

Ambra

akumuluj

branża spożywcza

poprzednia rekomendacja: akumuluj

Cena rynkowa* : 20,9

Cena docelowa: 24,9

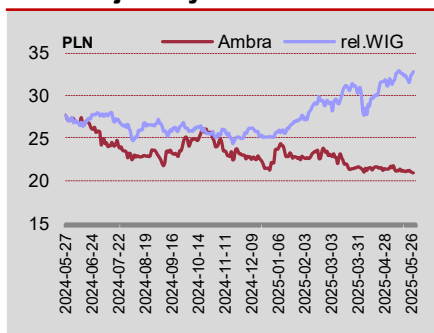
Późniejsza Wielkanoc obciąża wyniki spółki

Wyniki Grupy Ambra za 3Q'2024/25 były słabe i istotnie poniżej naszych oczekiwań, głównie za sprawą niedoszacowania efektu późniejszego niż rok wcześniej terminu Wielkanocy, a także m.in. wyższego niż zakładaliśmy udziału mniejszości w zyskach. Przychody spadły o 12,4% r/r do 150,6 mln PLN, EBIT wyniósł -1,9 mln PLN wobec 7,5 mln PLN rok wcześniej, a strata netto sięgnęła 5,1 mln PLN vs. +3,0 mln PLN w 3Q'2023/24. Efekt sezonowy obniżył wolumeny sprzedaży i przełożył się na mniej korzystną strukturę asortymentową – odnotowano niższy udział sprzedaży alkoholi premium (droższe wina, alkohole mocne), co doprowadziło do spadku średniej ceny jednostkowej butelki. Powyższa sytuacja wpisuje się w trend obserwowany już od wielu kwartałów, w którym konsumenci – przy ograniczonej sile nabywczej – częściej decydują się na tańsze zamienniki kosztem produktów z wyższej półki cenowej. Pozytywnie natomiast zaskoczyła marża brutto ze sprzedaży, która wyniosła 37,6% (+1,5 p.p. r/r). Na plus oceniamy również postępujący spadek dynamiki kosztów SG&A, które w 3Q'2024/25 wyniosły 4,2% r/r. Spodziewamy się, że Ambra podejmie działania aktywizujące sprzedaż, w tym promocje i działania marketingowe, ale ich wpływ w krótkim terminie może być ograniczony. Jednocześnie uważamy, że przesunięcie terminu świąt może sprzyjać odbiciu sprzedaży i poprawie wyników w kolejnym kwartale, choć w naszej opinii nie będzie ono wystarczające, aby zrekompensować słabość z 3Q'2024/25.

Uwzględniając prognozowany przez nas zysk netto w roku obrotowym 2024/25, Spółka notowana jest obecnie przy wyprzedzającym wskaźniku P/E na poziomie 11,0. Cenę docelową 1 akcji Ambry, w zestawieniu z ostatnią prognozą, obniżamy z 25,9 PLN do 24,9 PLN, jednocześnie podtrzymując rekomendację „akumuluj”. Na zmianę wyceny negatywnie wpłynęła korekta naszych prognoz finansowych oraz spadek mnożników rynkowych spółek porównawczych.

Ambra utrzymuje solidną pozycję finansową. Na koniec 3Q'2024/25 dług netto spadł do 6,5 mln PLN wobec 83,7 mln PLN kwartał wcześniej, a przepływy pieniężne z działalności operacyjnej wyniosły 106,3 mln PLN (+19,9% r/r). Ponadto, wskaźnik bieżącej płynności spółki wyniósł 2,1, a wskaźnik płynności podwyższonej 0,16, co potwierdza stabilność sytuacji bilansowej. Jednocześnie obniżamy jednak prognozę dywidendy z 1,15 PLN do 1,10 PLN na akcję, co – w naszej opinii – lepiej odzwierciedla przewidywaną słabszą realizację wyników w bieżącym roku i aktualne priorytety spółki w zakresie alokacji kapitału.

Kurs akcji relatywnie



Max/min 52 tygodnie (PLN)	27,8 / 20,0		
Liczba akcji (mln)	25,2		
Kapitalizacja (mln PLN)	527		
EV (mln PLN)	568		
Free float (mln PLN)	205		
Średni obrót (mln PLN)	0,2		
Główny akcjonariusz	Schloss-Wachenheim		
% akcji, % głosów	61,1%, 61,1%		
	1 m	3 m	12 m
Zmiana ceny	-2,3%	-9,5%	-23,8%
Zmiana WIG	3,4%	31,4%	19,4%

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	9,6	1,3	5,3	5,9	5,0	13,3
2024/25p	906,5	89,1	112,0	80,5	48,1	1,91	2,82	17,2	11,0	1,2	5,3	6,4	5,1	11,1
2025/26p	941,2	88,4	113,4	83,4	50,5	2,00	2,99	18,2	10,4	1,2	5,3	6,4	5,0	11,0
2026/27p	993,0	91,3	118,4	86,5	52,5	2,08	3,16	19,1	10,0	1,1	5,5	6,2	4,8	10,9

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

Report 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 28.05.2025 r., godz. 17:00

Spis treści

Wycena	3
Czynniki ryzyka	5
Ostatnie wydarzenia	6
Aktualizacja prognoz finansowych	12
Analiza czynników ESG	14
Wyniki finansowe	15
Rekomendacje Biura Maklerskiego Banku Millennium	17

Wycena

Wycenę spółki Ambra przeprowadziliśmy w oparciu o metodę DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych) i metodę porównawczą względem zagranicznych spółek zajmujących się produkcją i dystrybucją wina. Na podstawie metody DCF uzyskaliśmy wartość spółki na poziomie 456 mln PLN, czyli 18,1 PLN na akcję. Przy użyciu metody porównawczej wyceniliśmy spółkę na 800 mln PLN (31,8 PLN na akcję). Zarówno metodzie DCF, jak i porównawczej przypisaliśmy wagę po 50%. Uzyskaliśmy wycenę spółki na poziomie 628 mln PLN, czyli 24,9 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	456	18,1
Wycena porównawcza	800	31,8
Wycena spółki Ambra SA	628	24,9

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 5,5% (spadek z poziomu 6,0% 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%.
- ❑ Spadek przychodów Grupy w roku 2024/25 o 0,8%, w 2025/26 wzrost o 3,8% oraz o 5,5%, 5,1% i 4,6% w kolejnych 3 latach.
- ❑ Wzrost marży brutto z poziomu 34,6% w roku 2023/24 do 36,0% w roku 2024/25.
- ❑ Wzrost kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu w roku 2024/25 o 5,8%, w 2025/26 wzrost o 4,5% oraz o 5,5%, 4,9% 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 187,8 mln PLN (jako iloczyn aktualnego C/Z Ambry za rok 2024/25 na poziomie 11,0 oraz zysków mniejszości za rok 2024/25 na poziomie 17,1 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	906,5	941,2	993,0	1043,4	1091,8	1137,7	1180,8	1220,5	1256,3	1287,7	
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)	72,2	71,6	73,9	75,6	78,0	80,7	84,0	87,9	91,4	94,6	
Amortyzacja*	22,9	24,9	27,1	28,8	30,5	32,2	34,1	36,0	38,2	40,7	
Inwestycje	-32,6	-44,8	-39,3	-40,9	-42,9	-45,1	-47,8	-51,1	-55,2	-59,6	
Zmiana kap.obrotowego	2,2	-10,2	-15,3	-14,9	-14,3	-13,6	-12,7	-11,7	-10,6	-9,3	
FCF	64,6	41,6	46,5	48,7	51,3	54,3	57,5	61,1	63,9	66,4	735,6
Zmiana FCF		-35,7%	11,9%	4,6%	5,4%	5,9%	6,0%	6,2%	4,6%	3,9%	1,2%
Dług/Kapitał	10,9%	9,9%	8,9%	8,0%	7,2%	6,5%	5,9%	5,3%	4,7%	4,3%	4,0%
Stopa wolna od ryzyka	4,5%	4,6%	4,7%	4,9%	5,1%	5,0%	5,3%	5,9%	5,4%	5,5%	5,5%
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	6,0%	6,1%	6,2%	6,4%	6,6%	6,5%	6,8%	7,4%	6,9%	7,0%	7,0%
Koszt kapitału	9,5%	9,6%	9,7%	9,9%	10,1%	10,0%	10,3%	10,9%	10,4%	10,5%	10,5%
WACC	9,0%	9,2%	9,3%	9,5%	9,7%	9,7%	10,0%	10,6%	10,2%	10,3%	10,3%
PV (FCF)	64,1	37,8	38,6	36,8	35,1	33,9	32,2	29,9	29,1	27,2	300,9
Wartość DCF (mln PLN)	666	w tym wartość rezydualna				301					
(Dług) Gotówka netto*	-40,9										
Wartość udz. mniejsz.	-187,8										
aktywa nieoperacyjne	18,7										
Wycena DCF (mln PLN)	455,5										
Liczba akcji (mln)	25,2										
Wycena 1 akcji (PLN)	18,1										

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%
	4,5%	18,5	18,8	19,2	19,5	19,9	20,3	20,7
	5,0%	17,9	18,2	18,4	18,8	19,1	19,4	19,8
	5,5%	17,3	17,5	17,8	18,1	18,4	18,7	19,0
	6,0%	16,7	17,0	17,2	17,5	17,7	18,0	18,3
	6,5%	16,2	16,5	16,7	16,9	17,1	17,4	17,6

Źródło: Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A.

Wycena porównawcza

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

Wycena porównawcza

Spółka	Ticker	Kraj	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
			2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
SCHLOSS WACHENHEIM AG	SWA	Niemcy	5,5	5,1	4,8	9,0	8,1	7,7	10,7	10,4	9,7
CONSTELLATION BRANDS	STZ	USA	12,3	11,7	12,4	14,1	13,2	14,3	15,5	13,8	14,5
HAWESKO HOLDING AG	HAW	Niemcy	9,1	7,0	6,6	12,9	12,8	11,8	18,0	14,5	12,8
OENEO	SBT	Francja	11,0	10,2	10,0	16,1	15,1	14,7	20,6	20,0	19,1
VIVA WINE GROUP AB	VIVA	Szwecja	10,4	8,2	6,7	15,2	11,1	8,6	13,7	11,5	9,3
MASI AGRICOLA SPA	MASI	Włochy	22,4	16,3	13,8	59,6	29,8	22,4	292,9	48,8	34,2
PURCARI WINERIES PLC	WINE	Moldawia	8,6	8,4	6,4	11,6	10,3	7,9	11,7	12,3	8,9
Mediana			10,4	8,4	6,7	14,1	12,8	11,8	15,5	13,8	12,8
Wyniki spółki (mln PLN)			112,8	112,0	113,4	95,8	89,1	88,4	55,1	48,1	50,5
Wartość udziałów mniejszościowych			-187,8	-187,8	-187,8	-187,8	-187,8	-187,8			
Gotówka (Dług) netto			-40,9	-40,9	-40,9	-40,9	-40,9	-40,9			
Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)			945	711	528	1123	916	818	853	665	644
Wycena			800								
Wycena na 1 akcję			31,8								

Źródło: Bloomberg, Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A.; wartości wskaźników ustalone na dzień i godzinę: 2025-05-28 17:00

Czynniki ryzyka

Do najważniejszych czynników ryzyka wpływających na działalność Grupy Ambra należą:

- ❑ **Ryzyko utrzymania słabszych nastrojów konsumenckich.** Sytuacja gospodarstw domowych, w tym nastroje konsumenckie oraz gotowość do ponoszenia wydatków poza podstawowymi potrzebami, pozostają jednym z kluczowych czynników wpływających na rynek wina. Choć inflacja ustabilizowała się względem okresów silnych wzrostów cen, wciąż utrzymuje się na poziomie wyraźnie powyżej celu inflacyjnego. Według projekcji NBP, powrót inflacji do celu ma nastąpić dopiero w 2027 roku. W związku z tym spodziewamy się stopniowej, ale rozciągniętej w czasie poprawy kondycji konsumenckiej. Taka sytuacja może w krótkim okresie ograniczać tempo wzrostu popytu, zwłaszcza w bardziej wrażliwych segmentach rynku.
- ❑ **Ryzyko większego wzrostu kosztów wynagrodzeń.** Jednym z istotniejszych składników kosztowych Ambry – poza zakupem surowców i towarów – pozostają wynagrodzenia, których wartość w roku obrotowym 2023/24 wyniosła 133,2 mln PLN, rosnąc o 12,0% r/r. Zarówno w minionym, jak i bieżącym roku dynamika ta przewyższała tempo zmian przychodów, co wpływało negatywnie na rentowność operacyjną. Choć w ostatnich kwartałach widoczna jest tendencja spadkowa w dynamice kosztów wynagrodzeń, spodziewamy się, że także w kolejnym roku ich tempo wzrostu pozostanie wyższe niż dynamika sprzedaży – m.in. z uwagi na nadal ograniczoną siłę konsumenta i stopniowe odbudowywanie popytu.

- ❑ **Ryzyko kursów walut oraz cen surowców.** Znacząca część towarów oraz surowców nabywanych przez Ambra pochodzi z importu – ich łączna wartość to ok. 60 mln EUR rocznie. W efekcie poziom kursu EUR/PLN ma istotne przełożenie na wyniki finansowe spółki. Szacujemy, że wzrost kursu EUR/PLN o 10% obniżyłby wynik netto o ok. 4,0 mln PLN, głównie w wyniku ujemnych różnic kursowych. Biorąc pod uwagę obecne warunki rynkowe i stabilizację cen podstawowych kategorii surowców wykorzystywanych przez spółkę, nie przewidujemy, aby czynniki te stanowiły istotne źródło ryzyka dla rentowności Ambry w najbliższym czasie.
- ❑ **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.
- ❑ **Ryzyko związane ze zmianą nawyków konsumenckich.** W ostatnich latach obserwowany jest rosnący trend ograniczania spożycia alkoholu, szczególnie w krajach rozwiniętych, co wynika zarówno ze względów zdrowotnych, jak i zmieniających się postaw społecznych, w tym zwłaszcza wśród młodszych grup konsumentów. Zjawisko to może w dłuższym horyzoncie wpływać na zmniejszenie wolumenów sprzedaży w tradycyjnych segmentach alkoholowych. Ambra stara się dostosować do tych zmian poprzez rozwój oferty produktów nisko- i bezalkoholowych, jednak tempo wzrostu nowych kategorii może nie w pełni kompensować ewentualne spadki w kluczowych segmentach. W naszej ocenie zmiana struktury popytu może w perspektywie kolejnych lat stanowić istotne wyzwanie dla modelu biznesowego spółki.

Biorąc pod uwagę opisane czynniki, oceniamy, że profil ryzyka działalności Ambry w długim horyzoncie pozostaje umiarkowany, a spółka posiada odpowiednie zasoby oraz elastyczność operacyjną do zarządzania kluczowymi wyzwaniami.

Ostatnie wydarzenia

Wyniki w 3Q'2024'25 poniżej naszych oczekiwań

W 3Q'2024/25 r. (styczeń – marzec) Grupa Ambra, zgodnie z wcześniejszymi zapowiedziami zarządu, odnotowała wyraźne pogorszenie wyników finansowych, choć skala spadków okazała się nieco większa, niż zakładaliśmy. Głównym czynnikiem tego było niedoszacowanie efektu późniejszego terminu świąt wielkanocnych, które przypadły dopiero w drugiej połowie kwietnia, co skutkowało przesunięciem istotnej części sprzedaży na kolejny kwartał. Dodatkowo, na niższy poziom przychodów wpłynął także wyższy poziom cen produktów na półkach sklepowych po Nowym Roku, a także różnice kursowe dotyczące przychodów uzyskanych na rynkach zagranicznych. Przychody Grupy obniżyły się o 12,4% r/r do 150,6 mln PLN, na co złożył się zarówno spadek wolumenu (-5,2% r/r), jak i niższa średnia cena jednostkowa (-7,6% r/r), będąca efektem mniej korzystnego miksu produktowego oraz ograniczonego udziału segmentu premium. Pomimo poprawy marży brutto ze sprzedaży (+1,5 p.p. r/r), wynik operacyjny EBIT wyniósł -1,9 mln PLN vs. +7,5 mln PLN przed rokiem, zaś na poziomie netto Grupa wykazała stratę w wysokości 5,1 mln PLN.

W naszej ocenie 3Q'24/25 należy traktować jako kwartał sezonowo słabszy, natomiast 4Q'24/25 – z uwagi na przesunięcie sprzedaży świątecznej – powinien przynieść wyraźne odbicie. Pełniejszy obraz sytuacji operacyjnej Grupy, ze względu na opisane zniekształcenie kalendarzowe, będziemy mogli jednak uzyskać dopiero po publikacji finalnych wyników za całe drugie półrocze. Biorąc pod uwagę skalę spadków w 3Q'24/25, wątpimy, że Ambra będzie w stanie w pełni odrobić te wyniki w kolejnym kwartale.

Skonsolidowane wyniki finansowe grupy Ambra

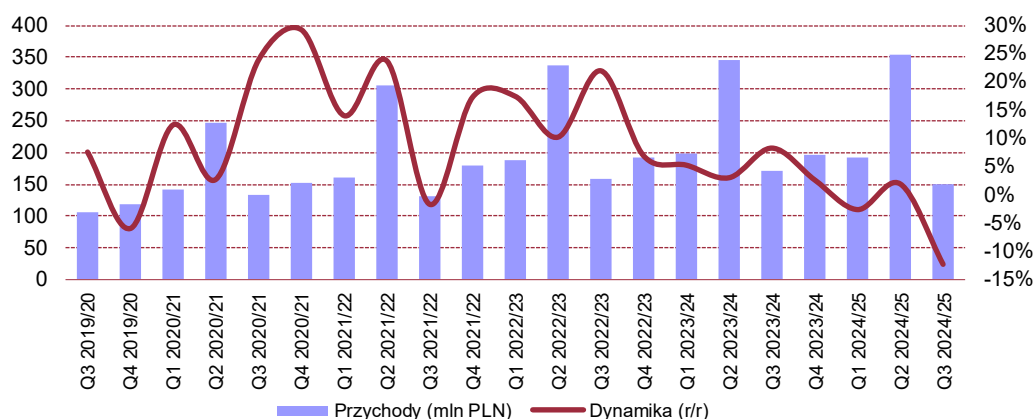
	III kwartał 2024/2025	progniza BMBM	III kwartał 2023/2024	zmiana r/r	I-III kw. 2024/2025	I-III kw. 2023/2024	zmiana
Przychody	150,6	153,6	171,9	-12,4%	696,8	716,9	-2,8%
EBITDA	6,0	7,0	15,2	-60,7%	99,2	102,6	-3,3%
EBIT	-1,9	-1,1	7,5	-	76,0	80,2	-5,3%
Zysk netto akcj. jedn. dominującej	-5,1	-2,3	3,0	-	38,6	44,4	-13,2%
Marże							
Marża EBITDA	4,0%	4,5%	8,8%		14,2%	14,3%	
Marża EBIT	-1,3%	-0,7%	4,4%		10,9%	11,2%	
Marża netto	-3,4%	-1,5%	1,7%		5,5%	6,2%	

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

Sprzedaż Grupy Ambra w 3Q'2024/25 r. wyraźnie ucierpiała na skutek późnego terminu świąt wielkanocnych, które przypadły dopiero na drugą połowę kwietnia. Czynniki ten – w połączeniu z utrzymującą się słabością nastrojów konsumenckich – istotnie ograniczył dynamikę przychodów, zwłaszcza w Polsce oraz w regionie Czech i Słowacji. W Polsce sprzedaż spadła o 16,1% r/r (spodziewaliśmy się -14%), a w Czechach i na Słowacji o 20,1% r/r (zakładaliśmy -21%). Odmierna była sytuacja w Rumunii, gdzie święta wielkanocne – podobnie jak rok wcześniej – przypadły już w 4Q, dzięki czemu dynamika sprzedaży nie została tam zaburzona czynnikami kalendarzowymi. W rezultacie przychody w tym kraju wzrosły o 11,6% r/r (spodziewaliśmy się +13%), a liderami wzrostów były marki Pelin Carpatin i Zarea. Łącznie przychody Grupy w 3Q wyniosły 150,6 mln PLN (-12,4% r/r) wobec naszej prognozy na poziomie 153,6 mln PLN.

Udział w sprzedaży ze względu na rynek: Polska (72,2% udziału, -3,2 p.p. r/r), Czechy i Słowacja (9,0%, -0,9 p.p. r/r), Rumunia (18,8%, +4,0 p.p. r/r). W ujęciu produktowym największy negatywny wpływ na sprzedaż miały alkohole mocne (-28,6% r/r), wina musujące (-21,8% r/r) oraz napoje bezalkoholowe (-22,0% r/r). Sprzedaż win spokojnych była relatywnie bardziej odporna (-9,4% r/r), natomiast po raz kolejny pozytywnie wyróżniła się kategoria win dealkoholizowanych, która dzięki dynamicznemu wzrostowi zwiększyła swój udział w całkowitych przychodach Grupy do 3,5%. Segment ten – zgodnie z deklaracją zarządu – pozostaje jednym z priorytetowych obszarów rozwoju, szczególnie w kontekście rosnącej sezonowości popytu w okresie wiosenno-letnim.

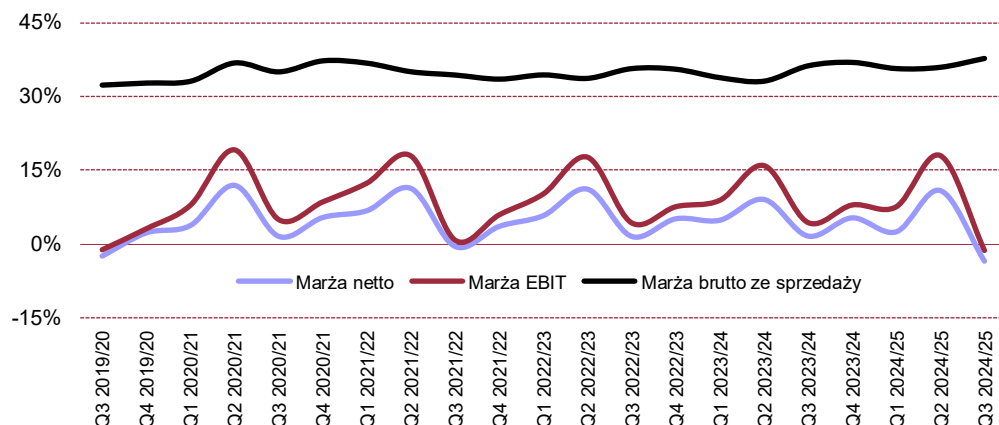
Przychody kwartalne i ich dynamika r/r Grupy Ambra



Źródło: Ambra S.A.

Marża brutto ze sprzedaży w 3Q'2024/25 r. wyniosła 37,6%, co oznacza wzrost o 1,5 p.p. r/r i poziom nieco powyżej naszej prognozy (37,2%). Poprawa rentowności wynikała z ustabilizowania sytuacji kosztowej, przede wszystkim w obszarze zakupu surowców i materiałów. W naszej opinii tempo poprawy marżowości zaczyna jednak stopniowo wygasać, co może ograniczyć przestrzeń do dalszych wzrostów w kolejnych okresach.

Marże brutto ze sprzedaży, EBIT i netto w poszczególnych kwartałach



Źródło: Ambra S.A.

W 3Q'2024/25 r. koszty SG&A wyniosły 57,7 mln PLN, odnotowując wzrost o 4,2% r/r – nieco poniżej naszej prognozy (+4,5% r/r). Głównym czynnikiem wzrostu były wyższe koszty wynagrodzeń, które zwiększyły się o 4,9% r/r. Dynamika kosztów operacyjnych wyraźnie wyhamowała względem wcześniejszych kwartałów, co potwierdza skuteczność działań optymalizacyjnych podejmowanych przez spółkę.

W przedstawionym okresie wynik na pozostałej działalności operacyjnej wyniósł -0,9 mln PLN wobec +0,7 mln PLN rok wcześniej (prognozowaliśmy -0,4 mln PLN). Wpływ na jego poziom miała m.in. darowizna przekazana na rzecz gminy Biłgoraj w wysokości 0,5 mln PLN, przeznaczona na modernizację i rozbudowę lokalnej infrastruktury wodociągowej (pozostałe 0,4 mln PLN zostanie ujęte w 4Q'24/25). Finalnie EBIT w 3Q'24/25 r. wyniósł -1,9 mln PLN wobec +7,5 mln PLN rok wcześniej i tym samym był również niższy od naszej prognozy (-1,1 mln PLN). Spadek rentowności operacyjnej był przede wszystkim konsekwencją istotnego obniżenia przychodów, których nie udało się w pełni zrównoważyć poprzez wzrost marży brutto oraz spowolnienie dynamiki kosztów SG&A.

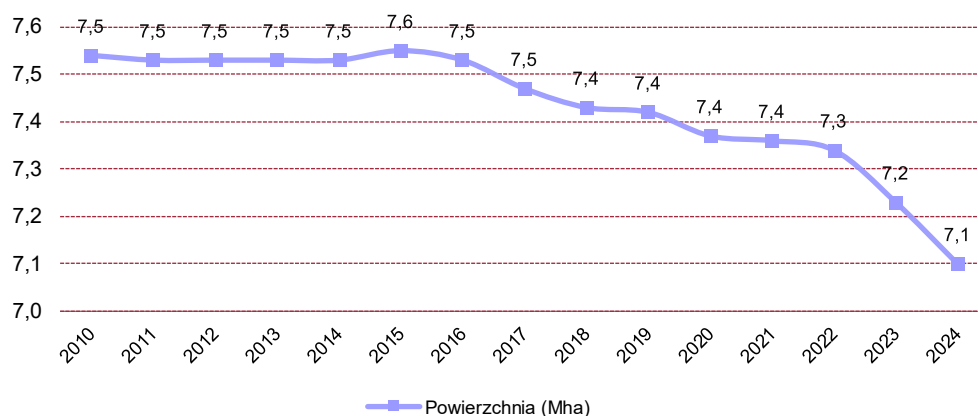
W 3Q'2024/25 r. Grupa Ambra odnotowała stratę na linii przychodów i kosztów finansowych w wysokości 2,2 mln PLN (prognozowaliśmy -2,1 mln PLN), wobec -1,5 mln PLN rok wcześniej. Choć koszty odsetek netto były niższe o 0,2 mln PLN r/r (w efekcie spadku zadłużenia), wynik ten – w przeciwieństwie do poprzedniego roku – nie został wsparty dodatnimi różnicami kursowymi, które w 3Q'23/24 wyniosły 0,6 mln PLN. Pozytywny wpływ na wynik miał podatek dochodowy (+0,6 mln PLN), jednak został on zniwelowany przez wyższy niż zakładaliśmy udział mniejszości w zyskach (1,5 mln PLN vs. oczekiwane 0,3 mln PLN), co przełożyło się na stratę netto w wysokości 5,1 mln PLN wobec zysku 3,0 mln PLN przed rokiem (vs. prognozowane -2,3 mln PLN).

W 3Q'2024/25 r. wydatki inwestycyjne Grupy wyniosły 6,3 mln PLN i były niższe o 4,2 mln PLN r/r. Narastająco po trzech kwartałach ich wartość sięgnęła 21,7 mln PLN wobec 27,3 mln PLN rok wcześniej, co – zgodnie z informacją spółki – wynikało z przesunięcia części planowanych nakładów na kolejne okresy. Spółka wygenerowała solidne przepływy pieniężne z działalności operacyjnej, które w 3Q'2024/25 r. wyniosły 88,3 mln PLN wobec 83,9 mln PLN rok wcześniej – głównie dzięki szybszemu spływowi należności. Narastająco po trzech kwartałach przepływy operacyjne sięgnęły 106,3 mln PLN (+19,9% r/r). Jednocześnie dług netto spółki na koniec marca br. wyniósł jedynie 6,5 mln PLN wobec 83,7 mln PLN kwartał wcześniej.

Globalne trendy na rynku wina według OIV (Międzynarodowej Organizacji Winorośli i Wina)

15 kwietnia 2025 roku Międzynarodowa Organizacja Winorośli i Wina (OIV) opublikowała raport pt. "State of the global vine and wine sector", w którym zaprezentowała kluczowe dane dotyczące światowego sektora win za 2024 rok. OIV, zrzeszająca 51 państw, pełni rolę globalnej instytucji referencyjnej w zakresie winorośli i wina, wspierając współpracę międzynarodową, harmonizację regulacji oraz wymianę wiedzy na temat wyzwań i szans rynkowych. Według raportu, sytuacja sektora jest coraz silniej kształtowana przez zmiany klimatyczne, zmieniające się preferencje konsumenckie oraz niepewność geopolityczną. Jednocześnie jednak, według autorów, pomimo licznych wyzwań, właściwa adaptacja może przynieść dla branży również nowe możliwości.

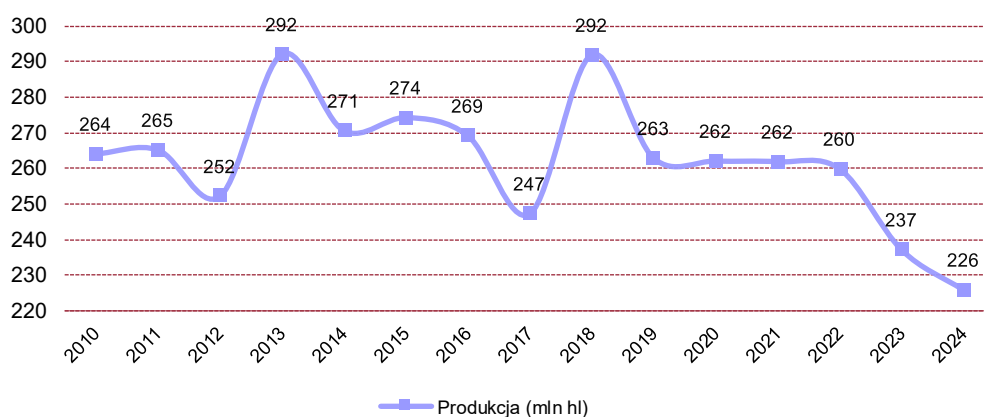
Światowa powierzchnia winnic w latach 2010-2024 (Mha)



Źródło: OIV

Od czterech lat powierzchnia światowych winnic systematycznie maleje. W 2024 roku skurczyła się o 0,6% r/r, osiągając 7,1 mln hektarów. Spowolnienie tempa spadku względem lat poprzednich wskazuje na możliwą stabilizację. Spadki koncentrują się w największych regionach upraw, ale niektóre kraje raportują dalszy rozwój nasadzeń.

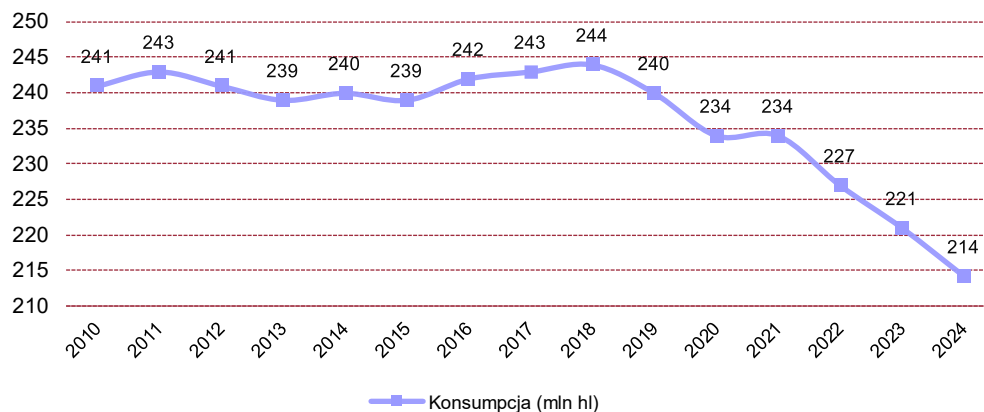
Światowa produkcja wina w latach 2010-2024 (mln hl)



Źródło: OIV

Produkcja wina w 2024 roku wyniosła szacunkowo 226 mln hektolitrów – to najniższy poziom od ponad 60 lat, co oznacza spadek o 5% względem 2023 roku. Główne przyczyny to ekstremalne i trudne do przewidzenia zjawiska pogodowe, obserwowane zarówno na półkuli północnej, jak i południowej, będące skutkiem zmian klimatycznych.

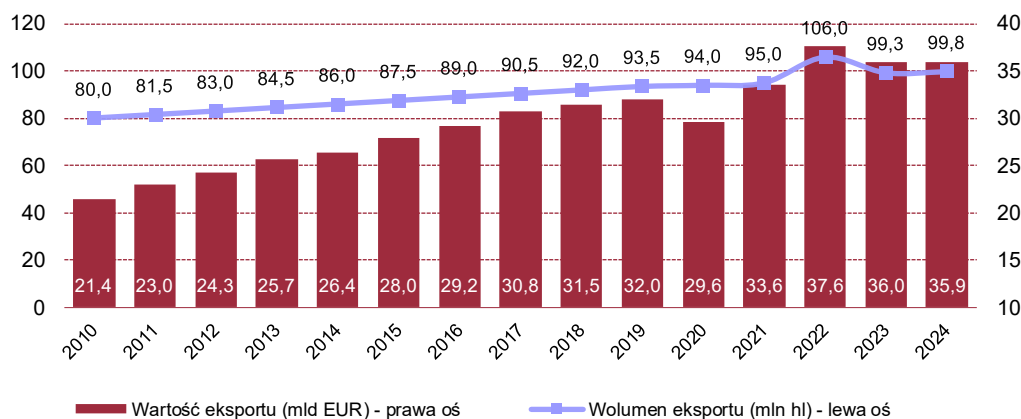
Światowa konsumpcja wina w latach 2010-2024 (mln hl)



Źródło: OIV

Globalna konsumpcja wina w 2024 roku oszacowana została na 214 mln hektolitrow, co oznacza spadek o 3,3% r/r. Jeżeli dane się potwierdzą, będzie to najniższy poziom spożycia od 1961 roku. Główne czynniki to inflacja, niepewność geopolityczna, a także spadek popytu w dojrzałych rynkach, wynikający z ewoluujących stylów życia i zmian pokoleniowych. Jednocześnie wino jest dziś obecne na rekordowej liczbie rynków – spożywane jest w 195 krajach, a rynki o dużej liczbie ludności i relatywnie niskim spożyciu nadal oferują potencjał wzrostu.

Światowy eksport wina w latach 2010-2024



Źródło: OIV

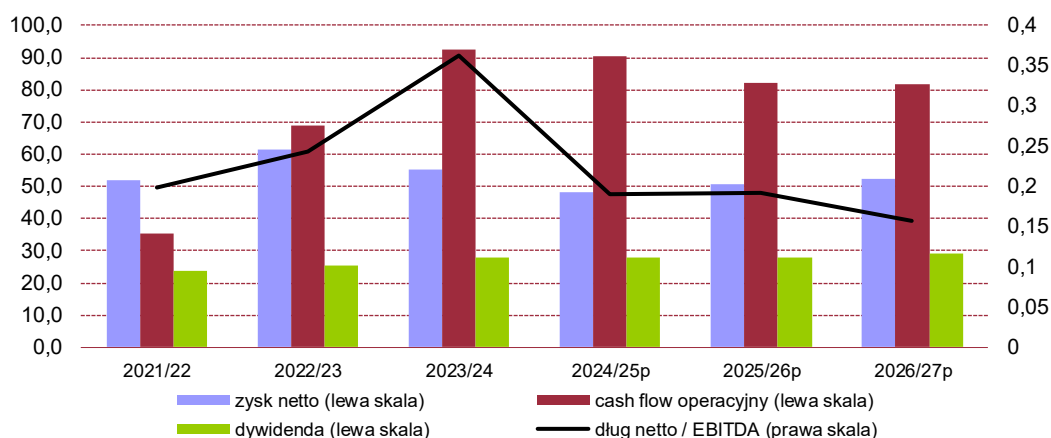
Wolumen eksportu wina utrzymał się na poziomie zbliżonym do roku poprzedniego – 99,8 mln hektolitrow. Wartość eksportu spadła nieznacznie – o 0,3% – do 36 mld EUR, przy jednoczesnym utrzymaniu relatywnie wysokiej średniej ceny (3,60 EUR/l). Wpływ na to mają ograniczona podaż i relatywnie wysoka inflacja – średnie ceny pozostają blisko 30% wyższe niż przed pandemią.

Inwestycje i strategia rozwoju spółki

Ambra podtrzymuje deklarację utrzymania średniorocznych nakładów inwestycyjnych na poziomie ok. 40 mln PLN, jednak z uwagi na przesunięcie części projektów na kolejne okresy, w bieżącym roku obrotowym nakłady te mogą być niższe niż pierwotnie zakładano. Wydatki inwestycyjne po trzech kwartałach 2024/25 wyniosły 21,7 mln PLN, co oznacza spadek o 20,3% r/r. Spółka wskazuje, że część wydatków przypadnie na ostatni kwartał lub zostanie rozliczona już po zakończeniu roku obrotowego, co stanowi podstawę do przesunięcia części budżetu inwestycyjnego na kolejny rok. Kluczowy projekt to uruchomienie nowej linii produkcyjnej w zakładzie w Woli Dużej, którego koszt szacowany jest na ok. 30 mln PLN. Linia ta ma zwiększyć elastyczność operacyjną grupy i umożliwić dalszy rozwój w rosnącym segmencie napojów bezalkoholowych i innowacji produktowych. Prowadzone są również inwestycje w rumuńskim zakładzie w Bukareszcie, a także kontynuowane wdrażanie nowego systemu ERP w kolejnych spółkach z grupy – po zakończeniu implementacji w Ambra S.A. w listopadzie 2024 r.

Równolegle spółka pozostaje aktywna w zakresie potencjalnych akwizycji, skupiając się na projektach z potencjałem synergii i możliwością rozszerzenia portfolio produktowego lub obecności w kanałach dystrybucji. W ostatnich latach Ambra znacząco zwiększyła skalę działalności w Rumunii właśnie dzięki akwizycjom i nie wyklucza dalszych transakcji, choć podchodzi do nich selektywnie. Solidna sytuacja finansowa wspiera realizację tych działań – dług netto na koniec 3Q'24/25 wyniósł 6,5 mln PLN, a skumulowane przepływy operacyjne sięgnęły 106,3 mln PLN, rosnąc o 19,9% r/r, co w naszej ocenie pozwala na finansowanie kluczowych projektów bez konieczności istotnego zwiększania zadłużenia.

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



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

Prognoza dywidendy za rok obrotowy 2024/25

Ambra od lat prowadzi przewidywalną politykę dywidendową, w ramach której poziom wypłaty pozostaje nie niższy niż w roku poprzednim, a często jest podnoszony r/r. Zarząd spółki deklaruje chęć utrzymywania takiego podejścia również w trudniejszych warunkach rynkowych, podkreślając konieczność zachowania równowagi między interesem akcjonariuszy a potrzebami rozwojowymi firmy. Obecny rok obrotowy przynosi jednak istotne wyzwania, co znalazło odzwierciedlenie w skumulowanych wynikach finansowych po trzech kwartałach 2024/25 – przychody spadły o 2,8% r/r do 696,8 mln PLN, a zysk netto j.d. wyniósł 38,6 mln PLN wobec 44,4 mln PLN rok wcześniej (-13,2% r/r). W naszej opinii, nadrobienie sprzedaży w kolejnym kwartale może być utrudnione – okres między Wielkanocą a długim weekendem majowym był krótki, a konsumenci w wielu przypadkach musieli oba wydarzenia sfinansować z jednej pensji. Pomimo podejmowanych działań wspierających sprzedaż, odbicie w 4Q'24/25 prawdopodobnie nie zrównoważy wcześniejszych słabszych wyników. W rezultacie prognozujemy, że Ambra zdecyduje się na utrzymanie dywidendy za rok obrotowy

2024/25 na poziomie 1,10 PLN, tj. o 0,05 PLN niższym względem naszej poprzedniej prognozy. Sytuacja finansowa spółki pozostaje jednak solidna, mimo że wskaźnik bieżącej płynności wzrósł w 3Q'24/25 do 2,1 (z 1,63 w 2Q'24/25), a płynność podwyższona do 0,16 (z 0,07). Dodatkowo, dług netto spadł o zaledwie 6,5 mln PLN na koniec marca, a cash flow operacyjny w trzech kwartałach wzrósł o blisko 20% r/r. Biorąc pod uwagę aktualną sytuację rynkową oraz skalę tegorocznych wyzwań wynikowych, uważamy, że obecna prognoza wypłaty lepiej odzwierciedla sposób, w jaki Ambra może podejść do alokacji kapitału w najbliższym okresie.

Aktualizacja prognoz finansowych

Wyniki za 3Q'2024/25 okazały się słabsze od naszych oczekiwań, głównie z uwagi na niedoszacowanie efektu późniejszego terminu Wielkanocy, które niekorzystnie wpłynęło na poziom sprzedaży. Zjawisko to przełożyło się nie tylko na spadek wolumenów, ale również mniej korzystną strukturę asortymentową – odnotowano niższy udział sprzedaży alkoholi premium (droższe wina, alkohole mocne), co skutkowało spadkiem średniej ceny jednostkowej butelki. Taki obraz wpisuje się w trend obserwowany od wielu kwartałów, w którym konsumenci – przy wciąż ograniczonej sile nabywczej – coraz częściej sięgają po tańsze zamienniki. W najbliższych miesiącach spodziewamy się działań wspierających sprzedaż, m.in. promocji, jednak ich efekt może być ograniczony w krótkim terminie. W naszej opinii, bardziej wyraźne ożywienie konsumpcji i jego pozytywny wpływ na wyniki Ambry będzie widoczne dopiero w przyszłym roku obrotowym.

Pomimo pogorszenia sprzedaży, marża brutto ze sprzedaży wzrosła do 37,6% wobec 36,1% rok wcześniej, co było efektem ustabilizowania kosztów surowców i materiałów oraz korzystnych różnic kursowych. Jednocześnie zaznaczamy, że przestrzeń do dalszej poprawy rentowności wydaje się ograniczona – wzrost marży w dużej mierze był efektem niskiej bazy z 1H'2023/24, kiedy to spółka mierzyła się z silnym wzrostem kosztów zakupu. W naszej ocenie marża brutto w 4Q'2024/25 będzie już niższa r/r, a w kolejnym roku obrotowym trend ten może się utrzymać. Stabilizuje się natomiast dynamika kosztów wynagrodzeń, która z kwartału na kwartał wyraźnie spowalnia, co ogranicza presję kosztową.

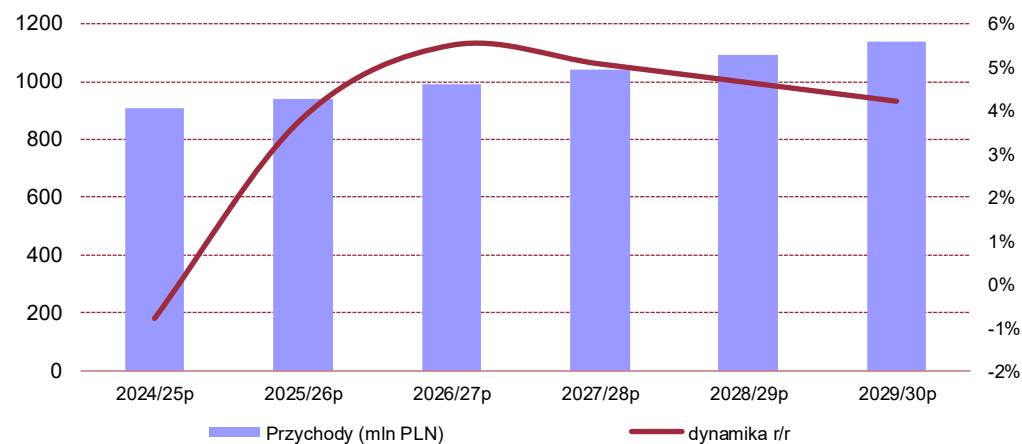
Obniżamy nasze prognozy finansowe dla spółki. Przychody w 2024/25 r. szacujemy obecnie na 906,5 mln PLN wobec 924,2 mln PLN wcześniej (-1,9%). W kolejnych latach oczekujemy stopniowego odbudowywania dynamiki sprzedaży – w 2025/26 r. +3,8% r/r, a w 2026/27 r. +5,5% r/r. Korekcie ulega również prognoza EBIT – w 2024/25 r. oczekujemy 89,1 mln PLN, co implikuje marżę na poziomie 9,8% (wcześniej: 9,9%). W 2025/26 i 2026/27 spodziewamy się odpowiednio 9,4% i 9,2%. Jednocześnie prognozę zysku netto za 2024/25 obniżamy do 48,1 mln PLN, co oznacza spadek o 8,9% względem poprzedniej prognozy.

Zmiany w prognozach wyników Grupy Ambra

	2024/2025			2025/2026			2026/2027		
	poprzednia	aktualna	zmiana	poprzednia	aktualna	zmiana	poprzednia	aktualna	zmiana
Przychody	924,2	906,5	-1,9%	967,6	941,2	-2,7%	1030,5	993,0	-3,6%
EBITDA	114,6	112,0	-2,2%	114,3	113,4	-0,8%	117,8	118,4	0,6%
EBIT	91,3	89,1	-2,3%	89,0	88,4	-0,7%	90,7	91,3	0,6%
marża EBIT	9,9%	9,8%		9,2%	9,4%		8,8%	9,2%	
Zysk netto akcj. jedn. domin.	52,8	48,1	-8,9%	51,9	50,5	-2,6%	53,1	52,5	-1,0%
marża netto	5,7%	5,3%		5,4%	5,4%		5,1%	5,3%	

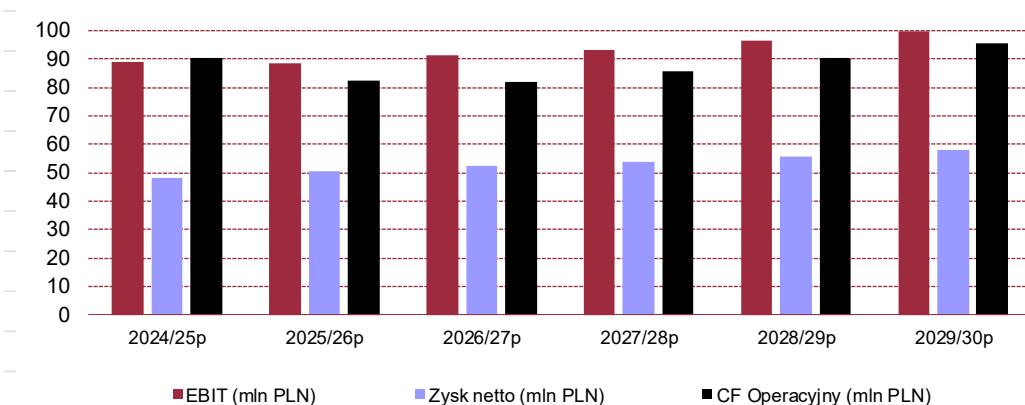
Źródło: prognozy Biura Maklerskiego Banku Millennium S.A., EBITDA wg MSR 17

Prognoza przychodów w kolejnych latach



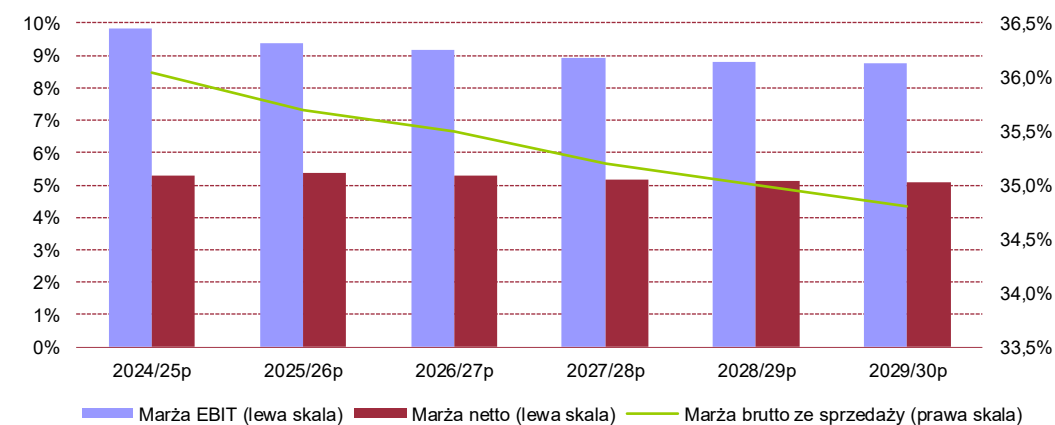
Źródło: Ambra S.A., prognozy Biura Maklerskiego Banku Millennium S.A.

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 alkoholu, 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	906,5	941,2	993,0	1 043,4
Koszty sprzedanych towarów	-573,3	-597,5	-579,8	-605,2	-640,5	-676,1
zysk brutto na sprzedaży	302,5	316,3	326,7	336,0	352,5	367,3
koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	-205,8	-223,9	-236,9	-247,6	-261,2	-274,0
saldo pozostałej działalności operacyjnej	3,1	3,4	-0,7	0,0	0,0	0,0
EBITDA*	115,8	112,8	112,0	113,4	118,4	122,1
EBIT	99,8	95,8	89,1	88,4	91,3	93,3
saldo finansowe	-6,3	-6,6	-8,7	-5,1	-4,9	-4,8
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	80,5	83,4	86,5	88,6
podatek dochodowy	-17,8	-15,9	-15,3	-15,8	-16,4	-16,8
(Zyski) straty mniejszości	-14,4	-18,4	-17,1	-17,0	-17,6	-17,9
Zysk netto akcj. jedn. domin.	61,5	55,1	48,1	50,5	52,5	53,8
EPS	2,44	2,18	1,91	2,00	2,08	2,14

Bilans (mln PLN)

	2022/23	2023/24	2024/25p	2025/26p	2026/27p	2027/28p
aktywa trwałe	278,6	326,8	338,8	363,4	378,5	393,5
wartości niematerialne i prawne	90,6	107,6	107,6	107,6	107,6	107,6
rzeczowe aktywa trwałe	131,3	161,6	171,3	191,1	203,3	215,3
prawa do użytkowania aktywów (MSSF 16)	36,1	39,1	41,4	46,2	49,2	52,1
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	495,4	509,2	535,3	563,1
zapasy	285,8	272,4	270,3	280,6	296,1	311,1
należności	179,4	190,1	188,6	195,8	206,6	217,1
inwestycje krótkoterminowe	27,2	30,1	32,1	28,4	28,3	30,6
rozliczenia międzyokresowe	1,1	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4
aktywa razem	772,0	823,9	834,2	872,7	913,9	956,6
kapitał własny akcjonariuszy jedn. dominującej	390,7	414,4	434,8	457,6	481,1	506,0
kapitał mniejszości	70,9	80,2	87,1	93,9	100,9	108,1
zobowiązania	310,4	329,3	312,4	321,2	331,9	342,6
zobowiązania długoterminowe	36,6	62,3	63,8	66,8	68,6	70,5
w tym zob. leasingowe (MSSF 16)	21,8	30,7	32,2	35,3	37,1	39,0
w tym dług odsetkowy	3,6	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1
zobowiązania krótkoterminowe	273,8	267,0	248,6	254,4	263,2	272,1
w tym zob. leasingowe (MSSF 16)	11,5	9,2	10,0	11,8	12,9	13,9
w tym dług odsetkowy	51,7	65,0	47,3	44,0	40,8	38,0
pasywa razem	772,0	823,9	834,2	872,7	913,9	956,6
BVPS	15,5	16,4	17,2	18,2	19,1	20,1

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	65,2	67,5	70,1	71,8
amortyzacja bez leasingu MSSF 16	16,1	16,9	22,9	24,9	27,1	28,8
zmiana kapitału obrotowego	-40,4	-15,1	2,2	-10,2	-15,3	-14,9
gotówka z działalności operacyjnej	69,0	92,5	90,3	82,2	81,9	85,7
inwestycje (capex)	-29,6	-38,1	-32,6	-44,8	-39,3	-40,9
gotówka z działalności inwestycyjnej	-25,5	-45,7	-32,6	-44,8	-39,3	-40,9
wypłata dywidendy (w tym udz. mniejsz.)	-28,9	-35,0	-38,0	-37,9	-39,5	-39,8
emisja akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
zmiana zadłużenia	5,7	15,8	-17,7	-3,3	-3,2	-2,8
gotówka z działalności finansowej	-45,9	-43,3	-55,7	-41,2	-42,7	-42,6
zmiana gotówki netto	-2,4	3,5	2,0	-3,7	-0,1	2,3
DPS	1,00	1,10	1,10	1,10	1,15	1,15
CEPS	3,08	2,86	2,82	2,99	3,16	3,28
FCFPS	3,43	3,90	4,89	3,92	4,18	4,32

Wskaźniki (%)

	2022/23	2023/24	2024/25p	2025/26p	2026/27p	2027/28p
zmiana sprzedaży	12,9%	4,3%	-0,8%	3,8%	5,5%	5,1%
zmiana EBITDA	15,8%	-2,7%	-0,6%	1,2%	4,5%	3,1%
zmiana EBIT	16,0%	-3,9%	-7,0%	-0,8%	3,3%	2,2%
zmiana zysku netto	18,6%	-10,4%	-12,7%	5,1%	3,9%	2,5%
marża EBITDA	13,2%	12,3%	12,4%	12,0%	11,9%	11,7%
marża EBIT	11,4%	10,5%	9,8%	9,4%	9,2%	8,9%
marża netto	7,0%	6,0%	5,3%	5,4%	5,3%	5,2%
sprzedaż/aktywa (x)	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
dług / kapitał (x)	0,07	0,10	0,05	0,05	0,04	0,03
odsetki / EBIT	-6,3%	-6,9%	-9,8%	-5,8%	-5,4%	-5,1%
stopa podatkowa	19,0%	17,8%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
ROE	15,7%	13,3%	11,1%	11,0%	10,9%	10,6%
ROA	8,0%	6,7%	5,8%	5,8%	5,7%	5,6%
(dług) gotówka netto (mln PLN)	-28,1	-40,9	-21,3	-21,7	-18,6	-13,5

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

Rekomendacje BM Banku Millennium opublikowane w ostatnich 12 miesiącach

Spółka	Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji	Cena docelowa	Autor
Mostostal Zabrze	Kupuj	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
Ambra	Akumuluj	12 mar 25	22,70	25,90	Grzegorz Gawkowski
Mostostal Zabrze	Kupuj	27 mar 25	5,68	6,80	Adam Zajler
IFIRMA	Akumuluj	9 kwi 25	22,90	25,40	Seweryn Żołyński
IMS	Kupuj	21 maj 25	3,75	4,60	Łukasz Bugaj
IFIRMA	Akumuluj	29 maj 25	26,35	29,70	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	50%
Akumuluj	4	40%
Neutralnie	1	10%
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

Adam Zajler

+48 22 598 26 88

adam.zajler@bankmillennium.pl

Łukasz Bugaj, CFA

Doradca inwestycyjny

+48 22 598 26 59

lukasz.bugaj@bankmillennium.pl

Grzegorz Gawkowski

+48 22 598 26 05

grzegorz.gawkowski@bankmillennium.pl

Seweryn Żołyński, CFA

Doradca inwestycyjny

+48 22 598 26 71

seweryn.zolyniak@bankmillennium.pl

Dyrektor

banki, ubezpieczenia

Analityk

przemysł, technologie, media

Analityk

fundusze inwestycyjne

Analityk

fundusze inwestycyjne

Analityk

handel

Departament Sprzedaży

Radosław Zawadzki

+48 22 598 26 34

radoslaw.zawadzki@bankmillennium.pl

Arkadiusz Szumilak

+48 22 598 26 75

arkadiusz.szumilak@bankmillennium.pl

Jarosław Oldakowski

+48 22 598 26 11

jaroslaw.oldakowski@bankmillennium.pl

Leszek Iwaniec

+48 22 598 26 90

leszek.iwaniec@bankmillennium.pl

Marek Pszczółkowski

+48 22 598 26 60

marek.pszczolkowski@bankmillennium.pl

Dyrektor

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 nieprawidłowe. 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) - lepszy niż metoda DCF odzwierciedla postrzeganie branży, w której działa spółka, przez inwestorów. Wadą metody porównawczej jest wrażliwość na dobór przyjętej grupy porównawczej oraz porównywanych wskaźników, a także wysoka zmienność wyceny w zależności od koniunktury na rynku.

Metoda ROE-P/BV (model uzależniania właściwy wskaźnik P/BV od rentowności spółki) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny banków. Wadą tej metody jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy (zyskowność, efektywność), jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

Powiązania Biura Maklerskiego Banku Millennium S.A. ze spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu

Jest możliwe, że Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. lub Bank Millennium S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej lub usług bankowych świadczy, będzie świadczyć, 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, Zamet Industry, GR media i Carlson o 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, Zamet Industry, GR media i Carlson.

Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy nie pełniło funkcji oferującego w trakcie oferty publicznej dla spółek będących przedmiotem niniejszego raportu i nie otrzymało wynagrodzenia z tego tytułu. Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. w ramach Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego tworzył bądź tworzyło materiały analityczne dla spółek: Agora, Ambra, Korporacja KGL, Mostostal Zabrze, IFIRMA i IMS i z tego tytułu pobiera bądź pobierało wynagrodzenie od Giełdy Papierów Wartościowych. Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. w ciągu najbliższych 12 miesięcy otrzyma wynagrodzenie z tytułu sporządzania 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 który w inny sposób reprezentują różne sprzeczne interesy, w tym interesy Biura Maklerskiego; (b) środki zapobiegające lub ograniczające wywieranie przez osobę trzecią niewłaściwego wpływu na sposób, w jaki upoważniona osoba wykona swoje 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 29 maja 2025r. o godzinie 16:00 a datą pierwszego rozpowszechnienia raportu jest data raportu 29 maja 2025r. godzina 16:15.

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.