

Ambra

akumuluj

branża spożywcza

poprzednia rekomendacja: kupuj

Cena rynkowa* : 26.1

Cena docelowa: 30.4

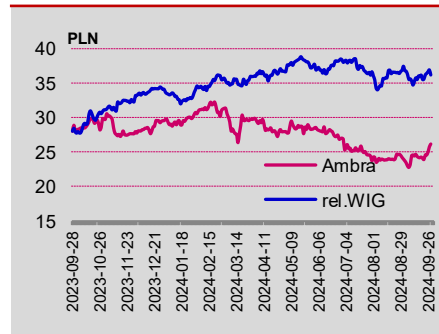
W oczekiwaniu na poprawę konsumpcji

Wyniki przedstawione przez Ambrę w roku obrotowym 2023/24 (lipiec - czerwiec) okazały się zbliżone względem naszych ostatnich prognoz. W obliczu słabszych od oczekiwań nastrojów konsumenckich i występującej inflacji, spółka zdołała zwiększyć swoje przychody do 913.8 mln PLN (+4.3% r/r), co w głównej mierze zawdzięcza wprowadzonym podwyżkom cen w ubiegłym roku kalendarzowym. Ponadto, dzięki wyższej marżowości w drugim półroczu, Ambra odnotowała również nieznaczący wzrost całorocznej marży brutto ze sprzedaży do poziomu 34.6%. Niemniej jednak, nie wystarczyło to do poprawy ubiegłorocznych rezultatów uzyskanych przez spółkę. W przedstawionym okresie zysk z działalności operacyjnej Ambry obniżył się bowiem do 95.8 mln PLN (-3.9% r/r), natomiast wynik netto odpowiednio do 55.1 mln PLN (-10.4% r/r). Niestety prognozujemy, że w perspektywie kolejnych kwartałów spółka w dalszym ciągu mierzyć się będzie z presją kosztową (choć w mniejszym stopniu niż w poprzednich miesiącach) związaną z rosnącymi kosztami wynagrodzeń i surowców (głównie owoców i soków). Dodatkowo spodziewamy się, że stopniowa odbudowa konsumpcji może nastąpić dopiero na początku przyszłego roku kalendarzowego, co w połączeniu z zanikającym wpływem akwizycji na rynku rumuńskim sprawi, że spółce trudno będzie o poprawę zeszłorocznych wyników. Z uwagi na powyższe zdecydowaliśmy o obniżeniu naszych prognoz finansowych zarówno na ten rok, jak i kolejne lata.

Uwzględniając prognozowany przez nas zysk netto w roku obrotowym 2024/25, Spółka notowana jest obecnie przy wyprzedającym wskaźniku P/E na poziomie 12.8. Cenę docelową 1 akcji Ambry w zestawieniu z ostatnią prognozą, zmniejszamy z 32.2 PLN do 30.4 PLN, równocześnie obniżając rekomendację z „kupuj” do „akumuluj”. Na zmianę wyceny niekorzystnie wpłynęła korekta prognoz dotyczących przyszłych wyników spółki.

Zarząd Ambry zarekomendował WZA wypłatę dywidendy w wysokości 1.1 PLN na jedną akcję z zysku wypracowanego w roku obrotowym 2023/24. Zaproponowana kwota dywidendy jest więc identyczna względem minionego roku obrotowego. W naszej opinii w kolejnych latach Ambrze sprzyjać powinien stosunkowo niewielki poziom długu netto, tj. 40.9 mln PLN (czyli 0.4x EBITDA), a także posiadany komfort płynnościowy. Dlatego też uważamy, że 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)	32,7 / 22,3		
Liczba akcji (mln)	25,2		
Kapitalizacja (mln PLN)	658		
EV (mln PLN)	699		
Free float (mln PLN)	256		
Średni obrót (mln PLN)	0,2		
Główny akcjonariusz	Schloss-Wachenheim		
% akcji, % głosów	61.1%, 61.1%		
	1 m	3 m	12 m
Zmiana ceny	8,1%	-3,0%	-9,5%
Zmiana WIG	-1,9%	-6,0%	27,3%

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 (%)
2023/24	913,8	95,8	112,8	89,4	55,1	2,18	2,86	16,4	11,9	1,6	4,2	7,3	6,2	13,3
2024/25p	950,9	97,0	120,3	87,6	51,4	2,04	2,96	17,4	12,8	1,5	4,2	7,2	5,8	11,7
2025/26p	1008,8	100,9	126,2	92,7	54,8	2,17	3,18	18,4	12,0	1,4	4,3	6,9	5,5	11,8
2026/27p	1066,0	105,5	132,6	98,8	58,7	2,33	3,40	19,6	11,2	1,3	4,4	6,6	5,3	11,9

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

Raport został sporządzony przez Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w ramach Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego. Informacje dotyczące powiązań Banku Millennium S.A. ze spółkami, będącymi przedmiotem niniejszego raportu znajdują się na ostatniej stronie raportu.

* - cena rynkowa z dnia 30.09.2024 r., godz. 17:00

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 504 mln PLN, czyli 20.0 PLN na akcję. Przy użyciu metody porównawczej wyceniliśmy Spółkę na 1028 mln PLN (40.8 PLN na akcję). Zarówno metodzie DCF, jak i porównawczej przypisaliśmy wagę po 50%. Uzyskaliśmy wycenę Spółki na poziomie 766 mln PLN, czyli 30.4 PLN na akcję. W związku z uzyskaną wyceną obniżamy rekomendację z „kupuj” do „akumuluj” dla akcji spółki Ambra.

Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Wycena (mln PLN)	Wycena na 1 akcję (PLN)
Wycena DCF	504	20,0
Wycena porównawcza	1028	40,8
Wycena spółki Ambra SA	766	30,4

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 2024/25 do 2033/34.
- ❑ Do oszacowania stopy wolnej od ryzyka w kolejnych latach prognozy użyto rentowności obligacji skarbowych.
- ❑ Długoterminową stopę wolną od ryzyka ustalono na poziomie 5.3% (brak zmian względem poprzedniej rekomendacji).
- ❑ Premia rynkowa za ryzyko równa 5%.
- ❑ Współczynnik beta na poziomie 1.0.
- ❑ Stopa wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po roku 2033/34 na poziomie 1.2%.
- ❑ Wzrost przychodów Grupy w roku 2024/25 o 4.1%, w 2025/26 wzrost o 6.1% oraz o 5.7%, 5.2% i 4.6% w kolejnych 3 latach.
- ❑ Wzrost marży brutto z poziomu z 34.6% w roku 2023/24 do 35.3% w roku 2024/25.
- ❑ Wzrost kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu w roku 2024/25 o 6.7%, w 2025/26 wzrost o 6.1% oraz o 5.7%, 5.2% 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 202.2 mln PLN (jako iloczyn aktualnego C/Z Ambry za rok 2023/24 na poziomie 11.9 oraz zysków mniejszości za rok 2023/24 na poziomie 18.4 mln PLN).

Wycena spółki metodą DCF

(mln PLN)	2024/25	2025/26	2026/27	2027/28	2028/29	2029/30	2030/31	2031/32	2032/33	2033/34	>2033/34	
Sprzedaż	950,9	1008,8	1066,0	1121,7	1173,7	1224,4	1273,3	1324,3	1377,2	1432,3		
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)	78,6	81,7	85,5	90,0	94,1	98,2	102,1	106,2	110,5	114,9		
Amortyzacja*	23,3	25,3	27,1	28,7	30,4	32,2	34,0	36,0	38,2	40,7		
Inwestycje	-38,5	-38,9	-39,3	-40,9	-42,9	-45,1	-47,8	-51,1	-55,2	-59,6		
Zmiana kap.obrotowego	-11,0	-17,1	-16,9	-16,5	-15,3	-15,0	-14,5	-15,0	-15,6	-16,3		
FCF	52,4	51,0	56,4	61,4	66,3	70,3	73,9	76,1	77,8	79,7	886,4	
Zmiana FCF		-2,6%	10,6%	8,8%	8,0%	6,1%	5,1%	2,9%	2,3%	2,4%	1,2%	
Dług/Kapitał	17,0%	17,1%	15,0%	12,8%	10,2%	7,3%	4,3%	1,2%	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	9,3%	9,0%	9,1%	9,3%	9,5%	9,6%	9,9%	10,1%	10,2%	10,3%	10,3%	
PV (FCF)	49,0	43,9	44,4	44,0	43,1	41,5	39,2	36,0	33,2	30,7	341,1	
Wartość DCF (mln PLN)	746	w tym wartość rezydualna					341					
(Dług) Gotówka netto*	-40,9											
Wartość udz. mniejsz. aktywa nieoperacyjne	-220,2											
18,7												
Wycena DCF (mln PLN)	503,6											
Liczba akcji (mln)	25,2											
Wycena 1 akcji (PLN)	20,0											

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%
	4,3%	20,5	20,9	21,3	21,7	22,1	22,5	23,0
	4,8%	19,8	20,1	20,4	20,8	21,1	21,5	21,9
	5,3%	19,1	19,4	19,7	20,0	20,3	20,7	21,0
	5,8%	18,4	18,7	19,0	19,3	19,6	19,9	20,2
	6,3%	17,9	18,1	18,4	18,6	18,9	19,2	19,5

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.

Z uwagi na brak dostępnych prognoz finansowych na lata 2024-2026, przy wycenie nie została uwzględniona spółka Purcari Wineries PLC.

Wycena porównawcza

Spółka	Ticker	Kraj	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
			2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
SCHLOSS WACHENHEIM AG	SWA	Niemcy	5,6	5,1	4,9	9,2	8,0	8,0	11,5	9,9	9,6
CONSTELLATION BRANDS	STZ	USA	16,1	14,8	13,6	18,4	16,8	15,4	21,5	18,9	17,1
HAWESKO HOLDING AG	HAW	Niemcy	7,7	7,2	6,9	13,8	12,7	11,6	14,3	12,7	11,4
OENEO	SBT	Francja	11,9	11,1	10,2	17,5	15,7	14,3	22,6	20,6	18,4
VIVA WINE GROUP AB	VIVA	Szwecja	11,6	9,9	8,9	17,8	13,9	11,9	4,1	2,6	5,7
MASI AGRICOLA SPA	MASI	Włochy	22,9	18,3	15,3	45,8	30,6	26,2	136,8	55,1	38,5
Mediana			11,8	10,5	9,6	17,6	14,8	13,1	17,9	15,8	14,2
Wyniki spółki (mln PLN)			112,8	120,3	126,2	95,8	97,0	100,9	55,1	51,4	54,8
Wartość udziałów mniejszościowych			-220,2	-220,2	-220,2	-220,2	-220,2	-220,2			
Gotówka (Dług) netto			-40,9	-40,9	-40,9	-40,9	-40,9	-40,9			
Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)			1067	1002	946	1428	1175	1061	986	812	778
Wycena			1 028								
Wycena na 1 akcję			40,8								

Źródło: Bloomberg, Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A.; wartości wskaźników ustalone na dzień i godzinę: 2024-09-30 17:00

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 nie oczekujemy znaczącej poprawy nastrojów konsumenckich, 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 2023/2024 wyniosły 133.2 mln PLN i zwiększyły się o 12.0% r/r. Dodatkowo tempo ich wzrostu ukształtowało się powyżej dynamiki 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. Niemniej jednak, w okresie najbliższych kwartałów, spodziewamy się że dynamika wzrostu kosztów wynagrodzeń dalej 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 stanowić jedno z ryzyk dla wyników spółki w kolejnych kwartałach.
- ❑ **Ryzyko transakcji z głównym akcjonariuszem.** Transakcje takie mogą generować konflikty interesów, jednak zakupy od głównego akcjonariusza (i spółek z nią powiązanych) stanowiły zaledwie 3.0% przychodów w 2023/24.
- ❑ **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.** 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 na wyniki spółki mogą jednak oddziaływać wyższe koszty prowadzonej działalności, a także utrzymujące się słabsze nastroje konsumenckie.

Ostatnie wydarzenia

Umiarkowana poprawa wyników dzięki wyższej marżowości

Skonsolidowane wyniki finansowe grupy Ambra

	IV kwartał 2023/2024	prognoza MBM	IV kwartał 2022/2023	zmiana r/r	I-IV kwartał 2023/2024	I-IV kwartał 2022/2023	zmiana
Przychody	196,9	198,8	191,9	2,6%	913,8	875,8	4,3%
Polska	144,9	143,3	146,4	-1,0%	679,3	649,4	4,6%
Czechy i Słowacja	18,5	19,0	21,0	-11,9%	91,8	106,0	-13,4%
Rumunia	40,0	36,4	30,4	31,7%	175,2	148,9	17,7%
EBITDA	23,3	21,7	21,8	6,7%	125,8	128,0	-1,7%
EBIT	15,6	14,2	14,5	7,4%	95,8	99,8	-3,9%
Polska	13,5		11,7	15,4%	65,1	66,1	-1,4%
Czechy i Słowacja	0,7		3,6	-81,5%	9,7	18,6	-47,7%
Rumunia	1,5		-0,7	-	21,2	15,3	38,1%
Zysk netto akcj. jedn. dominującej	10,6	8,6	10,0	6,3%	55,1	61,5	-10,4%
Marże							
Marża EBITDA	11,8%	10,9%	11,4%		13,8%	14,6%	
Marża EBIT	7,9%	7,1%	7,6%		10,5%	11,4%	
Marża netto	5,4%	4,3%	5,2%		6,0%	7,0%	

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

Dane finansowe przedstawione przez Ambrę w 4Q'23/24 (kwiecień – czerwiec) okazały się nieznacznie wyższe od naszych oczekiwań. Wprawdzie przychody ze sprzedaży wykazane przez Grupę były niższe od naszych prognoz o 1.9 mln PLN, to jednak dzięki większej niż zakładaliśmy marżowości oraz wyższemu saldu na linii pozostałej działalności operacyjnej, EBIT spółki zwiększył się do 15.6 mln PLN, zaś wynik netto osiągnął poziom 10.6 mln PLN. Ambrze udało się więc poprawić rezultaty na wszystkich liniach wynikowych pomimo utrzymujących się słabych nastrojów konsumenckich, wcześniejszemu niż przed rokiem terminowi świąt wielkanocnych w Polsce (wyższa sprzedaż odnotowana w 3Q'23/24), czy też postępującemu odwrotowi klientów

od alkoholi premium w kierunku tańszych zamienników. Jednocześnie, w obliczu wygasającego już efektu wprowadzonych podwyżek cen, Grupa była również w stanie zwiększyć sprzedaż w ujęciu ilościowym o 4.5% r/r (do 20.8 mln średnich butelek 0.75 l; zakładaliśmy płaską dynamikę). W konsekwencji procentowy poziom marży brutto ze sprzedaży spółki zwiększył się o 1.3 p.p. r/r do 36.8% (prognozowaliśmy wzrost o 0.9 p.p. r/r). Ambra zdołała tym samym odwrócić jej negatywny trend obserwowany w I półroczu.

Sprzedaż na polskim rynku w 4Q'23/24 spadła o 1.0% r/r (poniżej naszych oczekiwań, zakładaliśmy wzrost o 2% r/r), w Czechach i na Słowacji zmniejszyła się o 11.9% r/r (prognozowaliśmy -9.5% r/r; efekt wysokiej wrażliwości cenowej tamtejszych konsumentów), podczas gdy w Rumunii wzrosła aż o 31.7% r/r (zakładaliśmy 20.0% r/r; efekt akwizycji połączony z późniejszym terminem świąt wielkanocnych - w Rumunii przypadły one 5 maja). Ostatecznie łączne przychody ze sprzedaży spółki wzrosły o 2.6% r/r, osiągając poziom 196.9 mln PLN.

W 4Q'23/24 za odnotowany wzrost przychodów odpowiadała w głównej mierze kategoria win musujących (18.6% udziału; +12.6% r/r), a także napoje bezalkoholowe (8.6% udziału; +25.0% r/r), wśród których najdynamiczniej rosły zwłaszcza wina dealkoholizowane. Jednocześnie w dalszym ciągu widoczna jest również postępująca słabość w kategorii alkoholi mocnych. W przedstawionym okresie ich sprzedaż skurczyła się bowiem aż o 24.9% r/r (7.4% udziału).

Marża zysku brutto ze sprzedaży spółki wzrosła w 4Q'23/24 o 1.3 p.p. r/r do poziomu 36.8% (prognozowaliśmy 36.4%), pomimo słabnącego już efektu wprowadzonych podwyżek cen. Wpływ na uzyskanie takiego rezultatu miały częściowo niższe ceny zakupu (głównie butelek), a także korzystniejszy mix produktów (większa sprzedaż produktów o wyższej marżowości).

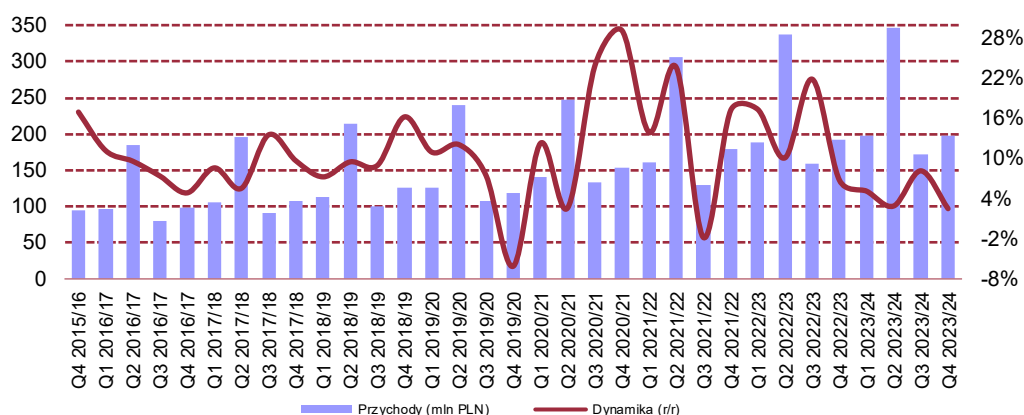
Koszty SG&A wzrosły o 7.4% r/r i były tym samym o 0.5 mln PLN niższe od naszych prognoz. Wśród kosztów operacyjnych swoją dynamiką wyróżniły się szczególnie koszty świadczeń na rzecz pracowników, które w 4Q'23/24 zwiększyły się o 14.5% r/r. Koszty spółki rosły więc kolejny kwartał z rzędu w szybszym tempie od przychodów - pomimo tego, wciąż pozostają one pod kontrolą.

Linia pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych wykazała zysk wynoszący 2.6 mln PLN (spodziewaliśmy się +1.9 mln PLN). W konsekwencji zysk z działalności operacyjnej zwiększył się o 7.4% r/r i osiągnął poziom 15.6 mln PLN. Natomiast na linii pozostałych przychodów i kosztów finansowych Spółka odnotowała stratę równą 1.1 mln PLN (prognozowaliśmy -1.4 mln PLN), co wynikało głównie ze zwiększenia poziomu zadłużenia.

Zyski mniejszości wyniosły 1.9 mln PLN (spodziewaliśmy się 1.7 mln PLN), zaś podatek dochodowy 2.0 mln PLN (oczekiwaliśmy 2.5 mln PLN). Ostatecznie zysk netto przypadający akcjonariuszom jednostki dominującej osiągnął poziom 10.6 mln PLN i był o 2.0 mln PLN wyższy od naszych prognoz.

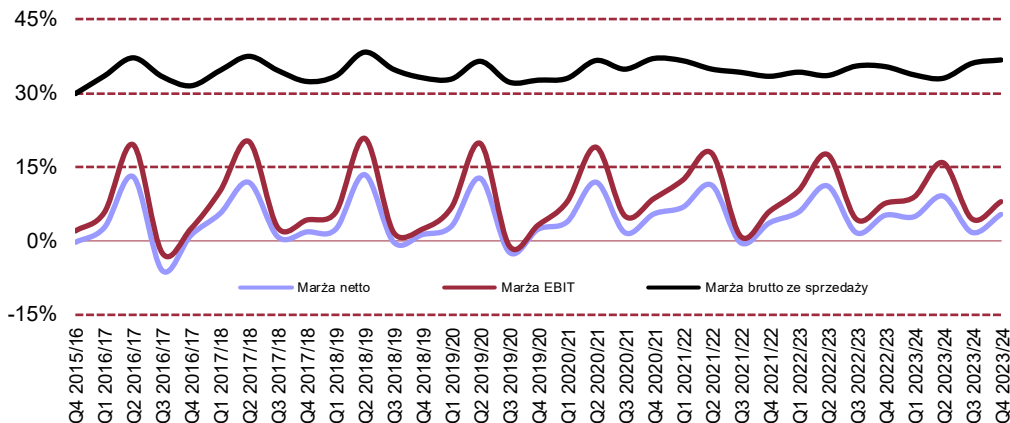
Na zakończenie czerwca zadłużenie netto spółki wyniosło 40.9 mln PLN, co oznacza jego wzrost o 45.6% r/r (z 28.1 mln PLN). Jednocześnie w tym samym czasie przepływy pieniężne z działalności operacyjnej Ambry uległy zmniejszeniu z 9.7 mln PLN do 3.8 mln PLN.

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.

Rekomendacja wypłaty 1.1 PLN dywidendy na akcję

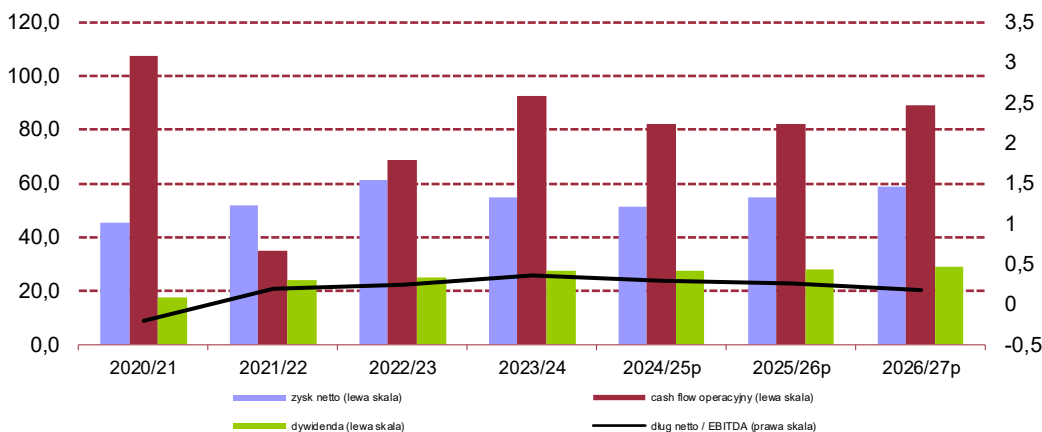
Zarząd Ambry zarekomendował WZA wypłatę dywidendy w wysokości 1.1 PLN na jedną akcję z zysku wypracowanego w roku obrotowym 2023/24. Stopa dywidendy obliczona przy kursie akcji z dnia poprzedzającego wydanie rekomendacji wynosi zatem 4.2%. W ubiegłym roku spółka wypłaciła swoim akcjonariuszom identyczną kwotę dywidendy. Pozostawienie dywidendy na niezmiennym poziomie jest w naszej opinii spowodowane zarówno niższym niż przed rokiem zyskiem netto, jak również faktem, że trwający już rok obrotowy także będzie okresem wymagającym, w którym poprawa wyników może być zadaniem trudnym do zrealizowania. Niemniej jednak, Zarząd wielokrotnie powtarzał, że nie chce, aby w którymkolwiek roku dywidenda była niższa niż w poprzednim. Ambra w swojej dotychczasowej historii polityki dywidendowej tą samą kwotę dywidendy na akcję wypłacała maksymalnie przez dwa lata z rzędu, dlatego też spodziewamy się, że nawet przy słabszych wynikach r/r, dywidenda w kolejnym roku obrotowym zostanie podniesiona o „symboliczną” wartość (prognozujemy 1.12 PLN). Ponadto spółce w kolejnych latach sprzyjać powinien stosunkowo niewielki poziom zadłużenia. Na zakończenie czerwca dług netto Ambry wyniósł 40.9 mln PLN, przy czym do końca roku obrotowego 2024/25 prognozujemy jego obniżenie do 36.0 mln PLN (czyli do 0.3x oczekiwanego przez nas wyniku EBITDA). Jednocześnie wciąż na bezpiecznym poziomie znajduje się zarówno wskaźnik bieżącej płynności, jak i płynności podwyższonej spółki. Dodatkowo na przestrzeni 4Q'23/24 oba z nich uległy nieznacznej poprawie, tj. wskaźniki bieżącej płynności wzrósł z poziomu 1.8 do 1.9, natomiast wskaźnik płynności podwyższonej odpowiednio z 0.10 do 0.11. Uważamy, że aktualna polityka dywidendowa nie jest w żaden sposób zagrożona i powinna zostać utrzymana w kolejnych latach.

Ambra nie zwalnia tempa inwestycji

Stabilna i bezpieczna sytuacja finansowa oraz niski poziom zadłużenia spółki pozwala w opinii Zarządu na zwiększenie tempa inwestycji w kolejnych 2-3 latach do kwoty ok. 40 mln PLN rocznie. W tym zakresie głównymi celami Ambry jest wymiana maszyn produkcyjnych na nowe modele, poprawienie wydajności, a także postawienie na innowacyjne technologie, co ma częściowo przełożyć się na zmniejszenie czynnika ryzyka, który w zakończonym roku obrotowym ograniczał potencjał wzrostu zysków, tj. wzrost kosztów wynagrodzeń.

Pomimo spowolnienia rynkowego Ambra nie zamierza więc ograniczać tempa swoich inwestycji. Spółka planuje w dalszym ciągu monitorować rynek na którym jest obecna, w poszukiwaniu potencjalnych akwizycji. Dodatkowo Grupa kontynuować będzie również inwestycję w modernizację zakładów produkcyjnych w Woli Dużej i Bukareszcie, a także w usprawnienie infrastruktury informatycznej - wdrażanie nowego systemu ERP (pierwszy etap jest już bliki zakończenia, drugi zaś ma się rozpocząć na wiosnę). 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

W roku obrotowym 2023/24, wyniki uzyskane przez spółkę były nieznacznie niższe od naszych oczekiwań. Niemniej jednak, spodziewamy się, że w perspektywie kolejnych kwartałów Ambra w dalszym ciągu zmagać się będzie z presją kosztową (choć w mniejszym stopniu niż w poprzednich miesiącach) związaną z rosnącymi kosztami wynagrodzeń i surowców (w trwającym półroczu spodziewamy się wzrostu cen owoców i soków, które jednocześnie będą rekompensowane stabilizacją cen butelek). Dodatkowo uważamy, że w najbliższym czasie nie będziemy świadkami istotnej poprawy nastrojów konsumenckich. Spodziewamy się ich stopniowej odbudowy dopiero na początku roku kalendarzowego, co w połączeniu z zanikającym wpływem akwizycji na rynku rumuńskim sprawi, że spółce trudno będzie o poprawę zeszlórocznych wyników. Bynajmniej, zakładamy również dalszą poprawę marży brutto ze sprzedaży z uwagi na widoczną w ostatnim czasie poprawę miksu produktowego spółki (wzrost sprzedaży produktów spółki o wyższej marżowości), a także wyczerpujące się zjawisko osłabiania walut zagranicznych względem PLN (ze względu na umocnienie się złotego wobec innych walut funkcjonalnych Ambry, dynamika przychodów w 23/24 r. była niższa o 2.8 p.p. r/r). Z uwagi na powyższe zdecydowaliśmy o obniżeniu naszych prognoz finansowych zarówno na ten rok, jak i kolejne lata.

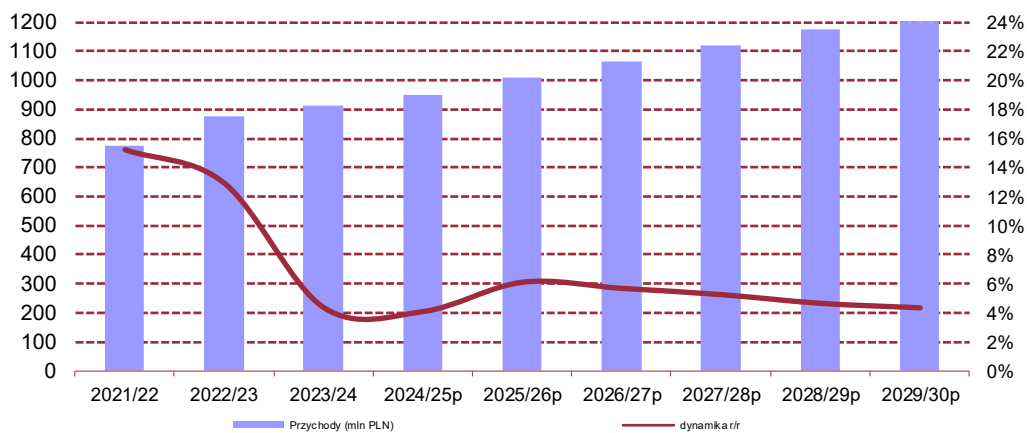
W zestawieniu z naszą poprzednią rekomendacją, podjęliśmy decyzję o nieznacznym obniżeniu prognozy przychodów Spółki w bieżącym roku obrotowym z kwoty 979.2. mln PLN do 950.9 mln PLN (-2.9%). Tym samym roczną dynamikę wzrostu sprzedaży szacujemy na poziomie 4.1% r/r. Niewielkiej korekcie uległy również nasze prognozy przychodów na kolejne lata, w 2025/26 r. mają one wzrosnąć o 6.1% r/r, zaś w 2026/27 r. o 5.7% r/r. Równocześnie, po uwzględnieniu słabszych wyników w zakończonym niedawno roku obrotowym, zdecydowaliśmy o obniżeniu naszej prognozy dotyczącej zysku operacyjnego Spółki o 5.4%, co pozwoli na uzyskanie w 2024/25 r. marży EBIT równej 10.2%, w 2025/26 r. również 10.0%, zaś w kolejnych latach na poziomie 9.9%. W konsekwencji oczekujemy, że całoroczny zysk netto Ambry spadnie do kwoty 51.4 mln PLN, co oznacza zmianę o -20.6% względem ostatniej rekomendacji.

Zmiany w prognozach wyników Grupy Ambra

	2024/2025			2025/2026			2026/2027		
	poprzednia	aktualna	zmiana	poprzednia	aktualna	zmiana	poprzednia	aktualna	zmiana
Przychody	979,2	950,9	-2,9%	1039,9	1008,8	-3,0%	1093,3	1066,0	-2,5%
EBITDA	123,1	120,3	-2,3%	130,8	126,2	-3,5%	137,5	132,6	-3,6%
EBIT	102,6	97,0	-5,4%	108,9	100,9	-7,4%	114,5	105,5	-7,8%
marża EBIT	11,3%	10,2%		11,3%	10,0%		11,3%	9,9%	
Zysk netto akcyj. jedn. domin.	64,8	51,4	-20,6%	69,5	54,8	-21,2%	73,6	58,7	-20,1%
marża netto	7,0%	5,4%		7,1%	5,4%		7,2%	5,5%	

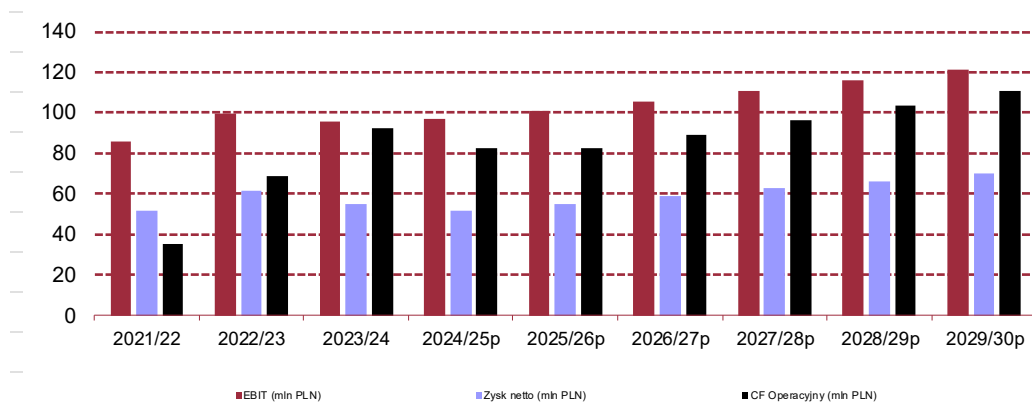
Źródło: prognozy Biura Maklerskiego Banku Millennium S.A., EBITDA wg MSR 17

Prognoza przychodów w kolejnych latach



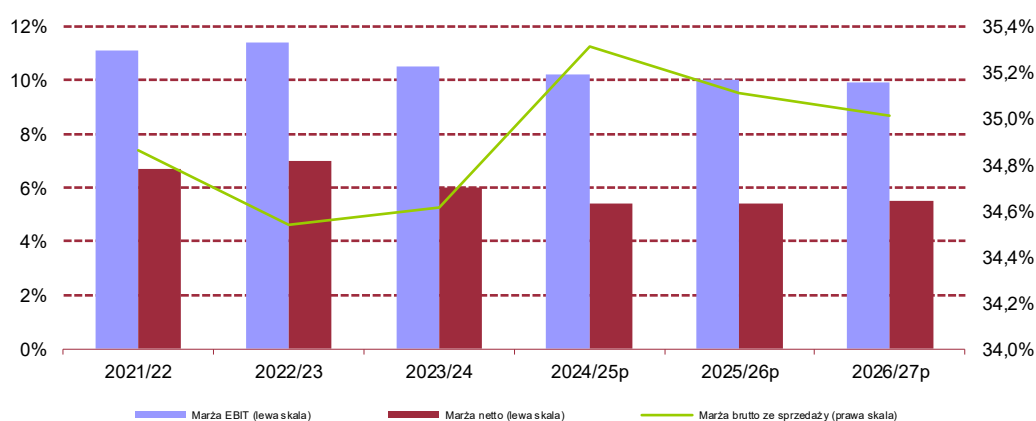
Źródło: Ambra S.A., prognozy Biura Maklerskiego Banku Millennium S.A.

Prognozowane wyniki 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.

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 4Q'23 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)

	2022/23	2023/24	2024/25p	2025/26p	2026/27p	2027/28p
przychody netto	875,8	913,8	950,9	1 008,8	1 066,0	1 121,7
Koszty sprzedanych towarów	-573,3	-597,5	-615,1	-654,6	-692,7	-729,0
zysk brutto na sprzedaży	302,5	316,3	335,8	354,2	373,2	392,7
koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	-205,8	-223,9	-238,8	-253,3	-267,7	-281,7
saldo pozostałej działalności operacyjnej	3,1	3,4	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA*	115,8	112,8	120,3	126,2	132,6	139,8
EBIT	99,8	95,8	97,0	100,9	105,5	111,1
saldo finansowe	-6,3	-6,6	-9,5	-8,3	-6,9	-6,1
Udział w zyskach (stratach) jedn. podporządk.	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
zysk przed opodatkowaniem	93,7	89,4	87,6	92,7	98,8	105,1
podatek dochodowy	-17,8	-15,9	-17,5	-18,5	-19,8	-21,0
(Zyski) straty mniejszości	-14,4	-18,4	-18,7	-19,4	-20,3	-21,4
Zysk netto akcj. jedn. domin.	61,5	55,1	51,4	54,8	58,7	62,7
EPS	2,44	2,18	2,04	2,17	2,33	2,49

Bilans (mln PLN)

	2022/23	2023/24	2024/25p	2025/26p	2026/27p	2027/28p
aktywa trwałe	278,6	326,8	345,7	362,6	377,8	392,9
wartości niematerialne i prawne	90,6	107,6	107,6	107,6	107,6	107,6
rzeczowe aktywa trwałe	131,3	161,6	176,8	190,5	202,7	214,8
prawa do użytkowania aktywów (MSSF 16)	36,1	39,1	42,8	46,1	49,0	52,0
inwestycje długoterminowe	13,8	12,9	12,9	12,9	12,9	12,9
rozliczenia międzyokresowe	6,8	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6
aktywa obrotowe	493,5	497,1	539,3	578,4	608,0	638,3
zapasy	285,8	272,4	283,5	300,8	317,8	334,4
należności	179,4	190,1	197,8	209,9	221,8	233,4
inwestycje krótkoterminowe	27,2	30,1	53,5	63,3	64,0	66,1
rozliczenia międzyokresowe	1,1	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4
aktywa razem	772,0	823,9	885,0	941,0	985,8	1 031,2
kapitał własny akcjonariuszy jedn. dominującej	390,7	414,4	438,1	464,6	494,4	526,9
kapitał mniejszości	70,9	80,2	87,7	95,4	103,6	112,1
zobowiązania	310,4	329,3	359,2	380,9	387,8	392,2
zobowiązania długoterminowe	36,6	62,3	64,6	66,7	68,6	70,4
w tym zob. leasingowe (MSSF 16)	21,8	30,7	33,1	35,2	37,0	38,9
w tym dług odsetkowy	3,6	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1
zobowiązania krótkoterminowe	273,8	267,0	294,6	314,2	319,3	321,8
w tym zob. leasingowe (MSSF 16)	11,5	9,2	10,5	11,7	12,8	13,9
w tym dług odsetkowy	51,7	65,0	83,4	89,6	81,5	71,2
pasywa razem	772,0	823,9	885,0	941,0	985,8	1 031,2
BVPS	15,5	16,4	17,4	18,4	19,6	20,9

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

Cash flow (mln PLN)

	2022/23	2023/24	2024/25p	2025/26p	2026/27p	2027/28p
wynik netto wraz zyskami mniejszości	75,9	73,5	70,1	74,2	79,0	84,1
amortyzacja bez leasingu MSSF 16	16,1	16,9	23,3	25,3	27,1	28,7
zmiana kapitału obrotowego	-40,4	-15,1	-11,0	-17,1	-16,9	-16,5
gotówka z działalności operacyjnej	69,0	92,5	82,4	82,4	89,2	96,4
inwestycje (capex)	-29,6	-38,1	-38,5	-38,9	-39,3	-40,9
gotówka z działalności inwestycyjnej	-25,5	-45,7	-38,5	-38,9	-39,3	-40,9
wypłata dywidendy (w tym udz. mniejsz.)	-28,9	-35,0	-38,9	-39,9	-41,2	-43,1
emisja akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
zmiana zadłużenia	5,7	15,8	18,4	6,2	-8,1	-10,3
gotówka z działalności finansowej	-45,9	-43,3	-20,5	-33,7	-49,3	-53,4
zmiana gotówki netto	-2,4	3,5	23,3	9,8	0,7	2,1
DPS	1,00	1,10	1,10	1,12	1,15	1,20
CEPS	3,08	2,86	2,96	3,18	3,40	3,63
FCFPS	3,43	3,90	4,80	4,83	5,16	5,49

Wskaźniki (%)

	2022/23	2023/24	2024/25p	2025/26p	2026/27p	2027/28p
zmiana sprzedaży	12,9%	4,3%	4,1%	6,1%	5,7%	5,2%
zmiana EBITDA	15,8%	-2,7%	6,7%	4,9%	5,1%	5,4%
zmiana EBIT	16,0%	-3,9%	1,2%	4,0%	4,6%	5,2%
zmiana zysku netto	18,6%	-10,4%	-6,6%	6,6%	7,2%	6,8%
marża EBITDA	13,2%	12,3%	12,7%	12,5%	12,4%	12,5%
marża EBIT	11,4%	10,5%	10,2%	10,0%	9,9%	9,9%
marża netto	7,0%	6,0%	5,4%	5,4%	5,5%	5,6%
sprzedaż/aktywa (x)	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
dług / kapitał (x)	0,07	0,10	0,08	0,07	0,05	0,02
odsetki / EBIT	-6,3%	-6,9%	-9,8%	-8,2%	-6,5%	-5,5%
stopa podatkowa	19,0%	17,8%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
ROE	15,7%	13,3%	11,7%	11,8%	11,9%	11,9%
ROA	8,0%	6,7%	5,8%	5,8%	6,0%	6,1%
(dług) gotówka netto (mln PLN)	-28,1	-40,9	-36,0	-32,4	-23,6	-11,2

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
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
Ambra	Kupuj	18 mar 24	26,30	32,20	Grzegorz Gawkowski
IFIRMA	Neutralnie	12 kwi 23	22,30	21,40	Seweryn Żołyński
IMS	Akumuluj	8 maj 24	4,36	5,00	Łukasz Bugaj
Mostostal Zabrze	Kupuj	1 lip 24	4,46	5,90	Adam Zajler
IFIRMA	Neutralnie	24 wrz 24	22,80	20,80	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 otrzymywało wynagrodzenie od GPW.

Struktura rekomendacji BM Banku Millennium za ostatnie 12 miesięcy

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	5	56%
Akumuluj	1	11%
Neutralnie	3	33%
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

Dyrektor
banki, ubezpieczenia

Adam Zajler
+48 22 598 26 88
adam.zajler@bankmillennium.pl

Analityk
przemysł, technologie, media

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

Analityk
fundusze inwestycyjne

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

Analityk
fundusze inwestycyjne

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

Analityk
handel

Departament Sprzedaży

Radosław Zawadzki
+48 22 598 26 34
radoslaw.zawadzki@bankmillennium.pl

Dyrektor

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 udośćniona 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 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 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 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, Zamek 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, Zamek 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. Osoby, które brały udział w sporządzeniu niniejszego materiału, nie posiadają akcji spółek wymienianych w raporcie ani żadnych instrumentów finansowych, których wartość jest w sposób istotny związana z wartością akcji emitowanych przez ww. spółki (np. instrumentów pochodnych na akcje).

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 którzy 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 wynagrodzenia 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 Biura Maklerskiego Banku Millennium S.A.

Prace związane ze sporządzeniem raportu zostały ukończone 1 października 2024r. o godzinie 15:45 a datą pierwszego rozpowszechnienia raportu jest data raportu 1 października 2024r. godzina 16:05.

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.