

Ambra

kupuj

branża spożywcza

poprzednia rekomendacja: kupuj

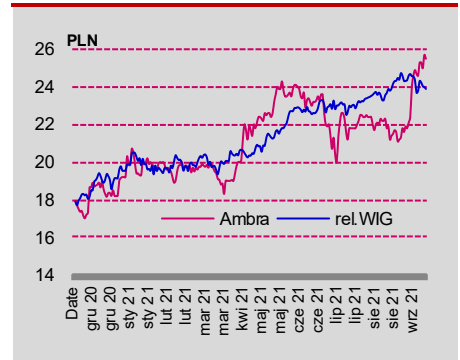
Cena: 25.4

Cena docelowa: 36.1

Rekordowe wyniki mimo pandemii

W roku 2020/21 grupa Ambra pokazała wysokie dynamiki sprzedaży oraz rekordowe zyski. Pomimo pandemii całoroczne przychody grupy wzrosły o 13.9% a zysk netto o 31% do 45.6 mln PLN. W samym IV kw. grupa Ambra wygenerowała 8.4 mln PLN zysku netto (oczekiwaliśmy 3.7 mln PLN), mimo że historycznie w tym okresie zyski były zbliżone do zera. Oczekujemy, że rok 2021/2022 przyniesie wzrost sprzedaży o 10.5%, jednak wzrost zysku netto będzie już umiarkowany (+7.1% do 48.9 mln PLN) w porównaniu do zeszłorocznej dynamiki. Na skutek wyższych cen surowców spadnie rentowność EBIT, która w zeszłym roku osiągnęła rekordowy poziom 11.6%. Biorąc pod uwagę oczekiwany zysk netto w roku obrotowym 2021/22 spółka jest notowana przy wskaźniku C/Z na poziomie 13.1. Naszą wycenę 1 akcji Ambry w porównaniu z ostatnim raportem podnosimy z 28.6 PLN do 36.1 PLN. Pozytywnie na wycenę wpłynęło istotne zwiększenie prognoz zysków po dwóch bardzo dobrych kwartałach. Przy aktualnej cenie akcji Ambry na poziomie 25.4 PLN utrzymujemy rekomendację kupuj.

Kurs akcji relatywnie



Ambra na koniec czerwca 2021 miała 18.2 mln PLN gotówki netto. Zarząd rekomenduje wypłatę dywidendy na poziomie 0.95 PLN na akcję (3.7% stopy dywidendy) w porównaniu z 0.7 PLN rok wcześniej. Brak zadłużenia i silny cash flow pozwalają oczekiwać, że dywidendy o wartości nie mniejszej niż 0.95 PLN będą wypłacane również w kolejnych okresach. Zarząd wprawdzie planuje zwiększyć CAPEX w kolejnych latach do 25 mln PLN rocznie (z 16.8 mln PLN w 2020/21), jednak dzięki silnym przepływom operacyjnym spółka mogłaby wypłacać nawet 1.3-1.5 PLN na akcję zachowując zerowe zadłużenie. Uważamy, że grupa Ambra bez większych problemów utrzyma politykę zwiększania wartości dywidend, do której przyzwyczaiła inwestorów.

Rok 2020/21 będzie pod wpływem kontynuacji szybkiego wzrostu przychodów w spółkach zagranicznych oraz rosnącej presji kosztowej. Oczekujemy, że w Czechach i na Słowacji sprzedaż wzrośnie o 18% (po wzroście 47.5% w roku ubiegłym) a w Rumunii 15.6% (vs 23.9%), dzięki czemu cała grupa powinna pokazać solidną dynamikę 10.5%. Natomiast negatywnie na grupę Ambra będą oddziaływać rosnące koszty – wzrost cen nabywanego wina, szkła, energii i płac. Zarząd będzie wprowadzał kolejne podwyżki cen swoich towarów i produktów jednak sądzimy, że ostatecznie rentowność grupy i tak się obniży w tym roku o 0.7 p.p. Co istotne obniżenie rentowności będzie widoczne dopiero o stycznia ze względu na posiadane zapasy oraz stałe cen w części kontraktów. Dlatego najważniejszy kwartał dla grupy (IV kw. 2021) powinien być bardzo dobry.

Max/min 52 tygodnie (PLN)	25.7 / 15.9		
Liczba akcji (mln)	25.2		
Kapitalizacja (mln PLN)	640		
EV (mln PLN)	622		
Free float (mln PLN)	249		
Średni obrót (mln PLN)	0.4		
Główny akcjonariusz	Schloss-Wachenheim		
% akcji, % głosów	61.1%, 61.1%		
	1 m	3 m	12 m
Zmiana ceny	19.2%	8.1%	43.3%
Zmiana rel. WIG	19.2%	5.5%	3.4%

Marcin Palenik, CFA

22 598 26 71

marcin.palenik@millenniumdm.pl

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	DY (%)	EV /EBIT	EV /EBITDA	ROE (%)
2020/21	673.2	77.9	92.2	75.8	45.6	1.81	2.38	12.9	14.0	2.0	2.8	8.0	6.7	15.4
2021/22p	744.0	81.5	96.2	80.9	48.9	1.94	2.53	13.9	13.1	1.8	3.7	7.6	6.5	15.0
2022/23p	795.8	83.9	100.0	83.9	50.8	2.02	2.65	14.9	12.6	1.7	4.0	7.4	6.2	14.5
2023/24p	842.1	88.0	105.1	87.9	53.2	2.11	2.79	16.0	12.0	1.6	4.2	7.1	5.9	14.1

p - prognozy skonsolidowane MillenniumDM, EBITDA wg MSR 17

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

Wycena

Wycenę spółki Ambra przeprowadziliśmy w oparciu o metodę DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych) i metodę porównawczą względem zagranicznych spółek zajmujących się produkcją i dystrybucją wina. Na podstawie metody DCF uzyskaliśmy wartość spółki na poziomie 919 mln PLN, czyli 36.5 PLN na akcję. Przy użyciu metody porównawczej wyceniliśmy spółkę na 901 mln PLN (35.8 PLN na akcję). Zarówno metodzie DCF jak i porównawczej przypisaliśmy wagę po 50%. Uzyskaliśmy wycenę spółki na poziomie 910 mln PLN, czyli 36.1 PLN na akcję. W związku z uzyskaną wyceną utrzymujemy rekomendację kupuj dla akcji spółki Ambra.

Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Wycena (mIn PLN)	Wycena na 1 akcję (PLN)
Wycena DCF	919	36.5
Wycena porównawcza	901	35.8
Wycena spółki Ambra SA	910	36.1

Źródło: Bloomberg, MillenniumDomMaklerski S.A.

Wycena DCF

Do wyceny DCF przyjęliśmy następujące założenia:

- ❑ Wolne przepływy gotówkowe obliczono na podstawie prognoz wyników dla Grupy Ambra za lata obrotowe od 2021/22 do 2030/31,
- ❑ Do oszacowania stopy wolnej od ryzyka w kolejnych latach prognozy użyto rentowności obligacji skarbowych,
- ❑ Długoterminową stopę wolną od ryzyka ustalono na poziomie 2.2% (podwyższenie z 2.0% w związku ze wzrostem długoterminowych rentowności polskich obligacji),
- ❑ Premia rynkowa za ryzyko równa 5%,
- ❑ Współczynnik beta na poziomie 1.0,
- ❑ Stopa wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po roku 2030/31 na poziomie 1.2%,
- ❑ Wzrost przychodów grupy w roku 2021/22 o 10.5%, w 2022/23 wzrost o 7.0% oraz 5.8%, 4.7% i 4.5% w kolejnych 3 latach
- ❑ Wzrost marży brutto z poziomu z 35.7% w roku 2020/21 do 35.2% w roku 2021/22 oraz spadek do 34.8% w roku 2022/23 i systematyczny spadek o 0.1 p.p. rocznie w długim okresie,
- ❑ Wzrosty kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu na poziomie dynamiki przychodów w kolejnych latach,
- ❑ Efektywna stopa podatkowa w okresie prognozy na poziomie 20.5%,
- ❑ Wartość aktywów nieoperacyjnych na poziomie 18.7 mln PLN (Ambra ma 56% udziałów w spółce Karom Drinks będącej właścicielem działki o szacowanej wartości 33.4 mln PLN),
- ❑ Wartość przypadająca dla udziałowców mniejszościowych w spółkach z Grupy Ambra oszacowano na 207.6 mln PLN (jako iloczyn aktualnego C/Z Ambry za rok 2020/21 na poziomie 14.0 oraz zysków mniejszości za rok 2020/21 na poziomie 14.8 mln PLN).

Wycena spółki metodą DCF

(mln PLN)	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26	2026/27	2027/28	2028/29	2029/30	2030/31	>2030/31
Sprzedaż	744.0	795.8	842.1	881.7	921.2	959.3	995.7	1029.9	1063.1	1095.1	
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)	64.8	66.7	69.9	72.5	75.0	77.4	79.5	81.4	83.2	84.9	
Amortyzacja*	14.8	16.0	17.1	18.1	19.1	19.9	20.7	21.4	22.0	22.6	
Inwestycje	-25.0	-25.0	-25.3	-25.5	-25.8	-26.0	-26.3	-26.5	-26.8	-27.1	
Zmiana kap.obrotowego	-17.0	-12.4	-11.1	-9.5	-9.5	-9.1	-8.7	-8.2	-8.0	-7.7	
FCF	37.6	45.4	50.8	55.7	58.9	62.2	65.2	68.1	70.5	72.7	1229.2
Zmiana FCF		20.7%	11.9%	9.7%	5.7%	5.5%	4.9%	4.4%	3.5%	3.2%	1.2%
Dług/Kapitał	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Stopa wolna od ryzyka	0.1%	0.6%	0.9%	1.2%	1.4%	1.5%	1.7%	1.8%	1.9%	1.9%	2.2%
Premia kredytowa	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
Premia rynkowa	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Beta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Koszt długu	1.6%	2.1%	2.4%	2.7%	2.9%	3.0%	3.2%	3.3%	3.4%	3.4%	3.7%
Koszt kapitału	5.1%	5.6%	5.9%	6.2%	6.4%	6.5%	6.7%	6.8%	6.9%	6.9%	7.2%
WACC	5.1%	5.6%	5.9%	6.2%	6.4%	6.5%	6.7%	6.8%	6.9%	6.9%	7.2%
PV (FCF)	37.6	42.9	45.2	46.5	46.0	45.3	44.3	43.0	41.4	39.8	657.5
Wartość DCF (mln PLN)	1090	w tym wartość rezydualna				657					
(Dług) Gotówka netto*	18.2										
Wartość udz. mniejsz. aktywa nieoperacyjne	-207.6										
Wy cena DCF (mln PLN)	918.8										
Liczba akcji (mln)	25.2										
Wycena 1 akcji (PLN)	36.5										

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

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

Wrażliwość wyceny spółki Ambra na przyjęte założenia

PLN	rezydualna stopa wzrostu							
		0.6%	0.8%	1.0%	1.2%	1.4%	1.6%	1.8%
stopa R_r rezydualna	1.2%	38.2	39.2	40.4	41.7	43.1	44.5	46.2
	1.7%	35.9	36.8	37.8	38.8	40.0	41.2	42.5
	2.2%	33.9	34.7	35.6	36.5	37.4	38.4	39.5
	2.7%	32.3	33.0	33.7	34.4	35.3	36.1	37.1
	3.2%	30.8	31.4	32.1	32.7	33.4	34.2	35.0

Źródło: MillenniumDomMaklerski S.A.

Wycena porównawcza

W skład grupy porównawczej włączyliśmy zagraniczne spółki zajmujące się produkcją i dystrybucją wina. Wartość spółki Ambra oszacowaliśmy w oparciu o wskaźniki: EV/EBITDA, EV/EBIT oraz P/E.

Wycena porównawcza

Spółka	Ticker	Kraj	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
			2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
SCHLOSS WACHENHEIM	SWA	Niemcy	4.9	4.5		8.2	7.4		15.4	13.5	
CONSTELLATION BRANDS	STZ	USA	16.8	15.1	13.8	19.3	17.0	15.4	21.2	18.5	16.6
HAWESKO HOLDING AG	HAW	Niemcy	8.5	8.9	8.6	12.1	13.0	12.7	15.8	16.8	16.3
BARON DE LEY	BDL	Hiszpania	11.4			15.0			16.7		
OENEO	SBT	Francja	14.3	12.9	12.0	17.1	15.5	13.7	23.0	20.7	18.5
Mediana			11.4	10.9	12.0	15.0	14.3	13.7	16.7	17.7	16.6
Wyniki spółki (mln PLN)			92.2	96.2	100.0	77.9	81.5	83.9	45.6	48.9	50.8
Wartość udziałów mniejszościowych			-207.6	-207.6	-207.6	-207.6	-207.6	-207.6			
Gotówka (Dług) netto			18.2	18.2	18.2	18.2	18.2	18.2			
Wy cena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)			862	859	1010	979	971	961	762	863	843
Wycena											901
Wycena na 1 akcję											35.8

Źródło: Bloomberg, MillenniumDomMaklerski S.A.

Czynniki ryzyka

Do najważniejszych czynników ryzyka wpływających na działalność Grupy Ambra należą:

- **Ryzyko pogorszenia nastrojów konsumenckich.** Nastroje konsumenckie będące pochodną przede wszystkim rynku pracy są jednym z głównych czynników wpływających na rynek wina. W kolejnych kwartałach oczekuje się dalszego ożywienia na rynku pracy, który powinien zwiększać optymizm w społeczeństwie. Czynnikiem mogącym ograniczyć poprawę nastrojów jest rosnąca inflacja redukująca siłę nabywczą. Wzrost cen dóbr pierwszej potrzeby (żywność, energia) może wpływać negatywnie na mniej niezbędne wydatki. Efekt netto obu zjawisk (wzrost płac, wzrost inflacji) powinien pozostać jednak pozytywny w najbliższych kwartałach.
- **Ryzyko większego wzrostu kosztów wynagrodzeń.** Najważniejszym kosztem (poza kupowanymi surowcami i towarami) są koszty wynagrodzeń, które w roku 2020/2021 wyniosły 98.2 mln PLN i wzrosły aż o 13.9% r/r. Dynamika ta była jednak tą sama jak wzrost przychodów ze sprzedaży. Generalnie czynnik płacowy w długim okresie powinien być neutralny dla spółki, gdyż wzrost płac w gospodarce wpływa pozytywnie na popyt konsumpcyjny, w tym na produkty Ambry.
- **Ryzyko kursów walut oraz cen surowców.** Znacząca część towarów oraz surowców jest importowana (wartość ok. 45 mln EUR rocznie), dlatego ceny surowca oraz EUR/PLN wpływają na koszty. Według zarządu spółka jest jednak w stanie z opóźnieniem 2-3 kwartałów przerzucić rosnące koszty na klientów. Wzrost EUR/PLN o 10% obniżyłby, poprzez różnice kursowe, wynik netto o ok. 2.5 mln PLN. Wzrost cen surowców może być jednym z głównych ryzyk dla wyników spółki w kolejnych kwartałach.

- ❑ **Ryzyko transakcji z głównym akcjonariuszem.** Transakcje takie mogą generować konflikty interesów, jednak zakupy od głównego akcjonariusza (i spółek z nią powiązanych) stanowiły zaledwie 3.1% przychodów w 2020/21.
- ❑ **Ryzyko kolejnych obostrzeń związanych z epidemią koronawirusa.** W związku z obostrzeniami narzucanymi przez rząd, istnieje ryzyko ponownych ograniczeń działalności restauracji i hoteli, gdzie grupa Ambra dostarcza swoje towary i produkty (ok. 8% sprzedaży przed pandemią). Przedłużająca się pandemia negatywnie wpływa na sprzedaż kanału HoReCa.
- ❑ **Ryzyko niekorzystnej zmiany regulacji** dotyczących obrotu napojami alkoholowymi. Ambra działa na rynku, na który istotnie wpływają przepisy dotyczące np. wysokości akcyzy czy możliwości reklam niektórych produktów alkoholowych. Zawsze istnieje ryzyko, że przepisy zmienią się niekorzystnie z punktu widzenia Ambry.
- ❑ **Ryzyko zmiany praktyki dywidendowej spółki.** Zakłada ona stabilny wzrost wypłacanej dywidendy. Uważamy, że systematycznie rosnące dywidendy są jednym z głównych atutów z punktu widzenia akcjonariuszy. Zmiana w tym zakresie byłaby niekorzystnie odebrana przez posiadaczy akcji spółki. Sądzymy jednak, że ze względu na niski dług oraz dużą odporność na pandemię, ryzyko to nie jest duże.

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

Ostatnie wydarzenia

Bardzo dobry kwartał zaskakująco udanego roku 2020/21 roku

Skonsolidowane wyniki finansowe grupy Ambra

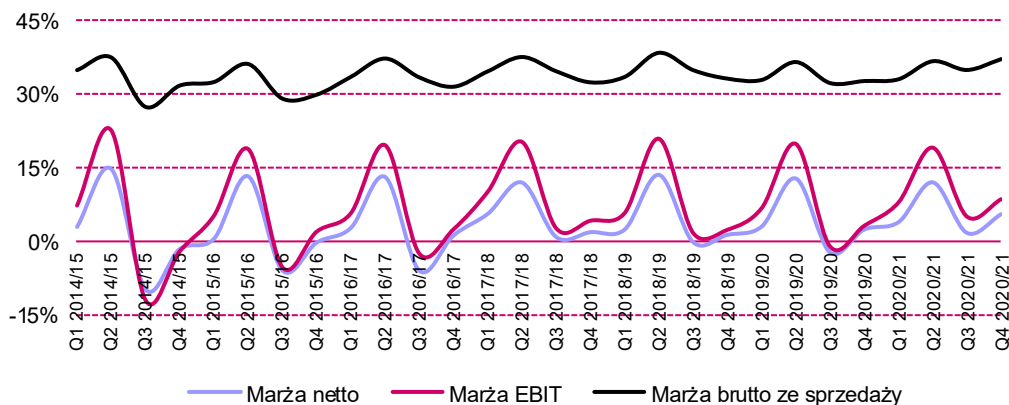
	IV kwartał 2020/2021	prognoza MDM	IV kwartał 2019/2020	zmiana r/r	I-IV kw. 2020/2021	I-IV kw. 2019/2020	zmiana
Przychody	153.1	151.4	118.4	29.3%	673.2	590.9	13.9%
Polska	119.5	121.7	97.0	23.2%	516.1	478.1	7.9%
Czechy i Słowacja	18.2	17.9	13.1	38.9%	77.6	52.6	47.5%
Rumunia	20.6	17.6	13.3	54.9%	102.6	82.8	23.9%
EBITDA	19.2	13.9	8.5	125.9%	101.2	78.9	28.3%
EBIT	13.0	8.2	3.6	261.1%	77.9	58.5	33.2%
Polska	9.9		3.2	209.4%	52.2	42.3	23.4%
Czechy i Słowacja	2.4		1.4	71.4%	11.3	8.0	41.3%
Rumunia	0.7		-0.8	-	14.7	8.5	72.9%
Zysk netto akcj. jedn. dominującej	8.4	3.7	2.7	211.1%	45.6	34.7	31.4%
Marże							
Marża EBITDA	12.5%	9.2%	7.2%		15.0%	13.4%	
Marża EBIT	8.5%	5.4%	3.0%		11.6%	9.9%	
Marża netto	5.5%	2.4%	2.3%		6.8%	5.9%	

Źródło: Ambra; prognoza MillenniumDM; rfn PLN

Wyniki w IV kwartale roku obrotowego 2020/21 były po raz kolejny istotnie powyżej naszych oczekiwań. Wprawdzie przychody były zbliżone do naszych szacunków to linie zysków były znacząco lepsze. Główną przyczyną była zaskakująco wysoka marża brutto, która wyniosła w IV kw. 37.2% (+4.5 p.p. r/r). Zazwyczaj w IV kw. grupa Ambra miała zysk netto nieznacznie wyższy od zera. W minionym okresie wyniósł on jednak aż 8.4 mln PLN, czyli przebił naszą prognozę (3.7 mln PLN) dwukrotnie.

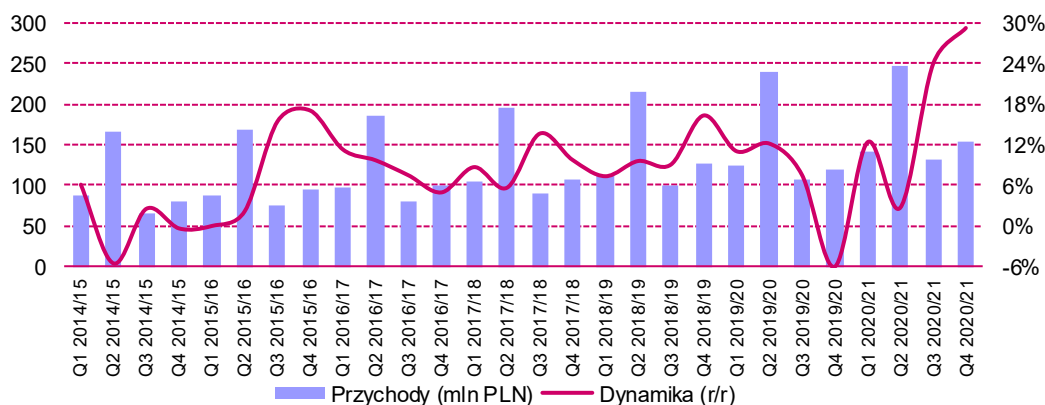
Sprzedaż na rynku polskim w IV kw. wzrosła o 23.2% r/r i była nieznacznie poniżej oczekiwanej przez nas dynamiki 25.5%. Silne wzrosty to głównie efekt bazy (lockdown sprzed roku). Równocześnie sprzedaż była wyższa o 12.1% niż w IV kw. roku obrotowego sprzed dwóch lat. Sprzedaż w Polsce była więc dobra, choć wzrost był trochę niższy niż oczekiwaliśmy. Można jednak sądzić, że okres kwiecień-czerwiec to nie był jeszcze czas całkowitej normalizacji zachowania konsumentów po pandemii pod względem np. wydatków w restauracjach. Dynamiki sprzedaży w IV kw. w Czechach i na Słowacji (+38% r/r) były zgodne z naszymi oczekiwaniami. Szybkie wzrosty to efekt zdobywania rynku przez markę Mucha Sekt. Biorąc pod uwagę potencjał do odbierania rynku liderowi (Mucha Sekt ma 12-13% a lider ok. 60% rynku) sądzimy, że wzrost sprzedaży będzie nadal mocny, dwucyfrowy w przyszłości. Pozytywnie zaskoczyła sprzedaż w Rumunii (+55% r/r vs oczekiwane +32%), choć częściowo wynikała z jednorazowego zwiększania zapasów przez dystrybutorów. W IV kw. marża brutto wzrosła aż o 4.5 p.p. r/r (do 37.2%) i była znacznie lepsza od naszych prognoz (33.9%). Główną przyczyną były podwyżki cen, które są systematycznie wprowadzane od początku roku kalendarzowego oraz korzystna zmiana struktury sprzedaży (więcej produktów premium oraz sprzedaż przez własne sklepy). Efekt ten był silniejszy niż oczekiwaliśmy. Drugą, mniej znaczącą przyczyną był wolniejszy niż sprzedaż wzrost kosztów dystrybucji i marketingu (+12% r/r). Linia pozostałych przychodów/kosztów operacyjnych pokazała niewielką stratę -0.4 mln PLN (odpisy) – zakładaliśmy zerowy wynik na tej linii. EBIT wyniósł 13.0 mln PLN i był lepszy o 4.8 mln PLN od naszych prognoz. Zgodnie z naszymi prognozami linia przychodów/kosztów finansowych miała znikomy wpływ na wynik IV kw. (-0.1 mln PLN) a zysk netto wyniósł 8.4 mln PLN.

Marże brutto ze sprzedaży, EBIT i netto w poszczególnych kwartałach



Źródło: Ambra S.A.

Przychody kwartalne i ich dynamika r/r grupy Ambra

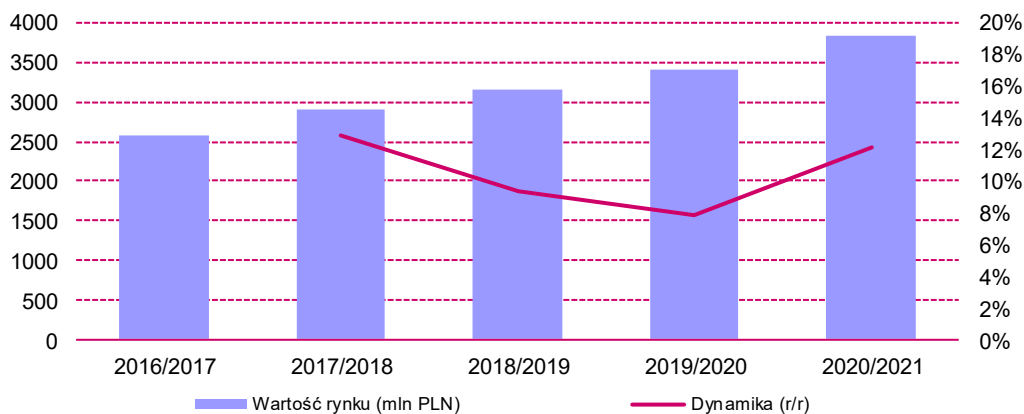


Źródło: Ambra S.A.

Cały rok obrotowy 2020/21 okazał się rekordowy i dużo lepszy niż można było oczekiwać na początku pandemii. Sprzedaży grupy Ambra wzrosła o 13.9%, czyli dynamika była najwyższa od ponad 10 lat. W Polsce sprzedaż wzrosła wprawdzie tylko o 7.9% r/r, jednak sprzedaż w Czechach i na Słowacji aż o 47.5% r/r a w Rumunii o 23.9% r/r. Dzięki redukcji kosztów marketingu o 7.0 mln PLN marża brutto ze sprzedaży wzrosła o 1.5 p.p. Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu wzrosły o +13.0% r/r, czyli zgodnie z dynamiką sprzedaży. Dzięki dużemu wzrostowi sprzedaży i kontroli kosztów EBIT w całym roku wzrósł aż o 33.1% r/r do 77.9 mln PLN, a zysk netto przypadający akcjonariuszom Ambry o 31.4% do 45.6 mln PLN.

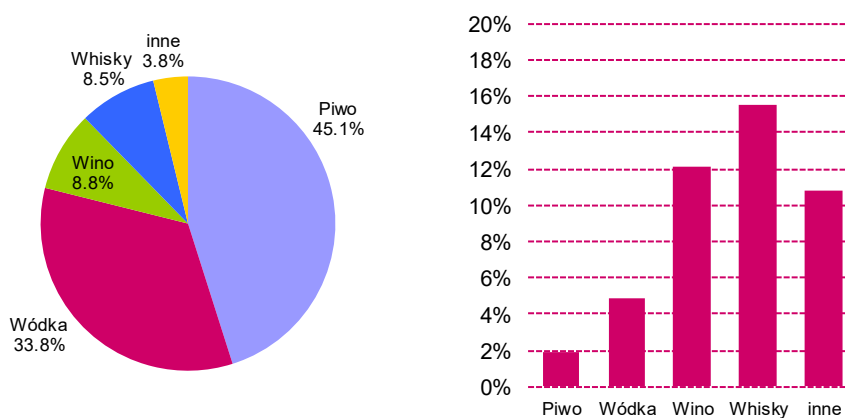
Rynek wina w Polsce kontynuuje wzrost

Wartość i dynamika rynku wina w Polsce



Źródło: Ambra S.A. na podstawie AC Nielsen, bez uwzględnienia rynku HoReCa

Podział rynku alkoholi oraz dynamika sprzedaży głównych kategorii



Źródło: Ambra S.A. za AC Nielsen (bez uwzględnienia rynku HoReCa).
Dane za okres 12 miesięcy kończących się w czerwcu 2021 roku.

Rynek wina w Polsce wzrósł w roku obrotowym 2020/21 o 12% do 3 827 mln PLN. W tym samym czasie sprzedaż piwa wzrosła o 1.9% r/r a wódki o 4.9%. Są to jednak dane na podstawie AC Nielsen nie uwzględniające rynku HoReCa. W zwykłym roku nie miałyby to znaczenia gdyż ten kanał miał zaledwie ok. 10% całego rynku i rósł w sposób zbliżony do całości. Jednak w roku pandemiczny jego wartość spadła o ok. połowę, co oznacza, że uwzględniając HoReCa rynek wina rósł już tylko o ok. 7%. W Polsce podobnie, jak na innych rynkach europejskich obserwuje się zjawisko premiumizacji, czyli rosnącej wartości sprzedaży alkoholi, przy stabilnych lub lekko spadających wolumenach. Jest to zjawisko korzystne dla Ambry oferującej droższe w przeliczeniu na alkohol wina i whisky w porównaniu z tradycyjnymi w Polsce piwem i wódką. Również w ramach poszczególnych kategorii segment premium rośnie szybciej niż cała kategoria (rośnie

popyt na wina droższe kosztem tańszych). W ostatnich 4 latach średni wzrost rynku wina wyniósł 9.2%, a za ostatnie 10 lat 8.0%. Przyspieszenie w ostatnich latach można wiązać z szybszym wzrostem płac i rosnącą dynamiką popytu konsumpcyjnego. Na kolejne lata spółka oczekuje stabilnej dynamiki rynku wina na poziomie ok. 6% rocznie. Sądzymy, że to założenie jest relatywnie bezpieczne. Spożycie wina w Polsce jest znacznie niższe w przeliczeniu per capita niż w większości krajów europejskich, dlatego ten alkohol cały czas powinien odbierać udziały rynkowe wódce i piwu.

Oprócz premiumizacji rynku, kolejną tendencją rynkową jest odchodzenie konsumentów od tradycyjnych alkoholi w stronę produktów o mniejszej zawartości alkoholu oraz smakowych. Odpowiedzią spółki na te trendy są takie produkty jak CIN&CIN Free oraz niskoalkoholowe Winiarnia Zamojska Lekkie i Fresco Frizzante. Udział grupy Ambra w polskim rynku wina pozostaje stabilny. Spółka traci nieznacznie udziały w winach musujących a zwiększa w winach spokojnych. W roku 2020/21 sprzedaż w Polsce wzrosła o 7.9% r/r. Można założyć, że spółka również w przyszłości będzie rosła na poziomie dynamiki całego rynku.

Od stycznia oczekiwana wyższa presja kosztowa

Zarząd widzi na horyzoncie wzrost kosztów wynikający z kilku czynników. Spółka oczekuje istotnego wzrostu kosztów surowców w związku z niekorzystną pogodą (susze, przymrozki) u głównych producentów wina. Produkcja wina u trzech głównych unijnych producentów tego napoju: Włoszech, Francji i Hiszpanii w tym roku spadnie o ok. 18%. Spółka szacuje, że ceny u producentów mogą wzrosnąć o 20-30%. Dodatkowo rosnące ceny szkła wpływają na koszty opakowań (możliwy wzrost o 10%). Ze względu na dotychczasowe zapasy oraz umowy kontraktowe, wzrosty cen surowców będą widoczne dopiero od stycznia 2022 r., dzięki temu najważniejszy kwartał obejmujący grudzień będzie jeszcze z dobrą zyskownością. Spółka będzie się starała przenosić rosnące koszty na klientów i można oczekiwać w przyszłym roku kalendarzowym wzrostu cen o ok. 5%. Zarząd oprócz podwyżek będzie się starał tak zarządzać portfolio produktowym, aby zwiększać sprzedaż wyżej marżowych produktów. Mimo tych działań można jednak sądzić, że wzrost kosztów obniży marżę grupy o 1-1.5 p.p. w przyszłym roku kalendarzowym. W roku 2020/21 grupa Ambra zredukowała koszty marketingu aż o 40% r/r (czyli o 7.0 mln PLN r/r). Według zarządu w bieżącym roku obrotowym wydatki marketingowe wzrosną umiarkowanie i poziomów sprzed pandemii. Zakładamy jednak wzrost tych kosztów o 4 mln PLN w roku 2021/22. Wysoka rentowność EBIT w Rumunii oraz Czechach i na Słowacji (po ok. 14.5%) wynika m.in. z dźwigni operacyjnej przy równoczesnych znaczących wzrostach sprzedaży. Zarząd zapowiada, że organizacje w obu krajach będą musiały ponieść pewne koszty, aby dynamicznie rosnąć, co może przynieść obniżenie marży w kolejnym roku. Oczekiwana jest stała presja na wzrost płac, jednak zakładamy, że wzrost powinny być zbliżone do wzrostu przychodów, które zależą od popytu konsumpcyjnego w gospodarce.

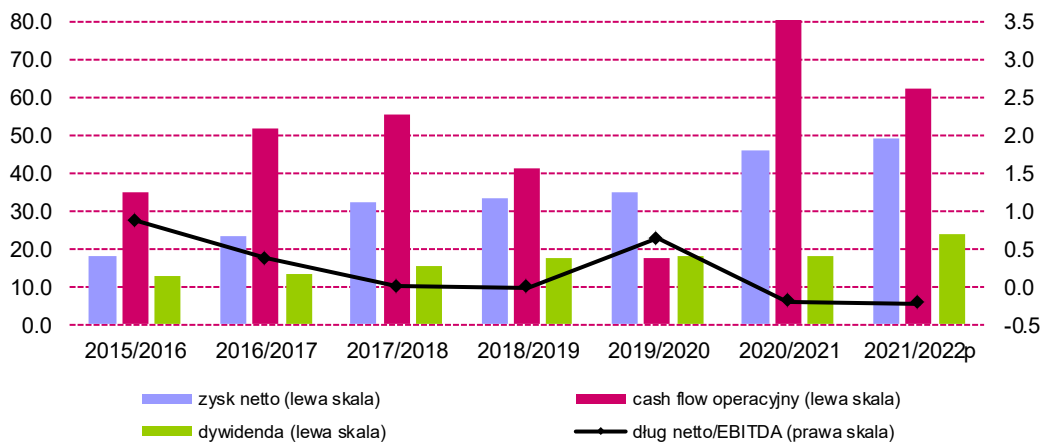
Zarząd podkreśla, że wyższe koszty będą bardziej widoczne od stycznia 2022 r. a w okresie lipiec-grudzień marże powinny pozostać stabilne. Oznacza to, że najważniejszy sezonowo kwartał październik-grudzień będzie jeszcze na bardzo dobrych marżach, co powinno oznaczać rekordowe wyniki. Oczywiście przy założeniu braku lock downów jakie były w roku ubiegłym.

Rosnące możliwości do wypłaty dywidend

Po dwóch latach dywidendy na poziomie 0.7 PLN na akcję, Ambra za rok obrotowy 2020/21 ma wypłacić 0.95 PLN na akcję (według rekomendacji zarządu). Dzień ustalenia prawa do dywidendy ma zostać ustalony na 3 listopada 2021 roku, a dzień wypłaty dywidendy na 10 listopada 2021 roku. Spółka wypłaca co roku niemalejące dywidendy od 12 lat dzięki rosnącym przepływom pieniężnym. Pomimo wypłaty dywidendy i rosnącego biznesu Ambra na koniec czerwca 2021 r. miała 18.2 mln PLN gotówki netto w porównaniu z 45.4 mln PLN długu netto rok wcześniej. Tak sytuacja bilansowa pozwala zakładać, że zarówno biznes jak i dywidendy będą rosły w przyszłości.

Przepływy gotówkowe w roku 2020/21 wyniosły 107.3 mln PLN w porównaniu z 17.4 mln PLN rok wcześniej. Głównym czynnikiem takich wahań były planowe, podwyższone zapasy na koniec roku 2019/20 w związku z modernizacją zakładu w Biłgoraju. Dzięki zejściu z zapasów do normalnych poziomów w roku 2020/21 Ambra odzyskała 19.0 mln PLN (rok wcześniej zapasy wzrosły o 39.6 mln PLN). Patrząc na dwa ostatnie lata obrotowe, przepływy z działalności operacyjnej wyniosły średnio 62.4 mln PLN i prognozujemy, że bardzo zbliżona wartość (62.2 mln PLN) zostanie osiągnięta w roku bieżącym.

Wartość dywidendy a możliwości wypłat przez spółkę (mln PLN)



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

Wprawdzie grupa planuje zwiększyć CAPEX do 25 mln PLN średniorocznie w najbliższych latach (z 16.8 mln PLN w roku ubiegłym), to nie wpłynie to na możliwości wypłaty dywidend. Szacujemy wręcz, że Ambra mogłaby w kolejnych latach wypłacać nawet 1.3-1.5 PLN na akcję zachowując dług netto na tym zerowym poziomie. Uważamy, że grupa Ambra bez większych problemów powinna utrzymać politykę zwiększania wartości dywidendy w przyszłości. CAPEX będzie głównie służyć do modernizacji i zwiększenia wydajności w obu zakładach produkcyjnych (w Biłgoraju i Bukareszcie), farmę fotowoltaiczną oraz systemy IT (ERP, CRM). Ambra nie planuje żadnych większych przejęć, a ewentualne akwizycje będą na poziomie kilku, kilkunastu mln PLN i nie będą wpływać na wysokość dywidend.

Podstawy do dalszych wzrostów wyników

Historycznie spółka nie realizowała dużych akwizycji, które mogłyby przynosić skokowe wzrosty przychodów, choć niekoniecznie dawać wartość akcjonariuszom. Przy ewentualnych przejęciach np. marek czy sklepów zarząd patrzy na potencjał z punktu widzenia rozwoju organicznego w dalszej perspektywie. Zapewniało to do tej pory przyzwoite wzrosty biznesu. Sądzymy, że również w przyszłości taka polityka będzie utrzymana. Zarząd nie widzi w tym momencie atrakcyjnych celów do przejęcia. W Polsce Ambra będąc liderem rynku wina powinna rosnąć na poziomie całego rynku (czyli według zarządu ok. 6%). Spółka cały czas pracuje nad nowymi pomysłami i aktualnie widzi duży potencjał we wprowadzonej w ostatnich latach marce Winiarnia Zamojski oraz produktach bezalkoholowych CIN&CIN Free oraz niskoalkoholowych (Winiarnia Zamojska Lekkie i Fresco Frizzante). Zarząd zakłada szybki rozwój tych projektów i chwilowo wstrzymuje rozpoczynanie nowych. Nowe marki powinny sprawić, że pomimo pozycji lidera, grupa Ambra będzie w Polsce rosnąć na poziomie dynamiki rynku. Natomiast spółki zagraniczne powinny rosnąć na poziomie kilkunastu procent, podwyższając dynamikę całej grupy o ok. 2-3 p.p. powyżej wzrostów w Polsce. W Czechach będzie kontynuowana strategia odbierania rynku liderowi (Mucha Sekt ma 12-13% a lider Bohemia Sekt ok. 60% rynku). Można sądzić, że realne jest zdobywanie 1-2 p.p. rynku rocznie co powinno przynosić wysokie kilkanaście procent wzrostu sprzedaży. Dodatkowo rozwijana będzie marka Mucha Sekt w kategorii wina bezalkoholowego oraz sprzedaż online. W Rumunii sprzedaż będzie rosła wolniej niż w Czechach i na Słowacji, jednak tutaj też jest potencjał do wzrostu powyżej 10% dzięki marce Sange de Taur oraz dalszemu zwiększaniu udziałów w rynku brandy przez markę Zarea i Milcov. Udział Czech, Słowacji oraz Rumunii w sprzedaży całej grupy wzrósł już do 26.8% w roku 2020/21 z 21.0% sprzed dwóch lat. Wyższa waga tych krajów w strukturze sprzedaży oznacza równocześnie potencjalnie wyższe dynamiki całej grupy w przyszłości.

Aktualizacja prognoz finansowych

Spółka pokazała w ostatnich dwóch kwartałach wyniki znacząco wyższe od naszych oczekiwań. Mimo że wyniki III i IV kwartału roku obrotowego mają zazwyczaj niewielkie znaczenie, w sumie w tym okresie zysk netto okazał się aż o 7.6 mln PLN wyższy niż prognozowany w naszym raporcie z kwietnia. Był to efekt zarówno wyższych o 6.1% przychodów jak i wyższej aż o 0.7 p.p. marży. W związku z lepszą sprzedażą oraz optymistycznymi perspektywami podnosimy naszą prognozę przychodów na lata obrotowe 2021/22 oraz 2022/23 o 8.1%. Natomiast oczekiwany zysk netto na ten rok podnosimy o 21.6% z 40.2 mln PLN do 48.9 mln PLN (wyższe przychody oraz marża niż we wcześniejszych prognozach) a na przyszły z 43.0 mln PLN do 50.8 mln PLN.

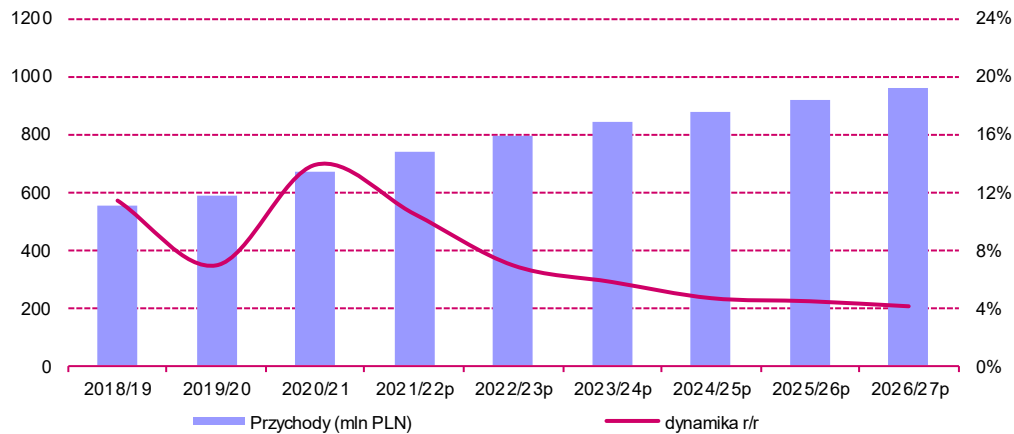
Marża EBIT wyniosła w roku 2020/21 aż 11.6% jednak za cztery wcześniejsze lata wahała się w okolicach 10%. Dlatego oczekujemy jej spadku w kolejnych latach, jednak pozostaną wyższe niż zakładaliśmy w poprzednim raporcie. Sądzymy, że znaczące zwiększenie skali działalności w Czechach, na Słowacji oraz w Rumunii pozwoli na trwale wyższą niż historyczna rentowność dzięki naturalnej dźwigni operacyjnej. Dlatego zakładamy, że marża będzie się utrzymywać nieznacznie powyżej 10% w kolejnych latach. W I połowie roku 2021/22 presja kosztowa ma jeszcze nie być widoczna, dlatego szacujemy, że spadek marż rozłoży się w czasie na ten i na przyszły rok obrotowy. Według naszych prognoz marża EBIT spadnie w tym roku o 0.7 p.p. do 10.9% a w roku przyszłym o 0.4 p.p. do 10.5% (wcześniejsze założenia wskazywały na 9.5%). Uważamy jednak, że ze względu na dużą nieprzewidywalność czynników kosztowych istnieją ponadprzeciętne ryzyka dotyczące tych szacunków.

Zmiany w prognozach Millennium DM wyników grupy Ambra

	2020/2021			2021/2022			2022/2023		
	poprzednia	aktualna	zmiana	poprzednia	aktualna	zmiana	poprzednia	aktualna	zmiana
Przychody	634.5	673.2	6.1%	688.0	744.0	8.1%	736.0	795.8	8.1%
EBITDA	77.6	92.2	18.8%	81.7	96.2	17.8%	86.1	100.0	16.1%
EBIT	62.5	77.9	24.6%	66.3	81.5	22.9%	70.2	83.9	19.6%
marża EBIT	9.9%	11.6%		9.6%	10.9%		9.5%	10.5%	
Zysk netto akcj. jedn. domin.	38.0	45.6	20.1%	40.2	48.9	21.6%	43.0	50.8	18.1%
marża netto	6.0%	6.8%		5.8%	6.6%		5.8%	6.4%	

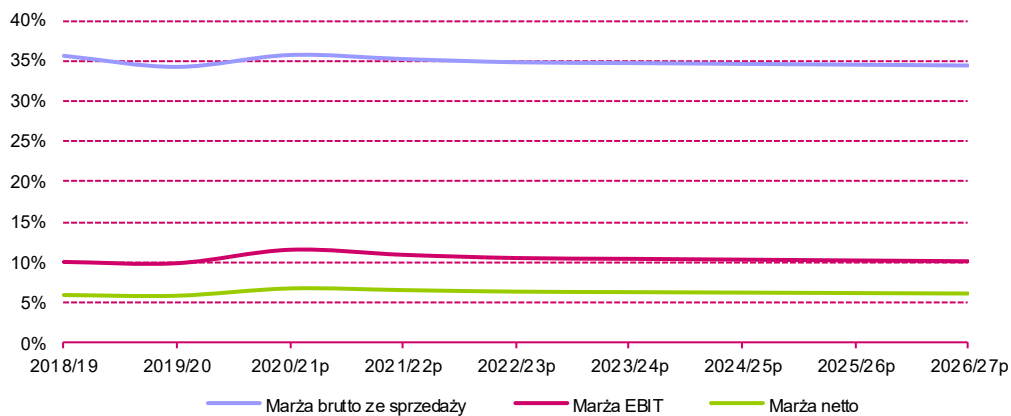
Źródło: prognozy MillenniumDM, EBITDA wg MSR 17

Prognoza przychodów w kolejnych latach



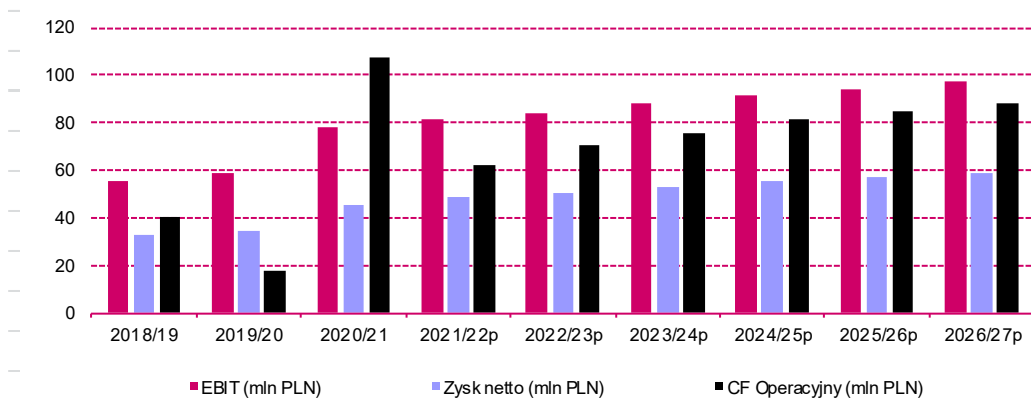
Źródło: Ambra S.A., prognozy Millennium Dom Maklerski S.A.

Prognoza marży brutto ze sprzedaży, EBIT oraz netto



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

Prognozowane wyniki EBITDA, zysk netto oraz cash flow operacyjny



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

Analiza czynników ESG

Na jesieni 2020 roku AMBRA S.A. i AMBRA Brands Sp. z o.o. rozpoczęły realizację Strategii Zrównoważonego Rozwoju (SZR) określającą cele, jakie chce osiągnąć w tym zakresie do 2025 roku. Odnosi się ona do obszarów środowiska naturalnego („E” – „environment”), spraw społecznych i kwestii pracowniczych („S” – „social responsibility”) oraz zarządczych („G” – „corporate governance”). Spółka postawiła sobie konkretne cele do osiągnięcia do 2025 r.

E- dążenie do wyeliminowania negatywnego wpływu na środowisko

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

W maju 2022 r. planowane jest oddanie do użytku farmy fotowoltaicznej o mocy 1 MW w Winiarni w Woli Dużej. Od stycznia 2022 r. energia elektryczna nabywana przez AMBRA S.A. pochodzić będzie w 100% z OZE. W II kwartale 2021 r. zainstalowano i centralną stację mycia w Winiarni, co pozwoli na dalsze obniżenie zużycia wody

S – tworzenie pracy dla wszystkich i dbanie o dobro konsumenta

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

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

G – zrównoważony rozwój staje się częścią strategii i zarządzania firmą

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

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

Wyniki finansowe

Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2019/20	2020/21	2021/22p	2022/23p	2023/24p	2024/25p
przychody netto	590.9	673.2	744.0	795.8	842.1	881.7
Koszty sprzedanych towarów	-388.6	-432.8	-482.1	-518.8	-549.8	-576.5
zysk brutto na sprzedaży	202.3	240.4	262.0	277.0	292.3	305.1
koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	-144.5	-163.3	-180.5	-193.1	-204.3	-213.9
saldo pozostałej działalności operacyjnej	0.7	0.8	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	72.0	92.2	96.2	100.0	105.1	109.4
EBIT	58.5	77.9	81.5	83.9	88.0	91.2
saldo finansowe	-3.1	-2.1	-0.6	-0.1	-0.1	-0.1
zysk przed opodatkowaniem	55.4	75.8	80.9	83.9	87.9	91.2
podatek dochodowy	-11.3	-15.4	-16.6	-17.2	-18.0	-18.7
Udział w zyskach (stratach) jedn. podporządk.	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
(Zyski) straty mniejszości	-9.5	-14.8	-15.5	-15.9	-16.7	-17.3
Zysk netto akcj. jedn. domin.	34.7	45.6	48.9	50.8	53.2	55.2
EPS	1.38	1.81	1.94	2.02	2.11	2.19

Bilans (mln PLN)

	2019/20	2020/21	2021/22p	2022/23p	2023/24p	2024/25p
aktywa trwałe	242.5	242.9	255.9	267.2	277.5	286.8
wartości niematerialne i prawne	86.1	85.9	85.9	85.9	85.9	85.9
rzeczowe aktywa trwałe	116.9	108.3	118.5	127.5	135.6	143.0
prawa do użytkowania aktywów (MSSF 16)	21.5	28.9	31.6	34.0	36.2	38.1
inwestycje długoterminowe	14.3	14.4	14.4	14.4	14.4	14.4
rozliczenia międzyokresowe	3.7	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4
aktywa obrotowe	330.3	335.8	378.7	397.3	432.3	467.7
zapasy	175.1	156.1	172.5	184.5	195.3	204.5
należności	128.0	147.7	163.2	174.6	184.8	193.5
inwestycje krótkoterminowe	24.8	31.3	42.2	37.4	51.6	69.1
rozliczenia międzyokresowe	2.5	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
aktywa razem	572.8	578.7	634.6	664.5	709.8	754.5
kapitał własny akcjonariuszy jedn. dominującej	297.3	326.2	351.1	376.2	402.8	430.1
kapitał mniejszości	47.9	56.3	62.5	68.9	75.6	82.5
zobowiązania	227.6	196.2	221.0	219.5	231.5	242.0
zobowiązania długoterminowe	37.0	30.2	32.0	33.7	35.2	36.5
w tym zob. leasingowe (MSSF 16)	15.8	19.9	21.8	23.4	24.9	26.3
w tym dług odsetkowy	9.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
zobowiązania krótkoterminowe	190.6	166.1	189.0	185.8	196.4	205.5
w tym zob. leasingowe (MSSF 16)	8.0	10.5	11.4	12.3	13.1	13.8
w tym dług odsetkowy	61.0	13.0	19.9	4.9	4.9	4.9
pasywa razem	572.8	578.7	634.6	664.6	709.9	754.6
BVPS	11.8	12.9	13.9	14.9	16.0	17.1

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

Cash flow (mln PLN)

	2019/20	2020/21	2021/22p	2022/23p	2023/24p	2024/25p
wy nik netto wraz zyskami mniejszości	44.2	60.4	64.4	66.7	69.9	72.6
amortyzacja bez leasingu MSSF 16	13.5	14.3	14.8	16.0	17.1	18.1
zmiana kapitału obrotowego	-44.9	20.3	-17.0	-12.4	-11.1	-9.5
gotówka z działalności operacyjnej	17.4	107.3	62.2	70.4	76.0	81.2
inwestycje (capex)	-34.3	-16.8	-25.0	-25.0	-25.3	-25.5
gotówka z działalności inwestycyjnej	-30.5	-16.1	-25.0	-25.0	-25.3	-25.5
wypłata dywidendy (w tym udz. mniejsz.)	-23.3	-23.8	-33.2	-35.2	-36.7	-38.3
emisja akcji	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0
zmiana zadłużenia	32.4	-57.1	6.9	-15.0	0.0	0.0
gotówka z działalności finansowej	-1.1	-85.2	-26.3	-50.2	-36.7	-38.3
zmiana gotówki netto	-14.2	6.0	10.9	-4.9	14.1	17.4
DPS	0.70	0.70	0.95	1.02	1.06	1.11
CEPS	1.91	2.38	2.53	2.65	2.79	2.91
FCFPS	0.84	5.37	3.81	4.19	4.51	4.80

Wskaźniki (%)

	2019/20	2020/21	2021/22p	2022/23p	2023/24p	2024/25p
zmiana sprzedaży	7.0%	13.9%	10.5%	7.0%	5.8%	4.7%
zmiana EBITDA	5.0%	28.0%	4.4%	3.9%	5.2%	4.1%
zmiana EBIT	5.3%	33.1%	4.6%	3.1%	4.8%	3.7%
zmiana zysku netto	5.4%	31.4%	7.1%	3.9%	4.8%	3.7%
marża EBITDA	12.2%	13.7%	12.9%	12.6%	12.5%	12.4%
marża EBIT	9.9%	11.6%	10.9%	10.5%	10.4%	10.3%
marża netto	5.9%	6.8%	6.6%	6.4%	6.3%	6.3%
sprzedaż/aktywa (x)	1.2	1.2	1.3	1.3	1.3	1.2
dług / kapitał (x)	0.15	-0.06	-0.06	-0.09	-0.12	-0.15
odsetki / EBIT	-5.3%	-2.7%	-0.7%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
stopa podatkowa	20.4%	20.3%	20.5%	20.5%	20.5%	20.5%
ROE	12.5%	15.4%	15.0%	14.5%	14.1%	13.7%
ROA	7.1%	8.0%	8.4%	8.0%	8.0%	7.8%
(dług) gotówka netto (mln PLN)	-45.4	18.2	22.2	32.4	46.6	64.1

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

Departament Analiz

Marcin Materna, CFA

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

Marcin Palenik, CFA

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

Adam Zajler

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

Artur Topczewski

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

Grzegorz Gawkowski

+48 22 598 26 05

Dyrektor
banki, ubezpieczenia

Analityk
handel detaliczny, biotechnologia
branża spożywcza

Analityk
przemysł, technologie, media

Analityk
fundusze inwestycyjne
deweloperzy

Analityk
fundusze inwestycyjne

Departament Sprzedaży

Radosław Zawadzki

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

Arkadiusz Szumilak, CFA

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

Jarosław Oldakowski

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

Leszek Iwaniec

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

Marek Pszczółkowski

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

Marcin Czerwonka

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

Dyrektor

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

Ważne informacje

Wszelkie informacje zawarte w niniejszym raporcie mają wyłącznie charakter informacyjny i nie stanowią one rekomendacji w rozumieniu Rozporządzenia delegowanego komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającego rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów, w wyniku doradztwa inwestycyjnego, oferty ani też kierowanego do kogokolwiek (lub jakiegokolwiek grupy osób) zaproszenia do zawarcia transakcji na instrumencie bądź instrumentach finansowych. Niniejszy raport został przygotowany z dobowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty uznane za wiarygodne, jednak Millennium Dom Maklerski S.A. nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania raportu były wszelkie informacje na temat spółek, jakie były publicznie dostępne i znane sporządzającemu do dnia jego sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Millennium Dom Maklerski S.A. bez uzgodnień ze spółkami będącymi przedmiotem raportu ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się 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 stop procentowych, których wyeliminowanie jest praktycznie niemożliwe. Treść raportu nie była udostępniona spółkom będącym przedmiotem raportu przed jego opublikowaniem. Millennium Dom Maklerski S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie analitycznym.

Osoba lub osoby wskazane w prawym dolnym rogu pierwszej strony niniejszego raportu sporządziły analizę, informacja o stanowiskach osób sporządzających jest zawarta w górnej części ostatniej strony niniejszej publikacji. Wynagrodzenie otrzymywane przez osoby sporządzające raport nie jest bezpośrednio zależne od wyników finansowych uzyskiwanych przez Millennium Dom Maklerski S.A. w ramach transakcji lub usług z zakresu bankowości inwestycyjnej, dotyczących instrumentów finansowych emitentów, których dotyczy niniejszy raport. Niniejszy raport stanowi badanie inwestycyjne i został przygotowany przez Millennium Dom Maklerski S.A. wyłącznie na potrzeby klientów Millennium Dom Maklerski S.A., nie stanowi reklamy ani oferowania papierów wartościowych, może być on także dystrybuowany za pomocą środków masowego przekazu, na podstawie każdorazowej decyzji Dyrektora Departamentu Doradztwa i Analiz. Rozpowszechnianie lub powielanie niniejszego materiału w całości lub w części bez pisemnej zgody Millennium Dom Maklerski S.A. jest zabronione. Niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

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

Objaśnienia terminologii fachowej użytej w raporcie

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

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

Jest możliwe, że Millennium Dom Maklerski S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczył, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz spółek i innych podmiotów wymienionych w niniejszym raporcie. Millennium Dom Maklerski S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem raportu oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstającym w związku ze sporządzeniem raportu (o ile występuje) znajdują się poniżej.

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

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

Spółki będące przedmiotem raportu mogą być klientami Grupy Kapitałowej Millennium Banku S.A., głównego akcjonariusza Millennium Dom Maklerskiego S.A. Pomiędzy Millennium Dom Maklerski S.A. a spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu delegowanym komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport.

Millennium Dom Maklerski S.A. w ramach Pilotażowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego tworzy materiały analityczne dla spółek: Agora, Ambra, Korporacja KGL, Mostostal Zabrze. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu najbliższych 12 miesięcy otrzyma wynagrodzenie z tytułu sporządzania niniejszej rekomendacji od Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., której przysługują autorskie prawa majątkowe do tego raportu.

Rozwiązania organizacyjne ustanowione w celu zapobiegania konfliktom interesów:

Zasady zarządzania konfliktami interesów w Millennium Dom Maklerski S.A. zostały zawarte w Polityce zarządzania konfliktami interesów w Millennium Dom Maklerski S.A.

Przyjęte dla zapobiegania konfliktom interesów rozwiązania organizacyjne określa między innymi Regulamin organizacyjny Spółki Akcyjnej Millennium Dom Maklerski, który przewiduje: (a) nadzór nad osobami, których główne funkcje obejmują prowadzenie działań w imieniu lub świadczenie usług dla Klientów, których interesy mogą być sprzeczne lub 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 28 września 2021 roku o godzinie 14.00, a datą pierwszego rozpowszechnienia raportu 28 września 2021 roku godzina 15.00

Rekomendacje Millennium DM opublikowane w ciągu ostatnich 12-stu miesięcy

Spółka	Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji	Cena docelowa	Autor
Ambra	Kupuj	26 lis 20	17.25	27.2	Marcin Palenik
KGL	Kupuj	7 gru 20	15.40	26.6	Marcin Palenik
Agora	Kupuj	10 gru 20	6.94	20.2	Adam Zajler
Selvita	Neutralnie	2 lut 21	53.4	54.7	Marcin Palenik
Ambra	Kupuj	6 kw i 21	19.5	28.6	Marcin Palenik
Agora	Kupuj	18 maj 21	8.4	23.4	Adam Zajler
Korporacja KGL	Kupuj	21 maj 21	17.0	30.5	Marcin Palenik
Alumetal	Kupuj	28 maj 21	68.8	77.8	Adam Zajler
Selvita	Neutralnie	16 cze 21	76.4	71.5	Marcin Palenik
Mostostal Zabrze	Kupuj	7 wrz 21	1.89	3.20	Adam Zajler

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

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

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

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	8	80%
Akumuluj	0	0%
Neutralnie	2	20%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

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

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

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