

# Ambra

## akumuluj

branża spożywcza

poprzednia rekomendacja: akumuluj

Cena rynkowa\* : 22,7

Cena docelowa: 25,9

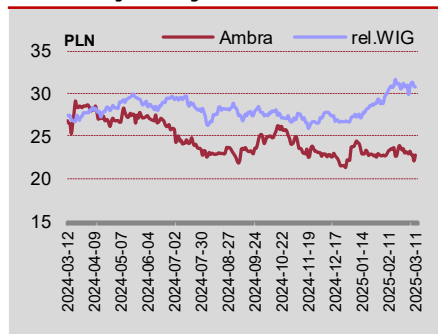
## Poprawa wyników dzięki wyższej marży

Wyniki Grupy Ambra za pierwsze półrocze 2024/25 były zbliżone do naszych oczekiwań. Zysk netto wzrósł o 5,2% r/r, osiągając poziom 43,6 mln PLN, mimo że dynamika przychodów była na niemalże płaskim poziomie - wzrost o zaledwie 0,2% r/r, osiągając poziom 546,2 mln PLN. Poprawa zysku netto wynikała głównie z istotnie wyższej niż przed rokiem marży brutto ze sprzedaży, która wzrosła o 2,4 p.p. r/r do poziomu 35,8%. Głównym czynnikiem wzrostu rentowności była słabnąca presja ze strony kosztów surowców i materiałów, a także aprecjacja złotego wobec euro, które zneutralizowały wciąż obecne wyzwania związane z rosnącymi wynagrodzeniami i kosztami osobowymi. W danych za 1H'2024/25 zwracamy szczególną uwagę na rozczarowującą dynamikę sprzedaży, która w głównej mierze wynika z wciąż słabych nastrojów konsumenckich oraz odwrotu klientów od produktów premium na rzecz tańszego sektora economy. Dodatkowo przewidujemy, że w kolejnych kwartałach nie będzie już takiej przestrzeni do dalszej poprawy marży, jak miało to miejsce w pierwszej połowie roku obrotowego. Naszym zdaniem, kluczowym celem Spółki w nadchodzących okresach będzie skupienie się na poprawie dynamiki sprzedaży oraz optymalizacji kosztów operacyjnych, aby poprawić wyniki przy ograniczonej przestrzeni do dalszych podwyżek cen.

Uwzględniając prognozowany przez nas zysk netto w roku obrotowym 2024/25, Spółka notowana jest obecnie przy wyprzedającym wskaźniku P/E na poziomie 10,8. Cenę docelową 1 akcji Ambry w zestawieniu z ostatnią prognozą, obniżamy z 30,4 PLN do 25,9 PLN, jednocześnie podtrzymując rekomendację „akumuluj”. Na zmianę wyceny negatywnie wpłynęło obniżenie prognoz dotyczących przyszłych przychodów i wyników Spółki, a także niższe wskaźniki spółek porównawczych.

Na zakończenie 1H'2024/25 Ambra posiadała 83,7 mln PLN zadłużenia oprocentowanego netto. Z uwagi na sezonowość długu, spodziewamy się, że jego poziom ulegnie zdecydowanemu obniżeniu do końca roku obrotowego. Relatywnie niskie zadłużenie oraz stabilne przepływy pieniężne powinny umożliwić Spółce ponowne zwiększenie kwoty wypłaconej dywidendy, którą szacujemy na 1,15 PLN na akcję. Ponadto, pomimo zwiększenia wydatków inwestycyjnych, oczekujemy, że prowadzona polityka dywidendowa pozostanie niezagrażona.

### Kurs akcji relatywnie



Max/min 52 tygodnie (PLN)	29,1 / 20,8		
Liczba akcji (mln)	25,2		
Kapitalizacja (mln PLN)	572		
EV (mln PLN)	613		
Free float (mln PLN)	222		
Średni obrót (mln PLN)	0,2		
Główny akcjonariusz	Schloss-Wachenheim		
% akcji, % głosów	61,1%, 61,1%		
	<b>1 m</b>	<b>3 m</b>	<b>12 m</b>
Zmiana ceny	-2,2%	-0,2%	-16,3%
Zmiana WIG	1,1%	11,7%	14,5%

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	10,4	1,4	4,8	6,4	5,4	13,3
2024/25p	924,2	91,3	114,6	86,8	52,8	2,09	3,02	17,4	10,8	1,3	4,8	6,7	5,4	12,0
2025/26p	967,6	89,0	114,3	85,2	51,9	2,06	3,06	18,3	11,0	1,2	5,1	6,9	5,4	11,2
2026/27p	1030,5	90,7	117,8	87,0	53,1	2,10	3,18	19,3	10,8	1,2	5,2	6,8	5,2	10,9

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

## **Spis treści**

<b>Wycena</b>	<b>3</b>
<b>Czynniki ryzyka</b>	<b>5</b>
<b>Ostatnie wydarzenia</b>	<b>6</b>
<b>Aktualizacja prognoz finansowych</b>	<b>10</b>
<b>Analiza czynników ESG</b>	<b>12</b>
<b>Wyniki finansowe</b>	<b>13</b>
<b>Rekomendacje Biura Maklerskiego Banku Millennium</b>	<b>15</b>

# 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 461 mln PLN, czyli 18,3 PLN na akcję. Przy użyciu metody porównawczej wyceniliśmy Spółkę na 846 mln PLN (33,6 PLN na akcję). Zarówno metodzie DCF, jak i porównawczej przypisaliśmy wagę po 50%. Uzyskaliśmy wycenę Spółki na poziomie 654 mln PLN, czyli 25,9 PLN na akcję. W związku z uzyskaną wyceną podtrzymujemy rekomendację „akumuluj” dla akcji spółki Ambra.

## Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Wycena (mln PLN)	Wycena na 1 akcję (PLN)
Wycena DCF	461	18,3
Wycena porównawcza	846	33,6
<b>Wycena spółki Ambra SA</b>	<b>654</b>	<b>25,9</b>

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 6,0% (wzrost z poziomu 5,3% 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 1,1%, w 2025/26 wzrost o 4,7% oraz o 6,5%, 5,7% i 5.5% w kolejnych 3 latach.
- ❑ Wzrost marży brutto z poziomu z 34,6% w roku 2023/24 do 36,1% w roku 2024/25.
- ❑ Wzrost kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu w roku 2024/25 o 8,1%, w 2025/26 wzrost o 5,9% oraz o 6,5%, 5,5% i 4,3% 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 190,2 mln PLN (jako iloczyn aktualnego C/Z Ambry za rok 2024/25 na poziomie 10,8 oraz zysków mniejszości za rok 2024/25 na poziomie 17,6 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	924,2	967,6	1030,5	1089,3	1149,4	1209,3	1260,4	1310,8	1363,2	1417,7	
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)	73,9	72,1	73,5	75,5	79,6	86,7	93,4	100,3	107,5	115,1	
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	-3,1	-12,8	-18,6	-17,4	-17,7	-17,7	-15,1	-14,9	-15,5	-16,1	
FCF	55,6	45,7	42,7	46,0	49,4	56,1	64,6	70,3	75,0	80,1	829,5
Zmiana FCF		-17,8%	-6,6%	7,7%	7,5%	13,6%	15,1%	8,8%	6,8%	6,7%	1,2%
Dług/Kapitał	16,9%	17,1%	15,3%	13,1%	10,6%	7,7%	4,6%	1,2%	0,0%	0,0%	0,0%
Stopa wolna od ryzyka	5,2%	5,3%	5,3%	5,5%	5,7%	5,7%	5,8%	5,8%	5,9%	6,0%	6,0%
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	6,7%	6,8%	6,8%	7,0%	7,2%	7,2%	7,3%	7,3%	7,4%	7,5%	7,5%
Koszt kapitału	10,2%	10,3%	10,3%	10,5%	10,7%	10,7%	10,8%	10,8%	10,9%	11,0%	11,0%
WACC	9,3%	9,5%	9,6%	9,9%	10,1%	10,3%	10,6%	10,8%	10,9%	11,0%	11,0%
PV (FCF)	54,1	40,6	34,6	33,7	32,6	33,4	34,3	33,3	31,8	30,4	314,9
Wartość DCF (mln PLN)	674	w tym wartość rezydualna				315					
(Dług) Gotówka netto*	-40,9										
Wartość udz. mniejsz. aktywa nieoperacyjne	-190,2										
Wycena DCF (mln PLN)	461,1										
Liczba akcji (mln)	25,2										
<b>Wycena 1 akcji (PLN)</b>	<b>18,3</b>										

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 <sub>v</sub> rezydualna		0,6%	0,8%	1,0%	1,2%	1,4%	1,6%	1,8%
	5,0%	18,8	19,1	19,4	19,7	20,1	20,4	20,8
	5,5%	18,1	18,4	18,7	19,0	19,3	19,6	20,0
	6,0%	17,5	17,8	18,0	18,3	18,6	18,9	19,2
	6,5%	17,0	17,2	17,4	17,7	17,9	18,2	18,5
	7,0%	16,5	16,7	16,9	17,1	17,4	17,6	17,9

Źródło: Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A.

## Wycena porównawcza

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

### Wycena porównawcza

Spółka	Ticker	Kraj	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
			2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
SCHLOSS WACHENHEIM AG	SWA	Niemcy	5,7	5,2	4,9	9,4	8,3	7,7	10,3	9,8	8,9
CONSTELLATION BRANDS	STZ	USA	12,5	11,8	11,2	14,3	13,3	12,7	15,8	14,0	13,2
HAWESKO HOLDING AG	HAW	Niemcy	7,3	6,6	6,2	12,9	11,1	10,0	12,8	10,4	9,1
OENEO	SBT	Francja	10,8	9,9	9,5	15,9	14,2	13,4	20,3	18,9	17,9
VIVA WINE GROUP AB	VIVA	Szwecja	10,8	9,5	8,1	15,8	12,4	10,1	13,9	10,1	8,2
MASI AGRICOLA SPA	MASI	Włochy	22,8	16,5	14,0	60,7	30,3	22,8	300,0	50,0	35,0
Mediana			10,8	9,7	8,8	15,0	12,8	11,4	14,8	12,2	11,2
Wyniki spółki (mln PLN)			112,8	114,6	114,3	95,8	91,3	89,0	55,1	52,8	51,9
Wartość udziałów mniejszościowych			-190,2	-190,2	-190,2	-190,2	-190,2	-190,2			
Gotówka (Dług) netto			-40,9	-40,9	-40,9	-40,9	-40,9	-40,9			
Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)			987	880	775	1210	940	783	817	645	580
<b>Wycena</b>			<b>846</b>								
<b>Wycena na 1 akcję</b>			<b>33,6</b>								

Źródło: Bloomberg, Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A.; wartości wskaźników ustalone na dzień i godzinę: 2025-03-11 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, wciąż 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

### Wyższa marża brutto r/r katalizatorem poprawy wyników

	II kwartał 2024/2025	prognoza MBM	II kwartał 2023/2024	zmiana r/r	I-II kwartał 2024/2025	I-II kwartał 2023/2024	zmiana
<b>Przychody</b>	<b>353,3</b>	<b>355,2</b>	<b>346,7</b>	<b>1,9%</b>	<b>546,2</b>	<b>545,0</b>	<b>0,2%</b>
Polska	244,8	245,1	237,9	2,9%	382,2	379,0	0,8%
Czechy i Słowacja	31,8	33,9	36,9	-13,7%	48,1	56,3	-14,6%
Rumunia	76,7	76,2	71,9	6,6%	115,9	109,7	5,7%
<b>EBITDA</b>	<b>71,0</b>	<b>69,0</b>	<b>62,5</b>	<b>13,7%</b>	<b>93,2</b>	<b>87,4</b>	<b>6,7%</b>
<b>EBIT</b>	<b>63,3</b>	<b>61,2</b>	<b>55,1</b>	<b>14,8%</b>	<b>77,9</b>	<b>72,7</b>	<b>7,1%</b>
Polska	43,4		32,7	32,7%	53,3	44,2	20,6%
Czechy i Słowacja	4,4		6,4	-31,3%	4,0	8,5	-52,4%
Rumunia	15,5		16,0	-3,2%	20,6	20,1	2,4%
<b>Zysk netto akcj. jedn. dominującej</b>	<b>38,6</b>	<b>36,0</b>	<b>31,7</b>	<b>21,8%</b>	<b>43,6</b>	<b>41,5</b>	<b>5,2%</b>
<b>Marże</b>							
Marża EBITDA	20,1%	19,4%	18,0%		17,1%	16,0%	
Marża EBIT	17,9%	17,2%	15,9%		14,3%	13,3%	
Marża netto	10,9%	10,1%	9,1%		8,0%	7,6%	

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

Wyniki uzyskane przez Ambrę w 2Q'2024/25 okazały się nieznacznie wyższe od naszych oczekiwań. Przychody Grupy wzrosły o 1,9% r/r do 353,3 mln PLN (prognozowaliśmy 355,2 mln PLN), EBIT zwiększył się do 63,3 mln PLN (+14,8% r/r; oczekiwaliśmy 61,2 mln PLN), a zysk netto wyniósł 38,6 mln PLN (+21,8% r/r; prognoza: 36,0 mln PLN). Pomimo utrzymujących się słabych nastrojów konsumenckich oraz trendu przechodzenia klientów z segmentu alkoholi premium w kierunku tańszych zamienników, Spółka poprawiła wyniki na wszystkich poziomach. Oprócz wzrostu przychodów w 2Q'2024/25, Ambra dodatkowo

zwiększyła wolumen sprzedaży o 4,8% r/r, co było równoważone spadkiem ceny jednostkowej butelki 0,75l o blisko 3% r/r. Kluczowym czynnikiem poprawy wyników była rosnąca o 2,8 p.p. r/r marża brutto ze sprzedaży, wynikająca z niższych kosztów zakupu surowców i materiałów oraz umocnienia PLN wobec EUR. Dzięki temu Spółka zdołała zniwelować presję kosztową, zwłaszcza w zakresie wynagrodzeń i kosztów osobowych.

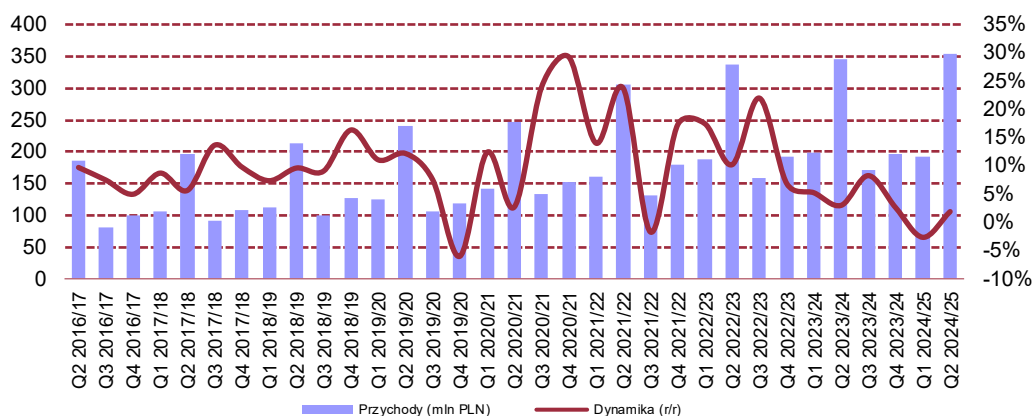
W 2Q'2024/25 przychody na rynku polskim wzrosły o 2,9% r/r, odbijając po słabym 1Q'2024/25, gdy odnotowano spadek o 2,6% r/r. Wynik ten był mniej więcej zgodny z naszymi oczekiwaniami (prognozowaliśmy 3% r/r). W Czechach i na Słowacji odnotowano spadek o 13,7% r/r (zakładaliśmy -8%), co wynikało z wysokiej wrażliwości cenowej tamtejszych konsumentów. Z kolei w Rumunii dynamika wzrostu była najwyższa i wyniosła 6,6% r/r, choć osłabiła się względem poprzedniego roku z powodu wyczerpania efektu akwizycji (spodziewaliśmy się 6%). Nieznaczna poprawa wyników całej Grupy była więc przede wszystkim efektem lepszej sprzedaży w Polsce.

W przedstawionym okresie największy wpływ na przychody Spółki miały wina spokojne (na koniec 2Q: 38,0% udziału; sprzedaż +0,22% r/r), napoje bezalkoholowe (15,3%; +4,2% r/r) oraz przede wszystkim kategoria „pozostałe” (10,8%; +18,8% r/r). Wzrost w tej ostatniej grupie napędzała rosnąca popularność win bezalkoholowych na wszystkich rynkach, gdzie w 1H'2024/25 sprzedaż wzrosła o 68% w Polsce, 17% w Czechach i na Słowacji oraz 128% w Rumunii. Jednocześnie segment alkoholi mocnych kontynuował spadek, kurcząc się o 2,2% r/r. Wśród marek własnych Ambry najlepsze wyniki osiągnęły wina bezalkoholowe CIN&CIN Free, napoje bezalkoholowe PICCOLO i ROBBY BUBBLE oraz musujące DORATO i ZAREA. Ostatecznie łączne przychody ze sprzedaży Spółki wzrosły o 1,9% r/r, osiągając poziom 353,3 mln PLN.

W 2Q'2024/25 marża zysku brutto ze sprzedaży wyniosła 35,9%, co oznacza wzrost aż o 2,8 p.p. r/r (prognozowaliśmy +2,3 p.p.). Głównymi czynnikami tej poprawy były niższe koszty zakupu surowców i materiałów, a także korzystny kurs walutowy – umocnienie PLN względem EUR, co obniżyło koszty importu. Dzięki temu Spółce udało się zrównoważyć presję kosztową, szczególnie w obszarze wynagrodzeń i kosztów osobowych, pozwalając na utrzymanie wyższej rentowności sprzedaży pomimo wzrostu kosztów dystrybucji (efekt rosnących wynagrodzeń w sektorze logistycznym).

Koszty SG&A wzrosły o 7,5% r/r, co było wynikiem lepszym od naszych oczekiwań o 1,1 mln PLN. Kluczowym czynnikiem był wolniejszy wzrost największej składowej – kosztów pracowniczych, które zwiększyły się o 6,6% r/r. Po trzech kolejnych kwartałach dwucyfrowych wzrostów (19,3% / 14,5% / 10,3%) ich dynamika ponownie wróciła więc do jednocyfrowego poziomu.

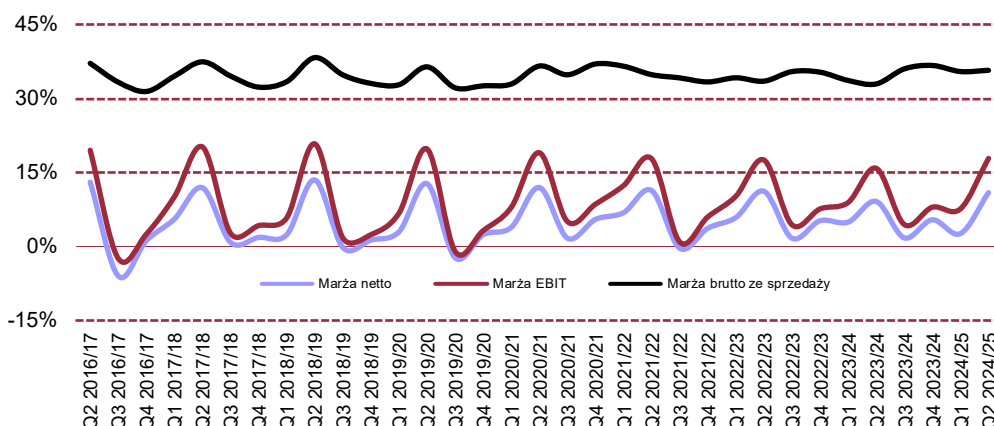
## Przychody kwartalne i ich dynamika r/r Grupy Ambra



Źródło: Ambra S.A.



## Marże brutto ze sprzedaży, EBIT i netto w poszczególnych kwartałach



Źródło: Ambra S.A.

Linia pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych zgodnie z naszymi prognozami wykazała zysk wynoszący 0,5 mln PLN. W konsekwencji czego zysk z działalności operacyjnej zwiększył się o 14,8% r/r i osiągnął poziom 63,3 mln PLN. Natomiast na linii pozostałych przychodów i kosztów finansowych Spółka odnotowała stratę równą 2,6 mln PLN (spodziewaliśmy się -2,3 mln PLN). Zyski mniejszości wyniosły 10,1 mln PLN (spodziewaliśmy się 11,8 mln PLN), zaś podatek dochodowy 12,0 mln PLN (oczekiwaliśmy 11,2 mln PLN). Ostatecznie zysk netto przypadający akcjonariuszom jednostki dominującej osiągnął poziom 38,6 mln PLN i był o 2,6 mln PLN wyższy od naszych prognoz.

Na koniec grudnia 2024 roku zadłużenie netto Spółki wyniosło 83,7 mln PLN, w porównaniu do 95,4 mln PLN rok wcześniej (spadek o 12,2% r/r). Z przyczyn sezonowych dług jest najwyższy właśnie na koniec grudnia i w kolejnych miesiącach oczekujemy jego spadku. Natomiast cash flow z działalności operacyjnej w całym I półroczu 2024/25 r. wzrósł aż o 279,1% r/r do poziomu 18,0 mln PLN (na koniec 1H'2023/2024: 4,8 mln PLN). Poprawa przepływów pieniężnych była możliwa głównie dzięki poprawie zysku z działalności operacyjnej oraz zmniejszeniu poziomu zapasów (-7,3% r/r).

Wydatki inwestycyjne Ambry w pierwszym półroczu wyniosły 15,4 mln PLN, co stanowi mniej niż połowę zakładanego przez nas capexu na cały rok obrotowy 2024/25. Wynika to głównie z przesunięcia części płatności na drugą połowę roku lub tuż po jego zakończeniu. Spółka kontynuuje jednak swój program inwestycyjny, koncentrując się na zwiększeniu zdolności produkcyjnych, m.in. w winiarni w Woli Dużej koło Biłgoraja, oraz usprawnieniu procesów operacyjnych (w listopadzie nastąpiło wdrożenie nowego systemu ERP w spółce Ambra S.A, w pozostałych spółkach ten proces następować ma w kolejnych okresach).

## Prognozujemy zwiększenie dywidendy za rok 2024/25 do 1,15 PLN

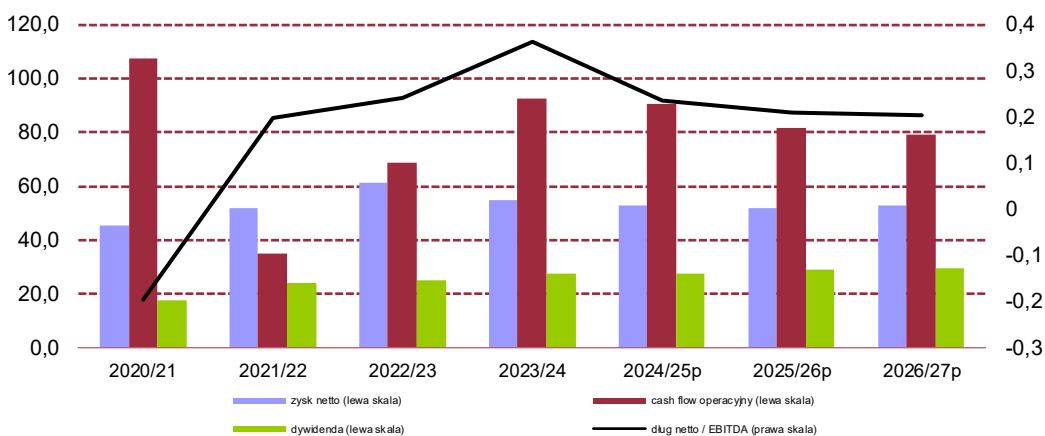
Ambra, zgodnie z uchwałą podjętą przez ZWZ w dniu 17 października 2024 r., po raz kolejny zdecydowała się na wypłatę dywidendy w wysokości 1,10 PLN na akcję, utrzymując tym samym poziom z poprzedniego roku. Była to już 16 z rzędu dywidenda wypłacona przez Spółkę (począwszy od 2008 r.), co tylko podkreśla jej konsekwencję w realizacji stabilnej polityki dywidendowej. Zarząd już wielokrotnie wskazywał, że jego celem jest kontynuacja tej strategii, tak aby zapewnić inwestorom przewidywalne zwroty, jednocześnie nie rezygnując z rozwoju działalności. Choć obecny rok obrotowy przynosi pewne wyzwania, sytuacja finansowa Ambry pozostaje solidna, a Spółka utrzymuje zdrową strukturę bilansu, jednocześnie generując stabilne przepływy pieniężne.

Pierwsze półrocze roku obrotowego 2024/25 potwierdziło nasze prognozy co do trudniejszych warunków rynkowych, co widać zwłaszcza w zakresie dynamiki przychodów Spółki, która w 1H'2024/25 była niemal płaska (0,2% r/r). Pomimo tego Ambra odnotowała



wzrost zysku netto o 5,2% r/r, głównie dzięki poprawie marży brutto ze sprzedaży o 2,4 p.p. Ponadto, obecna kondycja finansowa Spółki wciąż pozostaje stabilna. Zadłużenie netto na koniec grudnia 2024 r. wyniosło 83,7 mln PLN, co oznacza spadek o 12,2% r/r. Warto zaznaczyć, że poziom długu w tym okresie jest sezonowo najwyższy i na zakończenie roku obrotowego powinien być zdecydowanie niższy (na koniec roku 2024/25 spodziewamy się jego spadku do 27,0 mln PLN). Wskaźniki płynności również pozostają bezpieczne – wskaźnik bieżącej płynności wynosi 1,63, a wskaźnik płynności podwyższonej 0,07, co jest zbliżonym poziomem względem poprzedniego roku obrotowego. Ponadto, podczas ostatniej konferencji wynikowej (21.02) zarząd Ambry zasignalizował, że Spółka dostrzega przestrzeń do podniesienia kwoty dywidendy w przyszłym roku. Także w naszej opinii, stabilne przepływy pieniężne oraz niski poziom zadłużenia sprzyjają rozwojowi takiego scenariusza. Dotychczasowa polityka dywidendowa sugeruje, że nawet w wymagających warunkach rynkowych Spółka dąży do stopniowego podnoszenia dywidendy. W związku z tym aktualizujemy naszą prognozę dywidendy za rok obrotowy 2024/25 z 1,12 PLN do 1,15 PLN na akcję.

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



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

### Ambra podtrzymuje swoje plany inwestycyjne

Ambra podtrzymuje swoje plany inwestycyjne, deklarując średnioroczny poziom nakładów na poziomie ok. 40 mln PLN. W pierwszym półroczu roku obrotowego 2024/25 spółka zrealizowała inwestycje o wartości 15,4 mln PLN, co stanowi mniej niż połowę planowanego budżetu na cały rok obrotowy. Zarząd wskazuje, że większość wydatków przypadnie na drugie półrocze lub zostanie rozliczona tuż po jego zakończeniu. Kluczowe projekty obejmują modernizację zakładów produkcyjnych, w tym największej w Woli Dużej koło Biłgoraja, gdzie trwają przygotowania do uruchomienia nowej linii produkcyjnej. Na mniejszą skalę prowadzone są również inwestycje w rumuńskim zakładzie w Bukareszcie. Ponadto, Spółka zakończyła pierwszy etap wdrażania nowego systemu ERP, który w kolejnych okresach obejmie pozostałe spółki z grupy (za wyjątkiem Ambra S.A., gdzie proces ten został ukończony w listopadzie), co ma na celu usprawnienie działań operacyjnych i zwiększenie efektywności.

Ambra dodatkowo utrzymuje elastyczne podejście do potencjalnych akwizycji, traktując je jako istotny element strategii rozwoju. W ostatnich latach Spółka skutecznie realizowała przejęcia na rynku rumuńskim, a obecnie pozostaje gotowa do dalszych transakcji, choć podchodzi do nich selektywnie, koncentrując się na projektach o wysokim potencjale synergii. Sytuacja finansowa pozostaje stabilna, co potwierdza m.in. spadek zadłużenia oprocentowanego netto o 12,2% r/r do poziomu 83,7 mln PLN. Z uwagi na solidny cash flow operacyjny oraz stosunkowo niską wartość długu netto, jesteśmy zdania że Ambra będzie w stanie sfinansować planowane przedsięwzięcia bez nadmiernego wzrostu poziomu zadłużenia.

## Aktualizacja prognoz finansowych

W zakończonym niedawno 1H'2024/25 wyniki Ambry były zgodne z naszymi ostrożnymi założeniami, choć poziom przychodów okazał się rozczarujący. Sprzedaż w Grupie wzrosła jedynie o 0,2% r/r do 546,2 mln PLN, pomimo 3,0% r/r wzrostu wolumenu. Płaska dynamika przychodów wynika przede wszystkim ze słabych nastrojów konsumenckich w Polsce, będących efektem utrzymującej się wysokiej inflacji, a także przesunięcia popytu w kierunku tańszych produktów, co przełożyło się na spadek średniej ceny jednostkowej butelki 0,75 l o 2,6% r/r. Dodatkowo, wciąż słabo prezentuje się sprzedaż na rynkach czeskim i słowackim – ostatni kwartał był siódmym z rzędu, w którym Ambra odnotowała tam ujemną dynamikę. Prognozujemy, że na koniec roku obrotowego przychody z tych rynków spadną do 80,4 mln PLN wobec 91,8 mln PLN w 2023/24. Presja ta wynika głównie z wysokiej wrażliwości cenowej tamtejszych konsumentów na wcześniejsze podwyżki. W kolejnych miesiącach Spółka w naszej opinii może podjąć działania mające na celu wsparcie sprzedaży (m.in. poprzez promocje, czy akcje sezonowe), zwłaszcza w segmencie win musujących, aby zwiększyć konkurencyjność cenową. Celem takich działań byłaby poprawa dynamiki sprzedaży względem 1H'2024/25, przy jednoczesnym utrzymaniu rentowności dzięki niższej dynamice kosztów zakupu. Istotnie słabsza dynamika sprzedaży widoczna jest również w Rumunii, gdzie na wyniki wpływa wygaśnięcie efektu akwizycji, który w ubiegłym roku istotnie podbijał sprzedaż. Warto podkreślić, że Spółka przez ostatnie lata regularnie podnosiła ceny swoich produktów, jednak obecnie – zarówno w ocenie zarządu, jak i naszej – przestrzeń do dalszych podwyżek pozostaje ograniczona. Dlatego też, kluczowym czynnikiem wspierającym przyszłą dynamikę sprzedaży będzie stopniowa poprawa nastrojów konsumenckich. Opublikowane przez GUS dane o sprzedaży detalicznej w kategorii żywności, napojów i wyrobów tytoniowych z ostatnich miesięcy wskazują jednak na utrzymującą się słabość popytu. W naszej ocenie ożywienie będzie przebiegać stopniowo, a jego wyraźniejszy wpływ na wyniki Spółki może być widoczny dopiero w przyszłym roku obrotowym.

Pomimo niewielkiego wzrostu przychodów, Ambra poprawiła rentowność na wszystkich poziomach wynikowych. Marża brutto wzrosła o 2,4 p.p. r/r do 35,8%, co było efektem stabilizacji kosztów surowców i materiałów oraz aprecjacji PLN względem EUR, co częściowo zredukowało presję kosztową związaną z wynagrodzeniami i kosztami osobowymi. Należy jednak pamiętać, że poprawa marży następuje na tle niskiej bazy – w pierwszym półroczu 2023/24 Spółka mierzyła się bowiem dodatkowo z istotnym wzrostem kosztów zakupu. Zgodnie z ostatnimi wypowiedziami zarządu, w drugim półroczu priorytetem Ambry będzie poprawa dynamiki sprzedaży, przy czym nie zakłada się dalszego wzrostu marży (choć w krótkim terminie wsparciem powinien być mocny kurs złotego). W naszej ocenie największym wyzwaniem w kolejnych kwartałach pozostają rosnące koszty wynagrodzeń, które przekładają się m.in. na wzrost kosztów transportu i operacji magazynowych. Ambra zakłada jednak, że dynamika tych kosztów powinna stopniowo słabnąć wraz ze zbliżaniem się inflacji do celu NBP.

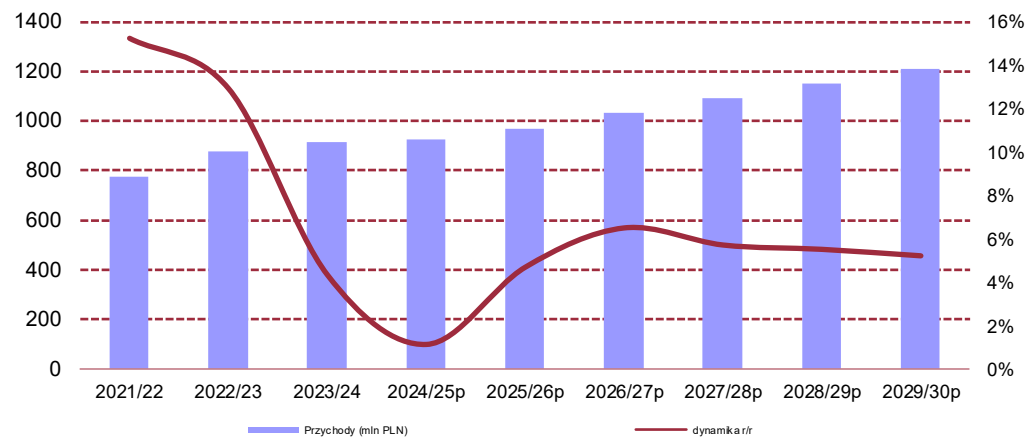
W zestawieniu z poprzednią rekomendacją obniżamy prognozę przychodów Spółki w bieżącym roku obrotowym z 950,9 mln PLN do 924,2 mln PLN (-2,8%), co oznacza wzrost o 1,1% r/r. Niewielkiej korekcie uległy również nasze prognozy na kolejne lata – w 2025/26 r. oczekujemy dynamiki na poziomie 4,7% r/r, a w 2026/27 r. 6,5% r/r. Równocześnie obniżamy prognozę zysku operacyjnego o 5,9%, co implikuje marżę EBIT na poziomie 9,9% w 2024/25 r., 9,2% w 2025/26 r. i 8,8% w 2026/27 r. Oczekujemy, że całoroczny zysk netto Ambry wyniesie 52,8 mln PLN, co oznacza wzrost o 2,7% 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	950,9	924,2	-2,8%	1008,8	967,6	-4,1%	1066,0	1030,5	-3,3%
EBITDA	120,3	114,6	-4,8%	126,2	114,3	-9,4%	132,6	117,8	-11,2%
EBIT	97,0	91,3	-5,9%	100,9	89,0	-11,8%	105,5	90,7	-14,1%
marża EBIT	10,2%	9,9%		10,0%	9,2%		9,9%	8,8%	
Zysk netto akcj. jedn. domin.	51,4	52,8	2,7%	54,8	51,9	-5,3%	58,7	53,1	-9,7%
marża netto	5,4%	5,7%		5,4%	5,4%		5,5%	5,1%	

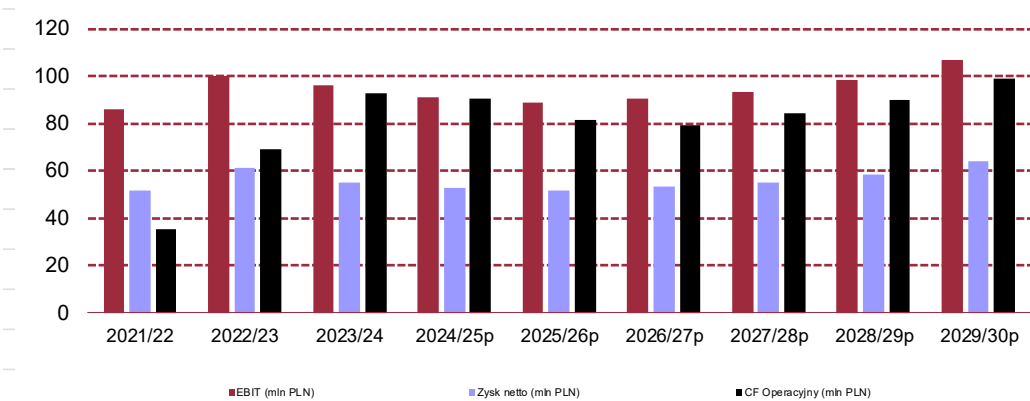
Źródło: prognozy Biura Maklerskiego Banku Millennium S.A., EBITDA wg MSR 17

### Prognoza przychodów w kolejnych latach



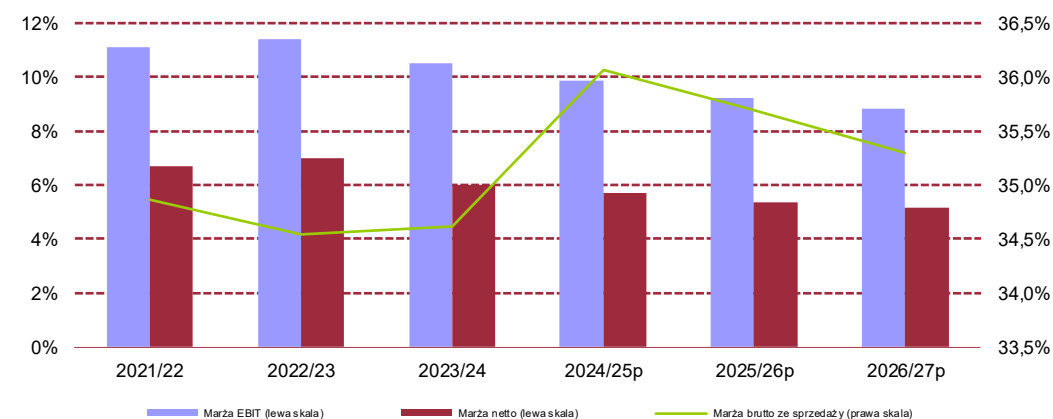
Źródło: Ambra S.A., prognozy Biura Maklerskiego Banku Millennium S.A.

### 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
<b>przychody netto</b>	<b>875,8</b>	<b>913,8</b>	<b>924,2</b>	<b>967,6</b>	<b>1 030,5</b>	<b>1 089,3</b>
Koszty sprzedanych towarów	-573,3	-597,5	-590,8	-622,1	-666,7	-708,1
<b>zysk brutto na sprzedaży</b>	<b>302,5</b>	<b>316,3</b>	<b>333,4</b>	<b>345,4</b>	<b>363,7</b>	<b>381,3</b>
koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	-205,8	-223,9	-242,1	-256,4	-273,0	-288,1
saldo pozostałej działalności operacyjnej	3,1	3,4	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA*</b>	<b>115,8</b>	<b>112,8</b>	<b>114,6</b>	<b>114,3</b>	<b>117,8</b>	<b>121,9</b>
<b>EBIT</b>	<b>99,8</b>	<b>95,8</b>	<b>91,3</b>	<b>89,0</b>	<b>90,7</b>	<b>93,2</b>
saldo finansowe	-6,3	-6,6	-4,5	-4,0	-3,8	-3,6
Udział w zyskach (stratach) jedn. podporządk.	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>zysk przed opodatkowaniem</b>	<b>93,7</b>	<b>89,4</b>	<b>86,8</b>	<b>85,2</b>	<b>87,0</b>	<b>89,7</b>
podatek dochodowy	-17,8	-15,9	-16,5	-16,2	-16,5	-17,0
(Zyski) straty mniejszości	-14,4	-18,4	-17,6	-17,1	-17,4	-17,9
<b>Zysk netto akcj. jedn. domin.</b>	<b>61,5</b>	<b>55,1</b>	<b>52,8</b>	<b>51,9</b>	<b>53,1</b>	<b>54,7</b>
EPS	2,44	2,18	2,09	2,06	2,10	2,17

## Bilans (mln PLN)

	2022/23	2023/24	2024/25p	2025/26p	2026/27p	2027/28p
<b>aktywa trwałe</b>	<b>278,6</b>	<b>326,8</b>	<b>345,7</b>	<b>362,6</b>	<b>377,8</b>	<b>392,9</b>
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
<b>aktywa obrotowe</b>	<b>493,5</b>	<b>497,1</b>	<b>534,6</b>	<b>566,0</b>	<b>589,5</b>	<b>611,1</b>
zapasy	285,8	272,4	275,6	288,5	307,2	324,8
należności	179,4	190,1	192,3	201,3	214,4	226,6
inwestycje krótkoterminowe	27,2	30,1	62,3	71,8	63,5	55,3
rozliczenia międzyokresowe	1,1	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4
<b>aktywa razem</b>	<b>772,0</b>	<b>823,9</b>	<b>880,3</b>	<b>928,7</b>	<b>967,3</b>	<b>1 004,0</b>
kapitał własny akcjonariuszy jedn. dominującej	390,7	414,4	439,5	462,4	485,9	510,4
kapitał mniejszości	70,9	80,2	87,2	94,1	101,1	108,2
zobowiązania	310,4	329,3	353,6	372,2	380,3	385,4
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	289,0	305,5	311,8	315,0
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
<b>pasywa razem</b>	<b>772,0</b>	<b>823,9</b>	<b>880,3</b>	<b>928,7</b>	<b>967,3</b>	<b>1 004,0</b>
BVPS	15,5	16,4	17,4	18,3	19,3	20,2

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	70,3	69,0	70,5	72,6
amortyzacja bez leasingu MSSF 16	16,1	16,9	23,3	25,3	27,1	28,7
zmiana kapitału obrotowego	-40,4	-15,1	-3,1	-12,8	-18,6	-17,4
<b>gotówka z działalności operacyjnej</b>	<b>69,0</b>	<b>92,5</b>	<b>90,6</b>	<b>81,5</b>	<b>79,0</b>	<b>84,0</b>
inwestycje (capex)	-29,6	-38,1	-38,5	-38,9	-39,3	-40,9
<b>gotówka z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-25,5</b>	<b>-45,7</b>	<b>-38,5</b>	<b>-38,9</b>	<b>-39,3</b>	<b>-40,9</b>
wypłata dywidendy (w tym udz. mniejsz.)	-28,9	-35,0	-38,3	-39,3	-40,0	-41,0
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
<b>gotówka z działalności finansowej</b>	<b>-45,9</b>	<b>-43,3</b>	<b>-19,9</b>	<b>-33,1</b>	<b>-48,1</b>	<b>-51,3</b>
zmiana gotówki netto	-2,4	3,5	32,2	9,5	-8,4	-8,2
DPS	1,00	1,10	1,10	1,15	1,17	1,20
CEPS	3,08	2,86	3,02	3,06	3,18	3,31
FCFPS	3,43	3,90	4,54	4,09	4,01	4,20

**Wskaźniki (%)**

	2022/23	2023/24	2024/25p	2025/26p	2026/27p	2027/28p
zmiana sprzedaży	12,9%	4,3%	1,1%	4,7%	6,5%	5,7%
zmiana EBITDA	15,8%	-2,7%	1,6%	-0,2%	3,0%	3,5%
zmiana EBIT	16,0%	-3,9%	-4,8%	-2,4%	1,9%	2,7%
zmiana zysku netto	18,6%	-10,4%	-4,1%	-1,7%	2,3%	3,1%
marża EBITDA	13,2%	12,3%	12,4%	11,8%	11,4%	11,2%
marża EBIT	11,4%	10,5%	9,9%	9,2%	8,8%	8,6%
marża netto	7,0%	6,0%	5,7%	5,4%	5,1%	5,0%
sprzedaż/aktywa (x)	1,1	1,1	1,0	1,0	1,1	1,1
dług / kapitał (x)	0,07	0,10	0,06	0,05	0,05	0,04
odsetki / EBIT	-6,3%	-6,9%	-5,0%	-4,5%	-4,2%	-3,9%
stopa podatkowa	19,0%	17,8%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
ROE	15,7%	13,3%	12,0%	11,2%	10,9%	10,7%
ROA	8,0%	6,7%	6,0%	5,6%	5,5%	5,5%
(dług) gotówka netto (mln PLN)	-28,1	-40,9	-27,1	-23,8	-24,1	-22,0

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	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
Ambra	Akumuluj	1 paź 24	26,10	30,40	Grzegorz Gawkowski
IMS	Kupuj	7 paź 24	3,54	4,50	Łukasz Bugaj
Mostostal Zabrze	Kupuj	6 gru 24	5,10	6,10	Adam Zajler

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	4	50%
Akumuluj	2	25%
Neutralnie	2	25%
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 udostępniona spółkom będącym przedmiotem raportu przed jego opublikowaniem. Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie analitycznym.

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

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

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

**Objaśnienia terminologii fachowej użytej w raporcie**

EV - wycena rynkowa spółki + wartość długu odsetkowego netto

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

WNB - wynik na działalności bankowej

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

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

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych

ROA - stopa zwrotu z aktywów

EPS - zysk netto na 1 akcję

CEPS - zysk netto i amortyzacja na akcję

BVPS - wartość księgowa na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

NPL - kredyty zagrożone

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

KUPIJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 20% potencjał wzrostu

AKUMULUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 10% potencjał wzrostu

NEUTRALNIE - uważamy, że cena akcji spółki pozostanie stabilna (+/- 10%)

REDUKUJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o 10-20%

SPRZEDAJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o ponad 20%

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

**Stosowane metody wyceny**

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

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

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

Metoda ROE-P/BV (model 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 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 Biura Maklerskiego Banku Millennium S.A.

Prace związane ze sporządzeniem raportu zostały ukończone 12 marca 2025r. o godzinie 15:15 a datą pierwszego rozpowszechnienia raportu jest data raportu 12 marca 2024r. godzina 15:30.

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