

# Ambra

**kupuj**

branża spożywcza

poprzednia rekomendacja: kupuj

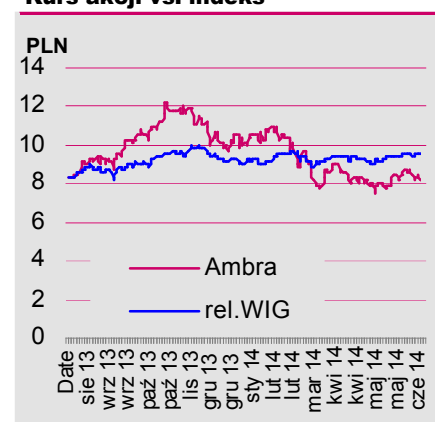
Cena: 8.0

Cena docelowa: 12.3

## Poprawa wyników mimo inwestycji w cydr

Po 3 kwartałach roku 2013/2014 spółka zanotowała 1.4% spadku sprzedaży r/r oraz wzrost zysku netto o 6% do poziomu 20.3 mln PLN. Ostatni kwartał mijającego roku obrotowego powinien przynieść mniejszą stratę r/r i w całym roku spółka wygeneruje według naszych szacunków 18.7 mln PLN zysku netto, pomimo strat na rozpoczętym projekcie Cydr Lubelski na poziomie ok. 2 mln PLN EBIT. Spółka jest notowana na wskaźniku C/Z 10.8 na ten rok obrotowy. Kolejny rok powinien przynieść wyraźną poprawę zysków w wyniku poprawy marży brutto dzięki niższym cenom surowca oraz przyspieszeniu wzrostu rynku wina (dzięki ogólnej poprawie nastrojów konsumenckich) i odbiciu popytu na rynkach zagranicznych. Cały czas straty przynosić będzie produkcja cydru. Utrzymujemy rekomendację kupuj obniżając nieznacznie cenę docelową z 12.8 do 12.3 PLN za akcję Ambry.

Kurs akcji vs. indeks



## Główny projekt rozwojowy - Cydr Lubelski

Aktualnie głównym projektem rozwojowym jest sprzedaż Cydru Lubelskiego. Spółka twierdzi, że posiada ponad 40% udziałów w rynku cydru, który zaczął się rozwijać (dzięki obniżce akcyzy) w 2013 roku. W roku kalendarzowym 2014 sprzedaż Cydru Lubelskiego ma wynieść 4-4.5 mln litrów generując 20-22 mln PLN przychodów oraz 1.5-2 mln PLN straty. W 2015 przychody mają się podwoić i zostać osiągnięty lub przekroczony break even. Ze względu na przesunięcie roku obrotowego w spółce, w roku 2014/2015 projekt ten ma jeszcze wygenerować stratę 1.5-2 mln PLN. Sądzymy, że rynek cydru ma szanse osiągnąć wielkość rzędu 400-500 mln PLN w ciągu 5-7 lat, a Cydr Lubelski pozostać liderem ze znacznym (20-30%) udziałem w rynku.

## Dywidenda i możliwa sprzedaż działki

Z zysku za rok obrotowy 2013/2014 spółka powinna wypłacić dywidendę o ok. 4 gr. wyższą od zeszłorocznej, gdy wyniosła 0.43 PLN na akcję. Przy aktualnym kursie dawałoby to dość atrakcyjne 5.9% DY. Sądzymy, że dzięki systematycznemu cash flowowi operacyjnemu spółka będzie kontynuować aktualną politykę dywidendową w przyszłości. Spółka od jakiegoś czasu stara się sprzedać nieoperacyjną działkę w Bukareszcie (2.3 ha) należącą do spółki zależnej, a transakcja dałaby dodatkową możliwość wypłaty. Nie sądzymy jednak, aby cena oczekiwana przez zarząd (ponad 20 mln PLN) była w najbliższym czasie osiągalna.

Max/min 52 tygodnie (PLN)	7.5 / 12.25
Liczba akcji (mln)	25.2
Kapitalizacja (mln PLN)	202
EV (mln PLN)	285
Free float (mln PLN)	163
Średni obrót (mln PLN)	0.2

Główny akcjonariusz	Sektkellerei Schloss- Wachenheim
% akcji, % głosów	61.1%, 61.1%

	1 m	3 m	12 m
Zmiana ceny (%)	0.6%	-8.6%	-7.2%
Zmiana rel. WIG (%)	1.1%	-9.9%	-23.8%

**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 (%)
2012/13	424.6	32.0	42.3	25.1	16.5	0.66	1.07	9.6	12.2	0.8	5.0	8.9	6.7	6.9
2013/14p	421.7	32.3	42.5	26.5	18.7	0.74	1.15	9.9	10.8	0.8	5.4	8.8	6.7	7.5
2014/15p	437.6	34.0	44.5	29.5	21.1	0.84	1.25	10.2	9.6	0.8	5.9	8.4	6.4	8.2
2015/16p	461.7	36.2	46.9	31.9	22.7	0.90	1.33	10.6	8.9	0.8	6.6	7.9	6.1	8.5

p - prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN

## Niewielka poprawa zysków po 3 kwartałach 2013/2014

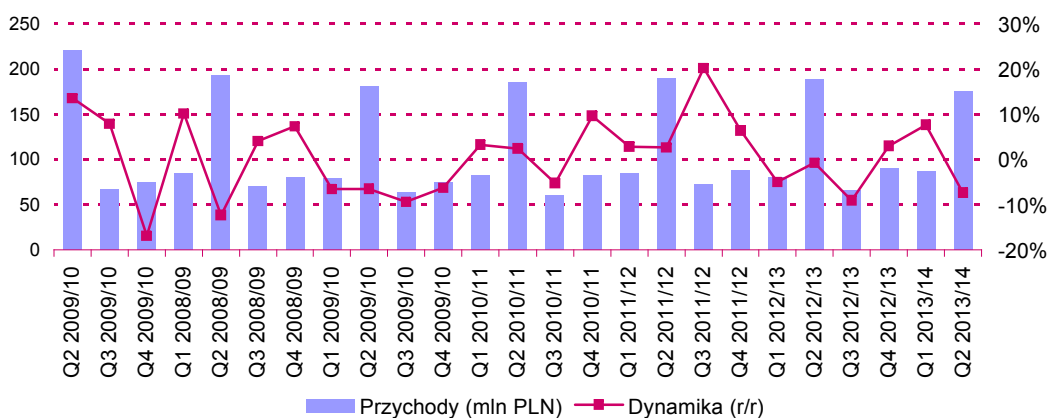
### Skonsolidowane wyniki kwartalne grupy Ambra

	III kw. 2013/2014	III kw. 2012/2013	zmiana	I-III kw. 2013/2014	I-III kw. 2012/2013	zmiana
Przychody	68.8	65.8	4.6%	329.7	334.5	-1.4%
EBITDA	-0.1	-0.6	-	40.9	41.6	-1.7%
EBIT	-2.8	-3.1	-	32.9	34.1	-3.5%
Zysk netto	-3.4	-3.2	-	20.3	19.1	6.3%
<b>Marże</b>						
Marża EBITDA	-0.2%	-0.9%		12.4%	12.4%	
Marża EBIT	-4.1%	-4.7%		10.0%	10.2%	
Marża netto	-4.9%	-4.9%		6.2%	5.7%	

Wg MSR/MSSF; mln PLN

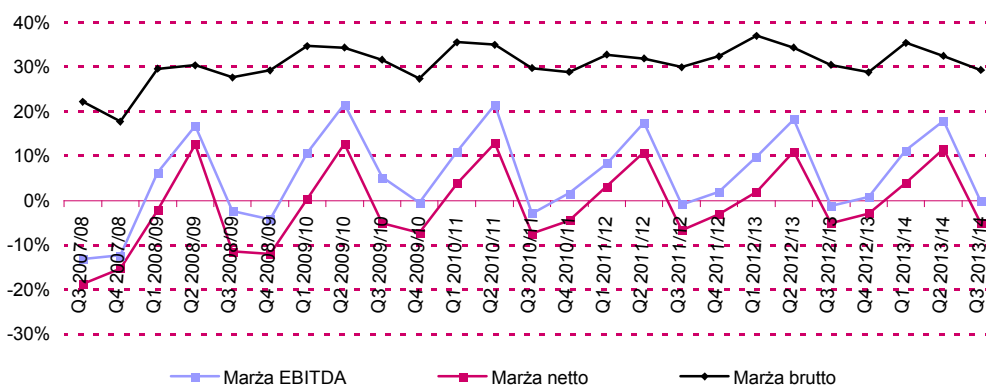
Wyniki spółki w III kwartale roku obrotowego 2013/2014 były zgodne z naszymi oczekiwaniami. Spółka zanotowała 4.5% wzrost przychodów i zbliżoną stratę jak rok wcześniej. Wzrost wolumenowy wyniósł 8.9% i był większy od dynamiki przychodów ze względu na niższą cenę jednostkową cydru. Silna sprzedaż na rynku polskim (+10.1% r/r) była zniwelowana przez słabą sprzedaż w Rumunii (wzrost akcyzy) oraz Czechach i na Słowacji. Marża brutto ze sprzedaży spadła z 30.5% do 29.3%, czyli o 1.2 p.p. ze względu na zwiększone wydatki związane z promocją marki CYDR LUBELSKI (koszty marketingu spółka księguje powyżej zysku brutto). Koszty finansowe były niższe o 0.6 mln PLN r/r, ale różnice w podatku sprawiły, że strata nieznacznie wzrosła. Po 3 kwartałach Ambra miała 1.2 mln PLN wyższy zysk netto niż rok wcześniej.

### Przychody kwartalne i ich dynamika r/r



Źródło: Ambra S.A.

### Marże brutto, EBITDA, EBIT i netto w poszczególnych kwartałach



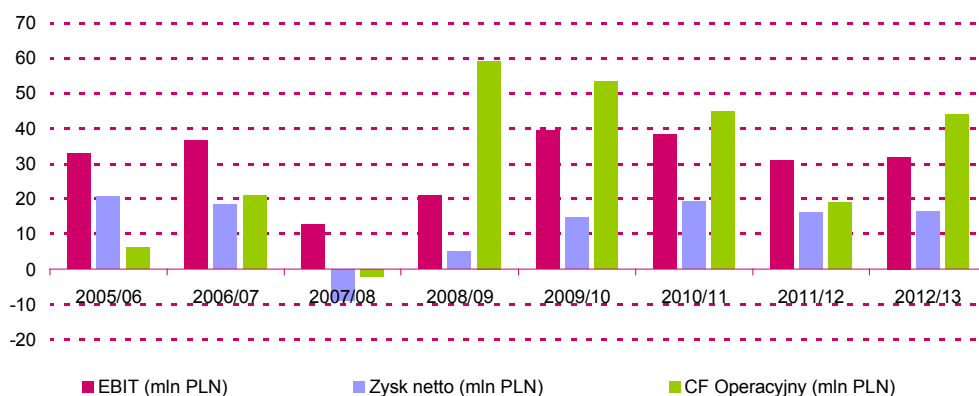
Źródło: Ambra S.A.

W ostatnich kwartałach średnia dynamika sprzedaży jest dość niska i zbliżona do zera. Poza słabymi rynkami zagranicznymi widać pewien wpływ gospodarki w ubiegłym roku (niższy popyt z segmentu HoReCa w Polsce). Częściowo wpłynęły na przesunięcia popytu czynniki jednorazowe (wzrost akcyzy na mocne alkohole zwiększył zatowarowanie tymi alkoholami przez klientów). Można oczekiwać, że wraz z poprawą nastrojów konsumenckich wzrost sprzedaży wina powróci do średnich jednocyfrowych dynamik.

W ostatnich 4 kwartałach widoczny był spadek marży brutto r/r głównie ze względu na wzrost cen surowców spowodowany słabymi zbiorami winogron w roku 2012. Spółka oczekuje, że w tym roku marża powinna się poprawić dzięki niższym kosztom surowca z 2013 roku. Oczekujemy, że ta poprawa powinna być już widoczna w mijającym kwartale na poziomie min. 1 p.p. abstrahując od wpływu wprowadzenia Cydru Lubelskiego.

Ambra pokazuje historycznie wysoki Cash flow operacyjny, który pozwalał na systematyczną wypłatę dywidendy. Jest to naszym zdaniem szczególnie istotne gdy porównujemy Ambrę do innych spółek notowanych na GPW. Grupa Ambra ok. 57% przychodów ma z działalności hurtowej, a 43% z produkcji własnej. Patrząc na spółki hurtowe (np. hurtownicy farmaceutyków, IT) mają oni zdecydowanie niższe wskaźniki od spółek spożywczych. Uzasadnieniem niskich wskaźników dla hurtowników jest często słaby Cash flow operacyjny. W przypadku Ambry Cash flow jest bardzo dobry, co sugeruje, że wskaźniki dla tej spółki powinny być z premią do innych hurtowników.

### EBIT, zysk netto i cash flow operacyjny w poszczególnych latach



Źródło: Ambra S.A.

## Cydr Lubelski - główny projekt rozwojowy

Aktualnie głównym projektem rozwojowym jest produkcja i sprzedaż Cydru Lubelskiego. Rynek cydru praktycznie rozpoczął swój rozwój w 2013 roku po istotnej obniżce podatku akcyzowego na cydr ze 158 do 97 PLN za hektolitr. Biorąc pod uwagę tendencje ostatnich lat w segmencie piwa, czyli wzrost popytu na różnorodność (piwa smakowe, regionalne) oczekujemy, że cydr w sposób naturalny zdobędzie istotną część klientów.

Cydr powstaje w 100% z jabłek poddawanych naturalnej fermentacji z wykorzystaniem odpowiednich drożdży cydrowych. Można więc powiedzieć, że jest produktem bardziej naturalnym w porównaniu z np. napojami piwnymi jak Somersby. Pamiętając, że Polska jest trzecim po Chinach i USA producentem jabłek, można łatwo sobie wyobrazić, że cydr może być bardziej popularny niż w innych krajach. Wyższa cena (10 PLN za litrową butelkę) niż przeciętnego piwa sprawia jednak, że potencjał rynku należy widzieć rzędu kilku procent rynku piwa. Oznacza to, że w przypadku sukcesu rynkowego, w długiej, 10 letniej perspektywie rynek będzie miał wartość 0.5-1.0 mld PLN. Aktualnie rynek jest w tak początkowej fazie, że oprócz faktu, że bardzo szybko rośnie, nadal niewiele można o nim powiedzieć.

Spółka twierdzi, że posiada ponad 40% udziałów w rynku cydru. W roku kalendarzowym 2014 sprzedaż Cydru Lubelskiego ma wynieść 4-4.5 mln litrów generując 20-22 mln PLN przychodów oraz 3-4 mln PLN straty EBIT. Cena 1 litra u producenta wynosi ok. 5 PLN, a w sklepie ok. 10 PLN. W 2015 przychody mają się podwoić jednak spółka oczekuje podobnej straty, gdyż cały czas chce mocno wspierać projekt marketingowo. Patrząc na lata obrotowe Ambry, w roku 2014/2015 ma zostać poniesiona strata na projekcie cydru na poziomie ok. 2 mln PLN, a break even ma zostać osiągnięty (przekroczony) w roku kolejnym.

Aktualnie spółka nie wchodzi jeszcze na półki dyskontów gdyż chce najpierw zbudować sobie silniejszą pozycję. Warto zauważyć, że Cydr Lubelski jeszcze nie jest obecny w wielu sklepach, a tam gdzie już jest ma bardzo szybką rotację. Wskazuje to na duże szanse powodzenia projektu oraz potencjał dalszego szybkiego wzrostu sprzedaży.

Uważamy, że podejście spółki odnośnie inwestowania w produkt (co generuje przejściowo stratę) jest jak najbardziej właściwe. Dzięki temu spółka będzie mogła pozostać liderem na rynku cydru w dłuższej perspektywie ze znaczącymi udziałami. Sądzymy, że rynek cydru ma szansę osiągnąć wielkość rzędu 400-500 mln PLN w ciągu 5-7 lat, a Cydru Lubelski pozostać liderem ze znacznym (20-30% udziałem w rynku). Aktualne moce pozwalają na produkcję do 10 mln litrów rocznie w fabryce w Biłgoraju. Aby zwiększyć moce do 20 mln litrów produkcji potrzebna będzie inwestycja na poziomie ok. 6 mln PLN.

## Szansa na sprzedaż nieruchomości w Rumunii

Spółka od jakiegoś czasu stara się sprzedać nieoperacyjną działkę w Bukareszcie (2.3 ha), a transakcja dałaby dodatkową możliwość wypłaty dywidendy lub obniżyłaby zadłużenie. Według zarządu realnie jest otrzymanie za działkę kwoty wyższej niż wartość księgową działki (22.6 mln PLN). Jesteśmy tutaj dość sceptyczni co do możliwości otrzymania takiej kwoty, choć nie można jej wykluczyć w przypadku ożywienia na tamtejszym rynku. Działka jest dość dobrze położona ok. 8 km od centrum Bukaresztu przy jednej ze stacji metra. Porównując rynek Warszawy i Bukaresztu (gdzie np. ceny mieszkań są o ok. 40% niższe) uważamy, że osiągnięcie kwoty powyżej 1000 PLN za 1 m<sup>2</sup> może być problematyczne. Zarząd jednak twierdzi, że taka cena jest realna. Wprawdzie Ambra ma 56% w spółce zależnej Karom Drinks, która jest właścicielem działki, to spółka ta ma dług w stosunku do Ambry, w wysokości zbliżonej do wartości działki. Oznacza to, że w przypadku sprzedaży działki blisko 100% ceny zostanie przekazana spółce Ambra. Według zarządu sprzedaż działki raczej pomniejszy zadłużenie grupy, choć możliwe byłoby również nieznaczne zwiększenie dywidendy.

## Dywidenda prawdopodobnie o kilka groszy większa

Spółka od kilku lat systematycznie wypłaca dywidendę, która w ostatnim roku wyniosła 0.43 PLN na akcję. Oczekujemy, że spółka będzie kontynuować znaczącą wypłatę zysku w przyszłości i oczekujemy, że dywidenda za rok 2013/2014 wyniesie kilka groszy więcej niż rok wcześniej (oczekujemy, że będzie to 0.47 PLN na akcję, co daje 5.9% DY przy cenie 8.0X PLN za 1 akcję Ambry).

## Zadłużenie pod kontrolą

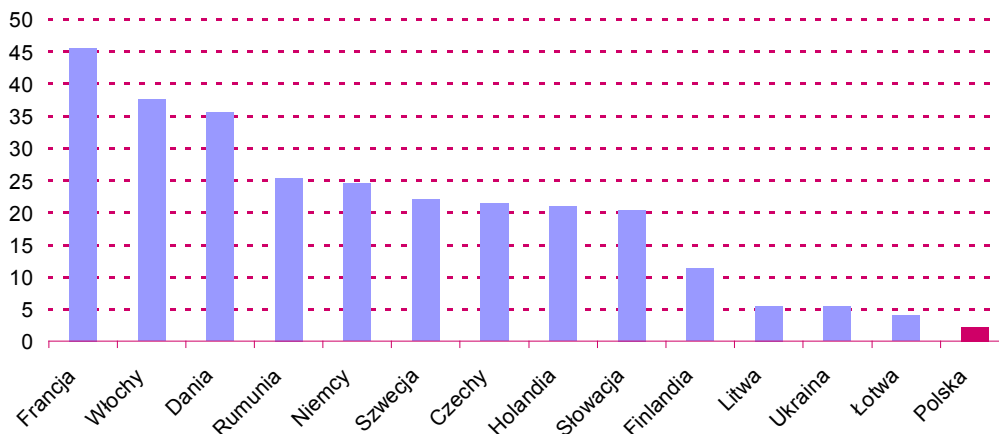
Spółka na koniec III kwartału roku obrotowego 2013/2014 miała 87.6 mln PLN zadłużenia netto i był to zbliżony poziom jak rok wcześniej. Oznacza to 2.0x EBITDA. Biorąc pod uwagę brak planów akwizycyjnych można taki poziom uznać za bezpieczny. Zadłużenie powinno spaść w związku z wyższym poziomem zapasów związanym z zatowarowaniem w alkoholu mocne przed podwyżką akcyzy w Polsce. Zapas ten będzie stopniowo się zmniejszał do końca roku 2014. Spółka płaci za swoje zadłużenie ok 1% marży ponad WIBOR jednak według naszych szacunków efektywne oprocentowanie (z dodatkowymi opłatami) jest o 1 p.p. wyższe.

## Słaba prognoza dla rynku wina na rok 2014

Rynek wina w Polsce w I połowie 2014 roku spadł nieznacznie według spółki. Można sądzić, że nawet jeśli nastąpi odbicie w II połowie roku to nie wystarczy ono do tego, aby w całym roku wzrost wyniósł 3-4% jak spółka oczekiwała wcześniej. Spółka oczekuje, że w kolejnych latach rynek wina powinien wrócić do średniego wzrostu z ostatnich lat czyli ok. 5% rocznie. Taki scenariusz jest możliwy, jednak scenariusz alternatywny oznacza, że po silnym wzroście rynku wina przed 2010 rokiem, rynek wchodzi w fazę stopniowego nasycenia i wzrostu na poziomie 3-4% rocznie. Który scenariusz się sfinalizuje dowiemy się dopiero wtedy, gdy zgodnie z cyklem koniunkturalnym konsumpcja wzrośnie w całej gospodarce.

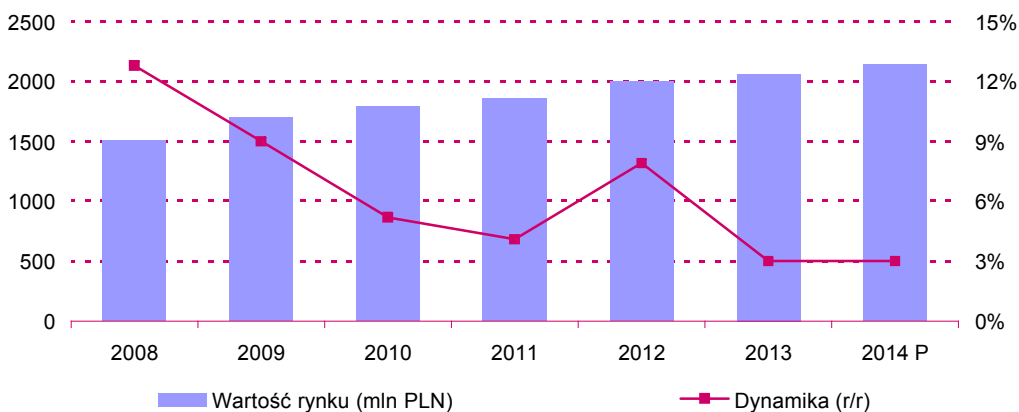
Uważamy jednak, że rzeczywiste potencjał rozwoju rynku wina cały czas istnieje patrząc na konsumpcję wina per capita. Abstrahując od takich krajów winiarskich jak Francja, Włochy czy nawet Niemcy i patrząc tylko na kraje zbliżone do nas kulturowo, dochodowo i geograficznie widać wyraźnie, że istnieje duży potencjał do wzrostu konsumpcji wina w Polsce. W naszym kraju konsumuje się najmniej wina na głowę mieszkańca w regionie, a najbliższą jest Łotwa (1.8x większa konsumpcja per capita w Polsce), Ukraina (2.5x) i Litwa (2.6x).

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



Źródło: [www.wineinstitute.org](http://www.wineinstitute.org), dane za rok 2011

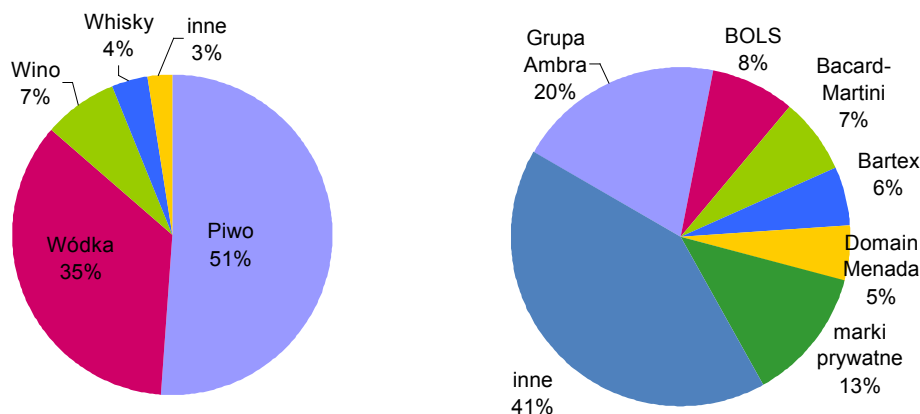
### Rynek wina w Polsce



Źródło: Ambra S.A.

Według przedstawicieli spółki na rynku dystrybucji wina w Polsce nie należy się spodziewać jakiś dużych przetarasowań. Grupa Ambra spodziewa się utrzymywania aktualnych udziałów (nie widać powodów dla których udziały miałyby rosnąć lub spadać). Według spółki na rynku nie widać również tendencji konsolidacyjnych. Grupy dystrybucyjne mają swoje własne marki i w przypadku przejęć konkurentów istniałoby duże ryzyko kanibalizacji. Z powyższych powodów sądzimy, że w kolejnych latach Ambra będzie rosła na poziomie wzrostu rynku w części dystrybucyjnej wina w Polsce.

### Podział rynku alkoholi oraz udział Ambry w rynku win w Polsce



Źródło: Ambra S.A.

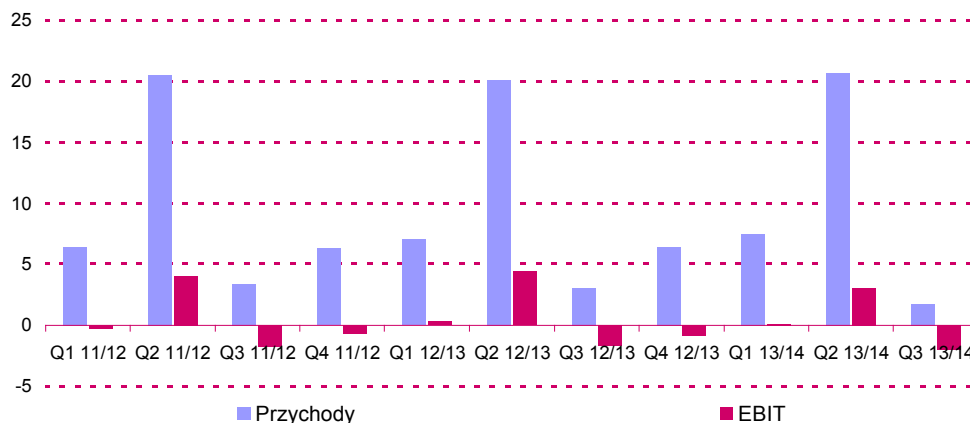
W pozostałych krajach, w których działa spółka (Czechy, Słowacja, Rumunia) oczekiwany jest raczej już powolny wzrost ze względu na duże nasycenie rynku wina. Ambra uważa, że w tych krajach należy oczekiwać w przyszłości wzrostów na poziomie 1-2% rocznie. Sądzimy, że są to kraje, które w niektórych latach będą pokazywały ujemne dynamiki (jak np. w Rumunii po podniesieniu akcyzy).

### Działalność zagraniczna potencjalnie na sprzedaż

Po restrukturyzacji działalności w Czechach i na Słowacji, spółka stoi przed decyzjami dotyczącymi dalszego rozwoju zagranicą. W ostatnich dwóch latach spółki zagraniczne generowały wyniki zbliżone do zera. Spółka czeska miała 3.2 mln PLN straty EBIT w poprzednim roku obrotowym w wyniku odpisów restrukturyzacyjnych, a w tym roku wynik powinien być dodatni na poziomie 1-1.5 mln PLN. Działalność w Czechach i na Słowacji koncentruje się na dystrybucji głównie wina musującego. W Rumunii w ostatnim roku spółka wygenerowała 2.1 mln PLN zysku EBIT (rok wcześniej 1.2 mln PLN) a w tym roku powinno to być ponownie ok. 1 mln PLN. Są to wyniki dużo słabsze niż 3-4 lata temu, gdy działalność w Rumunii dodawała 4-5 mln PLN EBIT. Ambra na tamtejszym rynku jest liderem w winach musujących oraz sprzedaje marki nr 4-5 w likierach, gdzie jednak jest słabsza rentowność.

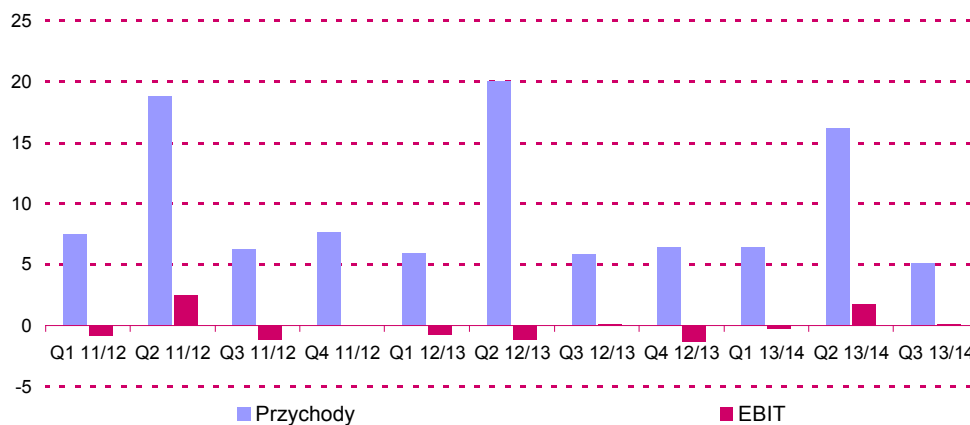
Z wypowiedzi zarządu można wywnioskować, że oba zagraniczne biznesy mogłyby być do sprzedania. Innym mniej prawdopodobnym scenariuszem byłaby próba zwiększenia udziałów na tych rynkach przez przejęcia. Trzeba jednak podkreślić, że rynki Czech, Słowacji i Rumunii są rynkami o dużym spożyciu wina i niewielkim potencjale wzrostu. Dodatkowo podwyżki akcyzy w Rumunii spowodują zwiększenie produkcji w szarej strefie, która zawsze w tym kraju miała znaczący udział. Dlatego sądzimy, że Ambra nie ma kompetencji, aby konsolidować tak trudne i inne od polskiego rynki. Sądzimy, że bardziej realna jest sprzedaż tych biznesów w dalszej perspektywie. Uważamy, że zarząd mógłby uzyskać za zagraniczne biznesy 25-30 mln PLN, choć prawdopodobnie oczekiwania są bliższe poziomowi 30-40 mln PLN.

### Kwartalne wyniki działalności w Rumunii



Źródło: Ambra S.A.

### Kwartalne wyniki działalności w Czechach i na Słowacji



Źródło: Ambra S.A.

## Perspektywy i prognoza wyników

### Poprawa w IV kwartale 2013/2014 mimo wydatków na promocję cydru

Szacujemy, że w IV kwartale roku obrotowego 2013/2014 przychody tylko nieznacznie wzrosły (2%) r/r i w całym roku Ambra będzie miała nieznacznie mniejsze przychody od poziomu z zeszłego roku. Według spółki rynek wina w Polsce jest w IV kwartale roku obrotowego cały czas dość słaby (dynamiki w okolicach zero minus) i można oczekiwać spadku przychodów z dotychczasowej działalności zarówno w Polsce jak i zagranicą. Ambra mimo tego pokaże wzrosty przychodów dzięki sprzedaży ok. 1.5 mln litrów cydru (ok. 7.5 mln PLN przychodów).

Spółka zapowiadała, że w IV kwartale będzie już widoczny efekt niższych cen surowca, co przełoży się może na wzrost marży brutto o ok. 1 p.p. Z drugiej jednak strony spółka zapowiadała, że wyda ok. 2 mln PLN na promocję Cydru Lubelskiego, co w efekcie ma oznaczać stratę na tym projekcie ok. 0.5-1 mln PLN w tym kwartale. Oczekujemy, że pozostałe koszty operacyjne będą nieznacznie (o 0.5 mln PLN) mniejsze niż rok temu, gdyż w IV kwartale roku ubiegłego spółka pokazała jednorazowe koszty na takim poziomie w związku z restrukturyzacją w Czechach.



Szacujemy, że strata EBIT będzie wyraźnie mniejsza r/r i wyniesie 0.5 mln PLN (vs 2.2 mln PLN rok wcześniej). Strata netto wyniesie według naszych prognoz 1.6 mln PLN, czyli będzie mniejsza o 1.0 mln PLN r/r. W całym roku 2013/2014 spółka według naszych prognoz osiągnie 18.6 mln PLN zysku netto.

### Prognoza skonsolidowanych wyników kwartalnych Ambra SA

	IV kwartał 2013/2014 P	IV kwartał 2012/2013	zmiana	I-IV kw. 2013/2014P	I-IV kw. 2012/2013	zmiana
Przychody	92.0	90.0	2.2%	421.7	424.6	-0.7%
EBITDA	2.3	0.7	212.1%	43.2	42.3	2.1%
EBIT	-0.5	-2.2	-	32.4	32.0	1.4%
Zysk netto	-1.6	-2.6	-	18.7	16.5	13.3%
<b>Marże</b>						
Marża EBITDA	2.5%	0.8%		10.2%	10.0%	
Marża EBIT	-0.5%	-2.4%		7.7%	7.5%	
Marża netto	-1.7%	-2.9%		4.4%	3.9%	

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

## Wzrost w kolejnych latach dzięki cydrowi i odbiciu konsumpcji

Uważamy, że wzrost sprzedaży dotychczasowych alkoholi (bez Cydru Lubelskiego) będzie przede wszystkim zależał od wzrostu wydatków konsumpcyjnych oraz od przesunięcia popytu z segmentu piwa oraz wódki w kierunku wina i mocnych alkoholi kolorowych. Jesteśmy zdecydowanie mniej optymistyczni niż zarząd, który uważa, że po chwilowym spowolnieniu rynku wina, zacznie on ponownie rosnać o ok. 5% rocznie. Wprawdzie taki scenariusz jest realny wraz z bogaceniem się społeczeństwa i zmianą kultury picia alkoholu, to jednak wolimy bardziej konserwatywnie założyć mniejsze wzrosty.

Zakładamy zerową dynamikę sprzedaży (bez cydru) przez Ambrę w roku obrotowym 2014/2015, 2% w roku kolejnym i 3% wzrosty w kolejnych latach. Sądzimy, że takie prognozy należy uznać za jak najbardziej realne, a w przypadku przyspieszenia wzrostu gospodarczego jako konserwatywne.

Czynnikiem, który będzie istotnie wpływał pozytywnie na przychody w najbliższych latach będzie bez wątpienia sprzedaż Cydru Lubelskiego. W roku 2014 sprzedaż powinna wynieść 4-4.5 mln litrów. Oczekujemy, że rynek w najbliższych 3 latach będzie szybko rósł i sprzedaż w roku kolejnym wyniesie 8 mln litrów, a w kolejnym 11-12 mln litrów. Zakładamy, że spółka będzie sprzedawać w 2018 20 mln litrów i od tego roku sprzedaż będzie już rosła na poziomie przychodów pozostałego biznesu. Prognoza dotycząca sprzedaży Cydru Lubelskiego jest zbliżona do oczekiwań zarządu, jednak tak jak z każdym projektem w początkowej fazie rozwoju, obarczona dużą dozą niepewności.

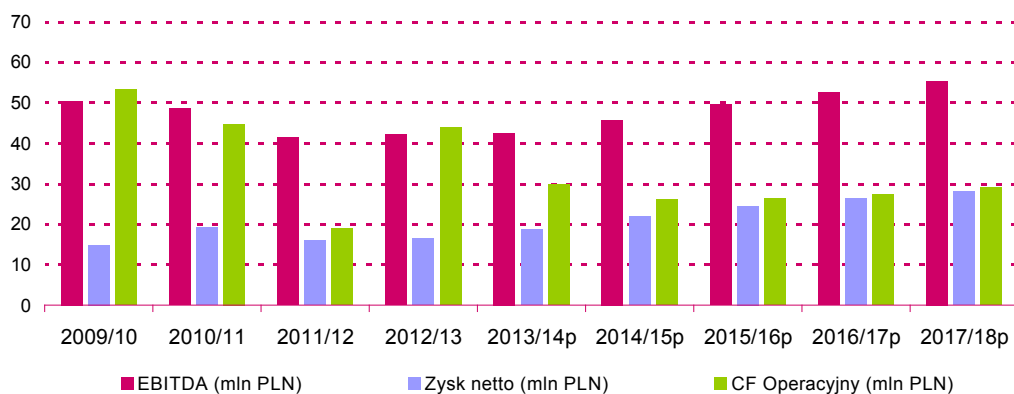
W roku obrotowym 2014/2015 oczekujemy odbicia marży brutto, gdyż efekt niższego kosztu surowców zaczął wpływać dopiero w IV kwartale 2013/14 i będzie on wpływał w kolejnych kwartałach. Spółka oczekuje 1 p.p. wzrostu marży z tego powodu. Będzie jednak to w pewnym stopniu kompensowane przez stratę na Cydrze Lubelskim, która ma wynieść 1-2 mln PLN również w przyszłym roku. Dlatego zakładamy wzrost marży brutto o 0.4 p.p. i oczekujemy również wzrost kosztów poniżej zysku brutto ze sprzedaży o 5%. Daje to w efekcie prognozę EBIT na kolejny rok na poziomie 35.4 mln PLN.



W kolejnych latach zakładamy systematyczny, niewielki spadek marży brutto (o 0.05% rocznie). Wprawdzie cydr będzie generował mniejsze straty (za 2 lata ma być break even i zyski w latach kolejnych) to jednak w starszej części biznesu prawdopodobna jest powolna erozja marż. Nasze oczekiwania marży EBIT na poziomie 8.0% w długim terminie jest wyraźnie poniżej oczekiwanych przez zarząd 10% marży.

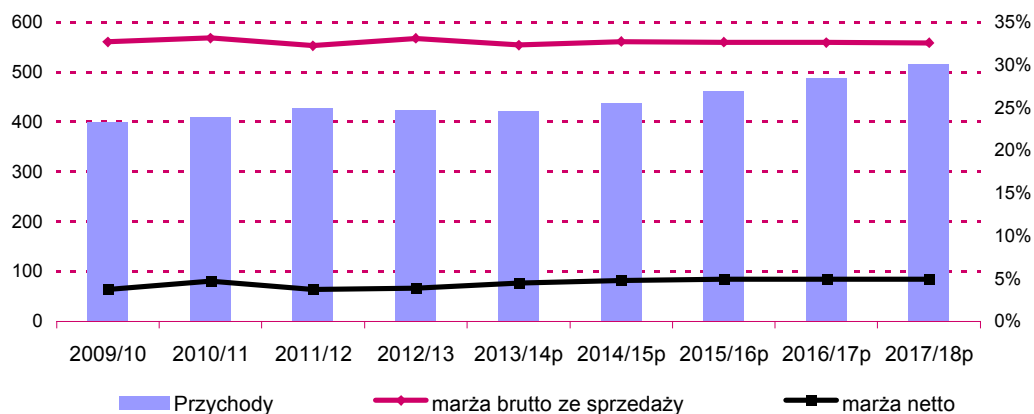
Spółka w 2010 roku wniosła znaki towarowe do spółki zależnej, które amortyzuje uzyskując tarczę podatkową i obniża podatek o 1.5 mln PLN rocznie. Z wypowiedzi zarządu wynika, że ewentualne zmiany w prawie, które mają ograniczyć proceder optymalizacji podatkowej za pomocą znaków towarowych nie będą dotyczyć spółki, gdyż spółka zależna jest zarejestrowana w Polsce (zmiany mają dotyczyć spółek, które wyprowadzają zyski do innych krajów). Spółka ma korzystać z obniżonego opodatkowania do roku 2019 i tak też zakładamy w naszych prognozach.

### Prognoza wyników EBITDA, zysku netto, cash flow



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

### Prognoza przychodów oraz marż w kolejnych latach



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

## Wycena

Wycenę spółki przeprowadziliśmy w oparciu o metodę DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych) i metodę porównawczą względem zagranicznych spółek zajmujących się produkcją i dystrybucją wina. Na podstawie metody DCF uzyskaliśmy wartość spółki na poziomie 295 mln PLN, czyli 11.70 PLN na akcję. Przy użyciu metody porównawczej wyceniliśmy spółkę na 369 mln PLN (14.62 PLN na akcję). Metodzie DCF przypisaliśmy wagę 80%, a metodzie porównawczej 20%. Uzyskaliśmy wycenę spółki na poziomie 310 mln PLN, czyli 12.3 PLN na akcję. W związku z uzyskaną wyceną utrzymujemy rekomendację kupuj.

### Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Wycena (mln PLN)	Wycena na 1 akcję (PLN)
Wycena DCF	295	11.70
Wycena porównawcza	369	14.62
<b>Wycena spółki Ambra SA</b>	<b>310</b>	<b>12.28</b>

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

## Wycena DCF

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

- ❑ Wolne przepływy gotówkowe obliczyliśmy na podstawie prognoz wyników dla spółki za okres 2014-2023,
- ❑ Do oszacowania stopy wolnej od ryzyka w kolejnych latach prognozy użyliśmy rentowności obligacji skarbowych,
- ❑ Długoterminowa stopa wolna od ryzyka po 2023 roku na poziomie 3.6%,
- ❑ Premia rynkowa za ryzyko równa 5%,
- ❑ Współczynnik beta na poziomie 1.0
- ❑ Założyliśmy stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po roku 2023 na 1.8%,
- ❑ Zakładamy zerową dynamikę sprzedaży (bez cydru) w roku obrotowym 2014/2015, 2% w roku kolejnym i 3% wzrosty w kolejnych latach
- ❑ Zakładamy sprzedaż Cydru Lubelskiego w roku 2014 na poziomie 4-4.5 mln litrów, w roku 2015 8 mln litrów, a w roku 2016 12 mln litrów. Zakładamy, że spółka będzie sprzedawać w 2018 20 mln litrów i od tego roku sprzedaż będzie już rosła na poziomie przychodów pozostałego biznesu
- ❑ Zakładamy tarczę podatkową na poziomie 1.5 mln PLN rocznie do 2019 roku
- ❑ Zakładamy wzrost marży brutto o 0.4 p.p. w roku 2014/2015 oraz systematyczny spadek marży brutto o 0.05 p.p. w kolejnych latach
- ❑ Zakładamy wypłatę dywidendy na poziomie 0.47 PLN z zysku roku obrotowego 2013/2014, a w kolejnych latach dywidendę na poziomie 63% zysku netto z poprzedniego roku

## Wycena spółki metodą DCF

(mln PLN)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	>2023
Sprzedaż	421.7	437.6	461.7	487.8	516.2	539.0	555.1	571.8	589.0	606.6	
Stopa podatkowa (T)	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	
EBIT (1-T)	26.2	27.6	29.3	30.8	32.4	33.6	34.4	35.2	36.1	36.9	
Amortyzacja	10.2	10.4	10.7	11.2	11.5	11.8	12.1	12.4	12.7	13.1	
Inwestycje	-12.5	-13.0	-16.0	-14.0	-14.4	-14.9	-15.3	-15.8	-16.2	-16.7	
Zmiana kap.obrotowego	0.9	-5.0	-7.6	-8.2	-8.9	-7.2	-5.1	-5.2	-5.4	-5.6	
FCF	24.8	20.0	16.5	19.8	20.6	23.4	26.1	26.6	27.2	27.7	417.3
Zmiana FCF		-19%	-18%	20.3%	3.9%	13.8%	11.7%	2.0%	2.0%	2.0%	1.8%
Dług/Kapitał	18.1%	17.4%	17.8%	17.7%	17.5%	17.3%	16.6%	15.8%	15.1%	14.5%	0.0%
Stopa wolna od ryzyka	2.4%	2.5%	2.7%	2.8%	3.0%	3.1%	3.3%	3.4%	3.4%	3.5%	3.6%
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	3.9%	4.0%	4.2%	4.3%	4.5%	4.6%	4.8%	4.9%	4.9%	5.0%	5.1%
Koszt kapitału	7.4%	7.5%	7.7%	7.8%	8.0%	8.1%	8.3%	8.4%	8.4%	8.5%	8.6%
WACC	6.6%	6.7%	6.9%	7.1%	7.2%	7.4%	7.5%	7.7%	7.8%	7.9%	8.6%
PV (FCF)	24.8	18.7	14.4	16.1	15.5	16.4	16.9	15.9	14.9	14.0	210.8
Wartość DCF (mln PLN)	378	w tym wartość rezydualna				211					
(Dług) Gotówka netto	-84										
Wycena DCF (mln PLN)	295										
Liczba akcji (mln)	25.2										
<b>Wycena 1 akcji (PLN)</b>	<b>11.7</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							
	0.3%	0.8%	1.3%	1.8%	2.3%	2.8%	3.3%	
stopa $R_r$ rezydualna	2.5%	11.1	11.7	12.4	13.3	14.3	15.5	17.0
	3.0%	10.6	11.1	11.7	12.5	13.3	14.3	15.5
	3.6%	10.1	10.5	11.1	11.7	12.4	13.2	14.2
	4.0%	9.7	10.2	10.6	11.2	11.8	12.5	13.4
	4.5%	9.4	9.8	10.2	10.7	11.2	11.9	12.6

Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

Bazując na metodzie DCF szacujemy wartość 1 akcji spółki na 11.70 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. W wycenia porównawczej założyliśmy dodatkowe dyskonto na poziomie 20% w stosunku do wskaźników grupy porównawczej. Uzasadniamy to niższą jakością spółki (brak tak silnych marek jak grupa porównawcza, wielkość spółki)

### Wycena porównawcza do spółek polskich

Spółka	Ticker	Kraj	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
			2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
CONSTELLATION BRANDS INC-A			13.7	12.6	11.7	15.5	14.4	13.3	20.2	18.0	15.9
CORBY SPIRIT AND WINE LTD			12.0	10.3	10.3	13.9	11.6	11.6	23.4	20.2	20.2
HAWESKO HOLDING AG			11.4	10.4	9.9	14.2	12.7	12.0	21.2	19.0	17.0
MAJESTIC WINE PLC			9.2	8.7	8.3	11.6	10.9	10.4	15.0	14.0	13.5
BARON DE LEY			11.1	10.7	10.5	17.2	15.9	15.2	16.8	15.7	15.1
OENEO			6.2	5.8	5.2	9.7	8.7	7.4	14.4	13.3	11.9
SEKTKELLEREI SCHLOSS WACHENH			6.4	6.2	6.0	8.8	8.5	8.3	10.6	10.0	9.4
Mediana			11.1	10.3	9.9	13.9	11.6	11.6	16.8	15.7	15.1
Dług netto											
Wyniki spółki (mln PLN)			42.5	44.5	46.9	32.3	34.0	36.2	18.7	21.1	22.7
Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)											
			555	539	550	532	478	504	315	332	343
<b>Dyskonto jakościowe</b>						<b>20%</b>					
<b>Wycena</b>						<b>369</b>					
<b>Wycena na 1 akcję</b>						<b>14.6</b>					

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

Bazując na metodzie porównawczej wyceniamy 1 akcję spółki na 14.6 PLN.

# Wyniki finansowe

## Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2011/12	2012/13	2013/14p	2014/15p	2015/16p	2016/17p
<b>przychody netto</b>	<b>429.1</b>	<b>424.6</b>	<b>421.7</b>	<b>437.6</b>	<b>461.7</b>	<b>487.8</b>
Koszty sprzedanych towarów	290.6	283.9	285.3	294.3	310.7	328.6
zysk brutto na sprzedaży	138.5	140.7	136.4	143.3	150.9	159.2
koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	107.6	105.0	103.8	109.0	114.4	120.9
saldo pozostałej działalności operacyjnej	0.0	-3.7	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3
<b>EBITDA</b>	<b>41.5</b>	<b>42.3</b>	<b>42.5</b>	<b>44.5</b>	<b>46.9</b>	<b>49.3</b>
<b>EBIT</b>	<b>31.0</b>	<b>32.0</b>	<b>32.3</b>	<b>34.0</b>	<b>36.2</b>	<b>38.0</b>
saldo finansowe	-6.2	-6.9	-5.8	-4.5	-4.3	-4.2
zysk przed opodatkowaniem	24.8	25.1	26.5	29.5	31.9	33.8
podatek dochodowy	5.4	1.3	3.7	4.1	4.6	4.9
Udział w zyskach (stratach) jedn. podporządk.	-0.9	-2.7	0.0	0.0	0.0	0.0
(Zyski) straty mniejszości	-2.5	-4.5	-4.1	-4.3	-4.6	-4.8
<b>zysk netto</b>	<b>16.0</b>	<b>16.5</b>	<b>18.7</b>	<b>21.1</b>	<b>22.7</b>	<b>24.1</b>
EPS	0.64	0.66	0.74	0.84	0.90	0.95

## Bilans (mln PLN)

	2011/12	2012/13	2013/14p	2014/15p	2015/16p	2016/17p
<b>aktywa trwałe</b>	<b>197.7</b>	<b>190.3</b>	<b>192.6</b>	<b>195.2</b>	<b>200.5</b>	<b>203.3</b>
wartości niematerialne i prawne	60.3	59.4	59.4	59.4	59.4	59.4
rzeczowe aktywa trwałe	105.2	103.7	106.0	108.5	113.8	116.6
inwestycje długoterminowe	27.5	24.6	24.6	24.6	24.6	24.6
<b>aktywa obrotowe</b>	<b>241.4</b>	<b>229.3</b>	<b>234.4</b>	<b>238.9</b>	<b>242.4</b>	<b>249.2</b>
zapasy	126.6	111.1	110.4	114.5	120.8	127.7
należności	105.6	99.8	99.1	102.9	108.5	114.7
inwestycje krótkoterminowe	5.8	14.2	20.7	17.4	9.0	2.7
rozliczenia międzyokresowe	3.6	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1
<b>aktywa razem</b>	<b>439.1</b>	<b>419.6</b>	<b>427.0</b>	<b>434.1</b>	<b>442.9</b>	<b>452.4</b>
kapitał własny	234.1	240.9	248.8	258.0	267.5	277.2
zobowiązania	205.0	178.7	178.2	176.1	175.5	175.2
zobowiązania długoterminowe	37.8	29.7	29.7	29.7	29.7	29.7
zobowiązania krótkoterminowe	167.3	149.0	148.4	146.3	145.7	145.5
<b>pasywa razem</b>	<b>439.1</b>	<b>419.6</b>	<b>427.0</b>	<b>434.1</b>	<b>442.9</b>	<b>452.4</b>
BVPS	9.29	9.56	9.87	10.24	10.61	11.00

Źródło: Prognozy Millennium DM

**Cash flow (mln PLN)**

	2011/12	2012/13	2013/14p	2014/15p	2015/16p	2016/17p
wynik netto	16.0	16.5	18.7	21.1	22.7	24.1
amortyzacja	10.6	10.4	10.2	10.4	10.7	11.2
zmiana kapitału obrotowego	-15.2	0.7	0.9	-5.0	-7.6	-8.2
<b>gotówka z działalności operacyjnej</b>	<b>19.1</b>	<b>43.9</b>	<b>29.9</b>	<b>26.5</b>	<b>25.8</b>	<b>27.0</b>
inwestycje (capex)	-14.9	-11.0	-12.5	-13.0	-16.0	-14.0
<b>gotówka z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-11.8</b>	<b>-10.3</b>	<b>-12.5</b>	<b>-13.0</b>	<b>-16.0</b>	<b>-14.0</b>
wypłata dywidendy	-10.1	-10.1	-10.8	-11.8	-13.3	-14.3
emisja akcji	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
zmiana zadłużenia	13.9	-3.6	0.0	-5.0	-5.0	-5.0
<b>gotówka z działalności finansowej</b>	<b>3.8</b>	<b>-13.7</b>	<b>-10.8</b>	<b>-16.8</b>	<b>-18.3</b>	<b>-19.3</b>
zmiana gotówki netto	11.1	20.0	6.5	-3.3	-8.4	-6.3
DPS	0.40	0.40	0.43	0.47	0.53	0.57
CEPS	1.06	1.07	1.15	1.25	1.33	1.40
FCFPS	1.33	2.05	2.01	1.86	1.96	1.93

**Wskaźniki (%)**

	2011/12	2012/13	2013/14p	2014/15p	2015/16p	2016/17p
zmiana sprzedaży	4.7%	-1.1%	-0.7%	3.8%	5.5%	5.7%
zmiana EBITDA	8.5%	1.9%	0.5%	4.5%	5.5%	5.0%
zmiana EBIT	-19.1%	3.2%	1.1%	5.3%	6.5%	5.0%
zmiana zysku netto	-16%	3%	13%	12%	8%	6%
marża EBITDA	9.7%	10.0%	10.1%	10.2%	10.2%	10.1%
marża EBIT	7.2%	7.5%	7.7%	7.8%	7.8%	7.8%
marża netto	3.7%	3.9%	4.4%	4.8%	4.9%	4.9%
sprzedaż/aktywa (x)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.1
dług / kapitał (x)	0.41	0.35	0.31	0.29	0.30	0.29
odsetki / EBIT	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1
stopa podatkowa	22%	5%	14%	14%	14%	15%
ROE	6.8%	6.9%	7.5%	8.2%	8.5%	8.7%
ROA	3.7%	3.9%	4.4%	4.9%	5.1%	5.3%
(dług) gotówka netto (mln PLN)	-95.7	-83.7	-77.2	-75.5	-78.9	-80.2

Źródło: prognozy Millennium DM

## Departament Analiz

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

**Dyrektor**  
banki i finanse

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

**Analityk**  
branża spożywcza, handel

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

**Analityk**  
energetyka i deweloperzy

**Wojciech Woźniak**  
+22 598 26 58  
wojciech.wozniak@millenniumdm.pl

**Analityk**  
przemysł elektromaszynowy

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

**Analityk funduszy**

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

**Analityk funduszy**

## Sprzedaż

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

**Dyrektor**

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

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

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

**Leszek Iwaniec**  
+22 598 26 90  
leszek.iwaniec@millenniumdm.pl

**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

Objaśnienia terminologii fachowej użytej w raporcie

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

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

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

### Stosowane metody wyceny

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

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

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

Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla spółek: Ciech, Wielton, Selena FM, Skyline, Sygnity oraz KGHM, PZU, Kompap. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy pełnił funkcję oferującego w trakcie oferty publicznej dla akcji spółki: MFO S.A., od której otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy mógł zawierać umowy ze spółkami Getin Noble Bank oraz Getin Holding w zakresie bankowości inwestycyjnej. Spółki będące przedmiotem raportu mogą być klientami Grupy Kapitałowej Millennium Banku S.A., głównego akcjonariusza Millennium Dom Maklerskiego S.A. Pomędzy Millennium Dom Maklerski S.A., a spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu, nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów, które byłyby znane sporządzającemu niniejszą rekomendację inwestycyjną.

### Pozostałe informacje

Nadzór nad Millennium Dom Maklerski S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Osoba lub osoby wskazane w prawym dolnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji sporządzili rekomendację, informacja o stanowiskach osób sporządzających jest zawarta w górnej części ostatniej strony niniejszej publikacji. Data wskazana w prawym górnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji jest datą sporządzenia oraz datą pierwszego udostępnienia. Nie wystąpiły istotne zmiany w stosunku do poprzedniej rekomendacji dotyczące metod i podstaw wyceny przyjętych przy ocenie instrumentu finansowego lub emitenta instrumentów finansowych oraz projekcji cenowych zawartych w rekomendacji chyba, że zostało to wyraźnie zaznaczone w treści rekomendacji. Niniejsza publikacja została przygotowana przez Millennium Dom Maklerski S.A. wyłącznie na potrzeby klientów Millennium Dom Maklerski S.A., nie stanowi reklamy ani oferowania papierów wartościowych, może być ona także dystrybuowana za pomocą środków masowego przekazu, na podstawie każdorazowej decyzji Dyrektora Departamentu Doradztwa i Analiz. Rozpowszechnianie lub powielanie niniejszego materiału w całości lub w części bez pisemnej zgody Millennium Dom Maklerski S.A. jest zabronione. Niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Niniejsza publikacja została przygotowana 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 publikacji były wszelkie informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne i znane sporządzającemu do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Millennium Dom Maklerski S.A. bez uzgodnień ze spółką będącą przedmiotem rekomendacji ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nie trafne. Millennium Dom Maklerski S.A. nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się. Inwestowanie w akcje spółki (spółek) wymienionych w niniejszej analizie wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych, ryzykiem stóp procentowych, których wyeliminowanie jest praktycznie niemożliwe. Treść rekomendacji nie była udostępniona spółce będącej przedmiotem rekomendacji przed jej opublikowaniem. Aktualizacja niniejszego raportu dokonywana jest w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka. Millennium Dom Maklerski S.A. może świadczyć usługi na rzecz firm, których dotyczą analizy. Millennium Dom Maklerski S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie analitycznym.

## Rekomendacje Millennium DM S.A.

Spółka	Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji	Wycena
Ambra	Kupuj	21 sty 14	10.10	12.80

### Struktura rekomendacji Millennium DM S.A. w I kwartale 2014 roku

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	7	16%
Akumuluj	23	51%
Neutralnie	14	31%
Redukuj	1	2%
Sprzedaj	0	0%

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

		% udział
Kupuj	0	0%
Akumuluj	4	67%
Neutralnie	2	33%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

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