

# Ambra

**kupuj**

branża spożywcza

poprzednia rekomendacja: akumuluj

Cena: 17.25

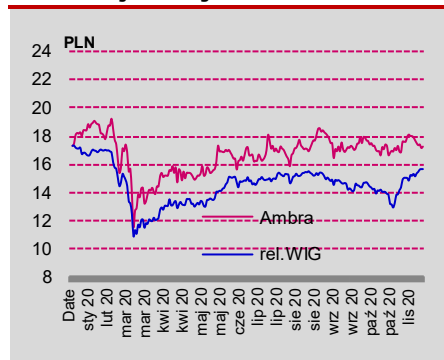
Cena docelowa: 27.2

## Pandemia nie taka straszna

Ostatnie dwa kwartały pokazały, że rynek wina jest dość odporny na takie wydarzenia jak pandemia, a grupa Ambra potrafi działać elastycznie dostosowując się do sytuacji. Po mniejszym niż sądziliśmy spadku przychodów w IV kw. 2019/20 (6% vs oczekiwane 12%), w kolejnym przychody spółki wzrosły o 12.4%, czyli były na poziomie dynamik sprzed pandemii. Jednak aby nie popadać w nadmierny optymizm trzeba pamiętać, że wzrost wynikał częściowo z odroczonego popytu z okresu kwiecień-maj. Pod wpływem nowych obostrzeń oczekujemy spadku przychodów w bieżącym kwartale o 3%, jednak cały rok i tak powinien być dużo lepszy niż nasze prognozy z poprzedniego raportu. W perspektywie dwóch-trzech kwartałów pandemia powinna się zakończyć (część ludzi przechoruje, część się zaszczepi), a z pewnością nie będzie już znacząco wpływać na gospodarkę. Optymizm konsumentów oraz dynamika konsumpcji nie powróci jednak jeszcze przez 2-3 lata to poziomu sprzed pandemii. Aktualny C/Z Ambry wynosi 12.5 za rok 2019/20 oraz prognozowany 11.9 za rok 2020/21. W efekcie lepszych od oczekiwań zysków i podniesienia naszych prognoz, jak również dalszego obniżania stopy wolnej od ryzyka, podwyższamy cenę docelową dla akcji Ambry z 21.3 PLN do 27.2 PLN oraz podwyższamy rekomendację z akumuluj do kupuj.

Nie zmaterializowały się nasze obawy dotyczące możliwej niższej dywidendy. Ambra za rok 2019/20, podobnie jak za rok wcześniejszy, wypłaciła 0.7 PLN na akcję (stopa dywidendy 4.1%). Spółka więc ani razu przez ostatnie 10 lat nie obniżyła wypłacanej kwoty. Mimo regularnych dywidend dług netto na koniec I kw. 2020/21 wyniósł tylko 33.8 mln PLN (0.5x EBITDA), dzięki czemu kontynuacja wypłat w przyszłości jest niezagrażona. Spółka nie planuje w najbliższym czasie przejść i zamierza się skupić na już rozpoczętych projektach. W Czechach optymalizacji wymaga sklep internetowy, a w przyszłym roku pojawią się nowe placówki stacjonarne. W Polsce rozwijany jest cały czas projekt orzeźwiających drinków bezalkoholowych oraz Winiarnia Zamojska. Spółka planuje także rozwój sieci sklepów w formatach mniejszych tzw. przyulicznych, jak również współpracę ze sklepami niezależnymi. Uważamy, że najważniejszy dla spółki miesiąc (grudzień) jest aktualnie dużą niewiadomą. Z pewnością w kanale HoReCa nastąpi całkowite załamanie, jednak ta część stanowi tylko 5-6% przychodów spółki. Cały rynek wina i alkoholi może ucierpieć w niewielkim stopniu (podobnie jak to było w kwietniu/maju). Jednak nawet słabsze wyniki w tegorocznym sezonie świątecznym (w naszych prognozach zakładamy 3% spadku przychodów) nie zmienią pozytywnych, długoterminowych perspektyw dla rynku oraz pozycji Ambry.

### Kurs akcji relatywnie



Max/min 52 tygodnie (PLN)	19.2 / 11.5
Liczba akcji (mln)	25.2
Kapitalizacja (mln PLN)	435
EV (mln PLN)	480
Free float (mln PLN)	169
Średni obrót (mln PLN)	0.2
Główny akcjonariusz	Schloss-Wachenheim
% akcji, % głosów	61.1%, 61.1%
	1 m 3 m 12 m
Zmiana ceny	-0.3% -10.6% 9.2%
Zmiana rel. WIG	-12.9% -12.3% 17.2%

Marcin Palenik, CFA

22 598 26 71

marcin.palenik@millenniumdm.pl

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	DY (%)	EV /EBIT	EV /EBITDA	ROE (%)
2019/20	590.9	58.5	72.0	55.4	34.7	1.38	1.91	11.8	12.5	1.5	4.1	8.2	6.7	12.5
2020/21p	618.9	59.6	74.9	57.9	36.5	1.45	2.05	12.5	11.9	1.4	4.1	8.1	6.4	12.3
2021/22p	652.8	61.5	77.1	60.4	38.1	1.51	2.13	13.3	11.4	1.3	4.3	7.8	6.2	12.1
2022/23p	683.6	63.7	79.9	63.0	39.9	1.58	2.22	14.1	10.9	1.2	4.5	7.5	6.0	11.9

p - prognozy skonsolidowane MillenniumDM, EBITDA wg MSR 17

# 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 716 mln PLN, czyli 28.4 PLN na akcję. Przy użyciu metody porównawczej wyceniliśmy spółkę na 652 mln PLN (25.9 PLN na akcję). Zarówno metodzie DCF jak i porównawczej przypisaliśmy wagę po 50%. Uzyskaliśmy wycenę spółki na poziomie 684 mln PLN, czyli 27.2 PLN na akcję. W związku z uzyskaną wyceną podwyższamy rekomendację z akumuluj do kupuj dla akcji spółki Ambra.

## Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Wycena (mln PLN)	Wycena na 1 akcję (PLN)
Wycena DCF	716	28.4
Wycena porównawcza	652	25.9
<b>Wycena spółki Ambra SA</b>	<b>684</b>	<b>27.2</b>

Źródło: Bloomberg, MillenniumDomMaklerski S.A.

## Wycena DCF

Do wyceny DCF przyjęliśmy następujące założenia:

- ❑ Wolne przepływy gotówkowe obliczono na podstawie prognoz wyników dla Grupy Ambra za lata obrotowe od 2020/21 do 2029/30,
- ❑ Do oszacowania stopy wolnej od ryzyka w kolejnych latach prognozy użyto rentowności obligacji skarbowych,
- ❑ Długoterminową stopę wolną od ryzyka ustalono na poziomie 1.8% (obniżenie z 2.0% w związku z obniżeniem długoterminowych rentowności polskich obligacji),
- ❑ Premia rynkowa za ryzyko równa 5%,
- ❑ Współczynnik beta na poziomie 1.0,
- ❑ Stopa wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po roku 2028/29 na poziomie 1.2%,
- ❑ Wzrost przychodów grupy w roku 2020/21 o 4.7%, w 2021/22 wzrost o 5.5% a w kolejnych 3 latach średnio o 4.7% rocznie z tendencją spadkową o 0.3 p.p. rocznie,
- ❑ Spadek marży brutto z poziomu z 34.2% w roku 2019/20 do 34.0% w roku 2020/21 oraz do 33.8% w roku 2021/22 i systematyczny spadek o 0.1 p.p. rocznie w długim okresie,
- ❑ Wzrosty kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu na poziomie dynamiki przychodów w kolejnych latach,
- ❑ Efektywna stopa podatkowa w okresie prognozy na poziomie 20.5%,
- ❑ Wartość aktywów nieoperacyjnych na poziomie 18.7 mln PLN (Ambra ma 56% udziałów w spółce Karom Drinks będącej właścicielem działki o szacowanej wartości 33.4 mln PLN),
- ❑ Wartość przypadająca dla udziałowców mniejszościowych w spółkach z Grupy Ambra oszacowano na 118.9 mln PLN (jako iloczyn aktualnego C/Z Ambry za rok 2019/20 na poziomie 12.5 oraz zysków mniejszości za rok 2019/20 na poziomie 9.5 mln PLN),
- ❑ Ponieważ wzięliśmy dług netto na koniec 2019/2020 roku, to do oszacowania aktualnej wartości Ambry odjęliśmy już wypłaconą dywidendę w wysokości 0.7 PLN na akcję.

## Wycena spółki metodą DCF

(mln PLN)	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26	2026/27	2027/28	2028/29	2029/30	>2029/30
Sprzedaż	618.9	652.8	683.6	715.9	749.8	783.5	816.1	847.3	876.8	905.3	
efektywna st. podatku (T)	20.5%	20.5%	20.5%	20.5%	20.5%	20.5%	20.5%	20.5%	20.5%	20.5%	
EBIT (1-T)	47.4	48.9	50.7	52.5	54.4	56.2	57.9	59.4	60.8	62.0	
Amortyzacja*	15.3	15.6	16.1	16.6	17.1	17.5	17.9	18.3	18.6	18.9	
Inwestycje	-20.0	-20.0	-20.0	-20.2	-20.4	-20.6	-20.8	-21.0	-21.2	-21.4	
Zmiana kap.obrotowego	18.6	-8.9	-8.1	-8.5	-8.9	-8.9	-8.6	-8.2	-7.8	-7.5	
FCF	61.3	35.6	38.7	40.4	42.1	44.2	46.4	48.4	50.4	52.0	941.4
Zmiana FCF		-41.9%	8.8%	4.4%	4.3%	4.9%	4.9%	4.5%	4.0%	3.2%	1.2%
Dług/Kapitał	15.3%	2.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Stopa wolna od ryzyka	0.0%	0.1%	0.1%	0.3%	0.5%	0.7%	0.9%	1.0%	1.1%	1.2%	1.8%
Premia kredytowa	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
Premia rynkowa	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Beta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Koszt długu	1.5%	1.6%	1.6%	1.8%	2.0%	2.2%	2.4%	2.5%	2.6%	2.7%	3.3%
Koszt kapitału	5.0%	5.1%	5.1%	5.3%	5.5%	5.7%	5.9%	6.0%	6.1%	6.2%	6.8%
WACC	4.5%	5.0%	5.1%	5.3%	5.5%	5.7%	5.9%	6.0%	6.1%	6.2%	6.8%
PV (FCF)	61.3	33.9	35.0	34.6	34.0	33.5	32.9	32.2	31.3	30.1	520.8
Wartość DCF (mln PLN)	880	w tym wartość rezydualna				521					
(Dług) Gotówka netto*	-45.4										
Wyplacona dywidenda	-17.6										
Wartość udz. mniejsz.	-118.9										
aktywa nieoperacyjne	18.7										
Wycena DCF (mln PLN)	716.2										
Liczba akcji (mln)	25.2										
Wycena 1 akcji (PLN)	28.4										

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

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

## Wrażliwość wyceny spółki Ambra na przyjęte założenia

PLN	rezydualna stopa wzrostu							
		0.6%	0.8%	1.0%	1.2%	1.4%	1.6%	1.8%
stopa $R_r$ rezydualna	0.8%	29.9	30.8	31.8	32.9	34.1	35.4	36.9
	1.3%	27.9	28.7	29.5	30.4	31.4	32.5	33.6
	1.8%	26.3	27.0	27.7	28.4	29.2	30.1	31.0
	2.3%	24.9	25.5	26.1	26.7	27.4	28.1	28.9
	2.8%	23.7	24.2	24.7	25.3	25.9	26.5	27.1

Źródło: MillenniumDomMaklerski S.A.

## Wycena porównawcza

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

### Wycena porównawcza

Spółka	Ticker	Kraj	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
			2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
SCHLOSS WACHENHEIM	SWA	Niemcy	4.6	4.2	4.2	8.2	7.1	7.3	14.1	11.8	12.2
CONSTELLATION BRANDS	STZ	USA	17.2	16.4	15.0	19.2	18.8	16.9	21.9	20.3	17.9
HAWESKO HOLDING AG	HAW	Niemcy	9.3	9.0	8.5	15.6	14.8	13.7	19.8	18.7	17.1
BARON DE LEY	BDL	Hiszpania	12.2			15.9			18.2		
OENEO	SBT	Francja	15.1	13.0	11.6	19.0	16.0	14.1	25.5	20.9	18.2
Mediana			12.2	11.0	10.1	15.9	15.4	13.9	19.8	19.5	17.5
Wyniki spółki (mln PLN)			68.6	72.0	74.9	55.6	58.5	59.6	32.9	34.7	36.5
Wartość udziałów mniejszościowych			-118.9	-118.9	-118.9	-118.9	-118.9	-118.9			
(Dług) netto skorygowany o wyplaconą dywidendę			-63.1	-63.1	-63.1	-63.1	-63.1	-63.1			
Wy cena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)			655	610	571	702	719	648	652	676	639
<b>Wycena</b>			<b>652</b>								
<b>Wycena na 1 akcję</b>			<b>25.9</b>								

Źródło: Bloomberg, MillenniumDomMaklerski S.A.

## Czynniki ryzyka

Do najważniejszych czynników ryzyka wpływających na działalność Grupy Ambra należą:

- ❑ **Ryzyko kontynuacji słabej koniunktury i nastrojów konsumenckich.** W perspektywie kolejnych kwartałów prawdopodobne jest utrzymanie dużo niższych niż w ostatnich latach nastrojów konsumenckich. Po załamaniu optymizmu w kwietniu i odbiciu w kolejnych miesiącach ostatnie miesiące wskazują, że nowa fala pandemii ponownie wpływa negatywnie. Powrót do tak wysokiego optymizmu jak 1.5 roku temu nie będzie możliwy w najbliższych dwóch-trzech. Wprawdzie bezrobocie nie wzrosło tak mocno jak początkowo oczekiwano, to jednak dynamika płac jest i pozostanie dużo niższa niż przed pandemią.
- ❑ **Ryzyko większego wzrostu kosztów wynagrodzeń, energii i usług,** w najbliższym czasie zmalało, choć oczekujemy, że ich dynamika będzie zbliżona do dynamiki przychodów. Najważniejszym kosztem (poza kupowanymi surowcami i towarami) są koszty wynagrodzeń, które w roku 2019/2020 wyniosły 86.2 mln PLN. Wzrosły tylko 4.6% r/r dzięki przejściu na 80% czasu pracy podczas lock-downu. Generalnie czynnik płacowy w długim okresie powinien być neutralny dla spółki, gdyż wzrost płac wpływa pozytywnie na popyt konsumpcyjny, w tym na produkty Ambry.
- ❑ **Ryzyko kursów walut oraz cen surowców.** Znacząca część towarów oraz surowców jest importowana (wartość ok. 40 mln EUR rocznie), dlatego ceny surowca oraz EUR/PLN wpływają na koszty. Według zarządu spółka jest jednak w stanie z opóźnieniem 2-3 kwartałów przerzucić rosnące koszty na klientów. Wpływ znaczącego wzrostu EUR/PLN na wartości bilansowe też nie jest duży. Wzrost EUR/PLN o 10% obniżyłby, poprzez różnice kursowe, wynik netto o ok. 2.5 mln PLN.

- ❑ **Ryzyko transakcji z głównym akcjonariuszem.** Transakcje takie mogą generować konflikty interesów, jednak zakupy od głównego akcjonariusza (i spółek z nią powiązanych) stanowiły zaledwie 1.2% przychodów w 2019/20.
- ❑ **Ryzyko przedłużającego się wpływu epidemii koronawirusa na działalność spółki.** W związku z obostrzeniami narzucanymi przez rząd, istnieją ograniczenia działalności restauracji i hoteli, gdzie grupa Ambra dostarcza swoje towary i produkty. Przedłużająca się epidemia będzie negatywnie wpływać na sprzedaż kanału HoReCa. Dodatkowo ograniczenia w galeriach handlowych znacząco spadła odwiedzalność sklepów Centrum Wina.
- ❑ **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 zmieniają się niekorzystnie z punktu widzenia Ambry.
- ❑ **Ryzyko zmiany praktyki dywidendowej spółki.** Praktyka ta zakłada stabilny wzrost wypłacanej dywidendy. Uważamy, że stabilnie rosnąca dywidenda jest jednym z głównych atutów z punktu widzenia akcjonariuszy. Uważamy, że zmiana w tym zakresie byłaby niekorzystnie odebrana przez giełdowych uczestników. Sądzymy jednak, że ze względu na niski dług oraz dużą odporność na pandemię, ryzyko to nie jest duże (choć wyższe niż w poprzednich latach).

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

## Ostatnie wydarzenia

### Wynik w pandemii powyżej oczekiwań

Wyniki Ambry zarówno w IV kw. 2019/20 kończącym się w czerwcu jak i w I kw. 2020/21 były powyżej naszych oczekiwań. Okazało się, że wpływ na sprzedaży grupy Ambra nie był tak silny, a ubytki w sprzedaży w kanale HoReCa zostały częściowo kompensowane innymi kanałami. W okresie kwiecień-czerwiec spadek sprzedaży wyniósł tylko 6% r/r (spodziewaliśmy się nawet 12% spadku), a dodatkowo grupa poprawiła zyski (EBIT wzrósł z 2.8 do 3.7 mln PLN). Poprawa była osiągnięta dzięki 2.5 mln PLN subwencji z Tarczy Antykryzysowej COVID-19 oraz ścięciu kosztów marketingu i dystrybucji o 2.4 mln PLN. Ubytek sprzedaży w wyniku lockdownu można było szacować na ok. 25-30 mln PLN. Odroczony popyt przeniósł się częściowo na mocny I kwartał 2020/21.

Grupa zwiększyła przychody w I kw. 2020/21 o 12.4% r/r, co oznacza, że sprzedaż ponownie wzrosła w bardzo dobrym, dwucyfrowym tempie. Sprzedaż w Polsce wzrosła o 10.7% (powyżej wzrostu rynku wina o 8.3%), natomiast w Czechach i na Słowacji wzrosła aż o 32.6% a w Rumunii o 25%. Istotny wpływ miały zeszłoroczne przejęcia za granicą, choć sam wzrost organiczny w Czechach i Słowacji wyniósł solidne 10.2%. W

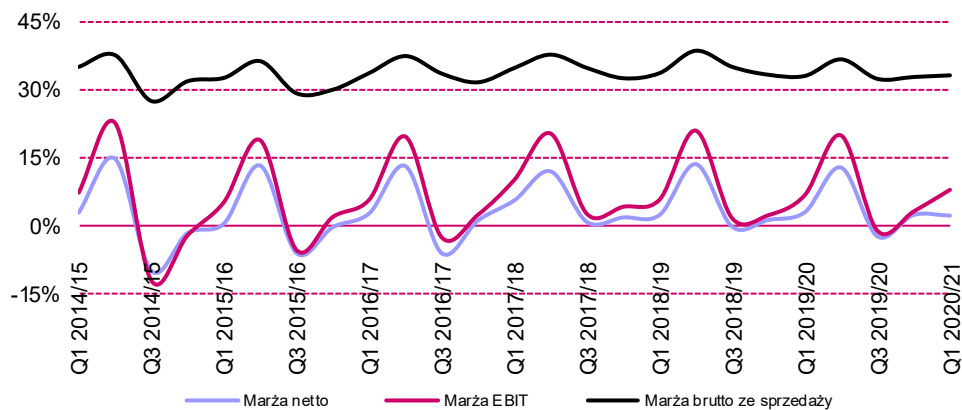
### Skonsolidowane wyniki kwartalne grupy Ambra

	I kw. 2020/21	prognoza MDM	I kw. 2019/20	zmiana (r/r)
Przychody	125.2	122.5	112.7	11.1%
EBITDA	13.0	11.5	9.7	34.0%
EBIT	8.4	7.7	6.5	29.2%
Zysk netto	3.7	3.2	2.6	42.3%
<b>Marże</b>				
Marża EBITDA	10.4%	9.4%	8.6%	
Marża EBIT	6.7%	6.3%	5.8%	
Marża netto	3.0%	2.6%	2.3%	

Źródło: Ambra, prognozy MillenniumDM

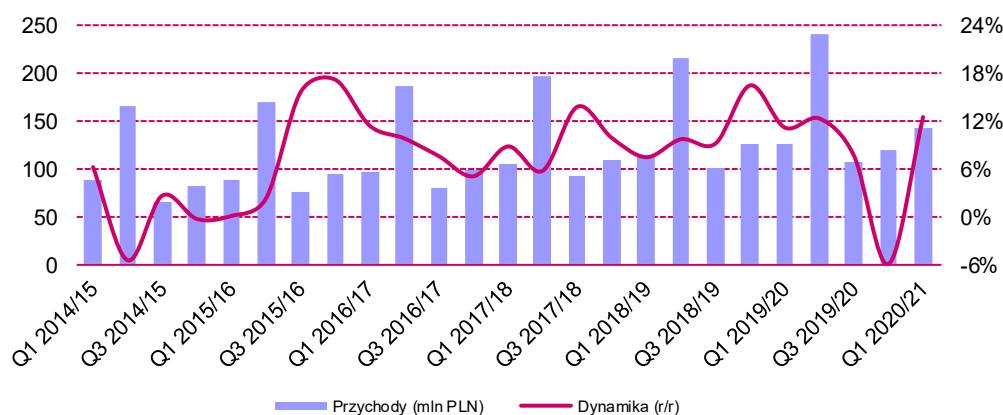
strukturze sprzedaży widoczny był spadek udziału win musujących (z 19.2% do 17.8%), co prawdopodobnie było skutkiem niższej liczby wesel oraz innych imprez okolicznościowych. Wina musujące są bardzo ważną kategorią w grudniu i sytuacja związana z obostrzeniami w kraju będzie mieć istotny wpływ na tą kategorię. Marża brutto ze sprzedaży wyniosła 33.0% i była zbliżona do poziomu sprzed roku. Płaska marża była osiągnięta dzięki redukcji kosztów marketingu, dystrybucji i prowizji o 2.8 mln PLN, gdyż same koszty materiałów i towarów rosły (+18.2% r/r) szybciej niż sprzedaż. Szybki wzrost kosztów materiałów i towarów wynikał z wyższego kursu EURPLN oraz zmiany struktury produktów. Koszty SG&A wzrosły o 8.8% r/r podobnie jak dynamika samych kosztów wynagrodzeń. Zysk na sprzedaży wyniósł 10.8 mln PLN vs 8.4 mln PLN rok wcześniej. Pozostałe przychody/koszty operacyjne wyniosły netto +0.3 mln PLN (drobne jednorazówki), natomiast niezrealizowane różnice kursowe były zbliżone do zera. Zysk netto dla akcjonariuszy Ambry wyniósł 5.4 mln PLN vs 3.7 mln PLN rok wcześniej i był to najlepszy I kwartał w historii.

### 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.

### Dywidenda nie spadła pomimo pandemii

W ostatnim raporcie obawialiśmy się, że pandemia wpłynie na możliwą redukcję poziomu wypłacanej dywidendy. Rok temu spółka wypłaciła 0.7 PLN na akcję i uważaliśmy, że należy ostrożnie oczekiwać dywidendy w wysokości 0.5-0.6 PLN na akcję. Jak się jednak okazało pandemia miała (do tej pory) dużo mniejszy negatywny wpływ niż prognozowaliśmy i spółka ponownie wypłaciła 0.7 PLN dywidendy na akcję.



Zadłużenie netto na koniec I kw. wyniosło 33.8 mln PLN vs 27.4 mln PLN rok wcześniej. Pomimo wzrostu o 6.4 mln PLN r/r nadal jest to zaledwie 0.5x EBITDA. Wzrost zadłużenia wynikał wydatków inwestycyjnych (przejęcia, modernizacja w Woli Dużej) oraz wyższego poziomu zapasów (podwyższony poziom na czas modernizacji). Spółka w poprzednich kwartałach zrobiła dodatkowe zapasy z których powinna powoli schodzić, tak że na koniec roku powinno zostać uwolnione ok. 19 mln PLN gotówki z majątku obrotowego. Dodatkowo na ten rok zarząd oczekuje wydatków inwestycyjnych na poziomie około 16-18 mln PLN, czyli istotnie mniej niż w roku ubiegłym (razem z przejęciami 34.3 mln PLN). Na razie nie są planowane kolejne przejęcia. Oczekujemy na koniec roku obrotowego niższego zadłużenia netto r/r (8.9 mln PLN vs 45.4 mln PLN na koniec czerwca 2020). Polityka dywidendowa spółki jest więc niezagrożona i za rok można ponownie liczyć, w scenariuszu pesymistycznym, przynajmniej 0.7 PLN dywidendy na akcję. Poza niskim poziomem zadłużenia, spółka ma również komfort płynnościowy – wskaźnik bieżącej płynności wynosił 1.7 na koniec roku obrotowego, choć wskaźnik płynności przyspieszonej przejściowo spadł do 0.8 (planowe dodatkowe zapasy).

### **Perspektywa stabilnego, organicznego wzrostu**

Aktualny, najważniejszy dla spółki kwartał będzie pod wpływem ograniczeń związanych z pandemią. W tym okresie w normalnych latach ma miejsce wiele eventów przedsięwzięczych, które wspierają popyt na produkty Ambry. W tym roku ich nie będzie. Dodatkowo pozamykane restauracje i hotele sprawiają, że popyt ze strony HoReCa praktycznie spadł w bieżącym okresie do zera. Oznacza to zdjęcie ok. 5-6% przychodów spółki. Dodatkowo, wprawdzie sklepy sieci Centrum Wina (generujące ok. 8% przychodów) pozostają otwarte, to znajdują się w większości w galeriach handlowych, gdzie odwiedzalność dramatycznie spadła. W związku z tym trzeba się liczyć, że w najważniejszym dla spółki kwartałem, przychody spadną. Spadek ten nie powinien być znaczący, gdyż okres całkowitego lock downu na wiosnę pokazał, że rynek wina jako całość jest dość odporny. Oczekujemy, że grupa obniży przychody o 3% r/r.

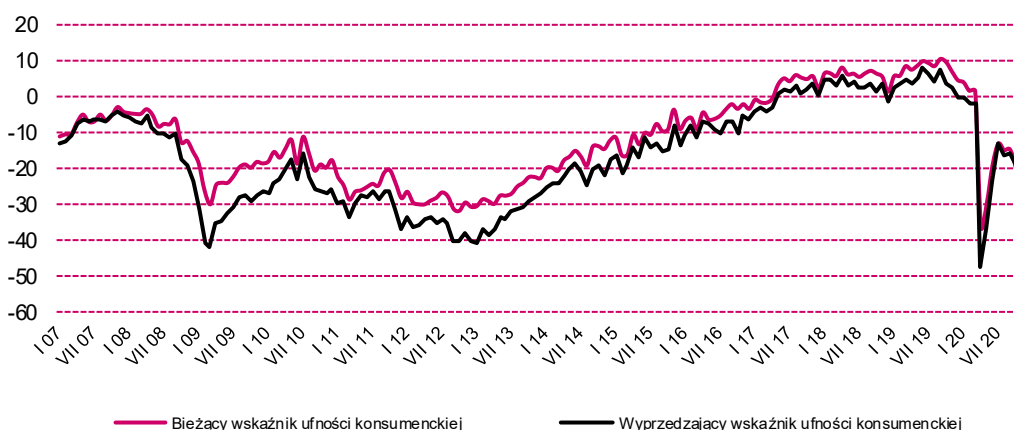
Podobnie jak w wielu branżach w okresie pandemii, zarząd Ambry skupia się przede wszystkim na tym, aby szkody z nią związane były jak najmniejsze. Dlatego nie ma dużego miejsca na otwieranie nowych istotnych projektów, szczególnie, że cała spółka pracuje nad rozwojem projektów takich jak Winiarnia Zamojska oraz orzeźwiających drinków bezalkoholowych. Istotny potencjał rozwoju cały czas istnieje w Czechach gdzie grupa zakupiła w ostatnim roku sklep internetowy oraz sklepy stacjonarne. Niestety sklepy stacjonarne są pod silnym wpływem pandemii, natomiast sklep internetowy wymaga optymalizacji działalności (między innymi lepsze pozycjonowanie i dotarcie do klientów). Mimo to spółka liczy nawet na 10% wzrostu organicznego w dalszej perspektywie. Ambra koncentruje się w tym kraju na budowie i zwiększaniu oferty rynkowej w oparciu o dostawców Centrum Wina. Stopniowe rozszerzanie sieci sprzedaży spółka planuje rozpocząć w 2021 r. W Polsce spółka planuje rozwój sieci sklepów w formatach mniejszych tzw. przyulicznych, jak również współpracę ze sklepami niezależnymi. W dalszej perspektywie, gospodarce post pandemicznej, zarząd oczekuje, że rynek wina powinien wrócić do wzrostu na poziomie 5-6% wartościowo m.in. dalszej tendencji przechodzenia klientów na produkty bardziej premium. W ciągu ostatnich dwóch lat udział win powyżej 20 zł za butelkę wzrósł z 17% do 21%.

### **Drua fala niepewności**

Wskaźniki gospodarcze po załamaniu w kwietniu szybko się odbiły w kolejnych dwóch miesiącach po zdjęciu lock-downu. W odbiciu konsumpcji pomagał odłożony popyt i poprawa optymizmu. Wiele osób miało nadzieję, że najgorsze za nami. Poprawa konsumpcji wskaźników optymizmu miała miejsce w okresie maj-lipiec. Jednak już w sierpniu, gdy w niektórych krajach rozwijała się druga fala pandemii (np. Hiszpania), było wiadomo, że także w Polsce trzeba być przygotowanym na gorsze scenariusze jesienią. Wartość Bieżącego Wskaźnika Ufności Konsumenckiej (BWUK), która jeszcze

w marcu wynosiła +1.3, odbiła się od dna w kwietniu -36.4 do poziomu -13.4 w lipcu. Od sierpnia ponownie widoczny jest jego spadek. Lokalny szczyt w lipcu pokazuje, że nastoje są mocno obniżone przez pandemię (przed 2020 taki poziom był w 2015 roku). Wskaźniki optymizmu wpływają jednak najmocniej na wydatki o większej wartości. Okazuje się, że rynek wina jest na tym tle bardzo mocny. Ambra szacuje, że rynek za ostatnie 12 miesięcy (do września) urósł ok. 9% r/r. Równocześnie warto zauważyć, że jeden z głównych czynników wpływających (ujemnie) na wydatki, czyli poziom bezrobocia wzrósł dużo słabiej niż oczekiwano. W maju ekonomiści szacowali, że bezrobocie wzrośnie 8-9% na koniec roku. Na koniec października było to tylko 6.1%. Sytuacja jest cały czas niepewna w związku z drugą falą epidemii w Polsce. Jednak jej skutki gospodarcze nie będą tak silne jak w przypadku pierwszej fali i jak wcześniej sądzono.

### Wskaźniki koniunktury konsumenckiej



Źródło: GUS

### Aktualizacja prognoz finansowych

Przychody w IV kw. 2019/20 jak i w I kw. 2020/21 były wyraźnie powyżej naszych oczekiwań z poprzedniego raportu. Nieznacznie gorsze może natomiast być kluczowy, II kwartał 2020/21. Sumaryczny efekt sprawia jednak, że podnosimy prognozę przychodów na ten rok o 7.3% i przyszły o 6.4%. Wbrew naszym obawom spółka też pokazała dużą elastyczność kosztową w odpowiedzi na wzrost kursu EUR/PLN. Dlatego dzięki wyższym przychodom, pozytywnie wpływającym na marżę dzięki dźwigni operacyjnej i lepszej kontroli kosztowej, marża EBIT w naszych prognozach wzrosła o 2.0 p.p. na rok bieżący (z 7.7% do 9.6%), o 1.2 p.p. na rok 2021/22 (z 8.2% na 9.4%) oraz 1.1 p.p. (z 8.2% na 9.3%) w roku 2022/23. Celem zarządu jest utrzymywanie marży EBIT na poziomie 10% (w 2019/20 było to 9.9%). Uważamy, jednak że marża bardziej będzie w przedziale 9-10% z umiarkowaną presją w dłuższym terminie. Niemniej jednak nasze pesymistyczne założenia z maja nie zrealizowały się i spółka pokazała, że potrafi się opierać nawet skrajnym negatywnym zdarzeniom. Dlatego założenia z poprzedniego raportu (w efekcie prognoza marży EBIT poniżej 9.0%) były zbyt pesymistyczne. Pewnym zagrożeniem w krótkim terminie nadal jest to jak będzie wyglądał II kw. kończący się w grudniu. Oczekujemy spadku przychodów o 3% r/r (efekt zamknięcia kanału HoReCa, mniejsza odwiedzalność galerii), ale sytuacja jest mocno niepewna.



## Zmiany w prognozach Millennium DM wyników grupy Ambra

	2020/2021			2021/2022			2022/2023		
	poprzednia	aktualna	zmiana	poprzednia	aktualna	zmiana	poprzednia	aktualna	zmiana
Przychody	579.2	618.9	6.8%	615.8	652.8	6.0%	650.0	683.6	5.2%
EBITDA	59.2	74.9	26.5%	65.9	77.1	17.0%	69.3	79.9	15.2%
EBIT	44.4	59.6	34.2%	50.7	61.5	21.4%	53.6	63.7	18.9%
Zysk netto akcyj. jedn. domin.	26.5	36.5	37.6%	30.9	38.1	23.3%	32.7	39.9	21.9%

Źródło: prognozy MillenniumDM

## Analiza czynników ESG

Ambra wdrożyła Strategię Zrównoważonego Rozwoju 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

S – tworzenie pracy dla wszystkich i dbanie o dobro konsumenta

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

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 2021/2020
- ☐ 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). Oceniamy pozytywnie strategię zrównoważonego rozwoju, która zawiera szczegółowe, mierzalne cele. Szczególnie warto podkreślić aspekt promowania umiarkowanej konsumpcji alkoholu, który jest w sprzeczności z krótkoterminową maksymalizacją zysków. A spojrzenie długoterminowe to jest jedną z kluczowych kwestii w zrównoważonym rozwoju.

# Wyniki finansowe

## Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2018/19	2019/20	2020/21p	2021/22p	2022/23p	2022/23p
<b>przychody netto</b>	<b>552.4</b>	<b>590.9</b>	<b>618.9</b>	<b>652.8</b>	<b>683.6</b>	<b>715.9</b>
Koszty sprzedanych towarów	-355.7	-388.6	-408.2	-431.9	-453.0	-475.1
<b>zysk brutto na sprzedaży</b>	<b>196.7</b>	<b>202.3</b>	<b>210.6</b>	<b>220.9</b>	<b>230.6</b>	<b>240.8</b>
koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	-139.6	-144.5	-151.3	-159.6	-167.2	-175.1
saldo pozostałej działalności operacyjnej	-1.5	0.7	0.3	0.3	0.3	0.3
<b>EBITDA</b>	<b>68.6</b>	<b>72.0</b>	<b>74.9</b>	<b>77.1</b>	<b>79.9</b>	<b>82.6</b>
<b>EBIT</b>	<b>55.6</b>	<b>58.5</b>	<b>59.6</b>	<b>61.5</b>	<b>63.7</b>	<b>66.0</b>
saldo finansowe	-1.2	-3.1	-1.7	-1.2	-0.7	-0.2
<b>zysk przed opodatkowaniem</b>	<b>54.4</b>	<b>55.4</b>	<b>57.9</b>	<b>60.4</b>	<b>63.0</b>	<b>65.8</b>
podatek dochodowy	-12.6	-11.3	-11.9	-12.4	-12.9	-13.5
Udział w zyskach (stratach) jedn. podporządk.	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
(Zyski) straty mniejszości	-9.1	-9.5	-9.7	-10.0	-10.3	-10.7
<b>Zysk netto akcj. jedn. domin.</b>	<b>32.9</b>	<b>34.7</b>	<b>36.5</b>	<b>38.1</b>	<b>39.9</b>	<b>41.7</b>
EPS	1.31	1.38	1.45	1.51	1.58	1.65

## Bilans (mln PLN)

	2018/19	2019/20	2020/21p	2021/22p	2022/23p	2022/23p
<b>aktywa trwałe</b>	<b>184.4</b>	<b>242.5</b>	<b>247.1</b>	<b>252.4</b>	<b>257.0</b>	<b>261.2</b>
wartości niematerialne i prawne	59.8	86.1	91.1	91.1	91.1	91.1
rzeczowe aktywa trwałe	109.4	116.9	116.6	121.0	124.9	128.5
prawa do użytkowania aktywów (MSSF 16)		21.5	21.4	22.3	23.0	23.6
inwestycje długoterminowe	14.0	14.3	14.3	14.3	14.3	14.3
rozliczenia międzyokresowe	1.2	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7
<b>aktywa obrotowe</b>	<b>303.8</b>	<b>330.3</b>	<b>339.1</b>	<b>350.3</b>	<b>362.4</b>	<b>376.3</b>
zapasy	134.7	175.1	151.0	159.3	166.8	174.7
należności	126.3	128.0	139.2	146.9	153.8	161.1
inwestycje krótkoterminowe	38.9	24.8	46.3	41.6	39.3	38.0
rozliczenia międzyokresowe	3.9	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
<b>aktywa razem</b>	<b>488.2</b>	<b>572.8</b>	<b>586.2</b>	<b>602.7</b>	<b>619.4</b>	<b>637.5</b>
kapitał własny akcjonariuszy jedn. dominującej	278.9	297.3	316.2	335.7	356.2	377.7
kapitał mniejszości	43.3	47.9	51.8	55.8	59.9	64.2
zobowiązania	166.0	227.6	218.3	211.2	203.3	195.7
zobowiązania długoterminowe	4.6	37.0	37.0	37.6	38.1	38.6
w tym zob. leasingowe (MSSF 16)		15.8	15.8	16.4	16.9	17.4
w tym dług odsetkowy	0.8	9.2	9.2	9.2	9.2	9.2
zobowiązania krótkoterminowe	161.4	190.6	181.3	173.6	165.2	157.1
w tym zob. leasingowe (MSSF 16)		8.0	8.0	8.3	8.5	8.8
w tym dług odsetkowy	37.0	61.0	46.0	31.0	16.0	1.0
<b>pasywa razem</b>	<b>488.2</b>	<b>572.8</b>	<b>586.2</b>	<b>602.7</b>	<b>619.4</b>	<b>637.5</b>
BVPS	11.07	11.80	12.54	13.32	14.13	14.98

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

## Cash flow (mln PLN)

	2018/19	2019/20	2020/21p	2021/22p	2022/23p	2022/23p
wynik netto wraz zyskami mniejszości	42.0	44.2	46.1	48.1	50.2	52.4
amortyzacja bez leasingu MSSF 16	13.0	13.5	15.3	15.6	16.1	16.6
zmiana kapitału obrotowego	-13.0	-44.9	18.6	-8.9	-8.1	-8.5
<b>gotówka z działalności operacyjnej</b>	<b>40.8</b>	<b>17.4</b>	<b>80.0</b>	<b>54.7</b>	<b>58.2</b>	<b>60.5</b>
inwestycje (capex)	-18.3	-34.3	-15.0	-20.0	-20.0	-20.2
<b>gotówka z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-17.2</b>	<b>-30.5</b>	<b>-20.0</b>	<b>-20.0</b>	<b>-20.0</b>	<b>-20.2</b>
wypłata dywidendy (w tym udz. mniejsz.)	-21.1	-23.3	-23.4	-24.5	-25.6	-26.7
emisja akcji	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
zmiana zadłużenia	6.4	32.4	-15.0	-15.0	-15.0	-15.0
<b>gotówka z działalności finansowej</b>	<b>-16.3</b>	<b>-1.1</b>	<b>-38.4</b>	<b>-39.5</b>	<b>-40.6</b>	<b>-41.7</b>
zmiana gotówki netto	7.3	-14.2	21.6	-4.8	-2.3	-1.4
DPS	0.68	0.70	0.70	0.74	0.77	0.80
CEPS	1.82	1.91	2.05	2.13	2.22	2.31
FCFPS	2.84	0.84	4.25	3.09	3.27	3.39

## Wskaźniki (%)

	2018/19	2019/20	2020/21p	2021/22p	2022/23p	2022/23p
zmiana sprzedaży	11.4%	7.0%	4.7%	5.5%	4.7%	4.7%
zmiana EBITDA	-0.6%	5.0%	4.0%	3.0%	3.6%	3.5%
zmiana EBIT	-2.5%	5.3%	1.8%	3.3%	3.6%	3.6%
zmiana zysku netto	2.2%	5.4%	5.0%	4.5%	4.6%	4.5%
marża EBITDA	12.4%	12.2%	12.1%	11.8%	11.7%	11.5%
marża EBIT	10.1%	9.9%	9.6%	9.4%	9.3%	9.2%
marża netto	6.0%	5.9%	5.9%	5.8%	5.8%	5.8%
sprzedaż/aktywa (x)	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1	1.2
dług / kapitał (x)	0.00	0.15	0.03	0.00	-0.04	-0.07
odsetki / EBIT	-2.2%	-5.3%	-2.8%	-1.9%	-1.1%	-0.4%
stopa podatkowa	23.2%	20.4%	20.5%	20.5%	20.5%	20.5%
ROE	12.4%	12.5%	12.3%	12.1%	11.9%	11.7%
ROA	7.3%	7.1%	6.4%	6.5%	6.6%	6.7%
(dług) gotówka netto (mln PLN)	1.1	-45.4	-8.9	1.4	14.1	27.8

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

## Departament Analiz

### Marcin Materna, CFA

Doradca inwestycyjny

+48 22 598 26 82

marcin.materna@millenniumdm.pl

### Marcin Palenik, CFA

+48 22 598 26 71

marcin.palenik@millenniumdm.pl

### Sebastian Siemiątkowski

+48 22 598 26 05

sebastian.siemiatkowski@millenniumdm.pl

### Artur Topczewski

Doradca inwestycyjny

+48 22 598 26 59

artur.topczewski@millenniumdm.pl

### Adam Zajler

+48 22 598 26 88

adam.zajler@millenniumdm.pl

**Dyrektor**  
banki, ubezpieczenia

**Analityk**  
handel detaliczny

**Analityk**  
fundusze inwestycyjne  
gry

**Analityk**  
fundusze inwestycyjne  
deweloperzy

**Analityk**  
akcje

## Departament Sprzedaży

### Radosław Zawadzki

+48 22 598 26 34

radoslaw.zawadzki@millenniumdm.pl

### Arkadiusz Szumilak, CFA

+48 22 598 26 75

arkadiusz.szumilak@millenniumdm.pl

### Jarosław Oldakowski

+48 22 598 26 11

jaroslaw.oldakowski@millenniumdm.pl

### Leszek Iwaniec

+48 22 598 26 90

leszek.iwaniec@millenniumdm.pl

### Marek Pszczółkowski

+48 22 598 26 60

marek.pszczolkowski@millenniumdm.pl

### Marcin Czerwinka

+48 22 598 26 70

marcin.czerwinka@millenniumdm.pl

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

### Ważne informacje

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

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

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

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

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

### Objaśnienia terminologii fachowej użytej w raporcie

EV - wycena rynkowa spółki + wartość długu odsetkowego netto

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

P/CE - stosunek ceny akcji do zysku netto na akcję powiększonego o amortyzację na akcję

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

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

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych

ROA - stopa zwrotu z aktywów

EPS - zysk netto na 1 akcję

CEPS - wartość zysku netto i amortyzacji na 1 akcję

BVPS - wartość księgowa na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

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

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

### Stosowane metody wyceny

Rekomendacje sporządzone są w oparciu o następujące metody wyceny (wybrane 2 z 3): Metoda DCF (model zdyskontowanych strumieni pieniężnych) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny przedsiębiorstw. Wadą metody DCF jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy, jak i jej otoczenia makroekonomicznego. Metoda porównawcza (porównanie odpowiednich wskaźników rynkowych, przy których jest notowana spółka z podobnymi wskaźnikami dla innych firm z tej samej branży bądź branż pokrewnych) - lepiej niż metoda DCF odzwierciedla 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 Millennium Dom Maklerski S.A. ze spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu

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

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

Zasady zarządzania konfliktami interesów w Millennium Dom Maklerski S.A. zostały zawarte w Polityce zarządzania konfliktami interesów w Millennium Dom Maklerski S.A. Przyjęte dla zapobiegania konfliktom interesów rozwiązania organizacyjne określa między innymi Regulamin organizacyjny Spółki Akcyjnej Millennium Dom Maklerski, który przewiduje: (a) nadzór nad osobami, których główne funkcje obejmują prowadzenie działań w imieniu lub świadczenie usług dla Klientów, których interesy mogą być sprzeczne lub którzy w inny sposób reprezentują różne sprzeczne interesy, w tym interesy Domu Maklerskiego; (b) środki zapobiegające lub ograniczające wywieranie przez osobę trzecią niewłaściwego wpływu na sposób, w jaki upoważniona osoba wykonuje czynności w ramach usług świadczonych przez Dom Maklerski (c) organizacyjne oddzielenie od siebie osób (zespołów) zajmujących się wykonywaniem czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów, (d) zapewnienie każdej jednostce organizacyjnej Domu Maklerskiego i jej pracownikom niezależności w zakresie, w jakim dotyczy to interesów Klientów, na rzecz których taka jednostka wykonuje określone czynności. Przyjęte dla zapobiegania konfliktom interesów rozwiązania określa również Regulamin wynagradzania, który zapewnia, że nie istnieją żadne powiązania pomiędzy wysokością wynagrodzeń pracowników różnych jednostek organizacyjnych lub wysokością przychodów osiąganych przez różne jednostki organizacyjne, jeżeli jednostki te wykonują czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów. Ograniczenia dotyczące przepływu informacji w celu zapobiegania konfliktom interesów, w tym informacji poufnych i stanowiących tajemnicę zawodową, określa Regulamin ochrony przepływu informacji poufnych oraz stanowiących tajemnicę zawodową w Millennium Dom Maklerski S.A.

Prace związane ze sporządzeniem raportu zostały ukończone 26 listopada 2020 roku o godzinie 15.20, a datą pierwszego rozpowszechnienia raportu 26 listopada 2020 roku godzina 15.40

## Rekomendacje Millennium DM opublikowane w ciągu ostatnich 12-stu miesięcy

Spółka	Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji	Cena docelowa	Autor
LPP	Neutralnie	8 lis 19	8530	9108	Marcin Palenik
VRG	Kupuj	8 lis 19	4.08	5.01	Marcin Palenik
Ambra	Kupuj	6 gru 19	15.8	26.0	Marcin Palenik
Agora	Kupuj	20 gru 19	10.3	22.0	Adam Zajler
Ambra	Akumuluj	27 maj 20	18.0	21.3	Marcin Palenik
Agora	Kupuj	30 cze 20	8.1	13.2	Adam Zajler
KGL	Kupuj	1 wrz 20	17.4	23.4	Marcin Palenik

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

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

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	5	71%
Akumuluj	1	14%
Neutralnie	1	14%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

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

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	0	0%
Akumuluj	0	0%
Neutralnie	0	0%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

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