

# Ambra

**kupuj**

branża spożywcza

poprzednia rekomendacja: kupuj

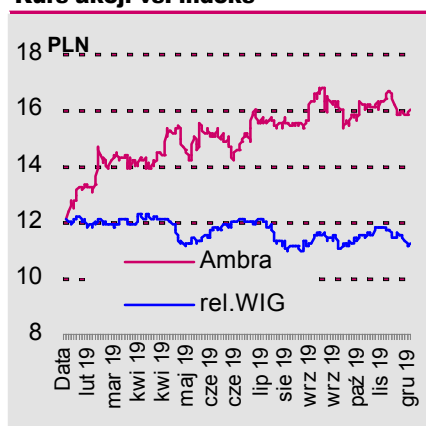
Cena: 15.8

Cena docelowa: 26.0

## Kontynuacja stabilnego wzrostu

Grupa Ambra w ostatnich dwóch kwartałach zwiększała przychody w tempie 13.6%, co było ponadprzeciętnym wynikiem. Oczekujemy, że w tym roku sprzedaż grupy wzrośnie nieco poniżej 10% (prognozujemy 9.4%) i z podobną dynamiką zwiększy się EBIT (8.7%) do poziomu 60.5 mln PLN. Zarząd stara się utrzymywać stabilny rozwój poprzez wzrost organiczny oraz niewielkie przejęcia, jednak trzeba pamiętać, że wynik zależy w dużym stopniu od koniunktury wśród konsumentów. Wprawdzie optymizm w polskim społeczeństwie osiągnął w tym roku rekordowe poziomy, to ewidentnie widać jego osłabienie w ostatnich miesiącach. Wraz z oczekiwanym spowolnieniem dynamiki PKB, wyhamuje zapewne również popyt na wina i inne alkohole Ambry. Spółka jest notowana ze wskaźnikiem C/Z równym 12.1 za rok 2018/19 oraz 10.6 za rok 2019/20, stopa dywidendy wynosi 4.4%. Opierając się na wycenach metodami DCF oraz porównawczą ustalamy cenę docelową dla akcji spółki Ambra na poziomie 26.0 PLN oraz utrzymujemy rekomendację kupuj.

Kurs akcji vs. indeks



Grupa Ambra w I kwartale 2019/20 pokazała solidne wyniki przekraczające nasze oczekiwania. Widać wyraźnie, że popyt na produkty spółki nie słabnie w sposób znaczący. Przychody w I kwartale wzrosły o 11.1% r/r, a więc utrzymały się wcześniejsze dwucyfrowe dynamiki, a zysk netto wzrósł o 1.1 mln PLN r/r do 3.7 mln PLN. Wprawdzie kluczowy dla wyników Ambry jest II kwartał roku obrotowego, to pozytywne dynamiki z I kwartału powinny być utrzymane i nastrojają optymistycznie. Na koniec I kwartału 2019/20 r. Ambra miała 27.4 mln PLN długu netto w porównaniu do 9.7 mln PLN rok wcześniej. Jest to efekt wydatków inwestycyjnych na poziomie 20 mln PLN w I kwartale (w tym 7 mln PLN na środki trwałe a pozostała kwota na udziały w znakach towarowych oraz spółkę w Czechach). Wzrost długu nie stanowi dla spółki problemu, gdyż dług netto to zaledwie 0.4x EBITDA na rok 2019. Polityka rosnących dywidend nie jest więc w tym momencie zagrożona.

Zarząd spółki planował w kolejnych 3-4 latach CAPEX zbliżony do 17-18 mln PLN, przeznaczony głównie na modernizację polskiego zakładu produkcyjnego. Jednak tylko w I kwartale 2019/20 spółka wydała aż 20 mln PLN dzięki dodatkowym zakupom znaków towarowych oraz internetowego sklepu Vino-Klub w Czechach. Zakup znaków od razu przełożył się na wzrost przychodów, a czeska spółka ma dać dostęp do tamtejszego konsumenta oraz ułatwić budowę sieci sklepów (początkowo 2-3 sklepy rocznie) na wzór CENTRUM WINA / DISTILLERS LIMITED. Tego rodzaju przejęcia pozwalają na utrzymywanie rozwoju wyższego niż rynek wina w Polsce bez nadmiernego ryzyka związanego np. z dużymi przejęciami lub zbyt agresywnym rozwojem.

Max/min 52 tygodnie (PLN)	12.07 / 16.77
Liczba akcji (mln)	25.2
Kapitalizacja (mln PLN)	398
EV (mln PLN)	397
Free float (mln PLN)	155
Średni obrót (mln PLN)	0.1
Główny akcjonariusz	Schloss-Wachenheim
% akcji, % głosów	61.1%, 61.1%
	<b>1 m</b> <b>3 m</b> <b>12 m</b>
Zmiana ceny	-2.8%    -6.8%    41.7%
Zmiana rel. WIG	2.0%    -6.3%    45.2%

**Marcin Palenik, CFA**  
+48 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 (%)
2018/19	552.4	55.6	68.6	54.4	32.9	1.31	1.82	11.1	12.1	1.4	4.3	7.1	5.8	12.4
2019/20p	604.4	60.5	75.0	59.2	37.4	1.49	2.06	11.9	10.6	1.3	4.4	6.6	5.3	13.4
2020/21p	644.6	63.6	78.7	62.2	39.3	1.56	2.16	12.7	10.1	1.2	4.7	6.2	5.0	13.2
2021/22p	685.0	66.5	82.1	65.3	41.3	1.64	2.25	13.5	9.6	1.2	5.0	6.0	4.8	12.9

p - prognozy skonsolidowane Millennium DM, EBITDA wg MSR 17, mln PLN

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

## Wycena

Wycenę spółki Ambra przeprowadziliśmy w oparciu o metodę DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych) i metodę porównawczą względem zagranicznych spółek zajmujących się produkcją i dystrybucją wina. Na podstawie metody DCF uzyskaliśmy wartość spółki na poziomie 635 mln PLN, czyli 25.2 PLN na akcję. Przy użyciu metody porównawczej wyceniliśmy spółkę na 675 mln PLN (26.8 PLN na akcję). Zarówno metodzie DCF jak i porównawczej przypisaliśmy wagę po 50%. Uzyskaliśmy wycenę spółki na poziomie 655 mln PLN, czyli 26.0 PLN na akcję. W związku z uzyskaną wyceną rekomendujemy zakup akcji spółki Ambra.

### Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Wycena (mln PLN)	Wycena na 1 akcję (PLN)
Wycena DCF	635	25.2
Wycena porównawcza	675	26.8
<b>Wycena spółki Ambra SA</b>	<b>655</b>	<b>26.0</b>

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

## Wycena DCF

Do wyceny metodą DCF przyjęliśmy m.in. następujące założenia:

- ❑ Wolne przepływy gotówkowe obliczono na podstawie prognoz wyników dla Grupy Ambra za lata obrotowe od 2019/20 do 2028/29,
- ❑ Do oszacowania stopy wolnej od ryzyka w kolejnych latach prognozy użyto rentowności obligacji skarbowych,
- ❑ Długoterminową stopę wolną od ryzyka ustalono na poziomie 2.4% (obniżenie z 2.6% w 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 w roku 2019/20 w Polsce o 7.9%, w kolejnych 5 latach spadek dynamiki o 0.5 p.p. rocznie a następnie o 0.3 p.p. Wzrost przychodów w Czechach i na Słowacji o 17.9% w roku 2019/20 i w latach 2020/21-2025/26 o 5% (następnie spowalniając do 3.5% w końcowym okresie prognozy), a w Rumunii o 17.9% w roku 2019/20 i 3% w latach 2020/21-2025/26 (spowalniając do 1.5% w końcowym okresie prognozy),
- ❑ Spadek marży brutto z poziomu z 35.6% w roku 2018/19 do 35.0% w roku 2019/20 oraz systematyczny spadek o 0.15 p.p. rocznie w kolejnych latach,
- ❑ Wzrosty kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu na poziomie dynamiki przychodów Grupy,
- ❑ 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 109.5 mln PLN (jako iloczyn aktualnego C/Z Ambry na poziomie 12.1 oraz zysków mniejszości za rok 2018/19 na poziomie 9.1 mln PLN)
- ❑ Ponieważ wzięliśmy dług netto na koniec 2018/2019 roku, to do oszacowania aktualnej wartości Ambry odjęliśmy już wypłaconą dywidendę w wysokości 0.7 PLN na akcję

## Wycena spółki metodą DCF

(mln PLN)	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26	2026/27	2027/28	2028/29	>2028/29
Sprzedaż	604.4	644.6	685.0	725.4	765.4	804.5	843.8	882.1	919.3	954.9	
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)	48.1	50.5	52.9	55.2	57.3	59.3	61.2	63.0	64.5	65.9	
Amortyzacja*	14.5	15.1	15.6	15.8	16.0	16.2	16.4	16.6	16.8	17.0	
Inwestycje	-30.5	-25.0	-17.5	-17.5	-17.7	-17.9	-18.0	-18.2	-18.4	-18.6	
Zmiana kap.obrotowego	-12.9	-9.9	-10.0	-10.0	-9.9	-9.7	-9.7	-9.5	-9.2	-8.8	
FCF	19.2	30.7	41.0	43.5	45.8	48.0	49.9	51.9	53.8	55.6	908.7
Zmiana FCF		59.7%	33.4%	6.2%	5.3%	4.9%	4.0%	4.0%	3.6%	3.3%	1.2%
Dług/Kapitał	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Stopa wolna od ryzyka	1.2%	1.4%	1.5%	1.6%	1.7%	1.8%	1.9%	1.9%	2.0%	2.0%	2.4%
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	2.7%	2.9%	3.0%	3.1%	3.2%	3.3%	3.4%	3.4%	3.5%	3.5%	3.9%
Koszt kapitału	6.2%	6.4%	6.5%	6.6%	6.7%	6.8%	6.9%	6.9%	7.0%	7.0%	7.4%
WACC	6.2%	6.4%	6.5%	6.6%	6.7%	6.8%	6.9%	6.9%	7.0%	7.0%	7.4%
PV (FCF)	18.1	27.1	33.9	33.6	33.0	32.3	31.3	30.4	29.3	28.2	445.0
Wartość DCF (mln PLN)	742	w tym wartość rezydualna				445					
(Dług) Gotówka netto*	1.1										
Wyplacona dywidenda	-17.6										
Wartość udz. mniejsz. aktywa nieoperacyjne	-109.5										
18.7											
Wycena DCF (mln PLN)	635.0										
Liczba akcji (mln)	25.2										
<b>Wycena 1 akcji (PLN)</b>	<b>25.2</b>										

Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A., amortyzacja oraz dług netto wg MSR 17

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

## Wrażliwość wyceny spółki Ambra na przyjęte założenia

PLN	rezydualna stopa wzrostu							
	0.6%	0.8%	1.0%	1.2%	1.4%	1.6%	1.8%	
stopa $R_f$ rezydualna	1.4%	26.3	27.0	27.8	28.6	29.5	30.4	31.5
	1.9%	24.8	25.4	26.0	26.7	27.5	28.3	29.1
	2.4%	23.5	24.0	24.6	25.2	25.8	26.5	27.2
	2.9%	22.4	22.9	23.4	23.9	24.4	25.0	25.6
	3.4%	21.5	21.9	22.3	22.7	23.2	23.7	24.2

Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

W oparciu o metodę DCF szacujemy wartość 1 akcji spółki na 25.2 PLN.

## 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		
			2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
SCHLOSS WACHENHEIM	SWA	Niemcy	4.9	4.9	4.4	6.8	7.3	6.4	11.5	13.6	11.1
CONSTELLATION BRANDS	STZ	USA	16.8	16.2	14.6	19.2	18.4	16.5	21.4	19.8	16.9
HAWESKO HOLDING AG	HAW	Niemcy	6.9	6.5	6.1	11.2	10.3	9.5	17.4	15.7	14.4
BARON DE LEY	BDL	Hiszpania	11.6	11.1	10.8	15.3	14.6	14.5	16.9	17.6	20.2
OENEO	SBT	Francja	12.0	10.6	9.8	15.7	13.5	12.5	21.0	17.7	16.2
ADVINI	ADVI	Francja	13.9	12.4	11.8	33.8	26.3	25.9	19.4	14.6	14.1
Mediana			11.8	10.9	10.3	15.5	14.0	13.5	18.4	16.6	15.3
Wyniki spółki (mln PLN)			68.6	75.0	78.7	55.6	60.5	63.6	32.9	37.4	39.3
Wartość udziałów mniejszościowych			-109.9	-109.9	-109.9	-109.9	-109.9	-109.9			
(Dług) netto skorygowany o wypłaconą dywidendę			-16.5	-16.5	-16.5	-16.5	-16.5	-16.5			
Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)			684	688	684	734	723	731	607	623	602
<b>Wycena</b>			<b>675</b>								
<b>Wycena na 1 akcję</b>			<b>26.8</b>								

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

W oparciu o metodę porównawczą wyceniamy 1 akcję spółki na 26.8 PLN.

## Czynniki ryzyka

Do najważniejszych czynników ryzyka mogących wpływać na działalność Grupy Ambra należą:

- ❑ **Ryzyko spadku koniunktury i nastrojów konsumenckich** - w perspektywie kolejnych kwartałów możliwe jest pogorszenie tych wskaźników. Ostatnie miesiące wskazują na ochłodzenie nastrojów konsumenckich po rekordowych poziomach sprzed 3-6 miesięcy. Stopniowo obniża to dynamiki popytu konsumpcyjnego (sprzedaż detaliczna wg GUS rośnie o 1 p.p. wolniej niż w pierwszej połowie roku). Na dzień dzisiejszy należy jednak mówić tylko o dość wysokim ryzyku spowolnienia wzrostów (z relatywnie wysokich poziomów) i niewielkim ryzyku spadku sprzedaży detalicznej.
- ❑ **Ryzyko wzrostu kosztów wynagrodzeń, energii i usług**, skutkujące stałą presją na koszty działalności Ambry. Najważniejszym kosztem (poza kupowanymi surowcami i towarami) są koszty wynagrodzeń, które w roku 2018/2019 wyniosły 82.4 mln PLN. Silny wzrost płac będzie wpływał negatywnie na wyniki od strony kosztowej, jednak wzrost płac w gospodarce wpływa pozytywnie na popyt konsumpcyjny, w tym na produkty Ambry.
- ❑ **Ryzyko kursów walut oraz cen surowców**. Znacząca część towarów oraz surowców jest importowana (wartość ok. 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. 1.7 mln PLN.

- ❑ **Ryzyko niekorzystnej zmiany przepisów 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 transakcji z głównym akcjonariuszem.** Transakcje takie mogą generować konflikty interesów, jednak zakupy od głównego akcjonariusza (i spółek z nią powiązanych) stanowiły zaledwie 1.3% przychodów w 2018/19.
- ❑ **Ryzyko zmiany w polityki dywidendowej.** Polityka 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. Zawsze istnieje potencjalne ryzyko zmiany polityki dywidendowej (np. w przypadku dużej akwizycji), choć spółka takich planów aktualnie nie ma.

Patrząc na powyższe czynniki, sądzimy, że ryzyka w działalności Ambry są umiarkowane, a spółka nie powinna mieć dużego problemu w zarządzaniu większością z nich.

## Ostatnie wydarzenia

### Dobry wynik w I kwartale 2019/20

#### Skonsolidowane kwartalne wyniki grupy Ambra

	I kwartał 2019/20	prognoza MDM	I kwartał 2018/19	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 S.A., prognozy Millennium Dom Maklerski S.A., mln PLN

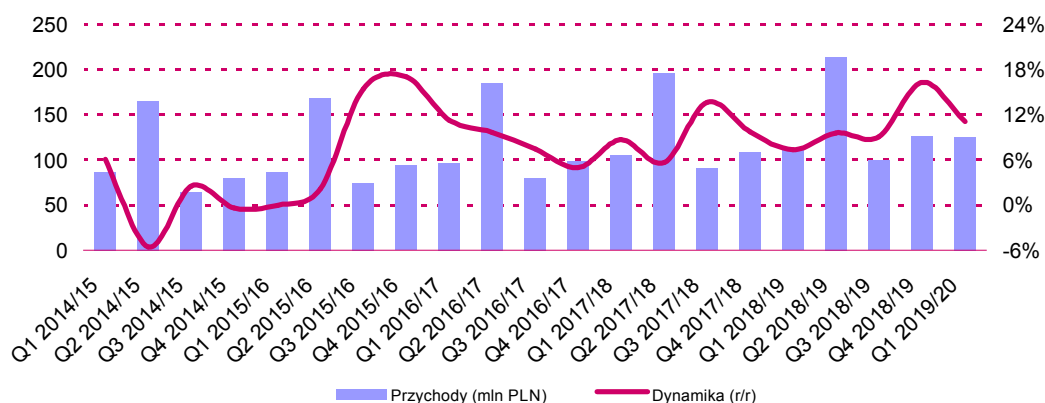
Wyniki w I kw. 2019/2020 były w grupie Ambra dobre. Rezultaty były również nieznacznie powyżej naszych oczekiwań, a poprawa nastąpiła na wszystkich liniach rachunku zysków i strat. Przychody wzrosły o 11.1% r/r, a więc utrzymały się wcześniejsze dwucyfrowe dynamiki, a zysk netto wzrósł o 1.1 mln PLN r/r. Wprawdzie kluczowy dla wyników Ambry jest II kwartał roku obrotowego, to pozytywne dynamiki z I kwartału powinny być utrzymane i nastroją optymistycznie. Spółka nie widzi oznak spowolnienia popytu na swoje produkty wśród konsumentów, choć pozostaje ono jednym z głównych czynników ryzyka.

Sprzedaż w Polsce wzrosła w I kw. o 8.2% i są to poziomy zbliżone do dynamiki polskiego rynku wina. Są to cały czas bardzo dobre dynamiki, powyżej poziomów jakich należy oczekiwać w dłuższym terminie. Zarząd uważa, że w kolejnych kwartałach zbliżone wzrosty mają szansę być utrzymane, jednak w kolejnych latach sprzedaż ma spowolnić do ok. 6% rocznie. EBIT w Polsce wzrósł r/r z 4.2 do 5.5 mln PLN. Silne dynamiki sprzedaży pokazał segment w Czechach i Słowacji (przychody +36% r/r, z 8 do 10.9 mln PLN), a EBIT niemal się podwoił (0.95 mln PLN do 1.85 mln PLN). Wzrost był prawie w całości efektem rozwoju organicznego i silnego popytu na wino musujące Mucha Sekt, ale ok. 0.2 mln PLN do przychodów dodała również przejęta czeska spółka Vino-Klub. W Rumunii wprawdzie przychody wzrosły o 11% r/r to EBIT spadł z 1.3 do 1.0 mln PLN. W Rumunii doskwierają koszty logistyki i ten segment w całym roku raczej nie poprawi zysków pomimo rosnącej sprzedaży. Przez 2 miesiące do wyników kontrybuowała zakupiona rumuńska marka Sange De Taur (ok. 2 mln PLN przychodów). Bez Sange De Taur przychody w części rumuńskiej byłyby zbliżone r/r.

Marża brutto ze sprzedaży w całej grupie w I kw. spadła o 0.6 p.p. r/r, co spółka tłumaczy przede wszystkim wzrostem kursu EUR/PLN. Oczekiwaliśmy niewielkiego wzrostu marży brutto jako kontynuacji tendencji z ostatnich kwartałów. Przedstawiciele spółki są jednak optymistycznie nastawieni i oczekują, że w kolejnych kwartałach marża nie powinna spadać i w całym roku ma być zbliżona r/r. Według spółki wcześniej oczekiwana presja na marżę ze strony kosztów opakowań szklanych nie będzie tak duża i nie powinna przekroczyć kilku dziesiątych pkt. procentowego (po wynikach rocznych sugerowano, że może to być nawet 1-1.5 p.p.). Pozytywnie zaskoczyły natomiast koszty poniżej zysku brutto ze sprzedaży, które wzrosły o 5.0%, w tym koszty wynagrodzeń zwiększyły się tylko o 6.0% r/r. Były to więc znacząco niższe dynamiki niż w poprzednich kwartałach, które przekraczały średnio 10%. Tak niskie dynamiki nie są jednak raczej do utrzymania w kolejnych okresach i najprawdopodobniej ponownie zbliżą się do 10%.

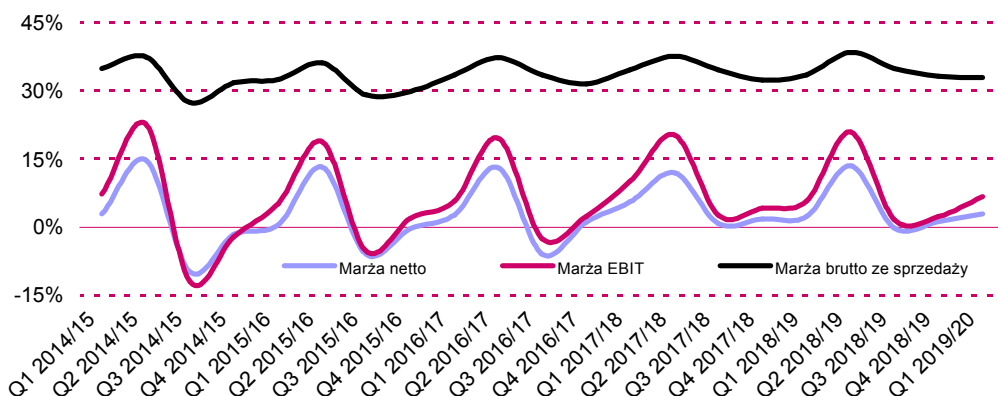
Dług netto wzrósł na koniec I kwartału o 17.6 mln PLN r/r do 27.4 mln PLN. Był to efekt zwiększonych wydatków w środki trwałe oraz marki (pozostałe 50% udziałów w Pliska i Słoneczny Brzeg oraz w rumuńską markę Sange De Taur). W sumie spółka wydała na inwestycje 20 mln PLN w I kwartale. Wzrost długu nie jest jednak dla Ambry żadnym problemem. Dług netto wynosi 0.4x EBITDA i nie przeszkadza w kontynuacji polityki dywidendowej w kolejnych latach.

### 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.

## Przejęcia dają potencjał do kontynuacji rozwoju w długim terminie

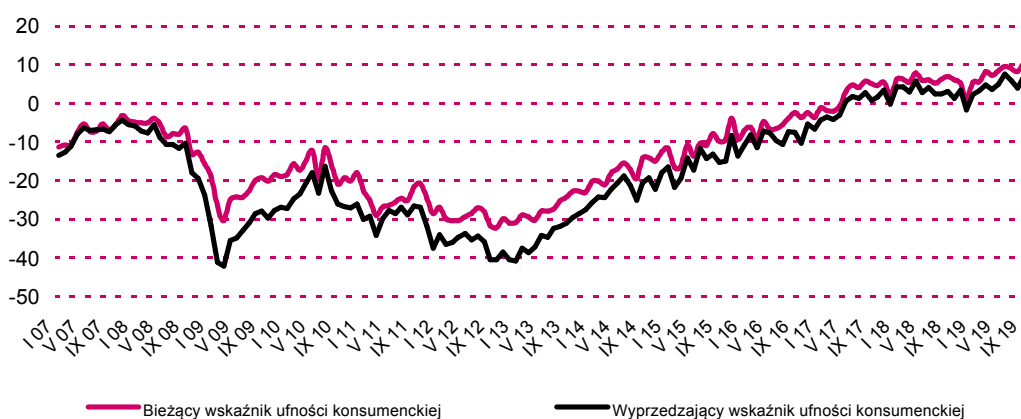
W sierpniu 2019 r. grupa Ambra przejęła spółkę Vino-Klub.cz za 9 mln CZK + earn-out ok. 15 mln CZK (czyli w sumie ok. 4.1 mln PLN). Baza klientów Vino-Klub wynosiła w 2018 r. 10 tys. (w tym aktywnych 2.5 tys.), a roczne obroty to ok. 1 mln EUR (zysk ok. zera). Przejęcie to wpisuje się w szerszą strategię stworzenia w Czechach wielokanałowej organizacji sprzedaży na wzór CENTRUM WINA / DISTILLERS LIMITED dostarczając wina w kanale detalicznym, online i Horeca. Na bazie spółki Vino-Klub.cz oraz algorytmów sprawdzonych w Polsce, Ambra chce dobrze poznać potrzeby klientów czeskich. Spółka chce rozwijać w Czechach sprzedaż internetową oraz otwierać rocznie 2-3 sklepy w tym kraju, poznając powoli preferencje lokalnego klienta. Sądzymy, że przejęcie oraz rozwój sieci detalicznej w Czechach jest dobrym ruchem. Równocześnie grupa będzie się rozwijać na tyle wolno, że nie można tutaj mówić o dużym ryzyku przeinwestowania.

W lipcu Ambra zakupiła w Rumunii prawa do marki wina stołowego SANGE DE TAUR, którego sprzedaż wynosiła ok. 2.2 mln butelek (3 mln EUR) rocznie. Cena nabycia to 1.3 mln EUR w momencie zakupu oraz kolejne 1.2 mln EUR w ciągu dwóch lat. Ambra przygotowywała zakup od wielu miesięcy i nie było problemu z rozpoczęciem produkcji tego wina we własnym zakładzie. Przy założeniu, że sprzedaż tego produktu nie spadnie w przyszłości inwestycja powinna się zwrócić w ciągu ok. 5 lat. W I kw. 2019/2020 Ambra odkupiła również pozostałe udziały w marce Pliska i Słoneczny Brzeg płacąc w sumie 6 mln PLN. Biorąc pod uwagę, że Ambra sprzedaje te marki od kilku lat i dobrze zna ich potencjał to zapewne był to właściwy krok. Powyższe inwestycje (zarówno spółki w Czechach jak i znaków towarowych) wpisują się w generalną strategię systematycznego, umiarkowanego rozwoju organicznego wspartego ewentualnymi niewielkimi przejęciami. Dzięki temu inwestycje nie powinny tworzyć ryzyka ograniczenia dywidendy.

## Perspektywa słabnącego rynku konsumenta

Kluczowy dla wyników spółki w długim terminie jest wzrost popytu konsumpcyjnego na alkohole, a w szczególności na wina. Zależy on przede wszystkim od nastrojów konsumenckich i siły nabywczej społeczeństwa. Popyt konsumpcyjny w Polsce rósł mocno w latach 2017 oraz 2018, jednak w ostatnich kwartałach jego dynamika maleje systematycznie, choć nie drastycznie. Sprzedaż detaliczna w cenach stałych wg GUS w 2017 r. wzrosła o 7.3%, w 2018 r. o 6.2%, natomiast po 10 miesiącach 2019 r. realny wzrost wyniósł już tylko 5.6%. Popyt w gospodarce rośnie coraz wolniej i takiej tendencji należy oczekiwać w kolejnych kwartałach. Pogorszenie koniunktury widoczne od roku w przemyśle dotknie w końcu do konsumenta.

## Wskaźniki koniunktury konsumenckiej



Źródło: GUS

Wprawdzie bezrobocie jest na rekordowo niskich poziomach, jednak liczba nowych ofert pracy maleje, co hamuje presję płacową. Według BIEC firmy szykują się na gorsze czasy i, pomimo braku pracowników, nie zwiększają mocno zatrudnienia i mniej skłonne są podnosić płace.

Wzrost minimalnej płacy w 2020 r. o 15% nie będzie nakręcał popytu na produkty Ambry, gdyż osoby zarabiające w okolicach płacy minimalnej nie należą do grupy docelowej. Przeciętne wynagrodzenia rosną w ostatnich miesiącach nieznacznie wolniej niż w 2018 r. Listopadowy Wyrzedzający Wskaźnik Ufności Konsumentckiej (WWUK) jest najniższy od początku roku, jednak nadal są to poziomy niewiele poniżej rekordowych wartości z połowy roku. Podsumowując, widać perspektywę schładzania popytu konsumpcyjnego, jednak na razie nie widać powodów do jego silnego załamania.

## Aktualizacja prognoz finansowych

Wyniki I kwartału jak i ostatni kwartał roku obrotowego 2018/19 były powyżej naszych oczekiwań, co motywuje nas do nieznacznego podniesienia prognoz przyszłych wyników Ambry. Po I kwartale zarząd utrzymuje, że w tym roku EBIT powinien mieć zbliżoną dynamikę do wzrostu sprzedaży. Patrząc na sam I kwartał 2019/20 można stwierdzić, że jest to plan realny. W kolejnych kwartałach wprowadzenie marża brutto według zarządu nie powinna spadać, jednak my oczekujemy, że niewielka presja na marżę się utrzyma. Sądzymy natomiast, że koszty SG&A już raczej tak pozytywnie nie zaskoczą jak w I kwartale i oczekujemy, że będą w pozostałej części roku obrotowego rosły zgodnie z przychodami.

Według spółki rynek wina w Polsce powinien cały czas jej sprzyjać, a wyraźne dynamiki powinny być widoczne również w Czechach. Dynamika przychodów grupy w całym roku powinna być zbliżona do 9-10% i, tak jak spółka zapowiadała, podobnie powinien wzrosnąć EBIT (choć sądzymy, że dynamika będzie nieznacznie niższa). W stosunku do naszego poprzedniego raportu dokonaliśmy następujące, najważniejsze zmiany w prognozach finansowych dla grupy Ambra:

- ❑ podwyższyliśmy prognozę marży brutto na rok 2019/20 o 0.1 p.p. w stosunku do poprzednich oczekiwań dzięki dużo lepszej marży w całym 2018/2019 niż wcześniej oczekiwaliśmy. Równocześnie prognozujemy, że marża spadnie o 0.6 p.p. r/r, czyli tyle co w I kwartale 2019/20
- ❑ podwyższyliśmy dynamiki sprzedaży w roku 2018/2020 z 6.3% do 9.4% po bardzo dobrym I kwartale, optymistycznych zapowiedziach zarządu oraz dzięki poczynionym inwestycjom w Rumunii i Czechach
- ❑ podwyższyliśmy dynamiki kosztów SG&A z 6.3% do 9.4%
- ❑ podwyższyliśmy oczekiwane wydatki inwestycyjne w roku 2019/20 z 17.5 mln PLN do 30.5 mln PLN (różnica to efekt zakupu pozostałej części praw do znaków towarowych Pliska i Słoneczny Brzeg oraz rumuńskiej marki Sange De Taur i czeskiej spółki Vino-Klub)

Oczekujemy, że w roku 2019/20 EBIT wzrośnie o 8.7%, czyli nieznacznie poniżej wzrostu przychodów (dynamika będzie częściowo efektem ujemnych pozostałych przychodów/kosztów operacyjnych na poziomie 1.5 mln PLN w roku ubiegłym). Zysk netto wg naszych prognoz wzrośnie o 13.7% r/r do 37.4 mln PLN.

### Zmiany w prognozach Millennium DM wyników grupy Ambra

	2019/2020			2020/2021			2021/2022		
	poprzednia	aktualna	zmiana	poprzednia	aktualna	zmiana	poprzednia	aktualna	zmiana
Przychody	579.2	604.4	4.3%	613.7	644.6	5.0%	647.9	685.0	5.7%
EBITDA	72.0	75.0	4.1%	75.0	78.7	4.9%	77.7	82.1	5.6%
EBIT	58.2	60.5	3.8%	60.8	63.6	4.6%	63.1	66.5	5.4%
Zysk netto akcj. jedn. domin.	35.5	37.4	5.4%	37.2	39.3	5.6%	38.9	41.3	6.2%

Źródło: prognozy Millennium DM



# Wyniki finansowe

## Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2017/18	2018/19	2019/20p	2020/21p	2021/22p	2022/23p
<b>przychody netto</b>	<b>495.7</b>	<b>552.4</b>	<b>604.4</b>	<b>644.6</b>	<b>685.0</b>	<b>725.4</b>
Koszty sprzedanych towarów	-322.3	-355.7	-392.8	-419.9	-447.3	-474.7
<b>zysk brutto na sprzedaży</b>	<b>173.4</b>	<b>196.7</b>	<b>211.6</b>	<b>224.7</b>	<b>237.8</b>	<b>250.7</b>
koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	-121.6	-139.6	-150.6	-160.6	-170.7	-180.8
saldo pozostałej działalności operacyjnej	5.3	-1.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5
<b>EBITDA</b>	<b>69.0</b>	<b>68.6</b>	<b>75.0</b>	<b>78.7</b>	<b>82.1</b>	<b>85.2</b>
<b>EBIT</b>	<b>57.0</b>	<b>55.6</b>	<b>60.5</b>	<b>63.6</b>	<b>66.5</b>	<b>69.4</b>
saldo finansowe	-1.2	-1.2	-1.2	-1.3	-1.2	-1.0
<b>zysk przed opodatkowaniem</b>	<b>55.9</b>	<b>54.4</b>	<b>59.2</b>	<b>62.2</b>	<b>65.3</b>	<b>68.5</b>
podatek dochodowy	-14.3	-12.6	-12.1	-12.8	-13.4	-14.0
Udział w zyskach (stratach) jedn. podporządk.	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
(Zyski) straty mniejszości	-9.7	-9.1	-9.9	-10.4	-10.8	-11.3
<b>Zysk netto akcj. jedn. domin.</b>	<b>32.2</b>	<b>32.9</b>	<b>37.4</b>	<b>39.3</b>	<b>41.3</b>	<b>43.3</b>
EPS	1.28	1.31	1.49	1.56	1.64	1.72

## Bilans (mln PLN)

	2017/18	2018/19	2019/20p	2020/21p	2021/22p	2022/23p
<b>aktywa trwałe</b>	<b>181.8</b>	<b>184.4</b>	<b>220.1</b>	<b>230.8</b>	<b>233.1</b>	<b>235.1</b>
wartości niematerialne i prawne	59.5	59.8	71.3	76.3	76.3	76.3
rzeczowe aktywa trwałe	106.6	109.4	113.9	118.8	120.7	122.4
prawa do użytkowania aktywów (MSSF 16)			19.7	20.5	20.9	21.2
inwestycje długoterminowe	14.5	14.0	14.0	14.0	14.0	14.0
rozliczenia międzyokresowe	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
<b>aktywa obrotowe</b>	<b>268.8</b>	<b>303.8</b>	<b>323.2</b>	<b>347.0</b>	<b>379.9</b>	<b>414.3</b>
zapasy	116.4	134.7	147.4	157.2	167.0	176.9
należności	118.1	126.3	138.2	147.4	156.6	165.9
inwestycje krótkoterminowe	31.7	38.9	33.8	38.5	52.3	67.6
rozliczenia międzyokresowe	2.6	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9
<b>aktywa razem</b>	<b>450.6</b>	<b>488.2</b>	<b>543.3</b>	<b>577.8</b>	<b>613.0</b>	<b>649.4</b>
kapitał własny akcjonariuszy jedn. dominującej	264.9	278.9	298.7	319.1	340.6	363.0
kapitał mniejszości	39.1	43.3	47.2	51.4	55.7	60.2
zobowiązania	146.6	166.0	197.4	207.3	216.8	226.1
zobowiązania długoterminowe	21.8	4.6	18.5	19.1	19.3	19.5
w tym zob. leasingowe (MSSF 16)			13.9	14.5	14.7	14.9
w tym dług odsetkowy	17.5	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
zobowiązania krótkoterminowe	124.9	161.4	178.9	188.2	197.4	206.6
w tym zob. leasingowe (MSSF 16)			5.8	6.0	6.1	6.2
w tym dług odsetkowy	13.9	37.0	37.0	37.0	37.0	37.0
<b>pasywa razem</b>	<b>450.6</b>	<b>488.2</b>	<b>543.4</b>	<b>577.8</b>	<b>613.0</b>	<b>649.4</b>
BVPS	10.51	11.07	11.85	12.66	13.51	14.40

Źródło: Ambra S.A., prognozy Millennium Dom Maklerski S.A., EBITDA wg MSR 17

**Cash flow (mln PLN)**

	2017/18	2018/19	2019/20p	2020/21p	2021/22p	2022/23p
wynik netto wraz zyskami mniejszości	41.9	42.0	47.3	49.7	52.1	54.6
amortyzacja bez leasingu MSSF 16	12.0	13.0	14.5	15.1	15.6	15.8
zmiana kapitału obrotowego	-5.8	-13.0	-12.9	-9.9	-10.0	-10.0
<b>gotówka z działalności operacyjnej</b>	<b>55.3</b>	<b>40.8</b>	<b>48.9</b>	<b>54.8</b>	<b>57.7</b>	<b>60.4</b>
inwestycje (capex)	-14.4	-18.3	-19.0	-20.0	-17.5	-17.5
<b>gotówka z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-13.5</b>	<b>-17.2</b>	<b>-30.5</b>	<b>-25.0</b>	<b>-17.5</b>	<b>-17.5</b>
wypłata dywidendy (w tym udz. mniejsz.)	-21.2	-21.1	-23.6	-25.1	-26.4	-27.6
emisja akcji	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0
zmiana zadłużenia	-2.2	6.4	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>gotówka z działalności finansowej</b>	<b>-23.4</b>	<b>-14.7</b>	<b>-23.6</b>	<b>-25.1</b>	<b>-26.4</b>	<b>-26.6</b>
zmiana gotówki netto	18.5	8.9	-5.1	4.7	13.8	16.3
DPS	0.60	0.68	0.70	0.75	0.79	0.83
CEPS	1.76	1.82	2.06	2.16	2.25	2.34
FCFPS	4.89	4.30	4.37	4.73	4.82	5.00

**Wskaźniki (%)**

	2017/18	2018/19	2019/20p	2020/21p	2021/22p	2022/23p
zmiana sprzedaży	7.6%	11.4%	9.4%	6.7%	6.3%	5.9%
zmiana EBITDA	29.8%	-0.6%	9.3%	4.9%	4.4%	3.8%
zmiana EBIT	35.7%	-2.5%	8.7%	5.1%	4.7%	4.3%
zmiana zysku netto	39.7%	2.2%	13.7%	5.0%	5.0%	4.9%
marża EBITDA	13.9%	12.4%	12.4%	12.2%	12.0%	11.7%
marża EBIT	11.5%	10.1%	10.0%	9.9%	9.7%	9.6%
marża netto	6.5%	6.0%	6.2%	6.1%	6.0%	6.0%
sprzedaż/aktywa (x)	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
dług / kapitał (x)	0.00	0.00	0.01	0.00	-0.04	-0.08
odsetki / EBIT	-2.0%	-2.2%	-2.0%	-2.1%	-1.8%	-1.4%
stopa podatkowa	25.6%	23.2%	20.5%	20.5%	20.5%	20.5%
ROE	13.0%	12.4%	13.4%	13.2%	12.9%	12.7%
ROA	7.8%	7.3%	7.7%	7.2%	7.1%	7.1%
(dług) gotówka netto (mln PLN)	0.3	1.1	-4.0	0.7	14.5	29.8

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

## Departament Analiz

**Marcin Materna, CFA**  
Doradca Inwestycyjny  
+22 598 26 82  
marcin.materna@millenniumdm.pl

**Marcin Palenik, CFA**  
+22 598 26 71  
marcin.palenik@millenniumdm.pl

**Sebastian Siemiątkowski**  
+22 598 26 05  
sebastian.siemiatkowski@millenniumdm.pl

**Artur Topczewski**  
+22 598 26 59  
artur.topczewski@millenniumdm.pl

**Adam Zajler**  
+22 598 26 88  
adam.zajler@millenniumdm.pl

**Dyrektor**  
banki i finanse, ubezpieczenia

**Analitik**  
branża spożywcza, handel,

**Analitik**  
fundusze inwestycyjne

**Analitik**  
fundusze inwestycyjne

**Analitik**  
akcje

## Sprzedaż

**Radosław Zawadzki**  
+22 598 26 34  
radoslaw.zawadzki@millenniumdm.pl

**Arkadiusz Szumilak, CFA**  
+22 598 26 75  
arkadiusz.szumilak@millenniumdm.pl

**Jarosław Oldakowski**  
+22 598 26 11  
jaroslaw.oldakowski@millenniumdm.pl

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

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

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

**Dyrektor**

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

**Fax: +48 22 598 26 99 Tel. +48 22 598 26 00**

### Ważne informacje

Niniejszy raport został przygotowany z dochoowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty uznane za wiarygodne, jednak Millennium Dom Maklerski S.A. nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania raportu były wszelkie informacje na temat spółek, jakie były publicznie dostępne i znane sporządzającemu do dnia jego sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Millennium Dom Maklerski S.A. bez uzgodnień ze spółkami będącymi przedmiotem raportu ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. Millennium Dom Maklerski S.A. nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się. Inwestowanie w akcje spółek wymienionych w niniejszej analizie wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną, zmianami regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych, ryzykiem 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 postępowanie 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 świadczył, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz spółek i innych podmiotów wymienionych w niniejszym raporcie. Millennium Dom Maklerski S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem raportu oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów 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 Developer, 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 Developer, Zamet Industry, Gremi Media. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy nie pełnił funkcji oferującego w trakcie oferty publicznej dla akcji spółek opisywanych w 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 Pilotowego Programu Wsparcia Analitycznego tworzy materiały analityczne dla spółek: Agora, Ambra. Millennium Dom Maklerski 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.

### 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 przewidyuje: (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 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 6 grudnia 2019 roku o godzinie 10.30, a datą pierwszego rozpowszechnienia raportu jest data raportu, 6 grudnia 2019 roku godzina 11.00.

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

Spółka	Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji	Cena docelowa	Autor
Ambra	Kupuj	12 lip 19	15.7	23.9	Marcin Palenik
Agora	Kupuj	26 lip 19	12.0	20.5	Adam Zajler
LPP	Neutralnie	8 lis 19	8530	9108	Marcin Palenik
VRG	Kupuj	8 lis 19	4.08	5.01	Marcin Palenik

Źródło: Millennium DM S.A., rekomendacje wydawane przez Millennium Dom Maklerski 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	3	75%
Akumuluj	0	0%
Neutralnie	1	25%
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

