę dominującą (Schloss Wachenheim) od dostawców europejskich. Towary będące produktami premium kupowane są od ponad 300 dostawców z całego świata. Dwa zakłady produkcyjne w Biłgoraju oraz Bukareszcie produkują ok. 50 mln butelek alkoholi rocznie. Sprzedaż towarów stanowi 55% przychodów Grupy natomiast ok. 45% sprzedaży jest generowane przez produkty wytwarzane przez Grupę. Sprzedawane towary i produkty trafiają w ponad 85% do zewnętrznych dystrybutorów (sklepy spożywcze, hurtownie), a ok. 15% jest sprzedawanych we własnych sklepach sieci Centrum Wina/Distillers Limited oraz bezpośrednio dostarczanych do gastronomii. Według przedstawicieli spółki, Ambra jest w stanie przerzucić ewentualne rosnące koszty surowców oraz towarów na swoich klientów 1:1, choć proces ten zazwyczaj trwa 2-3 kwartały.

## Segmenty działalności

Grupa dzieli swoją działalność na 3 geograficzne segmenty operacyjne: Polskę, Czechy i Słowację oraz Rumunię. Oprócz różnic geograficznych na każdym z tych rynków Ambra skupia się na innych produktach i markach. Znakomita większość przychodów jest generowana przez działalność w Polsce (78.4% przychodów po 3 kwartałach 2018/2019), drugim rynkiem jest Rumunia (13.6%), a najmniejszym Czechy i Słowacja (8.0%). Struktura sprzedaży wprawdzie nie zmienia się spektakularnie w ostatnich latach, jednak widoczna jest tendencja wzrostu udziału sprzedaży w Rumunii (z 9.2% sprzedaży Grupy w 2013/2014) oraz niewielki spadek udziałów pozostałych dwóch segmentów. Pod względem generowanego EBIT, Polska generuje ok. 74% EBIT Grupy, Czechy i Słowacja 10% a Rumunia 16% (za 3 kwartały 2018/19).

## Przychody i EBIT Grupy Ambra w poszczególnych krajach



Źródło: Ambra S.A.

## Działalność w Polsce

Grupa Ambra na najważniejszym swoim rynku zajmuje się zarówno importem, produkcją jak i dystrybucją produktów i towarów alkoholowych. Spółka zależna TiM (51% udziałów Ambry) zajmuje się importem ponad 300 indeksów win z 20 krajów świata. TiM sprzedaje rocznie około 17 mln butelek wina i jest najważniejszą spółką zależną, która w 2017/18 wygenerowała 114 mln PLN przychodów i 11.5 mln PLN zysku netto.



Działalność produkcyjna w Polsce ma miejsce w winiarni w Woli Dużej koło Biłgoraja należącej do spółki Ambra. Produkuje ona wina musujące (Dorato, CIN&CIN), stołowe (Fresco), wina typu aperitif (CIN&CIN) wykorzystując wina bazowe zakupione od producentów europejskich oraz cydr ze świeżego soku z jabłek (Cydr Lubelski). Rocznie produkuje około 40 mln butelek wina oraz innych produktów. Ambra jest wyłącznym importerem wielu marek wina premium, jak również marek alkoholi mocnych takich jak Baczewski oraz Pliska (której to marki jest również współwłaścicielem).

Spółka Ambra jest właścicielem sieci sklepów Centrum Wina/Distillers Limited sprzedającej wina i inne alkohole premium. Sprzedaż Ambry przez kanał sklepów własnej sieci jest wyżej marżowy niż średnia w Grupie (dochodzi marża detaliczna), dlatego rozwój tego kanału pozytywnie wpływa na marże. W ostatnich latach przychody z Centrum Wina/Distillers Limited rosną szybciej o 3-4 p.p. niż w całej Grupie. Pod koniec 2018 r. w swoich placówkach sieć rozpoczęła sprzedaż alkoholi mocnych w ramach nowej marki dystrybucyjnej Distillers Limited. Dotychczasowe sklepy Centrum Wina dzielą się powierzchnią handlową z nowym projektem Distillers Limited. W ofercie tego projektu będzie początkowo 150 alkoholi mocnych, w tym 100 rodzajów whisky. Zarząd oczekuje, że w ciągu 5 lat będzie w stanie osiągnąć 20-30 mln PLN przychodów z nowego projektu. Wprowadzie obowiązującą stawką podatkową w Polsce jest 19%, jednak efektywna stawka zazwyczaj była wyższa i można oceniać, że w przyszłości będzie wynosić 20.5-21%.

### Działalność w Czechach i na Słowacji

W spółkach zależnych działających w Czechach i na Słowacji Ambra posiada 100% udziałów. Najważniejszą z nich jest czeska spółka Soare Sekt z siedzibą w Brnie. Spółka ta powstała w 1991 roku jako mała firma produkująca wina musujące i napoje bezalkoholowe dla dzieci. Soare Sekt jest m.in. właścicielem słowackiej spółki Soare Sekt Slovakia z siedzibą w Trebaticach. Obecnie są to spółki dystrybucyjne (nie prowadzą działalności produkcyjnej) zaopatrywane w przeważającej ilości przez inne spółki z Grupy Schloss (Ambra, Schloss Wachenheim). Soare Sekt oferuje aktualnie asortyment win musujących, szampanów dla dzieci oraz win stołowych i owocowych. Najważniejszymi kategoriami sprzedawanymi przez spółki czeską i słowacką są wina musujące (w tym bardzo dobrze rozwijająca się marka Mucha Sekt) i napoje bezalkoholowe dla dzieci (marka Robby Bubble) łącznie generujące ponad połowę sprzedaży w segmencie Czechy i Słowacja. Głównymi kanałami dystrybucji są sieci handlowe oraz w dużo mniejszym stopniu gastronomia. W segmencie tym ok. 2/3 przychodów pochodzi z Czech, a ok. 1/3 ze Słowacji. Stawka podatku dochodowego obowiązująca w Czechach wynosi 19%, a na Słowacji 21%.

### Działalność w Rumunii

W Rumunii spółka Ambra posiada 51% w spółce Zarea oraz 56% w Karom Drinks. Spółka Karom Drinks jest właścicielem nieruchomości inwestycyjnej położonej w Bukareszcie i nie prowadzi działalności operacyjnej (w związku z czym generuje rocznie niewielkie straty ok. 0.2 mln PLN związane z amortyzacją i kosztami finansowymi). Wartość netto nieruchomości w księgach wynosi 13.9 mln PLN. Według Ambry wartość godziwa nieruchomości oparta na obserwacji lokalnego rynku nieruchomości wynosi 34.8 mln PLN. Nieruchomość inwestycyjna to działka gruntu o powierzchni ok. 13 tys. m<sup>2</sup> znajdująca się w Bukareszcie ok. 8 km od centrum miasta w sąsiedztwie zakładu produkcyjnego Grupy. Działka nadaje się do sprzedaży. Część pierwotnej nieruchomości (ok. 1/3 oryginalnej powierzchni) została sprzedana w roku obrotowym 2014/2015 (zysk z jej sprzedaży wyniósł 5.4 mln PLN).

Główna działalność operacyjna w Rumunii odbywa się w spółce Zarea z siedzibą w Bukareszcie. Spółka ta jest najstarszym (powstałym w 1912 roku) i najbardziej znanym producentem wina musującego w Rumunii oraz właścicielem jednych z najpopularniejszych w tym kraju marek alkoholi mocnych. Główne marki spółki Zarea to: wina musujące (lider z ok. 30% udziałów w rynku) i brandy Zarea, brandy Milcov, bitter Carpaten, koktajle Florentino. Spółka rumuńska sprzedaje również inne produkty z grupy Schloss Wachenheim, w tym bardzo dobrze sprzedające się napoje bezalkoholowe dla dzieci (marka Robby Bubble).

Spółka Zarea posiada zakład produkcyjny w Bukareszcie o mocach produkcyjnych na poziomie 7-8 mln butelek rocznie. Wykorzystanie mocy jest zbliżone do 100%, co powoduje, że część produkcji marek rumuńskich odbywa się m.in. w polskim zakładzie Ambry. Produkty w Rumunii oferowane są przede wszystkim w sieciach handlowych oraz sklepach handlu tradycyjnego. Marża brutto w spółce rumuńskiej jest wyraźnie wyższa niż na pozostałych rynkach, co wynika z faktu, że handel w tym kraju cały czas mocno rozdrobniony. Oznacza to większą siłę negocjacyjną producentów w stosunku dla pośredników. Stawka podatku dochodowego obowiązująca w Rumunii wynosi 16%.

### Strategia Grupy Ambra

Głównym celem strategii biznesowej Grupy Ambra jest zwiększanie udziału w rynku alkoholi. Środkiem do osiągnięcia tego celu jest rozwój wiedzy o konsumentach i trafne rozpoznanie zmieniających się potrzeb. Dzięki programowi lojalnościowemu KOCHAM WINO, Ambra posiada unikalne dane dotyczące gustów ponad 150 tys. konsumentów, które w przyszłości będą coraz lepiej wykorzystywane do właściwego rozpoznawania potrzeb klientów. Dzięki temu Ambra chce tworzyć kolejne produkty i marki o wysokiej wartości dodanej odpowiadające potrzebom konsumentów oraz umacniać pozycję znanych i silnych marek takich jak CIN&CIN, Dorato, Fresco, Cydr Lubelski. Oprócz tworzenia oferty produktowej celem Ambry jest rozwój kanałów dystrybucji premium: gastronomii (HoReCa) i sieci własnych sklepów specjalistycznych pod marką Centrum Wina/Distillers Limited. Ambra chce również wzmacniać pozycję rynkową w kategoriach premium w rynku alkoholi takich jak cydr, brandy, whisky i wódki premium.

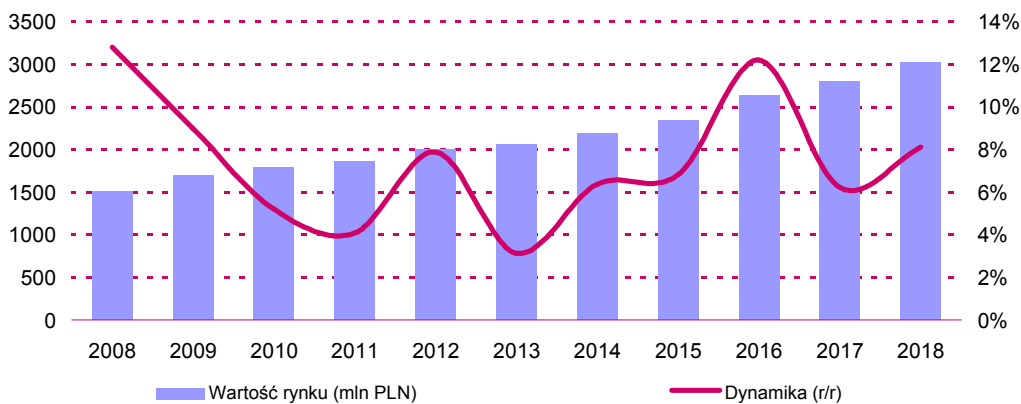
W Polsce Ambra chce w szczególności skupić się na rozwoju sieci Centrum Wina/Distillers Limited dodając kilka (3-4) nowych sklepów rocznie oraz rozwijając w tych placówkach sprzedaż alkoholi mocnych premium (w ramach Distillers Limited). W celu zdobywania rynku Ambra poszerza swoje silne marki. Przykładowo po sukcesie Cydru Lubelskiego spółka dodała nowe odmiany tego produktu: m.in. Cydr Lubelski na Miodzie, Cydr Lubelski Lodowy oraz zwiększyła różnorodność opakowań. Bazując na mocnej marce Fresco, Ambra wprowadziła nowe smaki Fresco Frizzante (Fresco Frizzante Fragola i Fresco Frizzante Mango & Pesca) oraz małe pojemności 250 ml dla wszystkich pięciu wariantów Fresco Frizzante a także obniżoną zawartość alkoholu do 5.5%. Tym samym Ambra reaguje na szybko rosnący w Polsce popyt na napoje niskoalkoholowe.

W Czechach i na Słowacji Ambra chce się rozwijać niezależnie od wzrostu rynku dzięki dalszemu zdobywaniu udziałów rynkowych przez markę Mucha Sekt. Aktualnie ma ona ok. 8% w rynku win musujących, a lider tego rynku Bohemia Sekt posiada ok. 60% rynku. Grupa Ambra jest w tych dwóch krajach na tyle mała, że może spokojnie rosnąć zdobywając udziały korzystając z kompetencji Grupy. W Rumunii Ambra chce przede wszystkim stawiać na rozwój w segmencie brandy, gdzie jest dość silna, ale cały czas ma potencjał na dalsze zdobywanie rynku. Udział spółki Zarea w kategorii brandy wynosi 9% rynku (trzeci największy gracz). Ze względu na duże nasycenie winem rynku rumuńskiego, zarząd widzi większy potencjał do rozwoju w alkoholach mocnych.

W swojej strategii Ambra zakłada również zwiększanie operacyjnych przepływów pieniężnych i konsekwentną politykę wzrostu wypłacanej dywidendy. Strategiczne podejście do wypłat dywidend należy szczególnie pozytywnie ocenić z punktu widzenia akcjonariuszy mniejszościowych.

## Rynek wina

### Wartość i dynamika rynku wina w Polsce

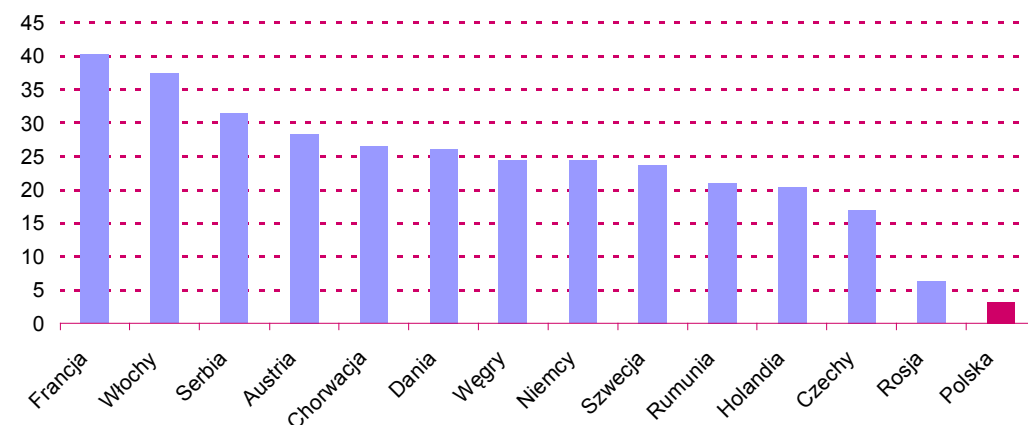


Źródło: Ambra S.A. za AC Nielsen

Rynek wina w Polsce rozwijał się w ostatnich latach w dość szybkim tempie. W latach 2013-2018 średnioroczny, wartościowy wzrost wyniósł 7.9%, a wartość rynku w 2018 r. jest szacowana na 3.0 mld PLN. Najważniejszym czynnikiem za tym stojącym był silny wzrost gospodarczy napędzany popytem konsumpcyjnym. Dynamiczny wzrost płac i spadek bezrobocia sprawił, że polskie społeczeństwo chętniej sięgało po alkohole z wyższej półki. Najszybciej rosnącym segmentem jest segment 20-30 PLN za butelkę rosnący w tempie ok. 20% w ostatnim roku, natomiast udział w sprzedaży segmentu win najtańszych (poniżej 12 PLN) systematycznie spada. Zarząd Ambry uważa, że rynek wina w Polsce powinien rosnąć o 5-7% rocznie w kolejnych latach przy założeniu braku załamania gospodarczego, który uderzyłby w popyt konsumpcyjny. W Polsce 3 kanały sprzedaży win (hiper- i supermarkety, sklepy dyskontowe oraz handel tradycyjny wraz z pozostałymi) miały w 2018 roku zbliżone udziały w wartości sprzedaży (odpowiednio 32%, 32%, 36%).

W Polsce cały czas istnieje znaczący potencjał do dalszego rozwoju rynku wina patrząc na jego konsumpcję per capita. Pomijając tradycyjne kraje winiarskie takie jak Francja, Włochy czy nawet Niemcy (gdzie spożywa się 7 razy więcej wina na mieszkańca niż w Polsce) i patrząc tylko na kraje zbliżone kulturowo, dochodowo i geograficznie widać, że w Polsce konsumpcja wina nadal jest relatywnie niska. W naszym kraju konsumuje się najmniej wina w regionie w przeliczeniu na głowę mieszkańca. Konsumpcja wina per capita jest 1.9 razy wyższa w Rosji oraz 5.3 razy wyższa w Czechach (podobnie na Słowacji).

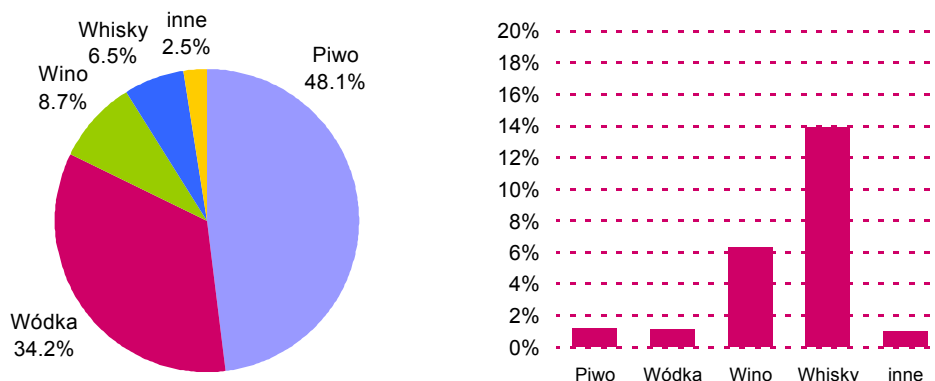
### Spożycie wina w litrach na osobę w poszczególnych krajach



Źródło: State of the Vitiviniculture World Market, OIV, kwiecień 2018

Rynek wina jest kategorią premium w całym rynku alkoholi i rośnie szybciej niż dwie największe kategorie: piwo i wódka. Jednak nawet w tych dwóch kategoriach widać tendencję do szukania produktów bardziej premium. Dlatego Ambra stawia również na alkohole mocne z wyższej półki cenowej (whisky, wódki premium, brandy), na które popyt rośnie szybciej niż na produkty popularne. Natomiast na rynek piwa Ambra nie zamierza wchodzić.

### Podział rynku alkoholi oraz dynamika konsumpcji głównych kategorii



Źródło: Ambra S.A. za AC Nielsen. Dane za okres 12 miesięcy kończących się w maju 2018 roku.

Na rynku dystrybucji wina w Polsce nie należy się spodziewać istotnych przetasowań. Grupa Ambra spodziewa się utrzymywania aktualnych udziałów. Nie widać również tendencji konsolidacyjnych. Spółki z Grupy Ambra są w sumie liderem rynku wina z szacowanym udziałem na poziomie 16-18%, drugim graczem jest CEDC (nieznacznie poniżej 15%), trzeci Bartex ma ok. 6%, a kolejne podmioty mają udziały poniżej 5%. Sądzymy, że w kolejnych latach sprzedaż Ambry w Polsce będzie rosła na poziomie dynamiki rynku wina lub nieznacznie szybciej dzięki rozwojowi produktów spoza tego rynku.

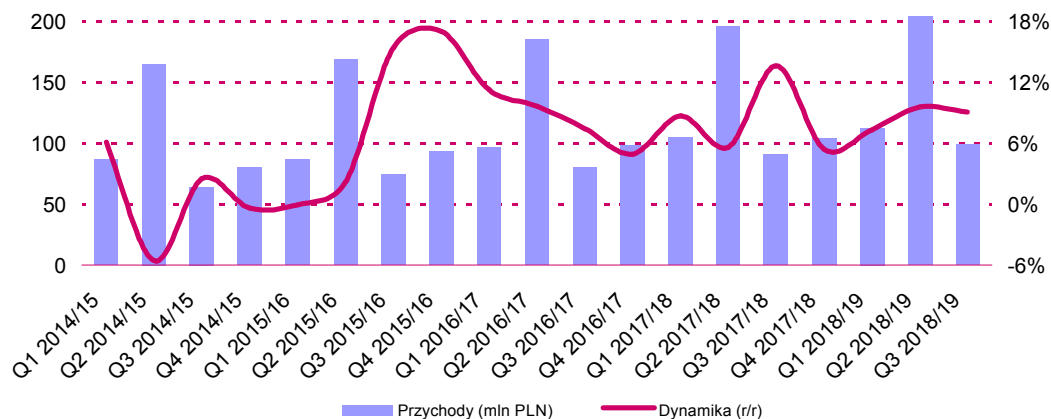
W pozostałych krajach, w których działa Grupa Ambra (Czechy, Słowacja, Rumunia), oczekiwany jest raczej powolny wzrost ze względu na duże nasycenie rynku wina. Ambra uważa, że w tych krajach należy oczekiwać w przyszłości wzrostu na poziomie ok. 3% rocznie. Natomiast w Rumunii istotny dla Ambry jest również rynek brandy, gdzie oczekiwane jest ok. 5% rocznych wzrostów.

### Historyczne wyniki finansowe

Grupa Ambra w okresie 2013/14-2017/18 (Ambra kończy rok obrotowy 30 czerwca) zwiększała przychody średniorocznie w tempie 6.0%. W zakończonym właśnie roku 2018/2019 dynamika przyspieszyła do ok. 10% r/r, czyli była najwyższa od ponad 10 lat. Historycznie patrząc dynamika sprzedaży r/r była zazwyczaj jednocyfrowa i tylko w pojedynczych kwartałach przekraczała 10% lub przyjmowała wartości ujemne. Segment działalności w Polsce zwiększał sprzedaż w latach 2013/14-2017/18 średnio o 4.7%, a w zakończonym, roku obrotowym dynamika powinna wynieść ok. 8.5% r/r. Segment operacyjny Czechy i Słowacja zwiększał sprzedaż w latach 2013/14-2017/18 średnio o 1.4%, co było efektem spadku sprzedaży o 12.5% 4 lata temu (w konsekwencji restrukturyzacji i zamknięcia winiarni w Czechach). W ostatnich latach dynamika sprzedaży jest bardzo silna - rok temu wyniosła 13.1% r/r, a po 3 kwartałach 2018/2019 wzrost wyniósł aż 29.3% r/r. Zdecydowanie najszybciej rosnącym segmentem w ostatnich czterech latach jest Rumunia. Średnioroczny wzrost przychodów w latach 2013/14-2017/18 wyniósł aż 21.7%. Natomiast w wypadku tego kraju należy mówić ostatnio o spowolnieniu, gdyż po 3 kwartałach 2018/2019 wzrost wyniósł już tylko 8.1% r/r.

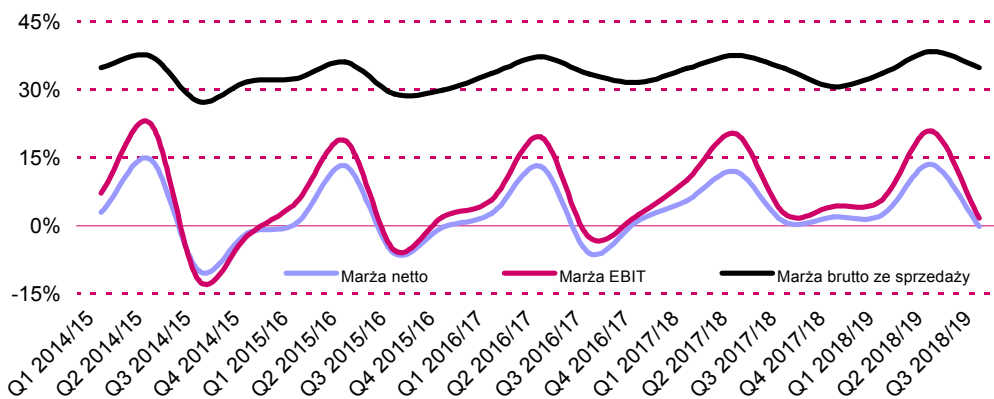
W ostatnich dwóch latach widoczny był wzrost marży brutto, która w sumie wzrosła o 2.2 p.p. do 35% w roku 2017/18. W zakończonym właśnie roku marża brutto powinna być zbliżona. Wzrost marży w poprzednich latach, to przede wszystkim efekt szybszego wzrostu produktów wyżej marżowych, sprzedaży w Rumunii oraz w sklepach Centrum Wina od średniej w całej Grupie. Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu (SG&A) rosną w tempie zbliżonym do sprzedaży w dłuższym terminie, choć w danym roku dynamika tych kosztów może mocno się różnić od dynamiki przychodów. Po 3 kwartałach minionego roku obrotowego koszty wzrosły o 11.8% r/r a przychody o 8.8% r/r. W latach 2013/14-2017/18 koszty SG&A rosły średniorocznie o 4.8% a przychody o 6.0%.

### 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.

W latach obrotowych 2016/17 oraz 2017/18 Ambra zaksięgowała istotne zdarzenia jednorazowe, które wpłynęły na EBIT. We wcześniejszym roku EBIT był zaniżony o 4 mln PLN głównie przez oszustwo na szkodę spółki Soare Sekt. Natomiast w roku 2017/18 EBIT był zawyżony o 4.5 mln PLN w wyniku otrzymania odszkodowania dotyczącego oszustwa w Soare Sekt oraz innych otrzymanych roszczeń dotyczących poprzednich okresów. W zakończonym właśnie roku 2018/19 Ambra po 3 kwartałach nie miała żadnych zdarzeń jednorazowych. Dlatego niski wzrost EBIT w całym roku będzie głównie efektem dodatniej jednorazówki w roku 2017/18.

W roku 2017/18 efektywna stopa podatkowa była istotnie podwyższona (wyniosła 25.6% vs 21.2% rok wcześniej), co było wynikiem jednorazowego odpisu aktywa na podatek odroczoney w kwocie 3.3 mln PLN. W roku 2018/19 efektywna stopa powinna wynieść ok. 23.7%, natomiast w latach

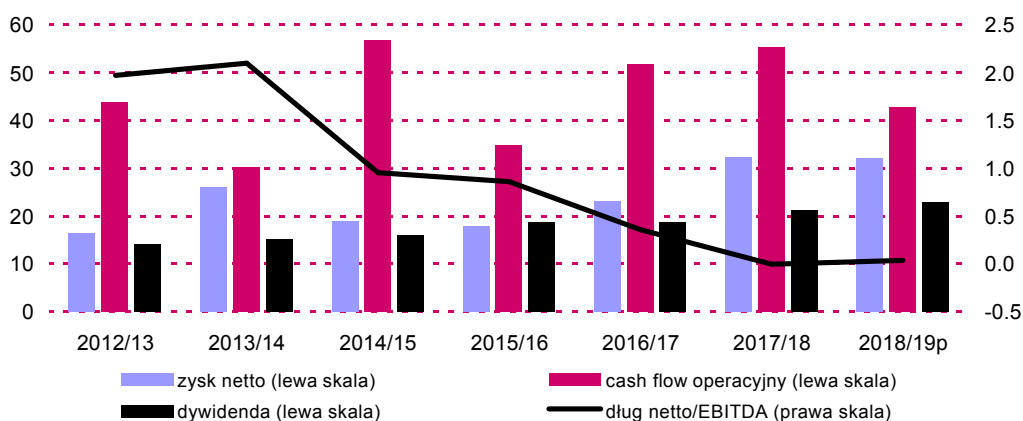
kolejnych powrócić do średnich historycznych, czyli ok. 20.5-21%. W roku 2017/18 zysk przypadający udziałom niekontrolującym wyniósł 9.7 mln PLN i zbliżona wartość powinna być w roku 2018/19. Największa część tej kwoty przypada dla mniejszościowych akcjonariuszy spółki TiM (5.7 mln PLN) oraz Zarea (3.2 mln PLN).

W roku 2017/18 przychody Grupy Ambra wzrosły o 7.6% do 495.7 mln PLN, a EBIT raportowany wyniósł 57 mln PLN (+35.6% r/r). Po oczyszczeniu o zdarzenia jednorazowe EBIT był jednak na poziomie 52.5 mln PLN (+14.1% r/r). Po 3 kwartałach 2018/19 przychody Grupy urosły o 8.8%. EBIT był tylko marginalnie wyższy (+0.8% r/r), jednak patrząc na zysk na sprzedaży, który nie obejmuje zdarzeń jednorazowych to wzrósł on o 5.0% r/r do 52.1 mln PLN. Niższa dynamika zysku niż przychodów była efektem dynamicznego wzrostu kosztów marketingu oraz wynagrodzeń. Po 3 kw. zysk netto przypadający akcjonariuszom jednostki dominującej spółki Ambra wyniósł 31.4 mln PLN vs 29.9 mln PLN rok wcześniej (+5.0% r/r).

Silną stroną finansową Grupy Ambra są systematycznie dodatnie, wysokie przyływy pieniężne z działalności operacyjnej. Spółce udawało się w ostatnich latach poprawiać rotację zapasów przy równoczesnym wzroście zobowiązań handlowych. Dzięki temu kapitał obrotowy netto praktycznie pozostaje przez ostatnie lata na zbliżonym poziomie, pomimo rosnących przychodów. Cash flow operacyjny wyniósł 55.3 mln PLN w roku 2017/18, a średnio w ostatnich 5 latach wyniósł 45.8 mln PLN rocznie. Biorąc pod uwagę, że CAPEX w tym samym okresie wynosił średnio 13.1 mln PLN, Ambra była w stanie nie tylko zmniejszać zadłużenie, ale również systematycznie wypłacać solidne dywidendy. Grupa Ambra zmniejszyła zadłużenie netto w ostatnich 5 latach o 84 mln PLN oraz wypłaciła 63 mln PLN w postaci dywidendy.

Aktualne zadłużenie Grupy jest zbliżone do zera, co oznacza, że polityka wypłacania rosnących dywidend w najbliższych latach nie jest zagrożona nawet w przypadku gorszego roku oraz nieznacznie podwyższonego CAPEXu w kolejnych okresach (z 13 do 17-18 mln PLN rocznie). Silna pozycja finansowa pozwala również spółce myśleć o ewentualnych przejściach.

### Rosnące dywidendy dzięki silnym przepływom pieniężnym



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

## Perspektywy i prognoza wyników

### Nieźła końcówka roku obrotowego 2018/19

Oczekujemy, że ostatni kwartał roku 2018/19 (kwiecień-czerwiec) charakteryzował się silną, kilkunastoprocentową dynamiką sprzedaży. Prognozujemy, że sprzedaż Grupy wzrosła o 13.8%. Bardzo dobra sprzedaż była efektem przesunięcia Wielkanocy, która w tym roku miała miejsce w II połowie kwietnia, podwyższając zakupy konsumpcyjne w kwietniu (w 2018 r. Wielkanoc przypadła na 1 kwietnia). Efekt ten był widoczny w danych przedstawionych przez GUS. Po wzroście sprzedaży detalicznej w lutym o 6.5% r/r i marcu 3.1% r/r, kwiecień pokazał wzrost aż o 13.6% r/r (najwyższy od 7 lat). Efekt przesunięcia świąt był widoczny szczególnie w sektorze "żywność, napoje i wyroby tytoniowe", gdzie w marcu zanotowano spadek sprzedaży o 8.3% r/r, a kwietniu wzrost o 21.5% r/r.

Zakładamy, że marża brutto była na poziomie kwartału sprzed roku, czyli wyniosła 30.7%. Uważamy natomiast, że koszty sprzedaży i ogólnego zarządu wzrosły o 12.8%, czyli o 1 p.p. bardziej niż we wcześniejszych kwartałach. Prognozowany przez nas zysk ze sprzedaży wyniósł 2.8 mln PLN w porównaniu z 2.2 mln PLN rok wcześniej. Zakładamy w IV kw. 2018/19 brak zdarzeń jednorazowych. Dlatego EBIT na poziomie 2.8 mln PLN był wyraźnie niższy niż 4.5 mln PLN EBIT rok wcześniej (gdy był zawyżony o 2.3 mln PLN pozostałych przychodów operacyjnych). Zyski mniejszości powinny być na podobnym poziomie co rok wcześniej. Szacujemy zysk netto dla akcjonariuszy jednostki dominującej na poziomie 0.8 mln PLN w IV kw. 2018/19 vs 2.0 mln PLN rok wcześniej.

W całym roku obrotowym 2018/19 prognozujemy wzrost przychodów o 9.9% r/r do 544.7 mln PLN. Oczekujemy spadku EBIT o 2.4% r/r do 55.6 mln PLN, natomiast po wyłączeniu zdarzeń jednorazowych jego wzrostu o 5.9% r/r. W całym roku 2018/19 zysk netto dla akcjonariuszy jednostki dominującej wyniósł według naszej prognozy 32.1 mln PLN i był prawie taki sam jak rok wcześniej (32.2 mln PLN). Na koniec roku obrotowego Ambra powinna mieć dług netto zbliżony do zera (szacujemy 2.6 mln PLN gotówki netto vs 0.3 mln PLN rok wcześniej).

### Prognoza skonsolidowanych wyników kwartalnych Ambra SA

	IV kwartał 2018/2019 P	IV kwartał 2017/2018	zmiana	I-IV kw. 2018/2019P	I-IV kw. 2017/2018	zmiana
Przychody	118.3	104.0	13.8%	544.7	495.7	9.9%
EBITDA	6.2	7.6	-19.0%	68.9	69.0	-0.3%
EBIT	2.8	4.5	-36.9%	55.6	57.0	-2.4%
Zysk netto akcj. jedn. domin.	0.8	2.0	-57.7%	32.1	32.2	-0.2%
<b>Marże</b>						
Marża EBITDA	5.2%	7.3%		12.6%	13.9%	
Marża EBIT	2.4%	4.3%		10.2%	11.5%	
Marża netto	0.7%	1.9%		5.9%	6.5%	

Źródło: prognoza Millennium Dom Maklerski S.A., spółka Ambra S.A.

## Dalszy rozwój Grupy zbliżony do systematycznego wzrostu rynku

Grupa Ambra generuje ok. 78% przychodów na rynku polskim, dlatego jest on decydujący dla przyszłego wzrostu Grupy. Oczekujemy wzrostu przychodów w roku 2019/20 w Polsce o 7.0%, a w kolejnych 5 latach spadek dynamiki o 0.5 p.p. rocznie. Prognozujemy, że sprzedaż Ambry na rynku polskim, pomimo bycia liderem rynkowym, będzie rosła nieznacznie (o 1 p.p.) szybciej niż rynek wina. Będzie to efektem wprowadzenia nowych produktów, rozszerzanie swoich najsilniejszych marek oraz dalszego rozwoju poza rynkiem wina (w tym w kategorii alkoholi mocnych).

Działalność Ambry na rynkach zagranicznych jest niezbyt duża w stosunku do ich wielkości, dlatego Grupa ma tam szanse rozwijać się istotnie szybciej niż rynek. Trzeba jednak podkreślić, że w przeciwieństwie do rynku polskiego, sprzedaż Grupy w tych krajach jest mniej zdywersyfikowana, przez co bardziej podatna na negatywne wstrząsy. Dlatego konserwatywnie oczekujemy, że sprzedaż w Rumunii będzie rosła 3.0% rocznie, a segmencie Czech i Słowacji o 5.0%. Podkreślamy jednak, że w poszczególnych latach wahania w dynamikach mogą być znaczące. Po 3 kwartałach 2018/19 przychody spółki TIM związane z eksportem towarów do klientów z Dalekiego Wschodu były nieznacznie niższe r/r. Dlatego nie zakładamy wzrostu z tej działalności w przyszłości. Należy jednak podkreślić, że dla spółki jest to pewnego rodzaju opcja, która w przyszłości może przynieść wzrost przychodów. Dla całej Grupy Ambra oczekujemy średniorocznego wzrostu sprzedaży na poziomie 5.6% w kolejnych 5 latach.

Po dwóch latach wzrostu marży brutto, w roku 2018/19 praktycznie się nie zmieniła i oczekujemy, że w przyszłości powinna ona zacząć bardzo powoli spadać (zakładamy spadek o 0.15% rocznie). Wprawdzie w Polsce, Czechach i na Słowacji marże mają szanse się ustabilizować w okolicach obecnych poziomów, to w Rumunii są na tyle wysokie, że długoterminowy trend obniżek jest nieunikniony. W naszych prognozach zakładamy, że koszty operacyjne poniżej zysku brutto ze sprzedaży będą rosnąć w takim tempie jak sprzedaż. Historycznie, uśredniając tendencje wieloletnie, taka zależność była widoczna, choć w poszczególnych latach dynamiki te różniły się.

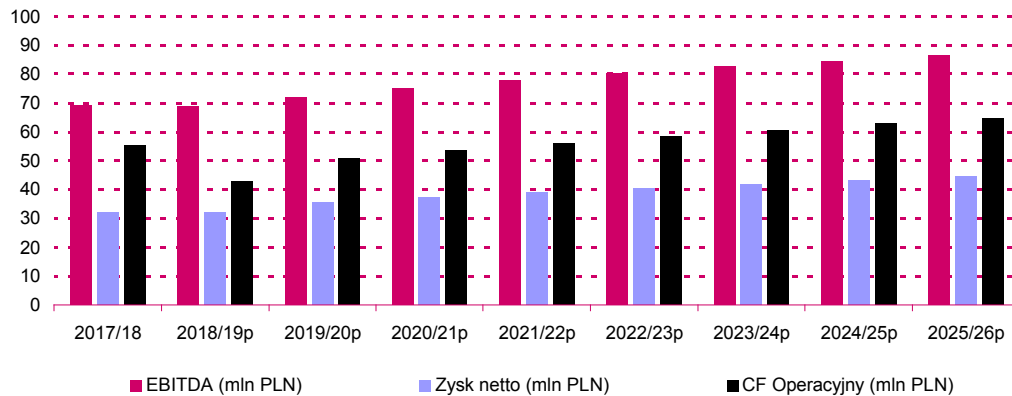
Zgodnie z zapowiedziami zarządu CAPEX w kolejnych latach będzie podwyższony (o ok. 4 mln PLN rocznie przez kolejne 3-4 lata). W sumie roczny CAPEX ma nie przekraczać 18 mln PLN. Oznacza to, że będzie on wyższy o ok. 3-4 mln PLN od amortyzacji, a więc nie powinien ograniczać możliwości wypłat dywidend przez spółkę. Inwestycje mają podnieść jakość produktów i pozwolić na szybsze wprowadzanie nowości. Ambra nie wyklucza akwizycji, jednak według zarządu obecnie nie ma nic ciekawego do kupienia lub potencjalne spółki do przejęcia są wyceniane drogo. Zarząd podchodzi do tematu przejęć oportunistycznie. W Polsce nie ma ani ciekawych aktywów produkcyjnych ani marek - jedyną ewentualnością są kanały dystrybucyjne. Natomiast w Czechach i Rumunii do potencjalnego przejęcia są ciekawe marki, ale wysoko wyceniane.

Oczekujemy, że w roku obrotowym 2019/20 EBIT Grupy wzrośnie o 4.7% do 58.2 mln PLN, a w kolejnym o 4.3% do 60.8 mln PLN. Według naszych prognoz zysk netto przypadający akcjonariuszom jednostki dominującej wzrośnie w roku 2019/20 o 10.6% do 35.5 mln PLN, a w kolejnym o 4.8% do 37.2 mln PLN.

Sądzymy, że najbliższa dywidenda wypłacana przez spółkę nie będzie dużo wyższa od wypłaconej ostatnio (0.68 PLN na akcję), gdyż zysk netto w zakończonym roku obrotowym 2018/19 był zbliżony do zysku w 2017/18. Oczekujemy, że najbliższa dywidenda wypłacana najprawdopodobniej w listopadzie 2019 wyniesie 0.7 PLN, a w roku kolejnym wzrośnie do 0.75 PLN na akcję. Przy aktualnym kursie oznacza to stopy dywidendy odpowiednio 4.5% oraz 4.8%.

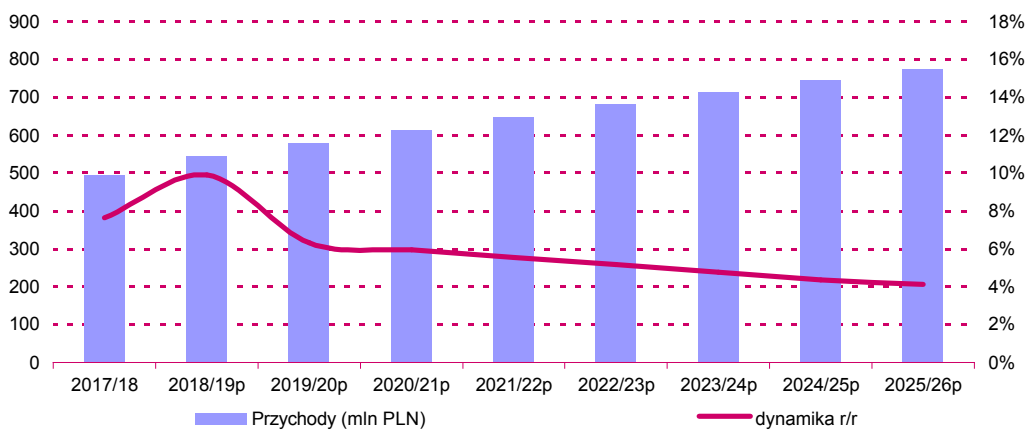


### Prognozowane wyniki EBITDA, zysk netto oraz cash flow operacyjny



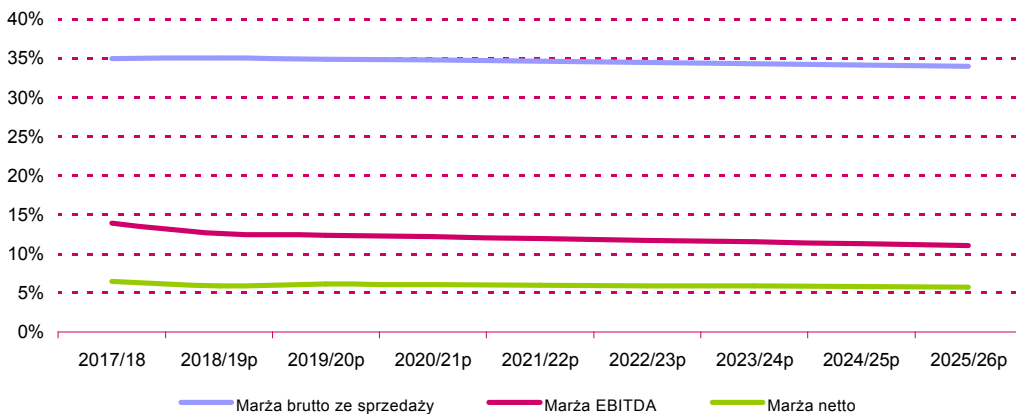
Źródło: Ambra S.A., prognozy Millennium Dom Maklerski S.A.

### Prognoza przychodów w kolejnych latach



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

### Prognoza marży brutto ze sprzedaży, EBITDA oraz netto



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

## Czynniki ryzyka

Do najważniejszych czynników ryzyka, które mogą mieć wpływ na działalność Grupy Ambra i jej ocenę przez akcjonariuszy należą:

- ❑ **Ryzyko spadku poziom koniunktury i nastrojów konsumenckich** - w perspektywie kolejnych okresów możliwe jest pogorszenie tych wskaźników. Odbiłoby się to na obniżeniu dynamik popytu konsumpcyjnego. Na dzień dzisiejszy należy jednak mówić jedynie o dość wysokim ryzyku spowolnienia wzrostów (z relatywnie wysokich poziomów) i niewielkim ryzyku spadku sprzedaży.
- ❑ **Ryzyko wzrostu kosztów wynagrodzeń, energii i usług**, skutkujące stałą presją na koszty działalności. Najważniejszym kosztem (poza kupowanymi surowcami i towarami) są koszty wynagrodzeń, które w roku 2018/2019 wyniosły ok. 82 mln PLN. Silny wzrost płac będzie wpływał negatywnie na wyniki, jednak trzeba pamiętać, że jest on powiązany z ogólnymi tendencjami w gospodarce i silnie koreluje z popytem konsumpcyjnym korzystnie wpływającym na spółkę po stronie przychodowej.
- ❑ **Ryzyko kursów walut oraz cen surowców**. Znacząca ilość towarów oraz surowców jest importowana (wartość ok. 40 mln EUR rocznie), dlatego ceny surowca oraz EUR/PLN wpływają na koszty. Według zarządu spółka jest jednak w stanie z opóźnieniem 2-3 kwartałów przetrzymać rosnące koszty na klientów. Wpływ znaczącego wzrostu EUR/PLN na wartości bilansowe też nie jest duży. Wzrost EUR/PLN o 10% obniżyłby, poprzez różnice kursowe, wynik netto o 1.9 mln PLN.
- ❑ **Ryzyko niekorzystnej zmiany przepisów** 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 transakcji z głównym akcjonariuszem**. Transakcje takie mogą generować konflikty interesów, jednak zakupy od głównego akcjonariusza (i spółek z nią powiązanych) stanowiły zaledwie 1.7% przychodów w 2017/2018.
- ❑ **Ryzyko zmiany w polityki dywidendowej**, która zakłada stabilny wzrost wypłacanej dywidendy. Uważamy, że stabilnie rosnąca dywidenda jest jednym z głównych atutów z punktu widzenia akcjonariuszy. Zawsze istnieje jednak potencjalne ryzyko zmiany w tym zakresie (np. w przypadku dużej akwizycji), choć spółka takich planów aktualnie nie ma.

Patrząc na powyższe czynniki, sądzimy, że ryzyka w działalności Ambry są umiarkowane, a spółka nie powinna mieć dużego problemu w zarządzaniu większością z nich.

# Wyniki finansowe

## Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2016/17	2017/18	2018/19p	2019/20p	2020/21p	2021/22p
<b>przychody netto</b>	<b>460.5</b>	<b>495.7</b>	<b>544.7</b>	<b>579.2</b>	<b>613.7</b>	<b>647.9</b>
Koszty sprzedanych towarów	-301.2	-322.3	-353.5	-376.8	-400.2	-423.4
<b>zysk brutto na sprzedaży</b>	<b>159.3</b>	<b>173.4</b>	<b>191.2</b>	<b>202.4</b>	<b>213.6</b>	<b>224.5</b>
koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	-111.7	-121.6	-136.3	-144.9	-153.5	-162.1
saldo pozostałej działalności operacyjnej	-5.5	5.3	0.7	0.7	0.7	0.7
<b>EBITDA</b>	<b>53.2</b>	<b>69.0</b>	<b>68.9</b>	<b>72.0</b>	<b>75.0</b>	<b>77.7</b>
<b>EBIT</b>	<b>42.0</b>	<b>57.0</b>	<b>55.6</b>	<b>58.2</b>	<b>60.8</b>	<b>63.1</b>
saldo finansowe	-1.1	-1.2	-1.3	-1.2	-1.0	-0.8
<b>zysk przed opodatkowaniem</b>	<b>40.9</b>	<b>55.9</b>	<b>54.4</b>	<b>57.0</b>	<b>59.7</b>	<b>62.3</b>
podatek dochodowy	-8.7	-14.3	-12.9	-11.7	-12.2	-12.8
Udział w zyskach (stratach) jedn. podporządk.	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
(Zyski) straty mniejszości	-9.4	-9.7	-9.7	-10.1	-10.5	-11.0
<b>Zysk netto akcj. jedn. domin.</b>	<b>23.1</b>	<b>32.2</b>	<b>32.1</b>	<b>35.5</b>	<b>37.2</b>	<b>38.9</b>
EPS	0.92	1.28	1.27	1.41	1.48	1.54

## Bilans (mln PLN)

	2016/17	2017/18	2018/19p	2019/20p	2020/21p	2021/22p
<b>aktywa trwałe</b>	<b>186.8</b>	<b>181.8</b>	<b>186.1</b>	<b>189.8</b>	<b>193.1</b>	<b>196.0</b>
wartości niematerialne i prawne	59.5	59.5	59.5	59.5	59.5	59.5
rzeczowe aktywa trwałe	104.9	106.6	110.9	114.6	117.9	120.8
inwestycje długoterminowe	14.5	14.5	14.5	14.5	14.5	14.5
rozliczenia międzyokresowe	7.9	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
<b>aktywa obrotowe</b>	<b>225.6</b>	<b>268.8</b>	<b>294.4</b>	<b>320.3</b>	<b>347.2</b>	<b>375.5</b>
zapasy	105.5	116.4	128.0	136.1	144.2	152.2
należności	102.0	118.1	129.8	138.0	146.2	154.3
inwestycje krótkoterminowe	14.4	31.7	34.0	43.6	54.3	66.3
rozliczenia międzyokresowe	3.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6
<b>aktywa razem</b>	<b>412.4</b>	<b>450.6</b>	<b>480.4</b>	<b>510.1</b>	<b>540.4</b>	<b>571.5</b>
kapitał własny akcjonariuszy jedn. dominującej	248.0	264.9	279.9	297.8	316.1	335.2
kapitał mniejszości	34.5	39.1	43.0	47.0	51.2	55.6
zobowiązania	129.9	146.6	157.6	165.3	173.0	180.7
zobowiązania długoterminowe	7.7	21.8	21.8	21.8	21.8	21.8
w tym dług odsetkowy	1.1	17.5	17.5	17.5	17.5	17.5
zobowiązania krótkoterminowe	122.3	124.9	135.8	143.6	151.3	158.9
w tym dług odsetkowy	32.4	13.9	13.9	13.9	13.9	13.9
<b>pasywa razem</b>	<b>412.4</b>	<b>450.6</b>	<b>480.4</b>	<b>510.1</b>	<b>540.4</b>	<b>571.5</b>
BVPS	9.84	10.51	11.10	11.81	12.54	13.30

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

**Cash flow (mln PLN)**

	2016/17	2017/18	2018/19p	2019/20p	2020/21p	2021/22p
wynik netto wraz zyskami mniejszości	32.5	41.9	41.8	45.7	47.8	49.8
amortyzacja	11.1	12.0	13.2	13.7	14.2	14.6
zmiana kapitału obrotowego	8.0	-5.8	-12.2	-8.6	-8.6	-8.5
<b>gotówka z działalności operacyjnej</b>	<b>51.8</b>	<b>55.3</b>	<b>42.8</b>	<b>50.8</b>	<b>53.4</b>	<b>56.0</b>
inwestycje (capex)	-13.6	-14.4	-17.5	-17.5	-17.5	-17.5
<b>gotówka z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-11.5</b>	<b>-13.5</b>	<b>-17.5</b>	<b>-17.5</b>	<b>-17.5</b>	<b>-17.5</b>
wypłata dywidendy (w tym udz. mniejsz.)	-18.8	-21.2	-22.9	-23.7	-25.2	-26.4
emisja akcji	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
zmiana zadłużenia	-15.3	-2.2	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>gotówka z działalności finansowej</b>	<b>-34.1</b>	<b>-23.4</b>	<b>-22.9</b>	<b>-23.7</b>	<b>-25.2</b>	<b>-26.4</b>
zmiana gotówki netto	6.2	18.5	2.3	9.6	10.7	12.1
DPS	0.52	0.60	0.68	0.70	0.75	0.79
CEPS	1.36	1.76	1.80	1.96	2.04	2.12
FCFPS	3.97	4.89	4.42	4.34	4.51	4.67

**Wskaźniki (%)**

	2016/17	2017/18	2018/19p	2019/20p	2020/21p	2021/22p
zmiana sprzedaży	9.1%	7.6%	9.9%	6.3%	6.0%	5.6%
zmiana EBITDA	17.5%	29.8%	-0.3%	4.6%	4.1%	3.7%
zmiana EBIT	23.7%	35.7%	-2.4%	4.7%	4.3%	3.9%
zmiana zysku netto	29.1%	39.7%	-0.3%	10.6%	4.8%	4.4%
marża EBITDA	11.5%	13.9%	12.6%	12.4%	12.2%	12.0%
marża EBIT	9.1%	11.5%	10.2%	10.1%	9.9%	9.7%
marża netto	5.0%	6.5%	5.9%	6.1%	6.1%	6.0%
sprzedaż/aktywa (x)	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
dług / kapitał (x)	0.08	0.00	-0.01	-0.04	-0.07	-0.10
odsetki / EBIT	-2.7%	-2.0%	-2.2%	-2.1%	-1.7%	-1.3%
stopa podatkowa	21.2%	25.6%	23.7%	20.5%	20.5%	20.5%
ROE	9.6%	13.0%	12.1%	12.7%	12.5%	12.3%
ROA	5.6%	7.8%	7.1%	7.4%	7.3%	7.2%
(dług) gotówka netto (mln PLN)	-19.1	0.3	2.6	12.2	22.9	34.9

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

## Departament Analiz

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

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

**Sebastian Siemiątkowski**  
+22 598 26 05  
sebastian.siemiatkowski@millenniumdm.pl

**Artur Topczewski**  
+22 598 26 59  
artur.topczewski@millenniumdm.pl

**Adam Zajler**  
+22 598 26 88  
adam.zajler@millenniumdm.pl

**Dyrektor**  
banki i finanse, ubezpieczenia

**Analitik**  
branża spożywcza, handel,

**Analitik**  
fundusze inwestycyjne

**Analitik**  
fundusze inwestycyjne

**Analitik**  
akcje

## Sprzedaż

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

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

**Jarosław Oldakowski**  
+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**

Fax: +48 22 598 26 99 Tel. +48 22 598 26 00

### Ważne informacje

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

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

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

Niniejszy raport stanowi badanie inwestycyjne i nie stanowi reklamy ani oferowania papierów wartościowych, może być on także dystrybuowany za pomocą środków masowego przekazu, na podstawie każdorazowej decyzji Dyrektora Departamentu Doradztwa i Analiz. Rozpowszechnianie lub powielanie niniejszego materiału w całości lub w części bez pisemnej zgody Millennium Dom Maklerski S.A. jest zabronione. Niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

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

### Objaśnienia terminologii fachowej użytej w raporcie

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

### Skala rekomendacji stosowana w Millennium Dom Maklerski S.A.

KUPUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 20% potencjał wzrostu  
AKUMULUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 10% potencjał wzrostu  
NEUTRALNIE - uważamy, że cena akcji spółki pozostanie stabilna (+/- 10%)  
REDUKUJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o 10-20%  
SPRZEDAJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o ponad 20%

Rekomendacje wydawane przez Millennium Dom Maklerski S.A. obowiązują 6 miesięcy od daty wydania, o ile wcześniej nie zostaną zaktualizowane. Millennium Dom Maklerski S.A. dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka.

### Stosowane metody wyceny

Rekomendacje sporządzone są w oparciu o następujące metody wyceny (wybrane 2 z 3):

Metoda DCF (model zdyskontowanych strumieni pieniężnych) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny przedsiębiorstw. Wadą metody DCF jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy, jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

Metoda porównawcza (porównanie odpowiednich wskaźników rynkowych, przy których jest notowana spółka z podobnymi wskaźnikami dla innych firm z tej samej branży bądź branż pokrewnych) - lepiej niż metoda DCF odzwierciedla postępowanie branży, w której działa spółka, przez inwestorów. Wadą metody porównawczej jest wrażliwość na dobór przyjętych grupy porównawczej oraz porównywanych wskaźników, a także wysoka zmienność wyceny w zależności od koniunktury na rynku.

Metoda ROE-P/BV (model uzależniający właściwy wskaźnik P/BV od rentowności spółki) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny banków. Wadą tej metody jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy (zyskowność, efektywność), jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

### Powiązania Millennium Dom Maklerski S.A. ze spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu

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

### Rozwiązania organizacyjne ustanowione w celu zapobiegania konfliktom interesów:

Zasady zarządzania konfliktami interesów w Millennium Dom Maklerski S.A. zostały zawarte w Polityce zarządzania konfliktami interesów w Millennium Dom Maklerski S.A. Przyjęte dla zapobiegania konfliktom interesów rozwiązania organizacyjne określa między innymi Regulamin organizacyjny Spółki Akcyjnej Millennium Dom Maklerski, który przewiduje: (a) nadzór nad osobami, których główne funkcje obejmują prowadzenie działań w imieniu lub świadczenie usług dla Klientów, których interesy mogą być sprzeczne lub którzy w inny sposób reprezentują różne sprzeczne interesy, w tym interesy Domu Maklerskiego; (b) środki zapobiegające lub ograniczające wywieranie przez osobę trzecią niewłaściwego wpływu na sposób, w jaki upoważniona osoba wykonuje czynności w ramach usług świadczonych przez Dom Maklerski (c) organizacyjne oddzielenie od siebie osób (zespołów) zajmujących się wykonywaniem czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów, (d) zapewnienie każdej jednostce organizacyjnej Domu Maklerskiego i jej pracownikom niezależności w zakresie, w jakim dotyczy to interesów Klientów, na rzecz których taka jednostka wykonuje określone czynności. Przyjęte dla zapobiegania konfliktom interesów rozwiązania 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 12 lipca 2019 roku o godzinie 10.30, a datą pierwszego rozpowszechnienia raportu jest data raportu, 12 lipca 2019 roku godzina 11.00.

## Rekomendacje Millennium DM S.A. za ostatnie 12 miesięcy

Spółka	Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji	Wycena
-	-	-	-	-
<b>Struktura rekomendacji Millennium DM S.A. za ostatnie 12 miesięcy</b>				
		Liczba rekomendacji	% udział	
Kupuj		0	-	
Akumuluj		0	-	
Neutralnie		0	-	
Redukuj		0	-	
Sprzedaj		0	-	

