

Ambra

akumuluj

branża spożywcza

poprzednia rekomendacja: akumuluj

cena rynkowa*: 19.74

cena docelowa: 22.3

Rozczarowujące drugie półrocze 2024/25

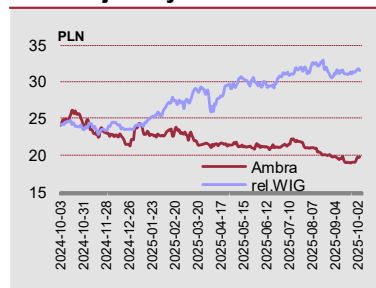
Druga połowa roku obrotowego 2024/25 okazała się rozczarowująca. Po bardzo słabym 3Q'24/25 (-12,4% r/r), spowodowanym przesunięciem świąt wielkanocnych, sprzedaż w 4Q wzrosła jedynie symbolicznie o 0,6% r/r. W rezultacie przychody Grupy Ambra w całym roku obrotowym spadły o 2,1% r/r do 894,9 mln PLN. Słabo wypadł rynek polski (-2,7% r/r) oraz ponownie czeski i słowacki (-12,1% r/r), natomiast rynek rumuński, który rok wcześniej korzystał z efektu akwizycji, zwiększył sprzedaż o 5,3% r/r. Na poziomie marżowym spółka znacząco poprawiła jednak procentową wartość marży brutto ze sprzedaży, która w całym roku wzrosła o 1,6 p.p. do 36,2% i w naszej ocenie powinna pozostać względnie stabilna w 2025/26 r. Wprawdzie uważamy, że przestrzeń do jej dalszej poprawy jest już ograniczona, to jednak jej stabilny poziom wraz z widocznym w ostatnich kwartałach wyhamowaniem dynamiki kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu (+5,8% r/r, w 4Q jedynie +2,7% r/r) będą wspierać wyniki spółki w rozpoczętym roku obrotowym.

Rok 2024/25 upłynął pod znakiem osłabionej konsumpcji oraz utrzymującej się ostrożności konsumentów na rynku napojów alkoholowych. Trend ograniczania spożycia alkoholu szczególnie silnie dotknął segmenty premium, podczas gdy coraz większą popularność zyskują napoje o niższej zawartości alkoholu lub całkowicie bezalkoholowe. W tym kontekście pozytywnie wyróżnił się rozwijany przez Grupę segment win dealkoholizowanych, który odnotował wzrost sprzedaży o 39,2% r/r, stając się jednym z kluczowych motorów wzrostu w portfolio Ambry.

Uwzględniając prognozowany przez nas zysk netto w roku obrotowym 2025/26, Spółka notowana jest obecnie przy wyprzedzającym wskaźniku P/E na poziomie 10,0. Cenę docelową 1 akcji Ambry, w zestawieniu z ostatnią prognozą, obniżamy z 24,9 PLN do 22,3 PLN, jednocześnie podtrzymując rekomendację „akumuluj”. Na zmianę wyceny negatywnie wpłynęła nieznaczna korekta naszych prognoz finansowych oraz spadek mnożników rynkowych spółek porównawczych.

Zarząd Ambry zarekomendował Walnemu Zgromadzeniu wypłatę dywidendy w wysokości 1,10 PLN na akcję z zysku za rok obrotowy 2024/25, co oznacza utrzymanie jej na poziomie z dwóch poprzednich lat. Przy kursie z dnia poprzedzającego wydanie rekomendacji stopa dywidendy wynosi zatem 5,8%. Ponadto, dług netto na koniec czerwca 2025 roku wyniósł 28,9 mln PLN (0,3x EBITDA), a wskaźniki płynności pozostają na bezpiecznych poziomach. Uważamy, że solidna pozycja finansowa i niski poziom zadłużenia pozwolą spółce kontynuować regularną politykę dywidendową także w kolejnych latach.

Kurs akcji relatywnie



Źródło: Bloomberg

Max/min 52 tygodnie (PLN)	27.6 / 18.8		
Liczba akcji (mln)	25,2		
Kapitalizacja (mln PLN)	498		
EV (mln PLN)	526		
Free float (mln PLN)	193		
Średni obrót (mln PLN)	0,2		
Główny akcjonariusz	Schloss-Wachenheim		
% akcji, % głosów	61.1%, 61.1%		
	1 m	3 m	12 m
Zmiana ceny	0,2%	-8,0%	-22,3%
Zmiana WIG	1,5%	1,5%	30,6%

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 (%)
2024/25	894,9	87,3	106,3	79,2	44,7	1,77	2,53	17,0	11,1	1,2	5,6	6,0	5,0	10,4
2025/26p	929,1	89,1	111,3	84,3	49,9	1,98	2,86	17,9	10,0	1,1	5,6	5,9	4,7	11,1
2026/27p	978,5	91,5	115,8	86,7	51,3	2,04	3,00	18,8	9,7	1,0	5,7	5,8	4,5	10,8
2027/28p	1029,4	95,2	121,5	90,2	53,4	2,12	3,16	19,8	9,3	1,0	5,8	5,5	4,3	10,7

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

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

* - cena rynkowa z dnia 06.10.2025 r., godz. 17:00

Spis treści

Wycena.....	3
Ostatnie wydarzenia	5
Aktualizacja prognoz finansowych	9
Globalne trendy na rynku wina.....	11
Czynniki ryzyka.....	13
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 452 mln PLN, czyli 17.9 PLN na akcję. Przy użyciu metody porównawczej wyceniliśmy Spółkę na 672 mln PLN (26.7 PLN na akcję). Zarówno metodzie DCF, jak i porównawczej przypisaliśmy wagę po 50%. Uzyskaliśmy wycenę Spółki na poziomie 562 mln PLN, czyli 22.3 PLN na akcję. W związku z uzyskaną wyceną utrzymujemy rekomendację „akumuluj” dla akcji spółki Ambra.

Metoda wyceny	Wycena (mln PLN)	Wycena na 1 akcję (PLN)
Wycena DCF	452	17,9
Wycena porównawcza	672	26,7
Wycena spółki Ambra SA	562	22,3

Źródło: Bloomberg, 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: P/E oraz EV/EBITDA.

Spółka	Ticker	Kraj	P/E			EV/EBITDA		
			2025	2026	2027	2025	2026	2027
SCHLOSS WACHENHEIM	SWA GR	Niemcy	11,2	10,5	9,6	5,3	5,1	4,8
CONSTELLATION BRANDS	STZ US	USA	10,6	12,4	11,4	9,5	11,0	10,3
OENEO	SBT FP	Francja	19,8	20,5	19,0	9,9	10,4	10,0
VIVA WINE GROUP	VIVA SS	Szwecja	9,8	8,6	7,4	9,9	8,3	7,4
PURCARI WINERIES	WINE RO	Mołdawia	11,8	8,0	6,0	8,0	5,7	4,5
ITALIAN WINE BRANDS	IWB IM	Włochy	8,5	8,3	7,9	6,0	5,8	5,7
DAVIDE CAMPARI-MILANO	CPR IM	Włochy	19,6	18,1	16,1	12,3	11,7	10,9
PERNOD RICARD	RI FP	Francja	11,8	13,5	13,0	9,9	10,8	10,4
Mediana			11,5	11,5	10,5	9,7	9,3	8,7
Zysk netto (mln PLN)			55,1	44,7	49,9			
EBITDA (mln PLN)						112,8	106,3	111,3
Wartość udziałów mniejszościowych						-200,5	-200,5	-200,5
Gotówka (Dług) netto						-28,9	-28,9	-28,9
Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)			634	514	523	860	764	738
Wycena						672		
Wycena na 1 akcję						26,7		

Źródło: Bloomberg, Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A.; wartości wskaźników ustalone na dzień i godzinę: 2025-10-06 17:00

Wycena DCF

Do wyceny DCF przyjęliśmy następujące założenia:

- ❑ Wolne przepływy gotówkowe obliczono na podstawie prognoz wyników dla Grupy Ambra za lata obrotowe od 2025/26 do 2034/35.
- ❑ Do oszacowania stopy wolnej od ryzyka w kolejnych latach prognozy użyto rentowności obligacji skarbowych.
- ❑ Długoterminową stopę wolną od ryzyka ustalono na poziomie 5.5%.
- ❑ Premia rynkowa za ryzyko równa 5%.
- ❑ Współczynnik beta na poziomie 1.0.
- ❑ Stopa wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po roku 2034/35 na poziomie 2.0%.
- ❑ 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 200.5 mln PLN (jako iloczyn aktualnego C/Z Ambry za rok 2024/25 na poziomie 11.1 oraz zysków mniejszości za rok 2024/25 na poziomie 18.0 mln PLN).

(mln PLN)	2025/26	2026/27	2027/28	2028/29	2029/30	2030/31	2031/32	2032/33	2033/34	2034/35	>2034/35
Sprzedaż	929,1	978,5	1029,4	1077,9	1124,5	1168,5	1210,7	1249,6	1284,7	1316,8	
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	74,1	77,1	78,8	79,9	82,3	85,5	88,3	91,7	94,9	
Amortyzacja*	22,2	24,3	26,3	28,2	30,0	31,8	33,6	35,4	37,2	39,1	
Inwestycje	-40,1	-40,5	-41,7	-43,0	-44,3	-46,1	-47,9	-49,8	-52,3	-54,9	
Zmiana kap.obrotowego	-10,2	-14,7	-15,2	-14,5	-13,9	-13,1	-12,6	-11,6	-10,5	-9,6	
FCF	44,1	43,2	46,5	49,6	51,7	54,9	58,6	62,2	66,2	69,5	854,3
Zmiana FCF		-2,0%	7,8%	6,5%	4,4%	6,2%	6,6%	6,2%	6,3%	5,1%	2,0%
Dług/Kapitał	11,2%	10,5%	10,0%	9,5%	8,5%	7,7%	6,3%	5,5%	5,1%	4,6%	4,5%
Stopa wolna od ryzyka	3,8%	4,3%	4,5%	4,7%	4,9%	4,9%	5,1%	5,3%	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	5,3%	5,8%	6,0%	6,2%	6,4%	6,4%	6,6%	6,8%	6,9%	7,0%	7,0%
Koszt kapitału	8,8%	9,3%	9,5%	9,7%	9,9%	9,9%	10,1%	10,3%	10,4%	10,5%	10,5%
WACC	8,3%	8,8%	9,0%	9,3%	9,5%	9,6%	9,8%	10,1%	10,2%	10,3%	10,3%
PV (FCF)	41,6	37,3	36,8	35,6	33,7	32,6	31,2	29,7	28,4	26,8	329,1
Wartość DCF (mln PLN)	663	w tym wartość rezydualna				329					
(Dług) Gotówka netto*	-28,9										
Wartość udz. mniejsz. aktywa nieoperacyjne	-200,5										
Wycena DCF (mln PLN)	18,7										
Liczba akcji (mln)	452,0										
Wycena 1 akcji (PLN)	25,2										
	17,9										

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 Rr rezydualna		1,4%	1,6%	1,8%	2,0%	2,2%	2,4%	2,6%
	4,5%	18,5	18,9	19,3	19,7	20,1	20,6	21,1
	5,0%	17,7	18,0	18,4	18,8	19,2	19,6	20,0
	5,5%	17,0	17,3	17,6	17,9	18,3	18,6	19,0
	6,0%	16,3	16,6	16,9	17,2	17,5	17,8	18,2
	6,5%	15,8	16,0	16,3	16,5	16,8	17,1	17,4

Źródło: Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A.

Ostatnie wydarzenia

Wyniki za 4Q'2024/2025

W 4Q'2024/25 (kwiecień – czerwiec) Grupa Ambra wypracowała wyniki zbliżone do naszych prognoz. Przychody ze sprzedaży wyniosły 198,1 mln PLN (+0,6% r/r), zgodnie z naszymi szacunkami (198,0 mln PLN), co po bardzo słabym 3Q roku obrotowego (-12,4% r/r) oznacza jedynie symboliczne odbicie. Pomimo przesunięcia świąt wielkanocnych na analizowany okres i relatywnie niskiej bazy porównawczej, sprzedaż pozostała płaska, co potwierdza ograniczoną skalę ożywienia popytu zwłaszcza na rynku polskim. Na poziomie rentowności spółka utrzymała marżę brutto ze sprzedaży na zbliżonym do ubiegłorocznego poziomie (36,5% vs. 36,8%), natomiast EBIT wyniósł 11,4 mln PLN (-27,2% r/r), a zysk netto 6,2 mln PLN, tj. poniżej naszych oczekiwań (7,2 mln PLN).

Na rynku polskim przychody wzrosły zaledwie o 0,3% r/r (oczekiwaliśmy -1%), co po dynamicznym spadku o 16,1% r/r w poprzednim kwartale oznacza stabilizację sprzedaży. W Czechach i na Słowacji odnotowano niewielką poprawę na poziomie +2,8% r/r. Natomiast w Rumunii, gdzie Wielkanoc, podobnie jak rok wcześniej, przypadła w 2Q roku kalendarzowego, nie wystąpił efekt przesunięcia sprzedaży, a dynamika przychodów wyniosła jedynie +0,5% r/r wobec znacznie wyższych wzrostów w poprzednich okresach (w 1Q-3Q'24/25 odpowiednio: 3,9% / 6,6% / 11,6% r/r). Łączny wolumen sprzedaży obniżył się nieznacznie, o 0,5% r/r do 20,7 mln średnich butelek 0,75 l, przy jednoczesnym wzroście średniej ceny jednostkowej o 1,1% r/r.

Marża zysku brutto ze sprzedaży w 4Q'2024/25 wyniosła 36,5%, wobec 36,8% w analogicznym okresie ubiegłego roku, a więc zgodnie z naszymi prognozami. Oznacza to utrzymanie rentowności brutto na stabilnym poziomie, mimo braku wyraźniejszego wzrostu sprzedaży. W naszej ocenie stabilizacja marży potwierdza, że pozytywny efekt niższych kosztów zakupu surowców i materiałów został już w dużej mierze uwzględniony we wcześniejszych kwartałach, a przestrzeń do dalszej poprawy rentowności brutto jest obecnie ograniczona.

Dynamika kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu w 4Q'2024/25 wyraźnie wyhamowała. Wzrosły one o 2,7% r/r wobec naszej prognozy zakładającej +2,5% r/r. To znacząca poprawa względem wcześniejszych kwartałów, kiedy tempo wzrostu kosztów utrzymywało się wyraźnie powyżej dynamiki przychodów (w 1Q-3Q'24/25: 9,7% / 7,5% / 4,2%). Kluczowy wpływ na ten rezultat miało ograniczenie wzrostu kosztów świadczeń na rzecz pracowników, które zwiększyły się zaledwie o 1,7% r/r (z 37,1 mln PLN do 37,7 mln PLN). W naszej ocenie obserwowana stabilizacja potwierdza skuteczność działań optymalizacyjnych prowadzonych przez spółkę, które zaczynają przynosić trwały efekt w postaci lepszej kontroli kosztów operacyjnych.

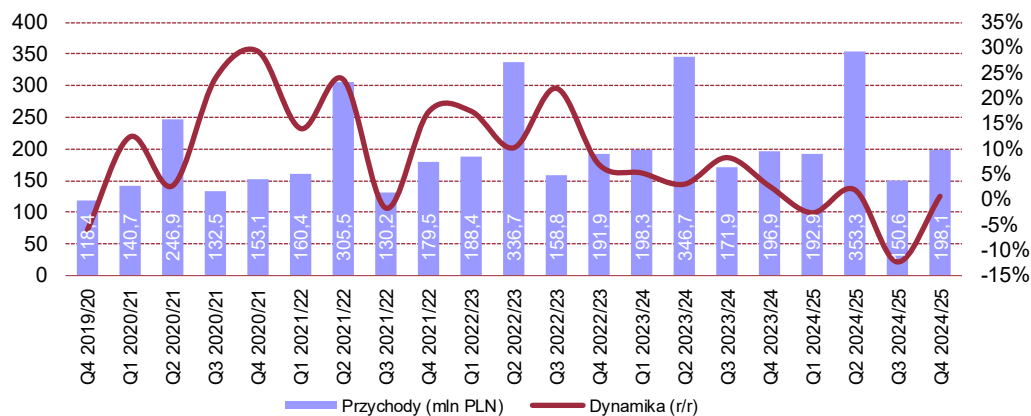
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej w 4Q'2024/25 wyniósł 0,3 mln PLN i nie miał istotnego wpływu na rezultat okresu. W konsekwencji zysk operacyjny EBIT ukształtował się na poziomie 11,4 mln PLN (-27,2% r/r), wobec 15,6 mln PLN w analogicznym kwartale ubiegłego roku, co jest

wartością niższą od naszej prognozy (11,9 mln PLN). Spadek wyniku operacyjnego był w pewnej mierze także efektem braku jednorazowego zysku, jakim w 4Q'23/24 był zwrotu podatku cukrowego, który wówczas zwiększył pozostałe przychody operacyjne o ok. 2,5 mln PLN. Natomiast na linii przychodów / kosztów finansowych Grupa wykazała stratę w wysokości 1,3 mln PLN wobec -1,1 mln PLN rok wcześniej (prognozowaliśmy -1,2 mln PLN).

Podatek dochodowy wyniósł -1,8 mln PLN (szacowaliśmy -2,0 mln PLN), natomiast udział w zyskach jednostek stowarzyszonych był symboliczny i nie miał istotnego wpływu na rezultat (0,04 mln PLN vs. 0,12 mln PLN rok wcześniej). Ostatecznie zysk netto przypadający akcjonariuszom jednostki dominującej okazał się niższy od oczekiwań (6,2 mln PLN vs. 7,2 mln PLN nasza prognoza), głównie z uwagi na niższy EBIT, na który to wpływ miał brak jednorazowych zdarzeń, które w poprzednim roku pozytywnie wpływały na wynik operacyjny.

Na koniec czerwca 2025 roku zadłużenie netto Grupy Ambra wyniosło 28,9 mln PLN, co oznacza spadek o 29,3% r/r (z 40,9 mln PLN przed rokiem). W analizowanym okresie przepływy pieniężne z działalności operacyjnej zmniejszyły się jednak do 1,1 mln PLN wobec 3,8 mln PLN w 4Q'23/24. Pomimo tego sytuacja finansowa Grupy pozostaje solidna.

Przychody kwartalne i ich dynamika r/r Grupy Ambra



Źródło: Ambra S.A.

Skonsolidowane kwartalne wyniki finansowe grupy Ambra

	4Q' 2024/2025	prognoza MBM	4Q' 2023/2024	zmiana r/r	2H' 2024/2025	2H' 2023/2024	zmiana
Przychody	198,1	198,0	196,9	0,6%	348,7	368,8	-5,5%
Polska	138,8	136,9	138,3	0,3%	247,4	267,8	-7,6%
Czechy i Słowacja	19,1	19,1	18,5	2,8%	32,6	35,5	-8,1%
Rumunia	40,2	42,0	40,0	0,5%	68,6	65,5	4,8%
EBITDA	19,5	19,8	23,3	-16,3%	25,4	38,4	-33,9%
EBIT	11,4	11,9	15,6	-27,2%	9,4	23,1	-59,2%
Polska	8,4		13,5	-38,1%	6,5	20,9	-69,0%
Czechy i Słowacja	2,6		0,7	282,7%	2,9	1,3	126,4%
Rumunia	0,4		1,5	-72,1%	0,2	1,1	-84,5%
Zysk netto akcj. jedn. dominującej	6,2	7,2	10,6	-42,0%	1,1	13,6	-91,8%
Marże							
Marża EBITDA	9,8%	10,0%	11,8%		7,3%	10,4%	
Marża EBIT	5,7%	6,0%	7,9%		2,7%	6,3%	
Marża netto	3,1%	3,7%	5,4%		0,3%	3,7%	

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

Zmiany regulacji prawnych

Od 1 stycznia 2022 roku obowiązuje nowelizacja ustawy z dnia 6 grudnia 2008 r. o podatku akcyzowym (Dz.U. 2021 poz. 2427), wprowadzająca coroczny, pięcioletni wzrost stawek akcyzy na wyroby alkoholowe o 5% rocznie. Mechanizm ten pozostaje w mocy i obejmuje również rok 2025.

W obecnym roku trwają równoległe prace legislacyjne nad nowelizacją ustawy o wychowaniu w trzeźwości i przeciwdziałaniu alkoholizmowi. Projekt zakłada m.in. rozszerzenie definicji „promocji alkoholu”, a także wprowadzenie ograniczeń dotyczących opakowań jednostkowych do 300 ml (dopuszczalne wyłącznie szkło lub metal) oraz zaostrenie kar za naruszenia przepisów o reklamie. Potencjalne wejście w życie nowych regulacji mogłoby mieć wpływ na sposób prowadzenia działań marketingowych i promocyjnych w branży.

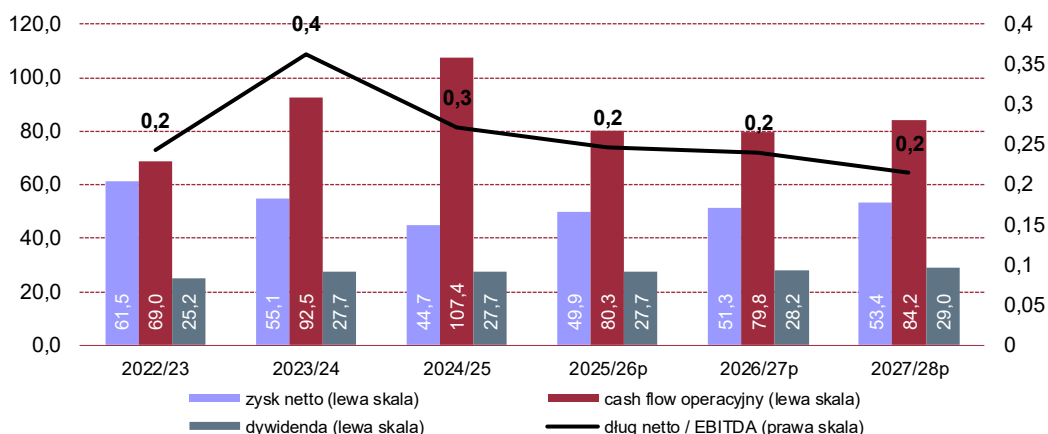
Dodatkowo, od 1 października 2025 roku w Polsce zaczął funkcjonować system kaucyjny obejmujący wybrane opakowania z tworzyw sztucznych, szkła i metalu. Choć produkty Grupy Ambra nie są nim objęte w istotnym zakresie, spółka prowadzi działania dostosowawcze dla napojów w puszkach, w tym marki Cydr Lubelski.

W sierpniu 2025 roku Ministerstwo Finansów zapowiedziało korektę tzw. „mapy drogowej akcyzy”, zakładającą podwyżkę stawek podatku akcyzowego na napoje alkoholowe o 15% od 1 stycznia 2026 roku oraz o kolejne 10% od 1 stycznia 2027 roku. Zmiany te mają zostać wprowadzone w ramach nowelizacji ustawy o podatku akcyzowym z dnia 6 grudnia 2008 r. Ministerstwo argumentuje swoją decyzję rosnącą siłą nabywczą konsumentów – według danych GUS w latach 2021–2024 przeciętne miesięczne wynagrodzenie pozwalało na zakup coraz większej ilości napojów alkoholowych (np. wina: 256 butelek 0,75l w 2021 r. vs. 313 w 2024 r.). Deklarowanym celem projektu jest ograniczenie spożycia alkoholu w kraju poprzez zmniejszenie jego dostępności cenowej. Propozycja spotkała się jednak z zapowiedzią weta ze strony Kancelarii Prezydenta RP, co ma stanowić realizację wcześniejszych deklaracji z kampanii wyborczej.

Propozycja wypłaty 1,10 PLN dywidendy na akcję

Ambra od wielu lat prowadzi przewidywalną i konsekwentną politykę dywidendową, w ramach której wypłata dywidendy pozostaje nie niższa niż w roku poprzednim. Zarząd spółki podkreśla chęć utrzymywania takiego podejścia również w trudniejszych warunkach rynkowych, wykazując równowagę między interesem akcjonariuszy a potrzebami rozwojowymi Grupy. Za rok obrotowy 2024/25 zarząd zaproponował wypłatę dywidendy w wysokości 1,10 PLN na akcję, czyli identyczną jak w dwóch poprzednich latach – po raz pierwszy w historii spółki byłby to trzeci rok z rzędu z niezmienną kwotą. Stopa dywidendy, liczona przy kursie akcji z dnia poprzedzającego ogłoszenie rekomendacji, wynosi zatem 5,8%. W naszej ocenie decyzja o utrzymaniu dywidendy na dotychczasowym poziomie wynika przede wszystkim ze słabszych wyników finansowych w minionym roku obrotowym, choć zakładamy, że w kolejnych kwartałach spółka powinna odnotować poprawę rezultatów. Biorąc pod uwagę konserwatywne podejście zarządu i dotychczasową praktykę, spodziewamy się, że w następnym roku obrotowym dywidenda zostanie podniesiona „symbolicznie”, do 1,12 PLN na akcję. Sytuacja finansowa Ambry pozostaje bardzo dobra. Na koniec czerwca 2025 roku dług netto spadł do 28,9 mln PLN, a w bieżącym roku obrotowym oczekujemy jego utrzymania na zbliżonym poziomie (27,5 mln PLN, co odpowiada 0,2x EBITDA). Wskaźnik bieżącej płynności wzrósł do 1,94 wobec 1,86 przed rokiem, a wskaźnik płynności podwyższonej do 0,12 (vs. 0,11). Stabilna sytuacja bilansowa i niewielkie zadłużenie pozwalają ocenić, że polityka dywidendowa spółki pozostaje bezpieczna i możliwa do utrzymania w kolejnych latach.

Ponadto, Grupa Ambra utrzymuje plan inwestycyjny zakładający nakłady na poziomie ok. 40 mln PLN rocznie w perspektywie najbliższych 2–3 lat. W roku obrotowym 2024/25 (lipiec 2024 – czerwiec 2025) wydatki inwestycyjne wyniosły 36,5 mln PLN i były nieco niższe od zakładanego poziomu, co wynikało głównie z przesunięcia części projektów na kolejny rok. Spółka kontynuowała modernizację zakładów produkcyjnych w Polsce i Rumunii oraz zakończyła wdrożenie nowego systemu ERP, który został uruchomiony w listopadzie 2024 r.

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

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

Nastroje konsumenckie wciąż pod presją

Rok obrotowy 2024/25 upłynął pod znakiem spadku konsumpcji większości kategorii napojów alkoholowych, czemu towarzyszyło utrzymywanie się pogorszonych nastrojów konsumenckich na rynku wina. Zjawisko to szczególnie silnie oddziaływało na segment produktów premium, stanowiących około 20% sprzedaży Grupy Ambra. W tych warunkach spółce udało się osiągnąć nieznacznie wyższy wolumen sprzedaży (+0,8% r/r) przy niższej wartości sprzedaży niż w roku poprzednim (-2,1% r/r). Według danych GUS, w okresie styczeń–sierpień 2025 r. sprzedaż detaliczna w cenach stałych wzrosła o 3,6% r/r wobec 3,7% w analogicznym okresie 2024 r., co wskazuje na utrzymanie umiarkowanego tempa ożywienia. Jednocześnie sprzedaż w kategorii żywności i napojów pozostaje wyraźnie słabsza niż w pozostałych segmentach handlu detalicznego. W sierpniu 2025 r. spadła ona bowiem o 3,4% r/r przy ogólnym wzroście sprzedaży detalicznej o 3,1% r/r. Pomimo stopniowej poprawy nastrojów, bieżący wskaźnik ufności konsumenckiej (BWUK) utrzymuje się na ujemnym poziomie (-12,1 w sierpniu i -8,3 we wrześniu), co odzwierciedla nadal ostrożne podejście konsumentów do wydatków i ograniczoną skłonność do zakupów.

Pomimo poprawy udziałów rynkowych głównych marek Grupy, takich jak DORATO, CIN&CIN czy ZAREA, spadki sprzedaży w pozostałych segmentach nie pozwoliły na wzrost łącznej wartości sprzedaży. Na tle osłabionego popytu dobrze rozwijały się natomiast najnowsze projekty, w tym WINIARNIA ZAMOJSKA oraz wina dealkoholizowane, które wpisują się w obserwowane na rynku trendy powrotu do produktów regionalnych oraz ograniczania konsumpcji alkoholu.

Największą kategorię produktową stanowią wina spokojne, odpowiadające za 44,9% wolumenu sprzedaży Grupy. Ich sprzedaż ilościowo wzrosła o 1,6% r/r, a w ujęciu wartościowym spadła o 2,1 mln PLN r/r w efekcie niższej sprzedaży win premium i rosnącego udziału tańszych marek, takich jak PORTADA czy WINIARNIA ZAMOJSKA. Wina musujące, stanowiące 20,4% wolumenu, zanotowały spadek ilościowy o 1,0% r/r i wartościowy o 8,6% r/r. W Polsce i Rumunii utrzymały silne pozycje marki DORATO i ZAREA, natomiast w Czechach wyraźnie spadła sprzedaż win MUCHA SEKT oraz segmentu premium.

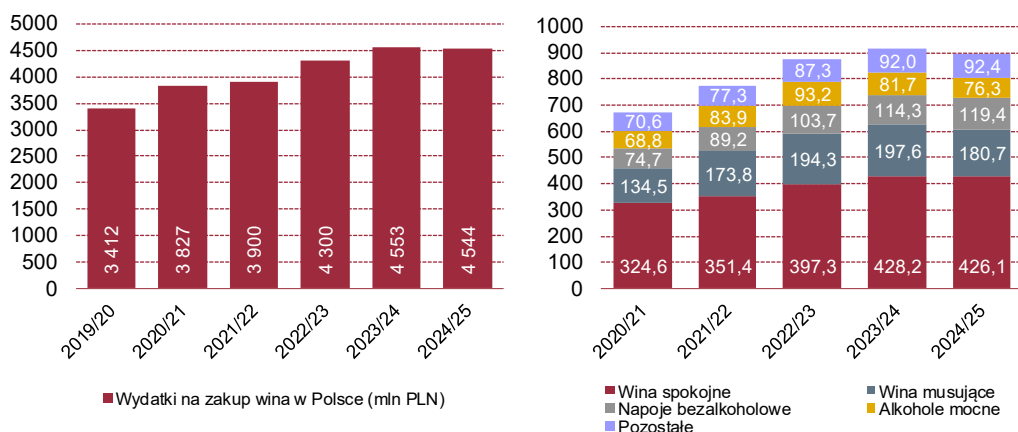
Pozytywnie wyróżniła się kategoria napojów bezalkoholowych, której sprzedaż wzrosła o 4,5% r/r wartościowo, a udział w przychodach Grupy wyniósł 13,3%. Segment ten obejmuje zarówno napoje dla dzieci (PICCOLO, ROBBY BUBBLE), jak i dynamicznie rosnące wina dealkoholizowane (CIN&CIN Free, MUCHA Free, ZAREA ZERO 0%), których sprzedaż zwiększyła się aż o 39,2% r/r.

Najmniejszą kategorią pozostają alkohole mocne, gdzie sprzedaż spadła o 8,7% r/r ilościowo i 6,6% r/r wartościowo, głównie z powodu silnej konkurencji cenowej w Rumunii oraz niższego popytu na alkohole premium w Polsce. W kategorii pozostałych produktów, obejmującej m.in. koktajle,

wermuty i cydr, lekkie spadki sprzedaży wynikały głównie z niższego popytu na CYDR LUBELSKI. Ogółem spadek średniej ceny sprzedaży był konsekwencją przesunięcia popytu w stronę produktów z niższej półki cenowej oraz zmian w strukturze kanałów dystrybucji.

Coraz wyraźniejsza zmiana zachowań zakupowych polegająca na ograniczaniu spożycia alkoholu, znajdują odzwierciedlenie w danych dotyczących krajowego rynku wina. Według szacunków Grupy Ambra, w roku obrotowym 2024/25 wydatki Polaków na zakup wina wyniosły ok. 4,5 mld PLN, co oznacza spadek o 0,2% r/r. W dłuższej perspektywie rynek pozostaje stabilny. Od 2019/20 r. jego wartość wzrosła z 3,4 mld PLN do 4,5 mld PLN, jednak tempo wzrostu w ostatnich latach wyraźnie spowolniło.

Wydatki na zakup wina w Polsce i struktura sprzedaży Ambry (mln PLN)



Źródło: Ambra S.A.

Aktualizacja prognoz finansowych

Przychody ze sprzedaży Grupy Ambra w niedawno zakończonym kwartale wyniosły 198,1 mln PLN (+0,6% r/r), co po bardzo słabym 3Q roku obrotowego (-12,4% r/r) oznacza jedynie symboliczne odbicie. Pomimo przesunięcia świąt wielkanocnych na analizowany okres oraz relatywnie niskiej bazy porównawczej, sprzedaż pozostała płaska, przede wszystkim za sprawą stagnacji na rynku polskim, który jest kluczowym segmentem dla spółki. W naszej ocenie rezultat ten potwierdza, że popyt konsumencki na rynku alkoholi nadal jest ograniczony, a odbudowa dynamiki sprzedaży będzie rozłożona w czasie. Z pozytywnych elementów należy wyróżnić stabilny poziom marży brutto ze sprzedaży, która w 4Q'2024/25 wyniosła 36,5%. W całym roku jej procentowa wartość ukształtowała się na poziomie 36,2% i w naszej ocenie pozostanie stabilna również w kolejnym roku obrotowym. Jednocześnie widzimy ograniczoną przestrzeń do jej dalszej poprawy, gdyż pozytywne efekty niższych kosztów surowców zostały już w dużym stopniu uwzględnione. Po stronie kosztowej pozytywnie należy ocenić dalsze spowolnienie dynamiki kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu, które w całym roku 2024/25 wzrosły o 5,8% r/r wobec 8,8% w 2023/24, a w samym 4Q jedynie o 2,7% r/r. W szczególności tempo wzrostu kosztów wynagrodzeń obniżyło się do zaledwie 1,7% r/r, co potwierdza skuteczność działań optymalizacyjnych. Oczekujemy, że w roku 2025/26 dynamika kosztów SG&A spadnie do ok. 4,5% r/r.

Uwzględniając wyniki za 4Q'2024/25 oraz utrzymujący się słabszy popyt na alkohol, dokonujemy jedynie niewielkich korekt prognoz finansowych dla Grupy Ambra. Prognozujemy, że w roku 2025/26 przychody Grupy wyniosą 929,1 mln PLN, co oznacza obniżenie o 1,3% względem wcześniejszych założeń (poprzednio: 941,2 mln PLN). W kolejnych latach zakładamy stopniowe odbudowywanie dynamiki sprzedaży – o 3,8% r/r w 2025/26, 5,3% r/r w 2026/27 oraz 5,2% r/r w 2027/28, co powinno umożliwić powrót do trendu wzrostowego po słabszym 2024/25 (-2,1% r/r). W prognozach rentowności zakładamy utrzymanie marży brutto ze sprzedaży na stabilnym poziomie 36,2%, co w połączeniu z niższą dynamiką kosztów SG&A powinno wspierać wynik operacyjny.

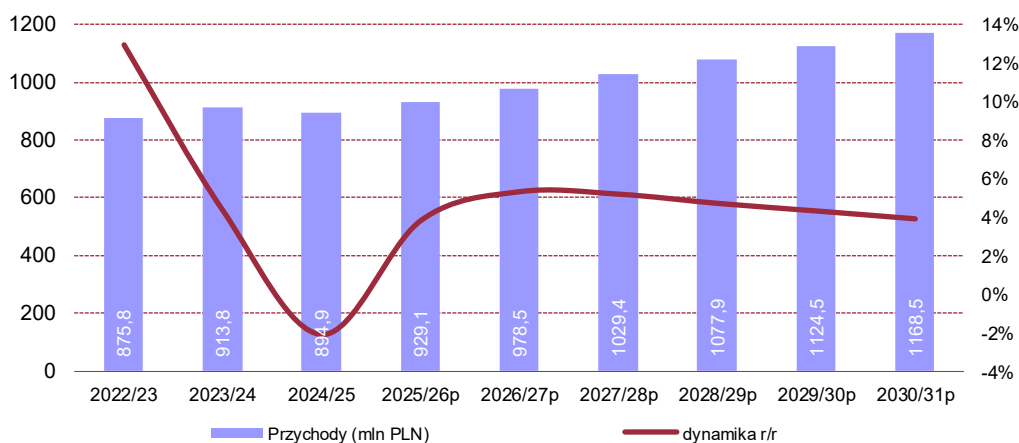
Szacujemy, że EBIT w latach 2025/26–2027/28 wyniesie odpowiednio 89,1 mln PLN (+0,8% vs. poprzednia prognoza), 91,5 mln PLN (+0,2%) oraz 95,2 mln PLN (+2,0%), przy marży EBIT na poziomie odpowiednio 9,6%, 9,3% i 9,2%. W konsekwencji oczekujemy, że zysk netto wyniesie 49,9 mln PLN w 2025/26 (-1,3% vs. ostatnia prognoza), 51,3 mln PLN w 2026/27 (-2,3%) oraz 53,4 mln PLN w 2027/28 (-0,8%). Naszym zdaniem po okresie spowolnienia w roku 2024/25, wyniki Ambry w kolejnych latach powinny stopniowo się poprawiać, głównie dzięki stabilizacji marży brutto ze sprzedaży oraz dobrej kontroli kosztów.

Zmiany w prognozach wyników Grupy Ambra

	2025/2026			2026/2027			2027/2028		
	poprzednia	aktualna	zmiana	poprzednia	aktualna	zmiana	poprzednia	aktualna	zmiana
Przychody	941,2	929,1	-1,3%	993,0	978,5	-1,5%	1043,4	1029,4	-1,3%
EBITDA	113,4	111,3	-1,8%	118,4	115,8	-2,2%	122,1	121,5	-0,5%
EBIT	88,4	89,1	0,8%	91,3	91,5	0,2%	93,3	95,2	2,0%
marża EBIT	9,4%	9,6%		9,2%	9,3%		8,9%	9,2%	
Zysk netto akcj. jedn. domin.	50,5	49,9	-1,3%	52,5	51,3	-2,3%	53,8	53,4	-0,8%
marża netto	5,4%	5,4%		5,3%	5,2%		5,2%	5,2%	

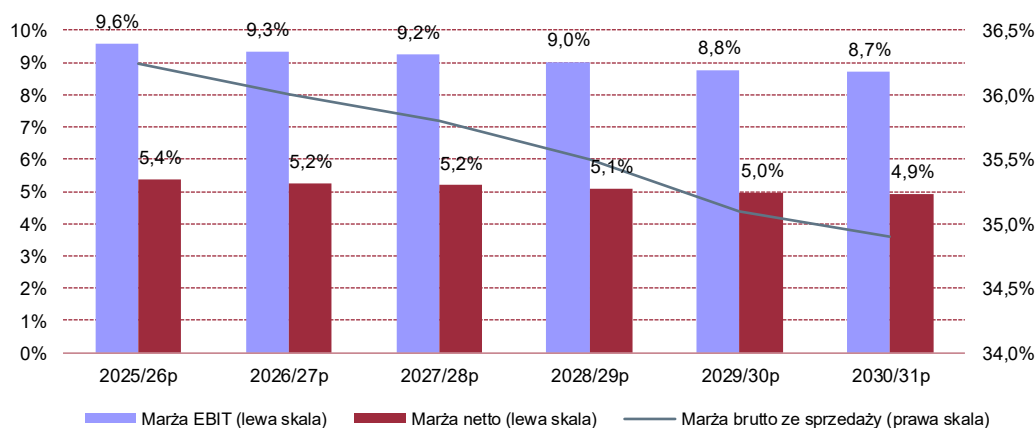
Źródło: prognozy Biura Maklerskiego Banku Millennium S.A., EBITDA wg MSR 17

Prognoza przychodów w kolejnych latach



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

Prognoza marży brutto ze sprzedaży, EBIT oraz netto

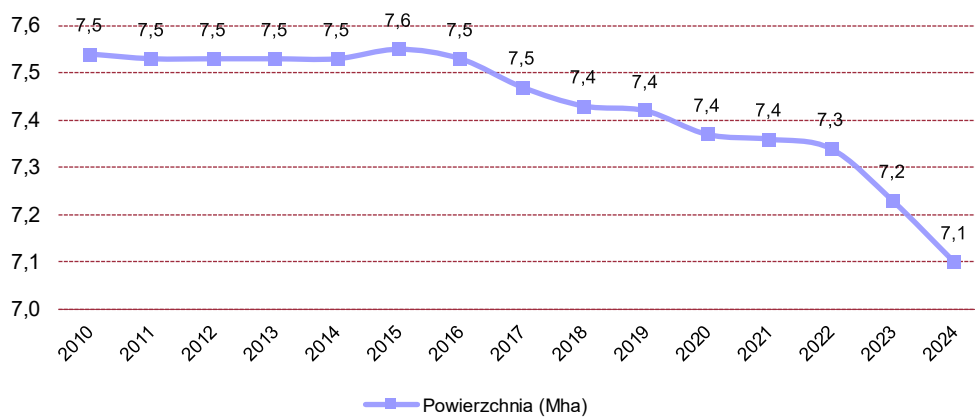


Źródło: Ambra S.A., prognozy Biura Maklerskiego Banku Millennium S.A.

Globalne trendy na rynku 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.

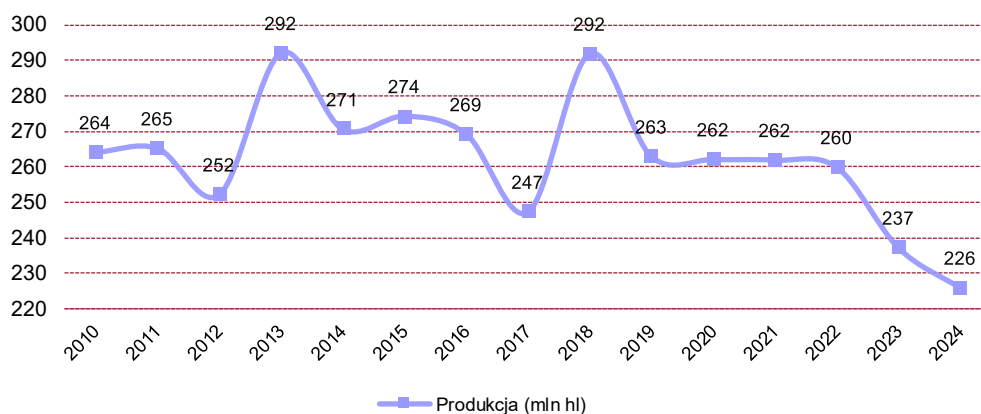
Światowa powierzchnia winnic w latach 2010-2024 (Mha)



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.

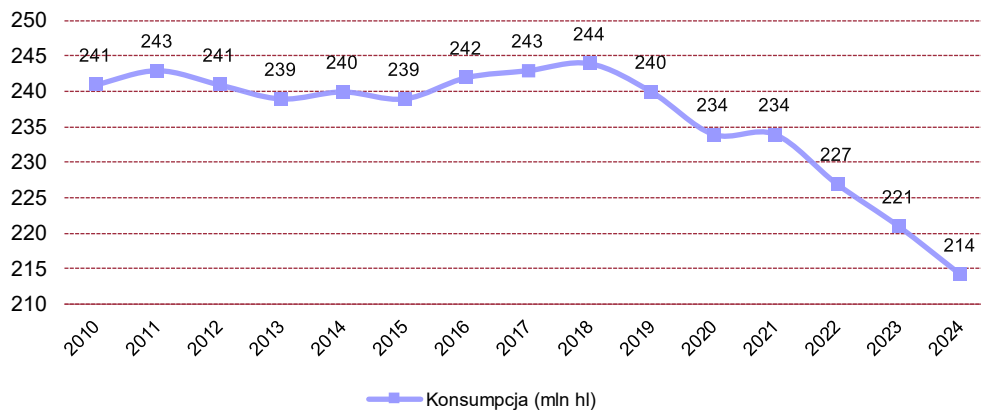
Światowa produkcja wina w latach 2010-2024 (mln hl)



Źródło: OIV

Produkcja wina w 2024 roku wyniosła szacunkowo 226 mln hektolitrów – to najniższy poziom od ponad 60 lat, co oznacza spadek o 4,8% 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.

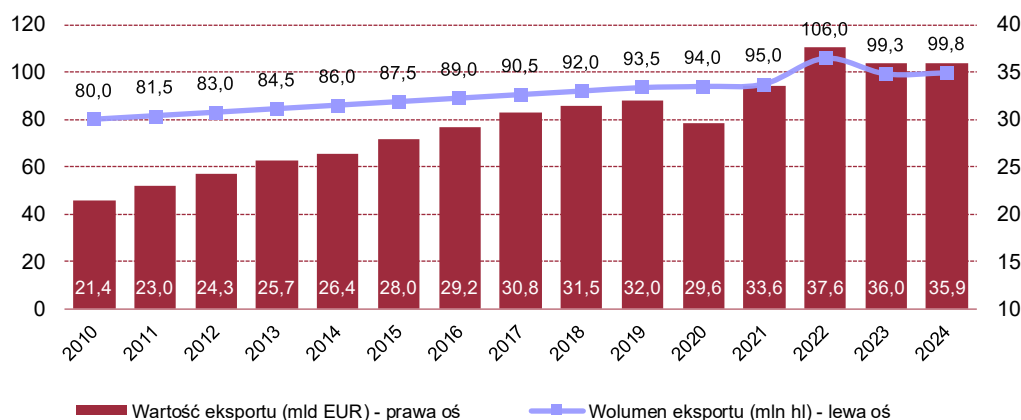
Światowa konsumpcja wina w latach 2010-2024 (mln hl)



Źródło: OIV

Globalna konsumpcja wina w 2024 roku oszacowana została na 214 mln hektolitrów, 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 hektolitrów. 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.

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 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 2024/25 wyniosła 140,7 mln PLN, rosnąc o 5,6% r/r. W ostatnich dwóch latach 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 poziomu kursu EUR/PLN ma istotne przełożenie na wyniki finansowe spółki. Szacujemy, że wzrost kursu EUR/PLN o 10% obniżyłby wynik netto o ok. 4,3 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 3,4% przychodów w 2024/25.
- ❑ **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 zmienią się niekorzystnie z punktu widzenia Ambry.
- ❑ **Ryzyko zmiany praktyki dywidendowej spółki.** Uważamy, że niemalejące 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.

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	2024/25	2025/26p	2026/27p	2027/28p
przychody netto	875,8	913,8	894,9	929,1	978,5	1 029,4
Koszty sprzedanych towarów	-573,3	-597,5	-570,6	-592,4	-626,3	-660,8
zysk brutto na sprzedaży	302,5	316,3	324,3	336,7	352,3	368,5
koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	-205,8	-223,9	-237,0	-247,6	-260,8	-273,3
saldo pozostałej działalności operacyjnej	3,1	3,4	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA*	115,8	112,8	106,3	111,3	115,8	121,5
EBIT	99,8	95,8	87,3	89,1	91,5	95,2
saldo finansowe	-6,3	-6,6	-8,2	-4,8	-4,8	-5,0
Udział w zyskach (stratach) jedn. podporządk.	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
zysk przed opodatkowaniem	93,7	89,4	79,2	84,3	86,7	90,2
podatek dochodowy	-17,8	-15,9	-16,4	-16,0	-16,5	-17,1
(Zyski) straty mniejszości	-14,4	-18,4	-18,0	-18,4	-18,9	-19,6
Zysk netto akcj. jedn. domin.	61,5	55,1	44,7	49,9	51,3	53,4
EPS	2,44	2,18	1,77	1,98	2,04	2,12

Bilans (mln PLN)

	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26p	2026/27p	2027/28p
aktywa trwałe	278,6	326,8	343,4	365,9	386,2	405,6
wartości niematerialne i prawne	90,6	107,6	112,0	112,0	112,0	112,0
rzeczowe aktywa trwałe	131,3	161,6	169,2	187,1	203,3	218,7
prawa do użytkowania aktywów (MSSF 16)	36,1	39,1	43,5	48,1	52,3	56,2
inwestycje długoterminowe	13,8	12,9	12,5	12,5	12,5	12,5
rozliczenia międzyokresowe	6,8	5,6	6,2	6,2	6,2	6,2
aktywa obrotowe	493,5	497,1	493,8	509,5	533,7	561,1
zapasy	285,8	272,4	271,7	282,1	297,1	312,5
należności	179,4	190,1	188,2	195,4	205,7	216,4
inwestycje krótkoterminowe	27,2	30,1	31,1	29,2	28,0	29,2
rozliczenia międzyokresowe	1,1	4,4	2,9	2,9	2,9	2,9
aktywa razem	772,0	823,9	837,2	875,4	920,0	966,7
kapitał własny akcjonariuszy jedn. dominującej	390,7	414,4	429,2	451,4	474,5	498,9
kapitał mniejszości	70,9	80,2	84,0	91,4	98,9	106,8
zobowiązania	310,4	329,3	324,0	332,6	346,6	361,0
zobowiązania długoterminowe	36,6	62,3	69,3	72,2	74,8	77,4
w tym zob. leasingowe (MSSF 16)	21,8	30,7	36,4	39,3	42,0	44,5
w tym dług odsetkowy	3,6	6,1	7,5	7,5	7,5	7,5
zobowiązania krótkoterminowe	273,8	267,0	254,7	260,4	271,7	283,6
w tym zob. leasingowe (MSSF 16)	11,5	9,2	9,2	10,9	12,4	13,8
w tym dług odsetkowy	51,7	65,0	52,5	49,2	48,3	47,8
pasywa razem	772,0	823,9	837,2	875,4	920,0	966,7
BVPS	15,5	16,4	17,0	17,9	18,8	19,8

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

Cash flow (mln PLN)

	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26p	2026/27p	2027/28p
wynik netto wraz zyskami mniejszości	75,9	73,5	62,8	68,3	70,2	73,1
amortyzacja bez leasingu MSSF 16	16,1	16,9	19,0	22,2	24,3	26,3
zmiana kapitału obrotowego	-40,4	-15,1	2,8	-10,2	-14,7	-15,2
gotówka z działalności operacyjnej	69,0	92,5	107,4	80,3	79,8	84,2
inwestycje (capex)	-29,6	-38,1	-36,5	-40,1	-40,5	-41,7
gotówka z działalności inwestycyjnej	-25,5	-45,7	-35,4	-40,1	-40,5	-41,7
wypłata dywidendy (w tym udz. mniejsz.)	-28,9	-35,0	-39,8	-38,8	-39,6	-40,8
emisja akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
zmiana zadłużenia	5,7	15,8	-11,1	-3,3	-0,9	-0,5
gotówka z działalności finansowej	-45,9	-43,3	-70,8	-42,1	-40,5	-41,3
zmiana gotówki netto	-2,4	3,5	1,2	-1,9	-1,2	1,2
DPS	1,00	1,10	1,10	1,10	1,12	1,15
CEPS	3,08	2,86	2,53	2,86	3,00	3,16
FCFPS	3,43	3,90	4,89	4,09	4,12	4,35

Wskaźniki (%)

	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26p	2026/27p	2027/28p
zmiana sprzedaży	12,9%	4,3%	-2,1%	3,8%	5,3%	5,2%
zmiana EBITDA	15,8%	-2,7%	-5,7%	4,7%	4,0%	4,9%
zmiana EBIT	16,0%	-3,9%	-8,9%	2,0%	2,7%	4,1%
zmiana zysku netto	18,6%	-10,4%	-18,8%	11,5%	2,9%	4,1%
marża EBITDA	13,2%	12,3%	11,9%	12,0%	11,8%	11,8%
marża EBIT	11,4%	10,5%	9,8%	9,6%	9,3%	9,2%
marża netto	7,0%	6,0%	5,0%	5,4%	5,2%	5,2%
sprzedaż/aktywa (x)	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
dług / kapitał (x)	0,07	0,10	0,07	0,06	0,06	0,05
odsetki / EBIT	-6,3%	-6,9%	-9,4%	-5,4%	-5,3%	-5,3%
stopa podatkowa	19,0%	17,8%	20,7%	19,0%	19,0%	19,0%
ROE	15,7%	13,3%	10,4%	11,1%	10,8%	10,7%
ROA	8,0%	6,7%	5,3%	5,7%	5,6%	5,5%
(dług) gotówka netto (mln PLN)	-28,1	-40,9	-28,9	-27,5	-27,7	-26,0

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

Rekomendacje BM Banku Millennium

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	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
Ambra	Akumuluj	29 maj 25	20,90	24,90	Grzegorz Gawkowski
IMS	Kupuj	11 cze 25	3,73	4,50	Łukasz Bugaj
Mostostal Zabrze	Kupuj	18 cze 25	5,96	7,60	Adam Zajler
VRG	Kupuj	12 wrz 25	4,45	5,57	Seweryn Żołyński
Shoper	Akumuluj	15 wrz 25	52,00	57,60	Seweryn Żołyński
11 bit studios	Akumuluj	12 wrz 25	179,50	213,50	Grzegorz Gawkowski
Mostostal Zabrze	Kupuj	30 wrz 25	6,25	8,40	Adam Zajler
IMS	Kupuj	7 paź 25	2,97	4,00	Łukasz Bugaj
Ambra	Akumuluj	7 paź 25	19,74	22,30	Grzegorz Gawkowski

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, IMS, VRG, Shoper i 11 bit studios 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	8	53%
Akumuluj	7	47%
Neutralnie	0	0%
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

Biurow 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.zolyński@bankmillennium.pl

Dyrektor
banki, ubezpieczenia

Analitik
przemysł, technologie, media

Analitik
fundusze inwestycyjne

Analitik
fundusze inwestycyjne
gaming

Analitik
handel, deweloperzy

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

Biurow 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 partycularnych lub wskazań konfliktów interesów, wyniku doradztwa inwestycyjnego.

Niniejszy raport został przygotowany z dobowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty uznane za wiarygodne, jednak Biurow 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 Biurow 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. Biurow 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.

Tręć raportu nie była udostępniona spółkom będącymi przedmiotem raportu przed jego opublikowaniem. Biurow 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 Biurow 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 Biurow 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 Biurow Maklerskie Banku Millennium S.A. obowiązują 6 miesięcy od daty wydania, o ile wcześniej nie zostaną zaktualizowane. Biurow 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) - lepiej niż metoda DCF odzwierciedla postrzeganie branży, w której działa spółka, przez inwestorów. Wadą metody porównawczej jest wrażliwość na dobór przyjętej grupy porównawczej oraz porównywanych wskaźników, a także wysoka zmienność wyceny w zależności od koniunktury na rynku.

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

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

Jest możliwe, że Biurow 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. Biurow Maklerskie Banku Millennium S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem raportu oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem raportu (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Biurow Maklerskie Banku Millennium S.A. pełni funkcje animatora emitenta dla spółek: Selena FM, Eurotel, Lokum Deweloper, Zamet Industry, GR media i Carlson od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Biurow Maklerskie Banku Millennium S.A. pełni funkcje animatora rynku dla spółek: Selena FM, KGHM, PZU, Eurotel, Lokum Deweloper, Zamet Industry, GR media i Carlson.

Biurow 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. Biurow Maklerskie Banku Millennium S.A. w ramach Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego tworzy bądź tworzyły materiały analityczne dla spółek: Agora, Ambra, Korporacja KGL, Mostostal Zabrze, IFIRMA, IMS, VRG, Shoper i 11 bit studios i z tego tytułu pobiera bądź pobierało wynagrodzenie od Giełdy Papierów Wartościowych. Biurow 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. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partycularnych 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).

Rozwiązanie organicyjne 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 Biurow 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 organizacyjne 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 7 października 2025r. o godzinie 15:20 a datą pierwszego rozpowszechnienia raportu jest data raportu 7 października 2025r. godzina 15:35.

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