

Ambra

kupuj

branża spożywcza

poprzednia rekomendacja: kupuj

Cena rynkowa* : 26.3

Cena docelowa: 32.2

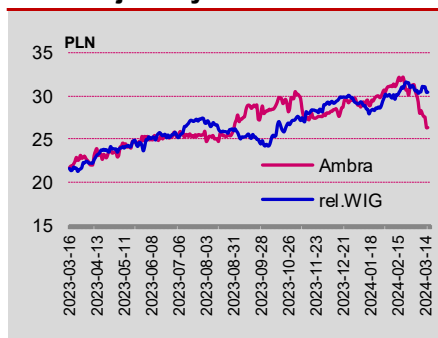
Słabsze wyniki w kluczowym kwartale

Grupa Ambra w zakończonym niedawno, kluczowym dla siebie II kwartale (październik - grudzień), w dalszym ciągu zmagala się z negatywnymi konsekwencjami relatywnie wysokiej inflacji. W rezultacie na wynikach Spółki po raz kolejny swoje piętno odcisnęły zarówno słabsze nastoje konsumenckie, jak również rosnące, choć już w wolniejszym tempie, ceny surowców, materiałów oraz usług. Jednocześnie, dzięki wprowadzonym w poprzednich kwartałach podwyżkom cen produktów, Ambra nadal jest w stanie zwiększać poziom swoich przychodów, które w II kwartale wzrosły do 346.7 mln PLN (+3.0% r/r, nieznacznie poniżej naszych oczekiwań). Widoczna zmiana zachowań konsumenckich (ograniczenie wydatków, czy też zwrócenie się w kierunku tańszych zamienników kosztem produktów premium) spowodowała jednak, że Spółce nie udało się w pełni pokryć rosnących kosztów prowadzonej działalności, przez co zmniejszeniu uległa procentowa marża brutto ze sprzedaży (o 0.5 p.p. r/r do 33.1%). Niemniej, Zarząd dostrzega korzystne perspektywy w nadchodzących kwartałach, spodziewając się szybkiego powrotu rentowności do poziomów sprzed roku.

Uwzględniając prognozowany przez nas zysk netto w roku obrotowym 2023/24, Spółka notowana jest obecnie przy wyprzedającym wskaźniku P/E na poziomie 11.6. Cenę docelową 1 akcji Ambry w zestawieniu z ostatnią prognozą, obniżamy z 35.9 PLN do 32.2 PLN, jednocześnie podtrzymując rekomendację „kupuj”. Na zmianę wyceny negatywnie wpłynęło obniżenie prognoz dotyczących przyszłych wyników Spółki, a także niższe wskaźniki spółek porównawczych.

Na zakończenie I półrocza 2023/24 r. Ambra posiadała 95.4 mln PLN długu netto, przy czym z uwagi na jego sezonowość, spodziewamy się, że poziom ten ulegnie zmniejszeniu i na koniec roku obrotowego wyniesie 31.2 mln PLN. Według naszej opinii, relatywnie niskie zadłużenie, a także stabilne przepływy pieniężne, są czynnikami, które mimo prognozowanej przez nas ujemnej dynamiki wzrostu zysku netto, pozwolą Spółce na ponowne zwiększenie kwoty wypłaconej dywidendy (szacujemy 1.15 PLN na akcję). Dodatkowo, pomimo obserwowanego wzrostu wydatków inwestycyjnych oczekujemy, że prowadzona polityka dywidendowa Grupy pozostanie niezagrożona.

Kurs akcji relatywnie



Max/min 52 tygodnie (PLN)	32,7 / 21,1		
Liczba akcji (mln)	25,2		
Kapitalizacja (mln PLN)	663		
EV (mln PLN)	691		
Free float (mln PLN)	258		
Średni obrót (mln PLN)	0,2		
Główny akcjonariusz	Schloss-Wachenheim		
% akcji, % głosów	61.1%, 61.1%		
	1 m	3 m	12 m
Zmiana ceny	-17,3%	-6,4%	24,0%
Zmiana WIG	1,1%	3,3%	41,1%

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	10,8	1,7	3,8	6,9	6,0	15,7
2023/24p	915,7	92,3	111,4	88,4	57,4	2,28	3,03	16,7	11,6	1,6	4,2	7,5	6,2	13,7
2024/25p	979,2	102,6	123,1	99,5	64,8	2,57	3,38	18,1	10,2	1,5	4,4	6,7	5,6	14,2
2025/26p	1039,9	108,9	130,8	106,5	69,5	2,76	3,62	19,6	9,5	1,3	4,9	6,3	5,3	14,1

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

Spis treści

Wycena	3
Czynniki ryzyka	5
Ostatnie wydarzenia	6
Aktualizacja prognoz finansowych	11
Analiza czynników ESG	12
Wyniki finansowe	13
Rekomendacje Biura Maklerskiego Banku Millennium	15

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 686 mln PLN, czyli 27.2 PLN na akcję. Przy użyciu metody porównawczej wyceniliśmy Spółkę na 936 mln PLN (37.1 PLN na akcję). Zarówno metodzie DCF, jak i porównawczej przypisaliśmy wagę po 50%. Uzyskaliśmy wycenę Spółki na poziomie 811 mln PLN, czyli 32.2 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	686	27,2
Wycena porównawcza	936	37,1
Wycena spółki Ambra SA	811	32,2

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 5.3% (spadek z poziomu 5.9% 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 4.6%, w 2024/25 wzrost o 6.9% oraz o 6.2%, 5.1% i 4.6% w kolejnych 3 latach.
- ❑ Spadek marży brutto z poziomu z 34.5% w roku 2022/23 do 34.1% w roku 2023/24.
- ❑ Wzrost kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu w roku 2023/24 o 7.0%, w 2024/25 wzrost o 6.9% oraz o 6.2%, 5.1% i 4.6% 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 154.2 mln PLN (jako iloczyn aktualnego C/Z Ambry za rok 2023/24 na poziomie 11.6 oraz zysków mniejszości za rok 2023/24 na poziomie 13.3 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	915,7	979,2	1039,9	1093,3	1144,0	1194,7	1242,5	1292,2	1343,9	1397,6	
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)	74,7	83,1	88,2	92,8	97,1	101,4	105,4	109,6	114,0	118,6	
Amortyzacja*	19,1	20,5	21,8	23,0	24,1	25,3	26,5	27,8	29,2	30,9	
Inwestycje	-45,6	-32,5	-30,6	-30,9	-32,1	-33,8	-35,4	-37,6	-40,2	-43,4	
Zmiana kap.obrotowego	-11,6	-18,5	-17,6	-15,5	-14,7	-14,7	-13,9	-14,4	-15,0	-15,6	
FCF	36,7	52,6	61,8	69,3	74,3	78,1	82,6	85,4	88,0	90,4	1006,0
Zmiana FCF		43,6%	17,4%	12,2%	7,1%	5,2%	5,7%	3,4%	3,1%	2,7%	1,2%
Dług/Kapitał	13,5%	11,1%	8,4%	5,3%	2,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Stopa wolna od ryzyka	5,1%	4,8%	4,8%	4,9%	5,0%	5,0%	5,1%	5,2%	5,2%	5,3%	5,3%
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	6,6%	6,3%	6,3%	6,4%	6,5%	6,5%	6,6%	6,7%	6,7%	6,8%	6,8%
Koszt kapitału	10,1%	9,8%	9,8%	9,9%	10,0%	10,0%	10,1%	10,2%	10,2%	10,3%	10,3%
WACC	9,5%	9,3%	9,4%	9,6%	9,9%	10,0%	10,1%	10,2%	10,2%	10,3%	10,3%
PV (FCF)	35,7	47,0	50,3	51,3	49,7	47,3	45,2	42,1	39,3	36,4	405,0
Wartość DCF (mln PLN)	849	w tym wartość rezydualna				405					
(Dług) Gotówka netto*	-28,1										
Wartość udz. mniejsz. aktywa nieoperacyjne	-154,2										
Wycena DCF (mln PLN)	685,8										
Liczba akcji (mln)	25,2										
Wycena 1 akcji (PLN)	27,2										

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 Rr rezydualna		0,6%	0,8%	1,0%	1,2%	1,4%	1,6%	1,8%
	4,3%	27,8	28,3	28,7	29,2	29,7	30,2	30,8
	4,8%	26,9	27,3	27,7	28,1	28,6	29,0	29,5
	5,3%	26,1	26,5	26,8	27,2	27,6	28,0	28,4
	5,8%	25,4	25,7	26,0	26,4	26,7	27,1	27,5
	6,3%	24,7	25,0	25,3	25,6	25,9	26,3	26,6

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	5,8	5,5	5,0	9,6	9,0	7,8	11,2	10,6	9,1
CONSTELLATION BRANDS	STZ	USA	18,0	16,5	15,2	20,3	18,9	17,2	25,0	22,3	20,0
HAWESKO HOLDING AG	HAW	Niemcy	7,7	7,3	7,0	13,9	11,7	11,2	18,2	11,3	10,8
OENEO	SBT	Francja	9,6	11,8	11,1	13,0	16,6	14,9	16,6	23,4	21,5
VIVA WINE GROUP AB	VIVA	Szwecja	13,0	9,8	8,3	21,4	14,9	11,4	16,2	10,8	9,0
MASI AGRICOLA SPA	MASI	Włochy	22,0	16,5	13,2	49,5	28,3	22,0	89,5	46,4	31,9
PURCARI WINERIES PLC	WINE	Rumunia	7,6	6,4	5,5	10,3	8,2	6,7	10,5	8,7	7,2
Mediana			9,6	9,8	8,3	13,9	14,9	11,4	16,6	11,3	10,8
Wyniki spółki (mln PLN)			115,8	111,4	123,1	99,8	92,3	102,6	61,5	57,4	64,8
Wartość udziałów mniejszościowych			-154,2	-154,2	-154,2	-154,2	-154,2	-154,2			
Gotówka (Dług) netto			-28,1	-28,1	-28,1	-28,1	-28,1	-28,1			
Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)			930	911	833	1204	1191	990	1018	650	700
Wycena			936								
Wycena na 1 akcję			37,1								

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

Czynniki ryzyka

Do najważniejszych czynników ryzyka wpływających na działalność Grupy Ambra należą:

- **Ryzyko utrzymania słabszych nastrojów konsumenckich.** Nastroje konsumenckie i chęć do zakupów są jednym z głównych czynników wpływających na rynek wina. W kolejnych okresach oczekujemy, że pozostaną one na słabszych poziomach, co ma związek z utrzymującą się, relatywnie wysoką inflacją, a także kontynuacją wojny na Ukrainie. Ponadto, wzrost cen dóbr pierwszej potrzeby (żywność, energia) może negatywnie przełożyć się na wydatki niższego rządu. Niemniej, polska gospodarka wraca stopniowo na ścieżkę wzrostową, zaś stopa bezrobocia pozostaje na stabilnym poziomie.
- **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 zwiększyły się 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 okresie najbliższych kwartałów, spodziewamy się jednak że dynamika wzrostu kosztów wynagrodzeń przewyższać będzie dynamikę przychodów uzyskanych przez Spółkę.

- ❑ **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 relatywnie 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 przerzucić na klientów.

Ostatnie wydarzenia

Presja kosztowa wciąż odczuwalna

Skonsolidowane wyniki finansowe grupy Ambra

	II kwartał 2023/2024	prognoza MBM	II kwartał 2022/2023	zmiana r/r	I-II kwartał 2023/2024	I-II kwartał 2022/2023	zmiana
Przychody	346,7	347,8	336,7	3,0%	545,0	525,1	3,8%
Polska	237,9	238,8	230,7	3,1%	379,0	364,0	4,1%
Czechy i Słowacja	36,9	37,5	40,3	-8,5%	56,3	65,8	-14,4%
Rumunia	71,9	71,5	65,6	9,7%	109,7	95,3	15,1%
EBITDA	62,5	62,2	65,8	-5,1%	87,4	91,8	-4,8%
EBIT	55,1	55,0	59,2	-7,0%	72,7	78,4	-7,2%
Polska	32,7		37,0	-11,7%	44,2	49,0	-9,7%
Czechy i Słowacja	6,4		8,7	-26,0%	8,5	12,6	-32,7%
Rumunia	16,0		13,6	18,2%	20,1	16,9	18,8%
Zysk netto akcj. jedn. dominującej	31,7	34,2	37,8	-16,1%	41,5	48,8	-15,1%
Marże							
Marża EBITDA	18,0%	17,9%	19,5%		16,0%	17,5%	
Marża EBIT	15,9%	15,8%	17,6%		13,3%	14,9%	
Marża netto	9,1%	9,8%	11,2%		7,6%	9,3%	

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

Przychody ze sprzedaży uzyskane przez Spółkę w II kwartale 2023/24 r. (październik - grudzień) okazały się nieznacznie słabsze od naszych oczekiwań i wyniosły 346.7 mln PLN (+3.0% r/r). Zysk z działalności operacyjnej osiągnął poziom 55.1 mln PLN (zgodnie z prognozami; -7.0% r/r), natomiast wynik netto zmniejszył się do 31.7 mln PLN (spodziewaliśmy się 34.2 mln PLN; -16.1% r/r). Ponadto, pomimo wprowadzonych podwyżek cen produktów, Grupa Ambra zdołała odnotować niewielką poprawę sprzedaży w ujęciu ilościowym (w mln średnich butelek 0.75 l), która zwiększyła się o 0.3% r/r. Niemniej wyniki wykazane przez Spółkę, w kluczowym dla niej kwartale, uważamy za nieco rozczarowujące. Taki stan rzeczy jest w głównej mierze związany z utrzymującymi się, słabszymi nastrojami konsumenckimi (skutek relatywnie wysokiej inflacji i

mniejszej siły nabywczej), które negatywnie wpływają m.in. na mix produktowy Ambry. Klienci wciąż bowiem częściej zwracają się w kierunku wyrobów o niższych cenach i też w dużym stopniu o niższych marżach, co jednocześnie przekłada się na spadek uzyskanej rentowności. Tym samym, kolejny kwartał z rzędu, Spółka nie była w stanie pokryć rosnących cen zakupu głównych materiałów i surowców w efekcie czego redukcji uległ również procentowy poziom marży brutto ze sprzedaży (o 0.5 p.p. r/r do 33.1%).

Sprzedaż w Polsce w II kwartale wzrosła o 3.1% r/r (poniżej naszych oczekiwań, spodziewaliśmy się 3.5% r/r), w Czechach i na Słowacji spadła o 8.5% r/r (efekt wysokiej wrażliwości na wprowadzone podwyżki cen tamtejszych konsumentów; zakładaliśmy -7% r/r), natomiast w Rumunii, pomimo przejścia producenta win Pelin de Urlati, zwiększyła się o zaledwie 9.7% r/r (prognozowaliśmy 9% r/r). W sumie przychody Grupy wzrosły o 3.0% r/r do 346.7 mln PLN i były niższe o 1.1 mln PLN od naszych prognoz.

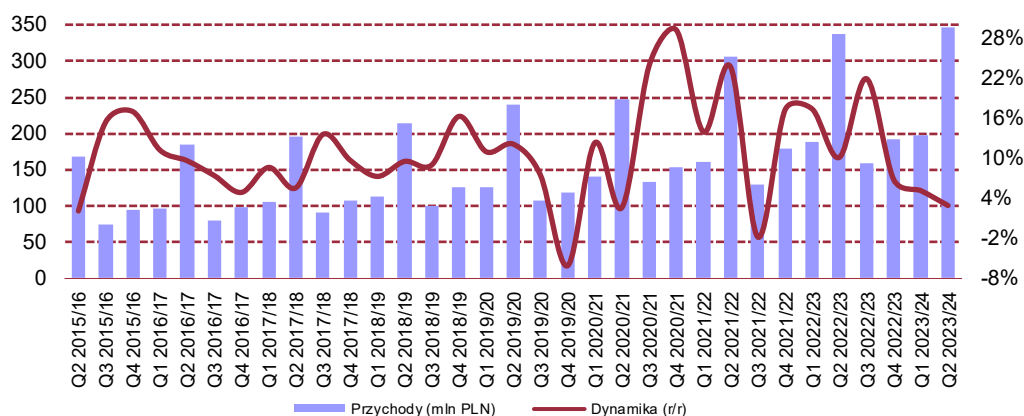
W II kwartale za uzyskany poziom przychodów odpowiadały w głównej mierze wina spokojne (38.0% udziału, wzrost sprzedaży o 8.8% r/r), a także wina musujące (odpowiednio 27.2% udziału, +3.9% r/r). Niekorzystne tendencje można było jednak zaobserwować wśród produktów premium, do których zalicza się droższe wina, napoje bezalkoholowe dla dzieci, cydr, czy też alkohole mocne. Zwłaszcza ostatnia z wymienionych kategorii odnotowała mocno ujemną dynamikę, sięgającą poziomu 17.8% r/r. W efekcie jej udział w łącznej sprzedaży na koniec II kwartału skurczył się do 10.6% (podczas gdy w analogicznym okresie ubiegłego roku był równy 12.8%).

Marża zysku brutto ze sprzedaży zmniejszyła się w II kwartale o 0.5 p.p. r/r do poziomu 33.1% (prognozowaliśmy spadek o 0.7 p.p. r/r). Wprowadzone w poprzednich kwartałach podwyżki cen produktów nie skompensowały więc w pełni rosnących cen zakupu głównych materiałów i surowców. Zakładamy ponadto, że na chwilę obecną przestrzeń do kolejnych podwyżek została już wyczerpana, co z resztą podkreślił sam Zarząd podczas ostatniej konferencji wynikowej.

Koszty SG&A wzrosły o 8.7% r/r i były zgodne z naszymi oczekiwaniami. Spośród kosztów swoją dynamiką wyróżniły się pozostałe koszty działalności operacyjnej (+10.7% r/r), rosnące głównie z uwagi na podwyżki cen energii i mediów, a także wyższe koszty usług. Koszty Spółki rosły więc kolejny kwartał z rzędu w szybszym tempie od przychodów. Wynik na pozostałej działalności operacyjnej wykazał niewielką stratę i nie miał istotnego wpływu na EBIT. Zysk operacyjny Grupy Ambra obniżył się zatem o 7.0% r/r i wyniósł 55.1 mln PLN, co jednocześnie pokrywało się z naszymi prognozami. Z kolei linia pozostałych przychodów / kosztów finansowych Spółki odnotowała stratę równą 2.3 mln PLN (oczekiwaliśmy -2.1 mln PLN), co miało głównie związek ze wzrostem wartości zadłużenia oprocentowanego (efekt zwiększenia inwestycji oraz dokonanych akwizycji w Rumunii).

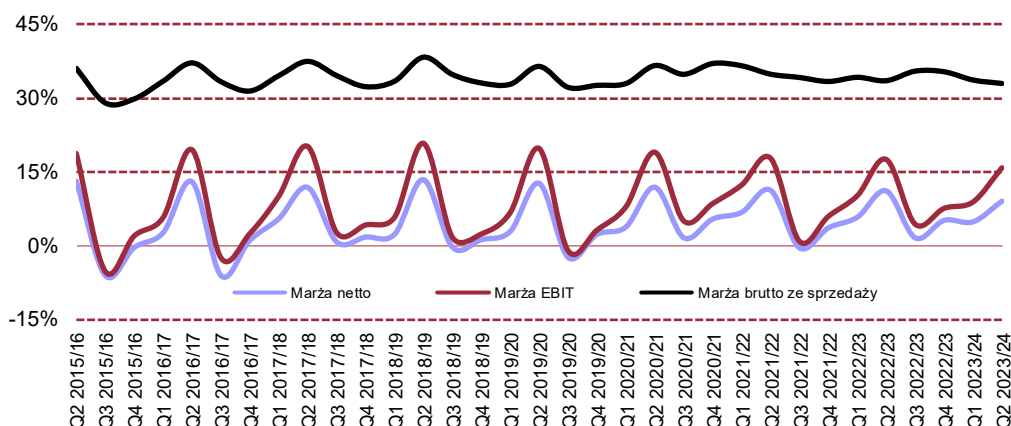
Zyski mniejszości wyniosły natomiast 10.6 mln PLN i były znacząco wyższe od naszych prognoz (8.4 mln PLN). Dodatkowo, wynik Ambry został obciążony podatkiem dochodowym w kwocie 10.5 mln PLN (zgodnie z naszymi szacunkami), przez co finalnie zysk netto przypadający akcjonariuszom jednostki dominującej osiągnął poziom 31.7 mln PLN (-16.1% r/r i o 2.5 mln PLN mniej od naszych oczekiwań).

Przychody kwartalne i ich dynamika r/r Grupy Ambra



Źródło: Ambra S.A.

Marże brutto ze sprzedaży, EBIT i netto w poszczególnych kwartałach



Źródło: Ambra S.A.

Na koniec grudnia zadłużenie netto Grupy Ambra równe było 95.4 mln PLN w porównaniu z 68.0 mln PLN rok wcześniej (+40.3% r/r). Wzrost zadłużenia związany był przede wszystkim z dokonaniem przejściem spółek na rynku rumuńskim (Domeniile Dealu Mare i Vitis Prod), kontynuacją inwestycji modernizacyjnych w zakładzie produkcyjnym w Woli Dużej i Bukareszcie, a także wydatkami na wymianę systemu ERP.

Poprawie uległy natomiast przepływy pieniężne z działalności operacyjnej Spółki, które wyniosły 4.8 mln PLN vs. -0.8 mln PLN przed rokiem. Wyższa wartość cash flow wynikała w głównej mierze z obniżenia poziomu zapasów, które na przestrzeni ostatnich 6 miesięcy spadły o 10.5%.

Wyniki półroczne w cieniu słabszych nastrojów konsumenckich

Wyniki finansowe przedstawione przez Grupę Ambra w pierwszej połowie 2023/24 r. (lipiec - grudzień) okazały się być niższe od naszych założeń. W omawianym okresie nie bez znaczenia pozostawała wciąż wysoka inflacja, która w negatywnym stopniu oddziaływała na zachowania konsumenckie. Dodatkowo spodziewamy się, że obniżony poziom nastrojów wśród kupujących, będzie jednym z głównych wyzwań z którym mierzyć się będzie Spółka w drugiej części roku. Ich niekorzystny wpływ w I półroczu był bowiem nie tylko widoczny w spadających wolumenach sprzedaży (-1.5% r/r; w mln średnich butelek 0,75 l), ale również mixie produktowym Ambry. Jest to spowodowane tym, że obecnie klienci coraz częściej zwracają się w kierunku wyrobów mainstreamowych lub tańszych zamienników, przez co wyraźnym spadkiem sprzedaży dotknięte zostały produkty premium (czyli w głównej mierze te o wyższej marżowości). Wprawdzie dzięki wprowadzonym w poprzednich kwartałach podwyżkom cen produktów, Spółka nadal jest w stanie zwiększać poziom swoich przychodów, to jednak utrzymująca się presja kosztowa (związana z rosnącymi kosztami głównych materiałów i surowców oraz usług) po raz kolejny przyczyniła się do obniżenia r/r procentowej marży brutto ze sprzedaży.

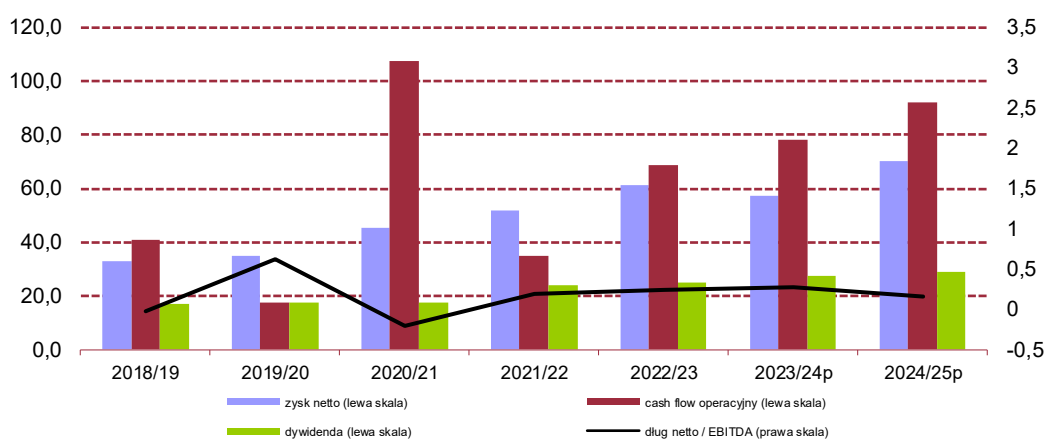
Zarząd dostrzega szansę na poprawę wyników

Zarząd Ambry w swoich wypowiedziach dotyczących perspektyw wynikowych Grupy w bieżącym półroczu, wyraża się w sposób optymistyczny, spodziewając się przy tym szybkiego powrotu do poprzednich poziomów rentowności. Pomimo spowolnienia wzrostu konsumpcji Spółka zauważa korzystny średnioterminowy potencjał wzrostu, wskazując m.in. na średnioroczny wzrost rynku w ostatnich latach. Spoglądając w przyszłość, Zarząd oczekuje dodatkowo umiarkowanej i stopniowej poprawy nastrojów wśród kupujących, a także unormowania sytuacji na rynkach zakupowych, co powinno pozytywnie wpłynąć na rentowność działalności. Niemniej jednak, Spółka dostrzega również występujące ryzyka związane z negatywnymi trendami gospodarczymi i konsumenckimi, które mogą przełożyć się na przyszłe wyniki Spółki. W odniesieniu do trwającego już III kwartału (styczeń – marzec), w dalszym ciągu trudności doświadcza bowiem kategoria produktów premium, podczas gdy kanały mainstreamowe kontynuują wzrosty z poprzednich miesięcy. Istnieje jednak spora niepewność, czy wzrosty te będą na tyle

wystarczające, aby mogły pomóc w powtórzeniu wyników z poprzedniego roku. Naszym zdaniem, w obecnym kwartale czynnikiem decydującym będzie z pewnością przypadający tydzień wcześniej niż przed rokiem termin świąt Wielkanocnych (co powinno dodatkowo zwiększyć sprzedaż w marcu), który może okazać się prawdziwym testem sprawdzającym stan nastrojów konsumenckich.

Wracając natomiast do kwestii rentowności, Ambra wskazuje na kilka czynników mogących przyczynić się do jej poprawy. Zarząd stara się przede wszystkim ograniczyć wzrost kosztów wewnątrz spółki (w trwającym półroczu oczekujemy jednak wyższej dynamiki wynagrodzeń – efekt niskiej bazy), spodziewając się przy tym częściowego spadku cen surowców i materiałów, który w połączeniu z korzystnym kursem walutowym EUR/PLN, doprowadziłby do uzyskania zbliżonego poziomu marży brutto ze sprzedaży, co w poprzednim roku. Warto jednak podkreślić, że Ambra nie dostrzega obecnie potencjalnej przestrzeni do kolejnych, istotnych podwyżek cen produktów, jednakże nie wykluczając przy tym możliwości wprowadzenia punktowych korekt cenowych.

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



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

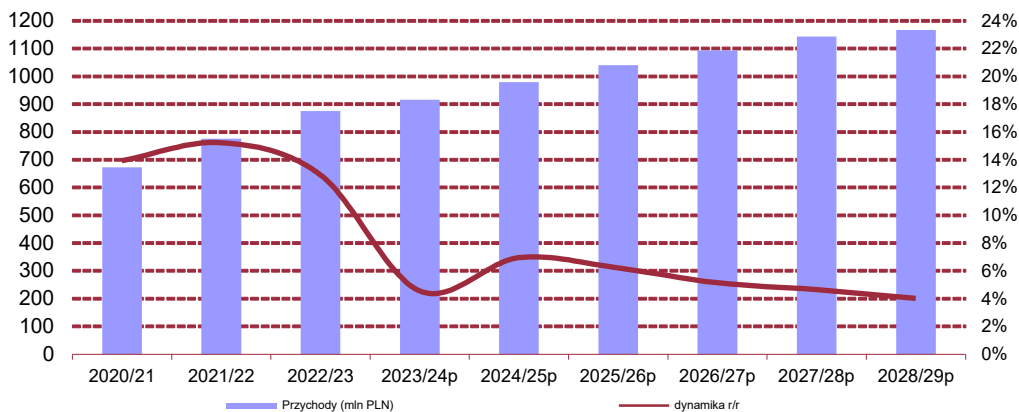
Spółka kontynuuje inwestycje

Pomimo spowolnienia rynkowego Ambra nie zamierza ograniczać tempa swoich inwestycji. W pierwszej połowie roku obrotowego 2023/24 wydatki inwestycyjne Grupy osiągnęły poziom 25.8 mln PLN i były tym samym wyższe o 12.6 mln niż w analogicznym okresie rok temu. Największy wpływ na wzrost wydatków miało nabycie przez spółkę zależną Zarea S.A. 70% udziałów w rumuńskich spółkach Domeniile Dealu Mare s.r.l. i Vitis Prod s.r.l., na kwotę 2.1 mln EUR. Ambra planuje ponadto w dalszym ciągu monitorować rynek na którym jest obecna, jednak na dzień dzisiejszy Zarząd nie przewiduje, aby na przestrzeni najbliższych kwartałów mogło dojść do kolejnych akwizycji.

Na początku grudnia ubiegłego roku, Spółka poinformowała o uruchomieniu farmy fotowoltaicznej o mocy 1 MW w Winiarni w Woli Dużej koło Biłgoraja. Energia wytworzona przez powstałą instalację, będzie wykorzystywana na potrzeby własne i tym samym pokryć ma około 30% zapotrzebowania Winiarni na energię elektryczną.

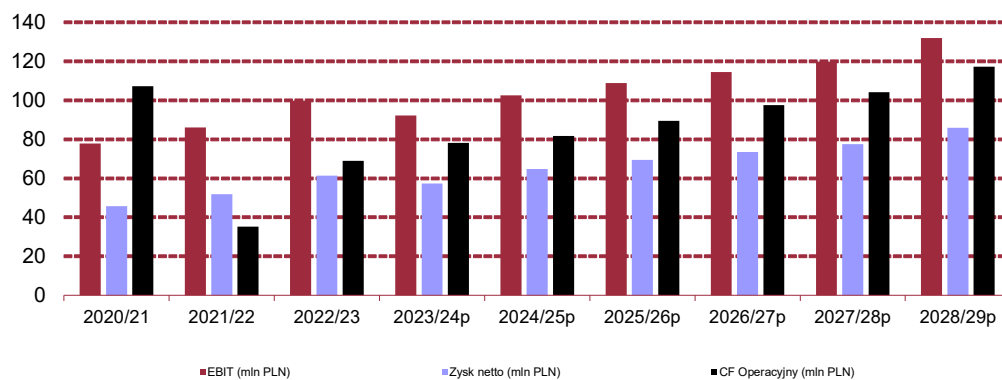
Dodatkowo Grupa zamierza kontynuować inwestycję w modernizację zakładów produkcyjnych w Woli Dużej i Bukareszcie, a także w usprawnienie infrastruktury informatycznej (wdrażanie nowego systemu ERP). Z uwagi na stosunkowo wciąż niską wartość długu netto i stabilną sytuację finansową Spółki, jesteśmy zdania że Ambra będzie w stanie sfinansować planowane przedsięwzięcia bez nadmiernego wzrostu poziomu zadłużenia.

Prognoza przychodów w kolejnych latach



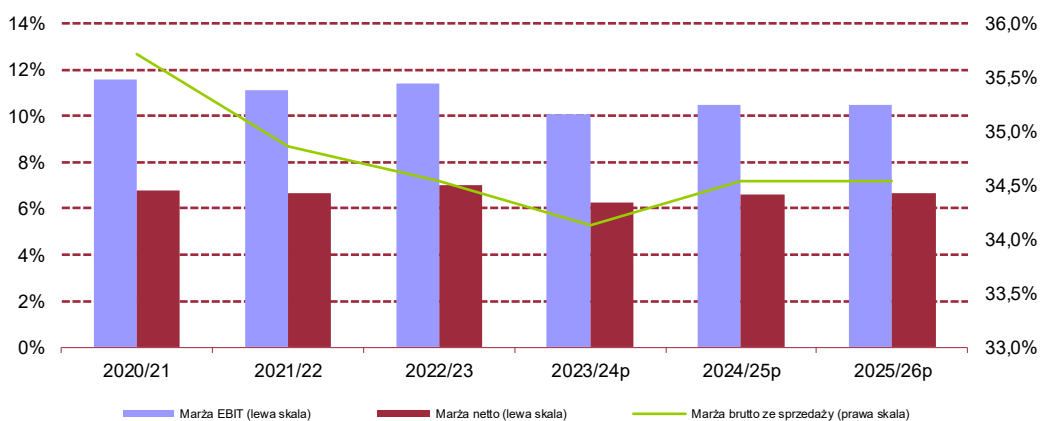
Źródło: Ambra S.A., prognozy Biura Maklerskiego Banku Millennium S.A.

Prognozowane wyniki EBIT, 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.

Aktualizacja prognoz finansowych

W ostatnim kwartale roku obrotowego 2023/24 (październik - grudzień), Spółka nieco rozczarowała nas swoimi wynikami, dlatego też zdecydowaliśmy o obniżeniu naszych prognoz finansowych zarówno na ten rok, jak i kolejne lata. Ponadto, w dalszym ciągu oczekujemy, że w perspektywie kolejnych kwartałów Ambra zmagać się będzie z presją kosztową (choć w mniejszym stopniu niż w poprzednich miesiącach), a także ze słabszymi nastrojami konsumenckimi, będącymi konsekwencją relatywnie wysokiej inflacji. Naszym zdaniem, słabnący popyt oraz wyższa średnia cena sprzedawanych produktów (po wprowadzonych podwyżkach cen), przełożą się na kontynuację ujemnej dynamiki wolumenu sprzedaży, którą mogliśmy zaobserwować w I półroczu. Niemniej, Zarząd Spółki dostrzega korzystne perspektywy w nadchodzących kwartałach, spodziewając się szybkiego powrotu rentowności do poziomów sprzed roku, w czym pomóc może m. in. stopniowa poprawa nastrojów konsumenckich, czy też unormowanie się cen głównych surowców i materiałów.

W zestawieniu z naszą poprzednią rekomendacją, podjęliśmy decyzję o nieznacznym obniżeniu prognozy przychodów Spółki w bieżącym roku obrotowym z kwoty 940.0 mln PLN do 915.7 mln PLN (-2.6%). Tym samym roczną dynamikę wzrostu sprzedaży szacujemy na poziomie 4.6% r/r. Niewielkiej korekcie uległy również nasze prognozy przychodów na kolejne lata, w 2024/25 r. mają one wzrosnąć o 6.9% r/r, zaś w 2025/26 r. o 6.2% r/r. Równocześnie, po uwzględnieniu słabszych wyników w II kwartale, zdecydowaliśmy o obniżeniu naszej prognozy dotyczącej zysku operacyjnego Spółki o 13.2%, co pozwoli na uzyskanie w bieżącym roku marży EBIT równej 10.1%, zaś w kolejnych latach na poziomie 10.5%. W konsekwencji oczekujemy, że całoroczny zysk netto Ambry spadnie do kwoty 57.4 mln PLN, co oznacza zmianę o 12.6% 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	940,0	915,7	-2,6%	997,3	979,2	-1,8%	1045,5	1039,9	-0,5%
EBITDA	125,4	111,4	-11,2%	133,3	123,1	-7,7%	140,1	130,8	-6,6%
EBIT	106,3	92,3	-13,2%	112,8	102,6	-9,1%	118,2	108,9	-7,9%
marża EBIT	11,3%	10,1%		11,3%	10,5%		11,3%	10,5%	
Zysk netto akcj. jedn. domin.	65,6	57,4	-12,6%	71,1	64,8	-8,9%	75,7	69,5	-8,2%
marża netto	7,0%	6,3%		7,1%	6,6%		7,2%	6,7%	

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

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 IV kwartale 2023 r. do użytku oddana została farma fotowoltaiczna o mocy 1 MW w Winiarni w Woli Dużej, koło Biłgoraja. Energia wyprodukowana przez powstałą instalację, przeznaczona jest na zużycie własne i zaspokoi około 30% zapotrzebowania Winiarni na energię elektryczną.

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 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 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	915,7	979,2	1 039,9	1 093,3
Koszty sprzedanych towarów	-505,2	-573,3	-603,1	-641,0	-680,8	-715,7
zysk brutto na sprzedaży	270,4	302,5	312,6	338,2	359,1	377,5
koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	-183,1	-205,8	-220,3	-235,6	-250,2	-263,0
saldo pozostałej działalności operacyjnej	-1,3	3,1	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA*	100,0	115,8	111,4	123,1	130,8	137,5
EBIT	86,0	99,8	92,3	102,6	108,9	114,5
saldo finansowe	-3,5	-6,3	-4,0	-3,3	-2,6	-2,0
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	88,4	99,5	106,5	112,7
podatek dochodowy	-16,4	-17,8	-17,7	-19,9	-21,3	-22,5
(Zyski) straty mniejszości	-14,5	-14,4	-13,3	-14,8	-15,8	-16,6
Zysk netto akcj. jedn. domin.	51,8	61,5	57,4	64,8	69,5	73,6
EPS	2,06	2,44	2,28	2,57	2,76	2,92

Bilans (mln PLN)

	2021/22	2022/23	2023/24p	2024/25p	2025/26p	2026/27p
aktywa trwałe	265,3	278,6	308,1	322,7	333,9	344,0
wartości niematerialne i prawne	87,0	90,6	106,2	108,4	108,4	108,4
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	521,9	558,5	595,3	630,0
zapasy	238,0	285,8	298,8	319,5	339,3	356,7
należności	164,6	179,4	187,5	200,6	213,0	223,9
inwestycje krótkoterminowe	29,8	27,2	34,5	37,3	41,9	48,3
rozliczenia międzyokresowe	2,2	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
aktywa razem	699,9	772,0	830,0	881,2	929,2	974,0
kapitał własny akcjonariuszy jedn. dominującej	357,1	390,7	420,4	456,1	492,9	531,4
kapitał mniejszości	62,5	70,9	76,2	82,2	88,5	95,1
zobowiązania	280,3	310,4	333,4	342,9	347,8	347,5
zobowiązania długoterminowe	29,6	36,6	40,9	42,6	44,1	45,5
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	5,9	5,9	5,9	5,9
zobowiązania krótkoterminowe	250,7	273,8	292,5	300,3	303,7	302,1
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	59,7	51,3	39,2	23,9
pasywa razem	699,9	772,0	830,0	881,2	929,2	974,0
BVPS	14,2	15,5	16,7	18,1	19,6	21,1

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	70,7	79,6	85,2	90,1
amortyzacja bez leasingu MSSF 16	14,0	16,1	19,1	20,5	21,8	23,0
zmiana kapitału obrotowego	-53,0	-40,4	-11,6	-18,5	-17,6	-15,5
gotówka z działalności operacyjnej	35,2	69,0	78,2	81,7	89,4	97,6
inwestycje (capex)	-29,0	-29,6	-30,0	-30,3	-30,6	-30,9
gotówka z działalności inwestycyjnej	-27,6	-25,5	-45,6	-32,5	-30,6	-30,9
wypłata dywidendy (w tym udz. mniejsz.)	-33,3	-28,9	-35,7	-37,9	-42,2	-45,0
emisja akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
zmiana zadłużenia	36,5	5,7	10,3	-8,4	-12,1	-15,3
gotówka z działalności finansowej	-9,9	-45,9	-25,4	-46,3	-54,3	-60,3
zmiana gotówki netto	-2,2	-2,4	7,3	2,9	4,6	6,4
DPS	0,95	1,00	1,10	1,15	1,30	1,39
CEPS	2,61	3,08	3,03	3,38	3,62	3,83
FCFPS	2,30	3,43	4,40	4,75	5,19	5,62

Wskaźniki (%)

	2021/22	2022/23	2023/24p	2024/25p	2025/26p	2026/27p
zmiana sprzedaży	15,2%	12,9%	4,6%	6,9%	6,2%	5,1%
zmiana EBITDA	8,5%	15,8%	-3,9%	10,6%	6,2%	5,2%
zmiana EBIT	10,4%	16,0%	-7,5%	11,2%	6,2%	5,1%
zmiana zysku netto	13,5%	18,6%	-6,6%	12,8%	7,3%	5,9%
marża EBITDA	12,9%	13,2%	12,2%	12,6%	12,6%	12,6%
marża EBIT	11,1%	11,4%	10,1%	10,5%	10,5%	10,5%
marża netto	6,7%	7,0%	6,3%	6,6%	6,7%	6,7%
sprzedaż/aktywa (x)	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
dług / kapitał (x)	0,06	0,07	0,07	0,04	0,01	-0,03
odsetki / EBIT	-4,1%	-6,3%	-4,4%	-3,2%	-2,4%	-1,8%
stopa podatkowa	19,9%	19,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
ROE	14,5%	15,7%	13,7%	14,2%	14,1%	13,8%
ROA	7,4%	8,0%	6,9%	7,3%	7,5%	7,6%
(dług) gotówka netto (mln PLN)	-19,9	-28,1	-31,2	-19,9	-3,3	18,4

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
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
Ambra	Kupuj	4 paź 23	29,10	35,90	Grzegorz Gawkowski
Mostostal Zabrze	Kupuj	30 lis 23	3,87	5,80	Adam Zajler
IFIRMA	Neutralnie	30 lis 23	29,80	30,90	Seweryn Żołyński
IMS	Kupuj	8 gru 23	3,79	4,60	Łukasz Bugaj

Źródło: BM Banku Millennium - rekomendacje wydawane przez BM Banku Millennium obowiązuje 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 otrzymywało wynagrodzenie od GPW.

Struktura rekomendacji BM Banku Millennium za ostatnie 12 miesięcy

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	9	60%
Akumuluj	5	33%
Neutralnie	1	7%
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 Dyrektor
Doradca inwestycyjny banki, ubezpieczenia
+48 22 598 26 82
marcin.materna@bankmillennium.pl

Adam Zajler Analityk
+48 22 598 26 88 przemysł, technologie, media
adam.zajler@bankmillennium.pl

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

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

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

Departament Sprzedaży

Radosław Zawadzki Dyrektor
+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

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 partykularnych 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) - lepszej 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 uzależniania 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 świadczył, 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 konflikcie 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, Eurolet, 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, Eurolet, 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 sporządzenia 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. 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, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport.

Rozwiązania organizacyjne ustanowione w celu zapobiegania konfliktom interesów:

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

Przyjęte dla zapobiegania konfliktom interesów rozwiązania organizacyjne określa między innymi Regulamin organizacyjny Biura Maklerskiego, który przewiduje: (a) nadzór nad osobami, których główne funkcje obejmują prowadzenie działań w imieniu lub świadczenie usług dla Klientów, których interesy mogą być sprzeczne lub 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 określa 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 18 marca 2024r. o godzinie 8:00 a datą pierwszego rozpowszechnienia raportu jest data raportu 18 marca 2024r. godzina 8:30.

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.