

Ambra

kupuj

branża spożywcza

poprzednia rekomendacja: kupuj

Cena: 29.1

Cena docelowa: 35.9

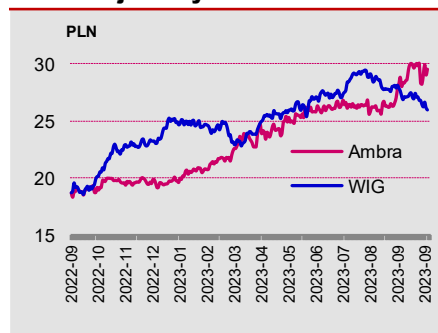
Udane zakończenie rekordowego roku

Zakończony niedawno rok obrotowy 2022/23 okazał się dla Grupy Ambra kolejnym rekordowym okresem. Spółka po raz kolejny pozytywnie zaskoczyła nas swoimi wynikami, zwłaszcza na poziomie zysku operacyjnego i netto, co jest konsekwencją wyższej niż zakładaliśmy marży brutto ze sprzedaży (35.5% w ostatnim kwartale). Nieznacznie poniżej naszych oczekiwań wzrosły natomiast przychody ze sprzedaży, które łącznie w całym roku wyniosły 875.8 mln PLN (+12.9% r/r). Obserwowana poprawa wyników w IV kw. (kwiecień - czerwiec) była możliwa dzięki systematycznemu wprowadzaniu podwyżek cen produktów, które jednocześnie przełożyły się na średnioroczny spadek wolumenów sprzedaży o 2.7% r/r. W naszej opinii kolejne kwartały będą dla Spółki bardziej wymagającym okresem, w którym Ambra nie będzie w stanie utrzymać dwucyfrowego tempa wzrostu swoich wyników. Spodziewamy się, że w kolejnych miesiącach Spółka wciąż mierzyć się będzie z występującą presją kosztową, a także ze słabszymi nastrojami konsumentów, które wpłyną na dalsze osłabienie popytu.

Uwzględniając prognozowany przez nas zysk netto w roku obrotowym 2023/24, Spółka notowana jest obecnie przy wyprzedającym wskaźniku P/E na poziomie 11.2. Cenę docelową 1 akcji Ambry w zestawieniu z ostatnią prognozą, podnosimy z 33.6 PLN do 35.9 PLN, równocześnie podtrzymując rekomendację „kupuj”. Na zmianę wyceny pozytywnie wpłynęło podniesienie prognoz dotyczących przyszłych wyników Spółki, spadek stopy wolnej od ryzyka, a także wyższe wskaźniki spółek porównawczych.

Zarząd Ambry zarekomendował WZA wypłatę dywidendy w wysokości 1.1 PLN na jedną akcję z zysku wypracowanego w roku obrotowym 2022/23. Zaproponowana kwota jest więc zarówno większa o 10% r/r jak również najwyższa w dotychczasowej historii Spółki. W kolejnych latach Ambrze sprzyjać będzie stosunkowo niski poziom długu netto, tj. 28.1 mln PLN (czyli 0.2x EBITDA), a także posiadany komfort płynnościowy. Dlatego też w naszej opinii, prowadzona obecnie polityka dywidendowa nie jest w żaden sposób zagrożona i powinna zostać utrzymana w kolejnych latach.

Kurs akcji relatywnie



Max/min 52 tygodnie (PLN)	30,6 / 18,5		
Liczba akcji (mln)	25,2		
Kapitalizacja (mln PLN)	734		
EV (mln PLN)	762		
Free float (mln PLN)	285		
Średni obrót (mln PLN)	0,1		
Główny akcjonariusz	Schloss-Wachenheim		
% akcji, % głosów	61.1%, 61.1%		
	1 m	3 m	12 m
Zmiana ceny	4,7%	9,0%	58,6%
Zmiana WIG	-7,6%	-6,2%	37,7%

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

Grzegorz Gawkowski

22 598 26 05

grzegorz.gawkowski@bankmillennium.pl

	Przychody	EBIT	EBITDA*	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	DY (%)	EV /EBIT	EV /EBITDA	ROE (%)
2022/23	875,8	99,8	115,8	93,7	61,5	2,44	3,08	15,5	11,9	1,9	3,4	7,6	6,6	15,7
2023/24p	940,0	106,3	125,4	101,3	65,6	2,60	3,36	17,0	11,2	1,7	3,8	7,2	6,1	15,3
2024/25p	997,3	112,8	133,3	109,2	71,1	2,82	3,63	18,6	10,3	1,6	4,0	6,8	5,7	15,1
2025/26p	1045,5	118,2	140,1	116,0	75,7	3,00	3,87	20,4	9,7	1,4	4,4	6,4	5,4	14,7

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

Spis treści

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

Wycena

Wycenę spółki Ambra przeprowadziliśmy w oparciu o metodę DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych) i metodę porównawczą względem zagranicznych spółek zajmujących się produkcją i dystrybucją wina. Na podstawie metody DCF uzyskaliśmy wartość Spółki na poziomie 679 mln PLN, czyli 27.0 PLN na akcję. Przy użyciu metody porównawczej wyceniliśmy Spółkę na 1129 mln PLN (44.8 PLN na akcję). Zarówno metodzie DCF, jak i porównawczej przypisaliśmy wagę po 50%. Uzyskaliśmy wycenę Spółki na poziomie 904 mln PLN, czyli 35.9 PLN na akcję. W związku z uzyskaną wyceną utrzymujemy rekomendację kupuj dla akcji spółki Ambra.

Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Wycena (mln PLN)	Wycena na 1 akcję (PLN)
Wycena DCF	679	27,0
Wycena porównawcza	1129	44,8
Wycena spółki Ambra SA	904	35,9

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

Wycena DCF

Do wyceny DCF przyjęliśmy następujące założenia:

- ☐ Wolne przepływy gotówkowe obliczono na podstawie prognoz wyników dla Grupy Ambra za lata obrotowe od 2023/24 do 2032/33.
- ☐ Do oszacowania stopy wolnej od ryzyka w kolejnych latach prognozy użyto rentowności obligacji skarbowych.
- ☐ Długoterminową stopę wolną od ryzyka ustalono na poziomie 5.9% (spadek z poziomu 6.1% względem poprzedniej rekomendacji).
- ☐ Premia rynkowa za ryzyko równa 5%.
- ☐ Współczynnik beta na poziomie 1.0.
- ☐ Stopa wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po roku 2032/33 na poziomie 1.2%.
- ☐ Wzrost przychodów Grupy w roku 2023/24 o 7.3%, w 2024/25 wzrost o 6.1% oraz o 4.8%, 4.4% i 4.2% w kolejnych 3 latach.
- ☐ Wzrost marży brutto z poziomu z 34.5% w roku 2022/23 do 34.7% w roku 2023/24.
- ☐ Wzrost kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu w roku 2023/24 o 6.8%, w 2024/25 wzrost o 6.1% oraz o 4.8%, 4.4% i 4.2% w kolejnych 3 latach
- ☐ Efektywna stopa podatkowa w okresie prognozy na poziomie 19.0%.
- ☐ Wartość aktywów nieoperacyjnych na poziomie 18.7 mln PLN (Ambra ma 56% udziałów w spółce Karom Drinks będącej właścicielem działki o szacowanej wartości 33.4 mln PLN).
- ☐ Wartość przypadająca dla udziałowców mniejszościowych w spółkach z Grupy Ambra oszacowano na 172.3 mln PLN (jako iloczyn aktualnego C/Z Ambry za rok 2022/23 na poziomie 11.9 oraz zysków mniejszości za rok 2022/23 na poziomie 14.4 mln PLN).

Wycena spółki metodą DCF

(mln PLN)	2023/24	2024/25	2025/26	2026/27	2027/28	2028/29	2029/30	2030/31	2031/32	2032/33	>2032/33
Sprzedaż	940,0	997,3	1045,5	1091,2	1137,0	1182,4	1229,7	1278,9	1330,1	1383,3	
efektywna st. podatku (T)	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	
EBIT (1-T)	86,1	91,4	95,8	100,0	104,1	108,3	112,6	117,2	121,8	126,7	
Amortyzacja*	19,1	20,5	21,8	23,0	24,1	25,3	26,5	27,8	29,2	30,9	
Inwestycje	-30,0	-30,3	-30,6	-30,9	-32,1	-33,8	-35,4	-37,6	-40,2	-43,4	
Zmiana kap.obrotowego	-18,7	-16,6	-14,0	-13,3	-13,3	-13,2	-13,7	-14,3	-14,9	-15,5	
FCF	56,5	64,9	73,0	78,8	82,8	86,6	89,9	93,1	96,0	98,7	1027,6
Zmiana FCF		14,9%	12,4%	7,9%	5,2%	4,6%	3,8%	3,5%	3,2%	2,8%	1,2%
Dług/Kapitał	9,6%	6,8%	3,7%	1,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Stopa wolna od ryzyka	5,0%	4,8%	4,9%	5,1%	5,2%	5,2%	5,4%	5,6%	5,7%	5,8%	5,9%
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	6,5%	6,3%	6,4%	6,6%	6,7%	6,7%	6,9%	7,1%	7,2%	7,3%	7,4%
Koszt kapitału	10,0%	9,8%	9,9%	10,1%	10,2%	10,2%	10,4%	10,6%	10,7%	10,8%	10,9%
WACC	9,5%	9,5%	9,8%	10,0%	10,2%	10,2%	10,4%	10,6%	10,7%	10,8%	10,9%
PV (FCF)	52,9	55,5	56,6	55,1	52,3	49,5	46,1	42,8	39,5	36,4	374,6
Wartość DCF (mln PLN)	861	w tym wartość rezydualna				375					
(Dług) Gotówka netto*	-28,1										
Wartość udz. mniejsz.	-172,3										
aktywa nieoperacyjne	18,7										
Wycena DCF (mln PLN)	679,5										
Liczba akcji (mln)	25,2										
Wycena 1 akcji (PLN)	27,0										

Źródło: Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A., *amortyzacja oraz dług netto wg MSR 17

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

Wrażliwość wyceny spółki Ambra na przyjęte założenia

PLN	rezydualna stopa wzrostu							
stopa R _r rezydualna		0,6%	0,8%	1,0%	1,2%	1,4%	1,6%	1,8%
	4,9%	27,5	27,9	28,3	28,7	29,1	29,5	30,0
	5,4%	26,7	27,1	27,4	27,8	28,1	28,5	29,0
	5,9%	26,0	26,3	26,6	27,0	27,3	27,7	28,0
	6,4%	25,4	25,6	25,9	26,2	26,5	26,9	27,2
	6,9%	24,8	25,0	25,3	25,6	25,9	26,1	26,5

Źródło: Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A.

Wycena porównawcza

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

Wycena porównawcza

Spółka	Ticker	Kraj	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
			2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
SCHLOSS WACHENHEIM AG	SWA	Niemcy	5,6	5,1	4,5	9,2	8,3	7,0	12,0	11,1	9,0
CONSTELLATION BRANDS	STZ	USA	17,2	15,7	14,3	19,4	17,9	16,3	23,2	21,3	18,5
HAWESKO HOLDING AG	HAW	Niemcy	8,3	7,7	7,1	13,3	11,8	10,6	14,1	12,3	10,9
OENEO	SBT	Francja	13,0	13,8	12,5	17,6	19,0	16,9	22,7	24,4	21,5
ADVINI	ALAVI	Francja	11,9	10,6	9,4	25,8	21,0	17,0	31,0	18,4	11,7
VIVA WINE GROUP AB	VIVA	Szwecja	10,9	8,1	7,2	17,4	11,3	9,5	10,1	8,1	7,1
MASI AGRICOLA SPA	MASI	Włochy	16,8	13,2	12,3	23,1	20,5	18,4	39,5	29,6	27,9
PURCARI WINERIES PLC	WINE	Rumunia	6,6	5,3	4,6	8,5	7,0	5,7	9,1	7,1	6,1
Mediana			11,4	9,3	8,3	17,5	14,8	13,4	18,4	15,4	11,3
Wyniki spółki (mln PLN)			115,8	125,4	133,3	99,8	106,3	112,8	61,5	65,6	71,1
Wartość udziałów mniejszościowych			-172,3	-172,3	-172,3	-172,3	-172,3	-172,3			
Gotówka (Dług) netto			-28,1	-28,1	-28,1	-28,1	-28,1	-28,1			
Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)			1116	969	902	1546	1373	1314	1131	1008	805
Wycena			1 129								
Wycena na 1 akcję			44,8								

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

Czynniki ryzyka

Do najważniejszych czynników ryzyka wpływających na działalność Grupy Ambra należą:

- **Ryzyko pogorszenia nastrojów konsumenckich.** Nastroje konsumenckie i chęć do zakupów są jednym z głównych czynników wpływających na rynek wina. W kolejnych okresach oczekujemy ich pogorszenia w związku z występującą inflacją, która może się utrzymywać na podwyższonym poziomie, kontynuacją wojny na Ukrainie oraz postępującym spowolnieniem gospodarczym. Silna gospodarka oraz rynek pracy najlepszy okres prawdopodobnie mają już za sobą. Poziom inflacji wymuszać będzie utrzymywanie wyższych stóp procentowych, co przełoży się na dalsze schładzanie gospodarki. Wzrost cen dóbr pierwszej potrzeby (żywność, energia) może wpływać negatywnie na mniej niezbędne wydatki.
- **Ryzyko większego wzrostu kosztów wynagrodzeń.** Najważniejszym kosztem (poza kupowanymi surowcami i towarami) są koszty wynagrodzeń, które w roku 2022/2023 wyniosły 118.9 mln PLN i wzrosły o 9.6% r/r. Dynamika ta ukształtowała się jednak poniżej wzrostu przychodów ze sprzedaży. Generalnie czynnik płacowy w długim okresie powinien być neutralny dla Spółki, gdyż wzrost płac w gospodarce wpływa pozytywnie na popyt konsumpcyjny, w tym na produkty Ambry. W związku z tym, w okresie najbliższych kwartałów, spodziewamy się że dynamika wzrostu kosztów wynagrodzeń, będzie zbliżona do dynamiki przychodów.

- ❑ **Ryzyko kursów walut oraz cen surowców.** Znacząca część towarów oraz surowców jest importowana (wartość ok. 60 mln EUR rocznie), dlatego ceny surowca oraz EUR/PLN wpływają na koszty. Wzrost EUR/PLN o 10% obniżyłby, poprzez różnice kursowe, wynik netto o ok. 4.0 mln PLN. Wzrost cen surowców może być jednym z głównych ryzyk dla wyników Spółki w kolejnych kwartałach.
- ❑ **Ryzyko transakcji z głównym akcjonariuszem.** Transakcje takie mogą generować konflikty interesów, jednak zakupy od głównego akcjonariusza (i spółek z nią powiązanych) stanowiły zaledwie 4.0% przychodów w 2022/23.
- ❑ **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 poziom zadłużenia, ryzyko to nie jest duże.

Patrząc na powyższe czynniki, sądzymy, że długoterminowe ryzyka w działalności Ambry są umiarkowane, a Spółka nie powinna mieć dużego problemu w zarządzaniu większością z nich. W krótkim terminie niekorzystnie mogą jednak wpływać dalsze wzrosty kosztów, których Spółka może nie być w stanie w całości przerzucać na klientów.

Ostatnie wydarzenia

Poprawa wyników przy spadających wolumenach sprzedaży

	IV kwartał 2022/2023	prognoza MBM	IV kwartał 2021/2022	zmiana r/r	I-IV kwartał 2022/2023	I-IV kwartał 2021/2022	zmiana
Przychody	191,9	194,9	179,5	6,9%	875,8	775,6	12,9%
Polska	146,4	143,0	140,2	4,4%	649,4	581,4	11,7%
Czechy i Słowacja	21,0	21,9	24,0	-12,5%	106,0	98,2	7,9%
Rumunia	30,4	30,1	24,7	23,1%	148,9	125,4	18,7%
EBITDA	21,8	18,7	17,0	28,4%	128,0	110,3	16,1%
EBIT	14,5	11,7	10,7	36,3%	99,8	86,0	16,0%
Polska	11,7		7,3	60,7%	66,1	51,5	28,5%
Czechy i Słowacja	3,6		3,3	11,2%	18,6	15,8	17,5%
Rumunia	-0,7		0,2	-	15,3	19,1	-19,5%
Zysk netto akcj. jedn. dominującej	10,0	8,4	6,6	51,6%	61,5	51,8	18,6%
Marże							
Marża EBITDA	11,4%	9,6%	9,5%		14,6%	14,2%	
Marża EBIT	7,6%	6,0%	5,9%		11,4%	11,1%	
Marża netto	5,2%	4,3%	3,7%		7,0%	6,7%	

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

Dane finansowe zaprezentowane przez Ambrę w IV kwartale roku obrotowego 2022/23 (kwiecień-czerwiec) okazały się wyższe od naszych oczekiwań. Wprawdzie osiągnięte przez Spółkę przychody ze sprzedaży były niższe od naszych prognoz o 3.0 mln PLN, to jednak dzięki większemu niż zakładaliśmy wzrostowi marży brutto ze sprzedaży (o 2 p.p. r/r do 35.5%), zysk z działalności operacyjnej Grupy wzrósł do 14.5 mln PLN, zaś wynik netto osiągnął poziom 10.0 mln PLN. Uzyskanie powyższych rezultatów nie byłoby jednak możliwe bez regularnie wprowadzanych podwyżek cen produktów - od stycznia weszły dwie podwyżki, pierwsza na początku roku kalendarzowego, druga zaś w połowie roku. Niemniej rosnąca średnia cena sprzedaży, w połączeniu z wcześniejszym terminem świąt Wielkanocnych (co zwiększyło sprzedaż jeszcze w marcu), efektem wyższej bazy (pierwsze podwyżki cen zostały wprowadzone w IV kw. 2021/22 r.), a także postępującym odwrotem od alkoholi premium (w kierunku kategorii

economy), przełożyła się spadek wolumenów o 6.6% r/r. Spodziewamy się, że z uwagi na utrzymującą się presję kosztową, a także wciąż obniżone nastroje konsumenckie, kolejne kwartały będą dla Ambry bardziej wymagające, a tym samym Spółce będzie trudniej o poprawę dobrych zeszłorocznych wyników.

Przychody Spółki w IV kwartale wzrosły o 6.9% r/r, po bardzo udanym III kwartale (22% r/r). Obserwowany niższy poziom dynamiki wynikał w głównej mierze z ruchomego terminu świąt wielkanocnych oraz wyższej bazy porównawczej (rok temu to IV kw. był znacząco lepszy od III kw.). Sprzedaż w Polsce zwiększyła się o 4.4% r/r (powyżej naszych oczekiwań, prognozowaliśmy 2% r/r), w Czechach i na Słowacji spadła o 12.5% r/r (zakładaliśmy redukcję o 9% r/r; efekt wysokiej wrażliwości cenowej tamtejszych konsumentów), zaś w Rumunii wzrosła dynamicznie o 23.1% r/r (spodziewaliśmy się 22% r/r). W konsekwencji łączne przychody Grupy Ambra osiągnęły poziom 191.9 mln PLN.

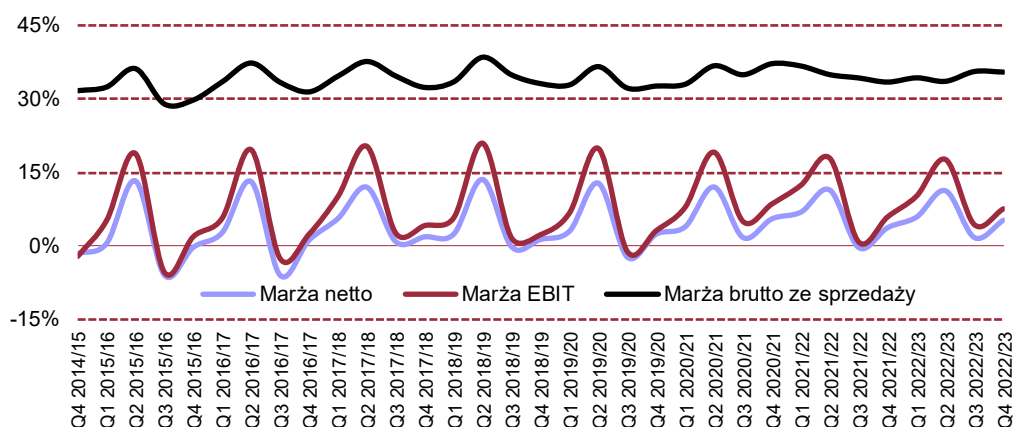
Marża brutto ze sprzedaży Spółki wzrosła o 2 p.p. r/r do poziomu 35.5% i jednocześnie była istotnie wyższa od naszych oczekiwań (spodziewaliśmy się jej niewielkiego zwiększenia o 0.3 p.p. r/r). Poprawa rentowności jest pochodną konsekwentnie wprowadzanych podwyżek cen produktów oraz niższych notowań kursu EUR/PLN, które zrekompensowały rosnące koszty zakupu surowców i materiałów. Łączne koszty sprzedaży i ogólnego zarządu wzrosły o 12.0% r/r do 55.5 mln PLN i były zgodne z naszymi oczekiwaniami. Natomiast linia pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych wykazała znacząco dodatni wynik (+1.9 mln PLN), w rezultacie czego zysk z działalności operacyjnej Spółki przekroczył nasze prognozy i wzrósł do 14.5 mln PLN (oczekiwaliśmy 11.7 mln PLN).

Koszty finansowe netto były niższe niż w poprzednich kwartałach i wyniosły 0.7 mln PLN (prognozowaliśmy 0.5 mln PLN). Ujemna różnica na saldzie pozostałych przychodów i kosztów finansowych to pochodna rosnących kosztów finansowania wyższego zadłużenia, które w IV kw. było częściowo zrównoważone aprecjacją kursu PLN względem EUR.

Zyski mniejszości wyniosły 1.8 mln PLN (spodziewaliśmy się 0.9 mln PLN), zaś podatek dochodowy 2.2 mln PLN (zgodnie z naszymi oczekiwaniami). Ostatecznie zysk netto przypadający akcjonariuszom jednostki dominującej osiągnął poziom 10.0 mln PLN i był o 1.6 mln PLN wyższy od naszych prognoz. W IV kwartale przepływy pieniężne z działalności operacyjnej Spółki wzrosły aż o 96.0% r/r do 69.0 mln PLN. Tak znaczące zwiększenie poziomu cash flow jest pochodną unormowania się tempa wzrostu zapasów, a także lepszych wyników finansowych. Dług netto Grupy Ambra wyniósł z kolei 28.1 mln PLN i był o 8.2 mln PLN wyższy niż w analogicznym okresie ubiegłego roku. Pomimo widocznego wzrostu wartości zobowiązań oprocentowanych, zadłużenie Spółki wciąż pozostaje na stosunkowo niskim poziomie.

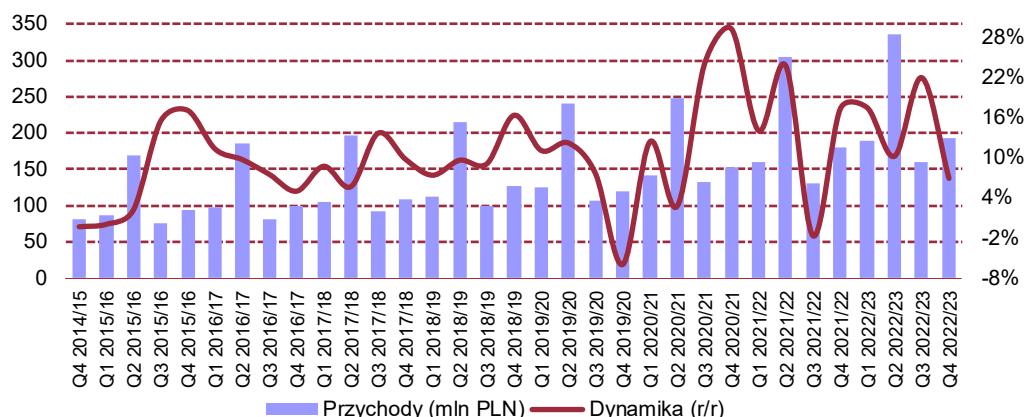
Podsumowując, wyniki Grupy Ambra w IV kwartale roku obrotowego 2022/23 były wyższe od naszych szacunków. Niemniej, wydaje się że kolejne miesiące mogą przynieść Spółce większe wyzwania, co związane będzie z wciąż rosnącymi cenami surowców i materiałów oraz spadkiem dochodów rozporządzalnych gospodarstw domowych. Zakończony rok, pomimo niesprzyjających warunków rynkowych, okazał się dla Ambry okresem bardzo dobrym, tym bardziej nie spodziewamy się aby w kolejnym, już rozpoczętym roku, Spółka była w stanie utrzymać dwucyfrową dynamikę wzrostu.

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.

Rekomendacja wypłaty 1.1 PLN dywidendy na akcję

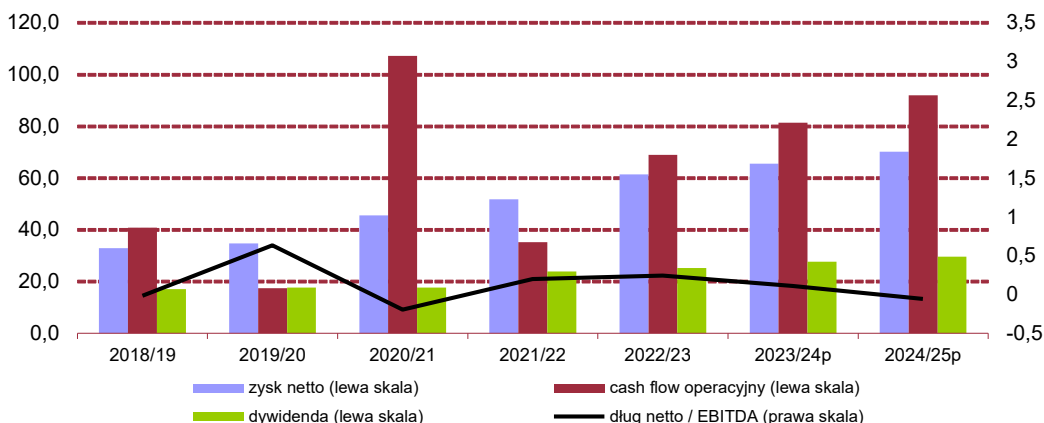
Zarząd Ambry zarekomendował WZA wypłatę dywidendy w wysokości 1.1 PLN na jedną akcję z zysku wypracowanego w roku obrotowym 2022/23. Stopa dywidendy obliczona przy kursie akcji z dnia poprzedzającego wydanie rekomendacji wynosi zatem 3.8%. W roku ubiegłym Ambra wypłaciła 1.0 PLN dywidendy na akcję. Zaproponowana przez Zarząd kwota jest więc zarówno większa o 10% r/r jak i najwyższa w dotychczasowej historii Spółki. Zwiększenie wartości dywidendy o 0.1 PLN świadczy w naszej opinii o tym, że Ambra pozytywnie ocenia niedawno zakończony rok obrotowy, ale jednocześnie przygotowuje się na trudniejszy okres, w którym utrzymanie dwucyfrowej dynamiki wzrostu zysku netto będzie ciężkie do powtórzenia. Pomimo słabszych perspektyw na rok 2022/23, przyszłoroczna kwota dywidendy również powinna wzrosnąć, jednak już nie tak dynamicznie – prognozujemy 1.17 PLN na akcję. Ponadto Spółce w kolejnych latach sprzyjać powinien stosunkowo niewielki poziom zadłużenia. Na zakończenie czerwca dług netto Ambry wyniósł 28.1 mln PLN, przy czym do końca roku obrotowego 2023/24 prognozujemy jego obniżenie do 13.6 mln PLN (czyli do 0.1x oczekiwanego przez nas wyniku EBITDA i o 14.5 mln PLN mniej r/r). Wprowadzie na przestrzeni IV kw. wskaźnik bieżącej płynności uległ obniżeniu z 1.9 do 1.8, zaś wskaźnik płynności podwyższonej spadł z 0.12 do 0.10, to jednak wciąż znajdują się one na bezpiecznym poziomie. Dlatego też uważamy, że aktualna polityka dywidendowa nie jest w żaden sposób zagrożona i powinna zostać utrzymana w kolejnych latach.

Ambra stawia na rozwój na rynku rumuńskim

W dniu 27 lutego 2023 r. spółka zależna Grupy Ambra – Zarea S.A. zawarła warunkową umowę nabycia 70% udziałów w spółkach Vitis Prod s.r.l. oraz Demeniile Dealu Mare s.r.l., zajmujących się uprawą winorośli oraz produkcją win w rumuńskim regionie Dealu Mare – Uralati. Transakcja obejmuje także opcję późniejszego zakupu pozostałych 30% udziałów. Warunkiem realizacji umowy było zatwierdzenie jej przez rumuńskie organy monopolowe, które udało się finalnie uzyskać w lipcu 2023 r. Według informacji przekazanych przez Ambrę w sprawozdaniu finansowym, wartość nabycia 70% udziałów wynosi 2.1 mln EUR (wpisuje się to w schemat poprzednich przejęć, które również były niewielkie i oscylowały w okolicach kilku – kilkunastu mln PLN). W sytuacji gdy Spółka zdecyduje się na realizację opcji kupna pozostałych 30% udziałów, ich cena nabycia uzależniona będzie od uzyskania określonej wysokości zysków, a jej wartość nie przekroczy kwoty 2.1 mln EUR. Celem zawarcia umowy jest wzmocnienie pozycji na rynku win stołowych w Rumunii, który jednocześnie ma przełożyć się na zwiększenie przychodów Grupy o ponad 6 mln EUR. Przedstawiona transakcja jest kolejną akwizycją dokonaną na rumuńskim rynku, po tym jak Spółka w 2019 r. przejęła markę win stołowych Sange De Taur.

Pomimo spowolnienia rynkowego Ambra nie zamierza ograniczać tempa swoich inwestycji. Spółka planuje w dalszym ciągu monitorować rynek na którym jest obecna, w poszukiwaniu potencjalnych akwizycji. Dodatkowo Grupa kontynuować będzie inwestycję w modernizację zakładów produkcyjnych w Woli Dużej i Bukareszcie, a także w usprawnienie infrastruktury informatycznej (wdrażanie nowego systemu ERP). Z uwagi na stosunkowo niską wartość długu netto i stabilną sytuację finansową Spółki, jesteśmy zdania że Ambra będzie w stanie sfinansować planowane przedsięwzięcia bez nadmiernego wzrostu poziomu zadłużenia.

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



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

Aktualizacja prognoz finansowych

Zakończony niedawno rok obrotowy 2022/23 był dla Grupy bardzo dobrym okresem. Dane finansowe przedstawione przez Ambrę w IV kwartale po raz kolejny pozytywnie nas zaskoczyły, w związku z czym zdecydowaliśmy o ponownym, nieznacznym podniesieniu naszych prognoz na ten rok, jak i na następne lata. Nasze oczekiwania zostały przekroczone zwłaszcza przez linie wynikowe Spółki, co jest pochodną wyższego niż zakładaliśmy poziomu marży brutto ze sprzedaży, która w okresie między kwietniem, a czerwcem zwiększyła się o 2 p.p. r/r do 35.5%. Osiągnięcie takiego rezultatu możliwe było dzięki konsekwentnie wprowadzanym podwyżkom cen produktów (w reakcji na rosnące ceny materiałów i surowców), które w skali całego roku przełożyły się na wzrost średniej ceny sprzedaży o 15.9% r/r. Spodziewamy się, że w perspektywie kolejnych kwartałów Spółka w dalszym ciągu zmagać się będzie z utrzymującą presją kosztową, a także z ochłodzeniem nastrojów konsumenckich, spowodowanych obniżeniem realnych dochodów gospodarstw domowych. Słabnący popyt, połączony z dynamicznym wzrostem średniej ceny sprzedaży (w tym roku weszły dwie kolejne podwyżki, pierwsza na początku roku kalendarzowego, druga zaś na półrocze – jej wynik powinien być widoczny we wzroście średniej ceny w kolejnym kwartale) sprawia, że Ambrze trudno będzie o powtórzenie dynamiki wzrostu odnotowanej w roku obrotowym 2022/23.

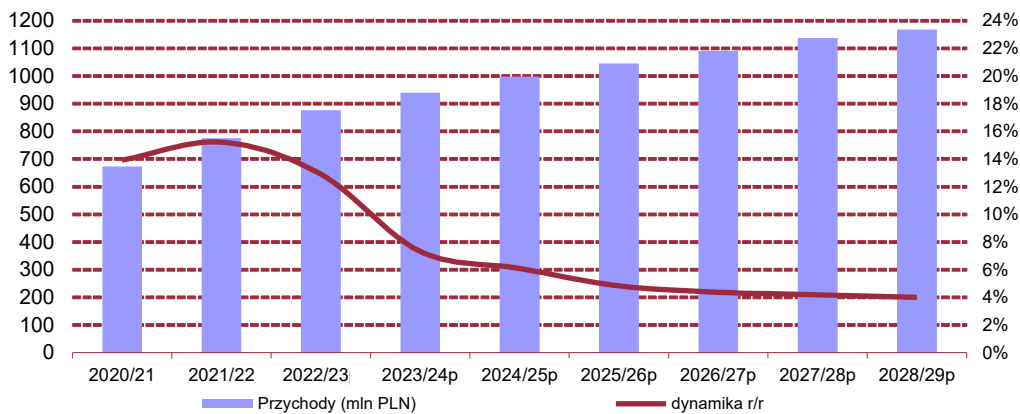
W porównaniu z naszą poprzednią rekomendacją, podjęliśmy decyzję o nieznacznym podniesieniu prognozy przychodów Spółki w bieżącym roku obrotowym z kwoty 938.0 mln PLN do 940.0 mln PLN (+0.2%). Niewielkim zmianom zostały poddane również założenia dotyczące przychodów na kolejne lata, w 2024/25 r. mają one wzrosnąć o 6.1% r/r, zaś w 2025/26 r. o 4.8% r/r. W perspektywie kolejnych okresów uważamy więc, że racjonalne jest założenie o powrocie dynamik przychodów do wartości jednocyfrowych. Uwzględniając podaną powyżej korektę przychodów ze sprzedaży, zwiększeniu uległa również nasza prognoza dotycząca zysku operacyjnego Spółki, który w trwającym roku obrotowym ma osiągnąć wartość 106.3 mln PLN (+6.6% r/r), co pozwoli na uzyskanie marży EBIT równej 11.3%, w tym i w kolejnych latach. W konsekwencji oczekujemy, że całoroczny zysk netto Ambry wzrośnie do kwoty 65.6 mln PLN, co oznacza zmianę o 3.3% względem ostatniej rekomendacji.

Zmiany w prognozach wyników Grupy Ambra

	2023/2024			2024/2025			2025/2026		
	poprzednia	aktualna	zmiana	poprzednia	aktualna	zmiana	poprzednia	aktualna	zmiana
Przychody	938,0	940,0	0,2%	991,5	997,3	0,6%	1037,1	1045,5	0,8%
EBITDA	123,8	125,4	1,3%	130,7	133,3	2,0%	136,6	140,1	2,5%
EBIT	105,3	106,3	0,9%	111,3	112,8	1,3%	116,4	118,2	1,6%
marża EBIT	11,2%	11,3%		11,2%	11,3%		11,2%	11,3%	
Zysk netto akcj. jedn. domin.	63,5	65,6	3,3%	69,3	71,1	2,6%	72,4	75,7	4,4%
marża netto	6,8%	7,0%		7,0%	7,1%		7,0%	7,2%	

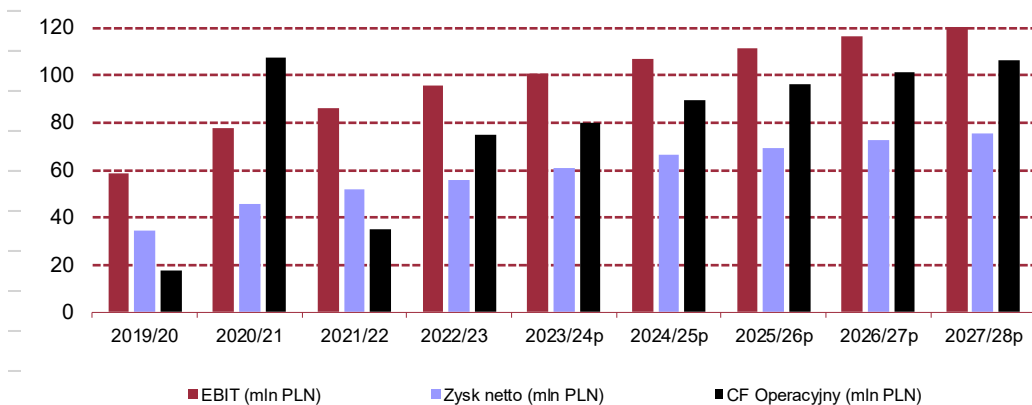
Źródło: prognozy Biura Maklerskiego Banku Millennium S.A., EBITDA wg MSR 17

Prognoza przychodów w kolejnych latach



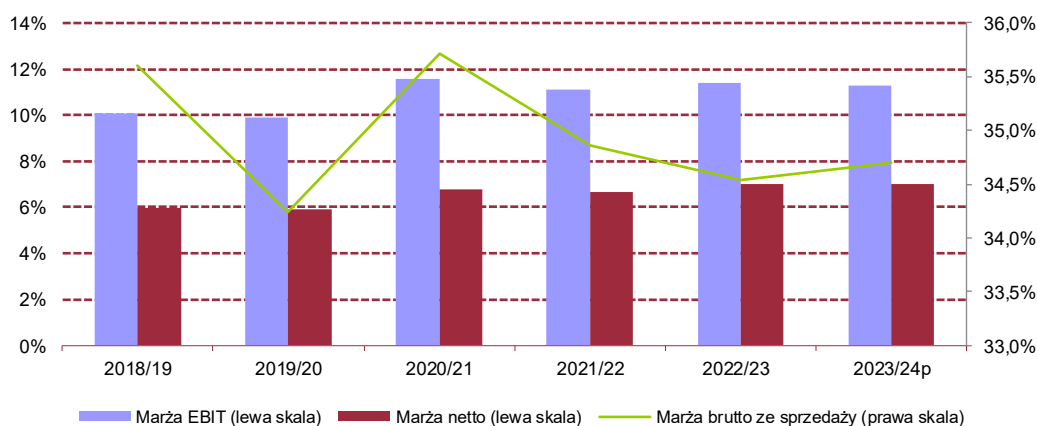
Źródło: Ambra S.A., prognozy Biura Maklerskiego Banku Millennium S.A.

Prognozowane wyniki EBITDA, zysk netto oraz cash flow operacyjny



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

Prognoza marży brutto ze sprzedaży, EBIT oraz netto



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

Analiza czynników ESG

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

E- dążenie do wyeliminowania negatywnego wpływu na środowisko

- ☐ redukcja zużycia wody o 40% licząc w litrach na butelkę produktu
- ☐ redukcja emisji gazów cieplarnianych o 40%
- ☐ wprowadzenie do roku 2024/2025 opakowań na produktach w 100% nadających się do recyklingu, ponownego użycia lub kompostowania
- ☐ podwojenie udziału wartości sprzedaży produktów spełniających kryteria środowiskowe

W maju 2022 r. planowane było oddanie do użytku farmy fotowoltaicznej o mocy 1 MW w Winiarni w Woli Dużej, jednak ta inwestycja się opóźnia (aktualny termin wyznaczony został na rok 2023). W II kwartale 2021 r. zainstalowano centralną stację mycia w Winiarni, co pozwoli na dalsze obniżenie zużycia wody.

S – tworzenie pracy dla wszystkich i dbanie o dobro konsumenta

- ☐ dotarcie z kampanią promującą model odpowiedzialnej konsumpcji alkoholu do 10 mln konsumentów do 2025 roku
- ☐ coroczne przeznaczenie części wydatków budżetu promocyjnego na promowanie modelu odpowiedzialnej konsumpcji alkoholu
- ☐ zwiększenie o 50% udziału wartości sprzedaży produktów pochodzących od regionalnych wytwórców
- ☐ obniżenie do 2024/2025 r. wskaźnika GPGR (Gender Pay Gap Ratio) do zera dla wszystkich grup pracowników w kluczowych spółkach Grupy
- ☐ podwojenie udziału wartości sprzedaży produktów spełniających kryteria społeczne

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

G – zrównoważony rozwój staje się częścią strategii i zarządzania firmą

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

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

Wyniki finansowe

Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2021/22	2022/23	2023/24p	2024/25p	2025/26p	2026/27p
przychody netto	775,6	875,8	940,0	997,3	1 045,5	1 091,2
Koszty sprzedanych towarów	-505,2	-573,3	-613,8	-651,2	-682,7	-712,6
zysk brutto na sprzedaży	270,4	302,5	326,2	346,1	362,8	378,7
koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	-183,1	-205,8	-219,9	-233,3	-244,6	-255,3
saldo pozostałej działalności operacyjnej	-1,3	3,1	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA*	100,0	115,8	125,4	133,3	140,1	146,4
EBIT	86,0	99,8	106,3	112,8	118,2	123,4
saldo finansowe	-3,5	-6,3	-5,2	-3,7	-2,5	-1,5
Udział w zyskach (stratach) jedn. podporządk.	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
zysk przed opodatkowaniem	82,8	93,7	101,3	109,2	116,0	122,1
podatek dochodowy	-16,4	-17,8	-20,3	-21,8	-23,2	-24,4
(Zyski) straty mniejszości	-14,5	-14,4	-15,4	-16,3	-17,1	-17,9
Zysk netto akcj. jedn. domin.	51,8	61,5	65,6	71,1	75,7	79,8
EPS	2,06	2,44	2,60	2,82	3,00	3,17

Bilans (mln PLN)

	2021/22	2022/23	2023/24p	2024/25p	2025/26p	2026/27p
aktywa trwałe	265,3	278,6	292,5	304,9	316,1	326,2
wartości niematerialne i prawne	87,0	90,6	90,6	90,6	90,6	90,6
rzeczowe aktywa trwałe	123,1	131,3	142,2	152,0	160,8	168,7
prawa do użytkowania aktywów (MSSF 16)	33,9	36,1	39,1	41,8	44,2	46,4
inwestycje długoterminowe	14,4	13,8	13,8	13,8	13,8	13,8
rozliczenia międzyokresowe	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8
aktywa obrotowe	434,7	493,5	532,1	572,8	611,5	653,3
zapasy	238,0	285,8	306,7	325,4	341,2	356,1
należności	164,6	179,4	192,5	204,3	214,1	223,5
inwestycje krótkoterminowe	29,8	27,2	31,7	42,0	55,2	72,7
rozliczenia międzyokresowe	2,2	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
aktywa razem	699,9	772,0	824,6	877,7	927,7	979,5
kapitał własny akcjonariuszy jedn. dominującej	357,1	390,7	428,6	470,1	513,7	559,4
kapitał mniejszości	62,5	70,9	77,0	83,6	90,4	97,5
zobowiązania	280,3	310,4	318,9	324,1	323,6	322,6
zobowiązania długoterminowe	29,6	36,6	38,5	40,2	41,7	43,1
w tym zob. leasingowe (MSSF 16)	21,7	21,8	23,7	25,4	26,9	28,3
w tym dług odsetkowy	0,1	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6
zobowiązania krótkoterminowe	250,7	273,8	280,4	283,8	281,9	279,5
w tym zob. leasingowe (MSSF 16)	12,6	11,5	12,6	13,6	14,4	15,2
w tym dług odsetkowy	49,5	51,7	41,8	30,5	16,0	1,9
pasywa razem	699,9	772,0	824,6	877,7	927,7	979,5
BVPS	14,2	15,5	17,0	18,6	20,4	22,2

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

Cash flow (mln PLN)

	2021/22	2022/23	2023/24p	2024/25p	2025/26p	2026/27p
wynik netto wraz zyskami mniejszości	66,3	75,9	81,0	87,4	92,8	97,7
amortyzacja bez leasingu MSSF 16	14,0	16,1	19,1	20,5	21,8	23,0
zmiana kapitału obrotowego	-53,0	-40,4	-18,7	-16,6	-14,0	-13,3
gotówka z działalności operacyjnej	35,2	69,0	81,4	91,3	100,6	107,4
inwestycje (capex)	-29,0	-29,6	-30,0	-30,3	-30,6	-30,9
gotówka z działalności inwestycyjnej	-27,6	-25,5	-30,0	-30,3	-30,6	-30,9
wypłata dywidendy (w tym udz. mniejsz.)	-33,3	-28,9	-37,0	-39,4	-42,3	-44,8
emisja akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
zmiana zadłużenia	36,5	5,7	-9,9	-11,3	-14,5	-14,1
gotówka z działalności finansowej	-9,9	-45,9	-46,9	-50,7	-56,8	-59,0
zmiana gotówki netto	-2,2	-2,4	4,5	10,2	13,2	17,5
DPS	0,95	1,00	1,10	1,17	1,27	1,35
CEPS	2,61	3,08	3,36	3,63	3,87	4,08
FCFPS	2,30	3,43	4,93	5,41	5,86	6,21

Wskaźniki (%)

	2021/22	2022/23	2023/24p	2024/25p	2025/26p	2026/27p
zmiana sprzedaży	15,2%	12,9%	7,3%	6,1%	4,8%	4,4%
zmiana EBITDA	8,5%	15,8%	8,3%	6,3%	5,1%	4,5%
zmiana EBIT	10,4%	16,0%	6,6%	6,1%	4,8%	4,4%
zmiana zysku netto	13,5%	18,6%	6,8%	8,3%	6,5%	5,5%
marża EBITDA	12,9%	13,2%	13,3%	13,4%	13,4%	13,4%
marża EBIT	11,1%	11,4%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%
marża netto	6,7%	7,0%	7,0%	7,1%	7,2%	7,3%
sprzedaż/aktywa (x)	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
dług / kapitał (x)	0,06	0,07	0,03	-0,02	-0,07	-0,12
odsetki / EBIT	-4,1%	-6,3%	-4,9%	-3,3%	-2,1%	-1,2%
stopa podatkowa	19,9%	19,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
ROE	14,5%	15,7%	15,3%	15,1%	14,7%	14,3%
ROA	7,4%	8,0%	8,0%	8,1%	8,2%	8,2%
(dług) gotówka netto (mln PLN)	-19,9	-28,1	-13,6	8,0	35,6	67,2

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

Rekomendacje BM Banku Millennium opublikowane w ostatnich 12 miesiącach

Spółka	Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji	Cena docelowa	Autor
Agora	Kupuj	9 gru 22	4,40	7,50	Adam Zajler
VRG	Kupuj	27 lut 23	3,35	5,11	Seweryn Żołyński
Ambra	Kupuj	16 mar 23	22,00	32,10	Grzegorz Gawkowski
Mostostal Zabrze	Kupuj	28 mar 23	2,42	4,20	Adam Zajler
Agora	Kupuj	7 kwi 23	6,90	7,70	Adam Zajler
KGL	Akumuluj	19 maj 23	12,30	14,20	Łukasz Bugaj
LPP	Akumuluj	24 maj 23	13220,00	14700,00	Seweryn Żołyński
Ambra	Kupuj	30 maj 23	25,30	33,60	Grzegorz Gawkowski
Mostostal Zabrze	Kupuj	7 cze 23	3,31	5,30	Adam Zajler
Agora	Akumuluj	16 cze 23	8,10	9,30	Adam Zajler
KGL	Akumuluj	20 cze 23	14,50	16,50	Łukasz Bugaj
VRG	Kupuj	5 lip 23	3,60	5,41	Seweryn Żołyński
IMS	Kupuj	8 wrz 23	2,80	3,80	Łukasz Bugaj
IFIRMA	Akumuluj	8 wrz 23	33,20	36,60	Seweryn Żołyński

Źródło: BM Banku Millennium, rekomendacje wydawane przez BM Banku Millennium obowiązują 6 miesięcy od daty wydania, o ile wcześniej nie zostaną zaktualizowane. Spółki Ambra, Mostostal Zabrze, IFIRMA i IMS uczestniczą w programie GPW wsparcia analitycznego, a Agora i Korporacja KGL uczestniczyły w programie do 30 czerwca 2023 r. i z tego tytułu BM Banku Millennium otrzymuje lub otrzymało wynagrodzenie od GPW.

Struktura rekomendacji BM Banku Millennium za ostatnie 12 miesięcy

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	9	64%
Akumuluj	5	36%
Neutralnie	0	0%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

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

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

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

Biuro Analiz

Marcin Materna, CFA

Doradca inwestycyjny

+48 22 598 26 82

marcin.materna@bankmillennium.pl

Adam Zajler

+48 22 598 26 88

adam.zajler@bankmillennium.pl

Łukasz Bugaj, CFA

Doradca inwestycyjny

+48 22 598 26 59

lukasz.bugaj@bankmillennium.pl

Grzegorz Gawkowski

+48 22 598 26 05

grzegorz.gawkowski@bankmillennium.pl

Seweryn Żołyński, CFA

Doradca inwestycyjny

+48 22 598 26 71

seweryn.zolyniak@bankmillennium.pl

Dyrektor

banki, ubezpieczenia

Analityk

przemysł, technologie, media

Analityk

fundusze inwestycyjne

Analityk

fundusze inwestycyjne

Analityk

handel

Departament Sprzedaży

Radosław Zawadzki

+48 22 598 26 34

radoslaw.zawadzki@bankmillennium.pl

Arkadiusz Szumilak

+48 22 598 26 75

arkadiusz.szumilak@bankmillennium.pl

Jarosław Oldakowski

+48 22 598 26 11

jaroslaw.oldakowski@bankmillennium.pl

Leszek Iwaniec

+48 22 598 26 90

leszek.iwaniec@bankmillennium.pl

Marek Pszczółkowski

+48 22 598 26 60

marek.pszczolkowski@bankmillennium.pl

Dyrektor

Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A.

ul. Żaryna 2A, Millennium Park Ip

02-593 Warszawa Polska

Ważne informacje

Informacje zawarte w niniejszym raporcie stanowią rekomendację inwestycyjną w rozumieniu Rozporządzenia delegowanego komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającego rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partycykularnych lub wskazań konfliktów interesów, wyniku doradztwa inwestycyjnego.

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

Treść raportu nie była udostępniona spółkom będącym przedmiotem raportu przed jego opublikowaniem. Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie analitycznym.

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

Niniejszy raport stanowi badanie inwestycyjne rozumieniu przepisów Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy i nie stanowi reklamy ani oferowania papierów wartościowych. Niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Nadzór nad Biurem Maklerskim Banku Millennium S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Objaśnienia terminologii fachowej użytej w raporcie

EV - wycena rynkowa spółki + wartość długu odsetkowego netto

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

WNB - wynik na działalności bankowej

P/E - stosunek ceny akcji do zysku netto na 1 akcję

P/BV - stosunek ceny akcji do wartości księgowej na 1 akcję

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych

ROA - stopa zwrotu z aktywów

EPS - zysk netto na 1 akcję

CEPS - zysk netto i amortyzacja na akcję

BVPS - wartość księgowa na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

NPL - kredyty zagrożone

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

KUPIJ - 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 Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. obowiązują 6 miesięcy od daty wydania, o ile wcześniej nie zostaną zaktualizowane. Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka.

Stosowane metody wyceny

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

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

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

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

Powiązania Biura Maklerskiego Banku Millennium S.A. ze spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu

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

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

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

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

Rozwiązania organizacyjne ustanowione w celu zapobiegania konfliktom interesów:

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

Przyjęte dla zapobiegania konfliktom interesów rozwiązania organizacyjne określają między innymi Regulamin organizacyjny Biura Maklerskiego, który przewiduje: (a) nadzór nad osobami, których główne funkcje obejmują prowadzenie działań w imieniu lub świadczenie usług dla Klientów, których interesy mogą być sprzeczne lub który w inny sposób reprezentują różne sprzeczne interesy, w tym interesy Biura Maklerskiego; (b) środki zapobiegające lub ograniczające wywieranie przez osobę trzecią niewłaściwego wpływu na sposób, w jaki upoważniona osoba wykonuje czynności w ramach usług świadczonych przez Biuro Maklerskie (c) organizacyjne oddzielenie od siebie osób (zespołów) zajmujących się wykonywaniem czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów, (d) zapewnienie każdej jednostce organizacyjnej Biura Maklerskiego i jej pracownikom niezależności w zakresie, w jakim dotyczy to interesów Klientów, na rzecz których taka jednostka wykonuje określone czynności.

Przyjęte dla zapobiegania konfliktom interesów rozwiązania organizacyjne określają również Regulamin wynagradzania, który zapewnia, że nie istnieją żadne powiązania pomiędzy wysokością wynagrodzeń pracowników różnych jednostek organizacyjnych lub wysokością przychodów osiągniętych przez różne jednostki organizacyjne, jeżeli jednostki te wykonują czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów.

Ograniczenia dotyczące przepływu informacji w celu zapobiegania konfliktom interesów, w tym informacji poufnych i stanowiących tajemnicę zawodową, określa Regulamin ochrony przepływu informacji poufnych oraz stanowiących tajemnicę zawodową Biura Maklerskiego Banku Millennium S.A.

Prace związane ze sporządzeniem raportu zostały ukończone 4 października 2023r. o godzinie 15:00 a datą pierwszego rozpowszechnienia raportu jest data raportu 4 października 2023r. godzina 15:35.

Raport został sporządzony przez Biuro Maklerskie Millennium Banku S.A. na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w ramach Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego.