

16 marca 2026

Ambra

kupuj

branża spożywcza

poprzednia rekomendacja: akumuluj

cena rynkowa*: 19.2

cena docelowa: 23.5

Poprawa wyników mimo słabego rynku

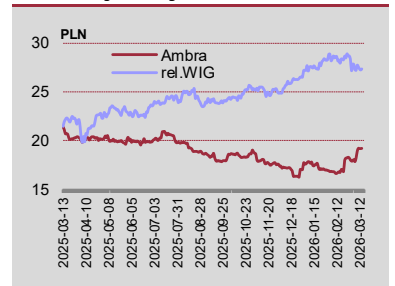
Wyniki Grupy Ambra za 2Q'2025/26 okazały się lepsze od naszych oczekiwań i w naszej ocenie potwierdzają relatywną odporność modelu biznesowego spółki w trudnym otoczeniu rynkowym. Przychody wzrosły o 2,5% r/r do 362,0 mln PLN, EBIT zwiększył się o 11,9% r/r do 70,8 mln PLN, a zysk netto o 16,4% r/r do 45,0 mln PLN. Co istotne, poprawa wyników nastąpiła w najważniejszym sezonowo kwartale roku obrotowego pomimo utrzymującej się słabości popytu na rynku alkoholi. W naszej ocenie wskazuje to na stopniowe zwiększanie udziałów rynkowych przez Ambrę, szczególnie w segmencie produktów mainstreamowych oraz w dynamicznie rozwijającej się kategorii napojów bezalkoholowych (spółka posiada ok. 30% udziału w segmencie win stołowych).

Jednocześnie w ostatnich kwartałach widoczna jest poprawa efektywności operacyjnej spółki. Dynamika kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu w 2Q'2025/26 wyniosła 3,8% r/r, co oznacza dalsze wyhamowanie względem wcześniejszych okresów. W szczególności warto zwrócić uwagę na spadające tempo wzrostu kosztów wynagrodzeń, co potwierdza skuteczność działań optymalizacyjnych prowadzonych przez spółkę. Równolegle Ambra realizuje program inwestycyjny (nakłady inwestycyjne w 1H'2025/26 wyniosły 48,1 mln PLN wobec 15,4 mln PLN rok wcześniej), którego celem jest zwiększenie efektywności produkcji oraz rozwój nowych kategorii produktowych, w tym napojów bezalkoholowych. Połączenie stabilnej marży brutto ze sprzedaży, poprawy kontroli kosztów oraz inwestycji zwiększających efektywność operacyjną powinno przełożyć się na poprawę wyników finansowych w bieżącym roku obrotowym.

Uwzględniając zaktualizowane prognozy finansowe, akcje Ambry notowane są obecnie przy wyprzedzającym wskaźniku P/E na poziomie ok. 9,4. W konsekwencji poprawy wyników podnosimy naszą cenę docelową z 22,3 PLN do 23,5 PLN oraz zmieniamy rekomendację z „akumuluj” na „kupuj”.

Na koniec 2Q'2025/26 zadłużenie netto Grupy Ambra wyniosło 120,2 mln PLN, co oznacza istotny wzrost względem 83,7 mln PLN rok wcześniej. W naszej ocenie wyższy poziom długu ma jednak w dużej mierze charakter przejściowy i wynika zarówno z realizacji programu inwestycyjnego, jak i sezonowości kapitału obrotowego w pierwszej połowie roku obrotowego (zakładamy, że na koniec 2025/26 wyniesie 36,1 mln PLN, czyli 0,3x EBITDA). Biorąc pod uwagę stabilną sytuację finansową spółki oraz nasze oczekiwania dotyczące poprawy wyników w kolejnych okresach, zakładamy również powrót do stopniowego wzrostu dywidendy. W naszych prognozach przyjmujemy jej podniesienie do 1,15 PLN na akcję w kolejnym roku obrotowym.

Kurs akcji relatywnie



Źródło: Bloomberg

Max/min 52 tygodnie (PLN)	22.75 / 16.18
Liczba akcji (mln)	25,2
Kapitalizacja (mln PLN)	484
EV (mln PLN)	513
Free float (mln PLN)	188
Średni obrót (mln PLN)	0,2
Główny akcjonariusz	Schloss-Wachenheim
% akcji, % głosów	61.1%, 61.1%
	1 m 3 m 12 m
Zmiana ceny	14,6% 11,6% -14,3%
Zmiana WIG	-3,2% 5,9% 24,6%

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	10,8	1,1	5,7	5,9	4,8	10,4
2025/26p	916,3	92,7	116,0	87,5	51,7	2,05	2,98	18,0	9,4	1,1	5,7	5,5	4,4	11,4
2026/27p	950,7	105,1	131,8	101,2	60,3	2,39	3,45	19,2	8,0	1,0	6,0	4,9	3,9	12,4
2027/28p	983,8	96,1	125,0	92,3	54,9	2,18	3,33	20,2	8,8	1,0	6,3	5,3	4,1	10,8

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 16.03.2026 r., godz. 17:00

Spis treści

Wycena.....	3
Ostatnie wydarzenia	5
Aktualizacja prognoz finansowych	8
Czynniki ryzyka.....	10
Wyniki finansowe	11
Rekomendacje Biura Maklerskiego Banku Millennium	13

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 509 mln PLN, czyli 20.2 PLN na akcję. Przy użyciu metody porównawczej wyceniliśmy spółkę na 674 mln PLN (26.8 PLN na akcję). Zarówno metodzie DCF, jak i porównawczej przypisaliśmy wagę po 50%. Uzyskaliśmy wycenę spółki na poziomie 592 mln PLN, czyli 23.5 PLN na akcję. W związku z uzyskaną wyceną podnosimy rekomendację dla akcji spółki Ambra do „kupuj”.

Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Wycena (mln PLN)	Wycena na 1 akcję (PLN)
Wycena DCF	509	20,2
Wycena porównawcza	674	26,8
Wycena spółki Ambra SA	592	23,5

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	10,6	10,2	9,3	5,8	5,7	0,2
CONSTELLATION BRANDS	STZ US	USA	11,2	12,9	12,2	9,5	10,9	10,4
OENEO	SBT FP	Francja	19,8	23,1	20,5	9,8	10,9	10,1
VIVA WINE GROUP	VIVA SS	Szwecja	9,4	8,6	7,4	9,4	7,4	6,8
PURCARI WINERIES	WINE RO	Mołdawia	17,4	9,6	8,6	9,9	7,7	7,0
ITALIAN WINE BRANDS	IWB IM	Włochy	7,4	7,2	6,9	5,5	5,3	5,2
DAVIDE CAMPARI-MILANO	CPR IM	Włochy	20,7	19,8	17,7	12,5	12,1	11,3
PERNOD RICARD	RI FP	Francja	9,6	11,5	11,4	8,8	10,1	10,0
Mediana			10,9	10,9	10,4	9,4	8,9	8,5
Zysk netto (mln PLN)*			44,7	51,7	53,5			
EBITDA (mln PLN)*						106,3	116,0	120,9
Wartość udziałów mniejszościowych						-178,9	-178,9	-178,9
Gotówka (Dług) netto						-28,9	-28,9	-28,9
Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)			487	564	555	796	824	820
Wycena						674		
Wycena na 1 akcję						26,8		

Źródło: Bloomberg, Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A.; wartości wskaźników ustalone na dzień i godzinę: 2026-03-16 17:00

* wynik roku 2027 przyjęty do metody porównawczej został skorygowany o zdarzenie jednorazowe

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 5.7%.
- ❑ 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 178.9 mln PLN (jako iloczyn aktualnego C/Z Ambry za rok 2025/26 na poziomie 9.4 oraz zysków mniejszości za rok 2025/26 na poziomie 19.1 mln PLN).

Wycena spółki metodą DCF

(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	916,3	950,7	983,8	1017,3	1049,4	1079,5	1108,4	1135,5	1161,4	1186,7	
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)	75,1	85,2	77,8	79,7	80,6	82,0	83,2	85,6	87,4	89,3	
Amortyzacja*	23,3	26,7	28,9	30,6	31,8	33,0	34,3	35,6	36,9	38,2	
Inwestycje	-58,4	-45,6	-46,5	-40,1	-41,3	-43,0	-44,7	-46,5	-47,4	-48,4	
Zmiana kap.obrotowego	-17,4	-10,7	-10,3	-10,4	-9,9	-9,4	-8,9	-8,4	-8,0	-7,8	
FCF	22,7	55,6	50,0	59,9	61,1	62,7	63,9	66,3	68,9	71,4	860,1
Zmiana FCF		145,2%	-10,1%	19,8%	2,1%	2,5%	1,9%	3,7%	4,0%	3,6%	2,0%
Dług/Kapitał	13,1%	9,1%	8,0%	5,6%	2,8%	0,1%	-2,8%	-5,7%	-8,8%	-11,6%	4,5%
Stopa wolna od ryzyka	3,6%	4,4%	4,8%	4,9%	5,1%	5,3%	4,9%	5,4%	5,5%	5,7%	5,7%
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	5,1%	5,9%	6,3%	6,4%	6,6%	6,8%	6,4%	6,9%	7,0%	7,2%	7,2%
Koszt kapitału	8,6%	9,4%	9,8%	9,9%	10,1%	10,3%	9,9%	10,4%	10,5%	10,7%	10,7%
WACC	8,1%	9,0%	9,4%	9,7%	10,0%	10,2%	10,0%	10,7%	11,0%	11,2%	10,5%
PV (FCF)	22,1	49,7	40,7	44,2	40,6	37,4	35,1	31,6	29,1	26,5	341,3
Wartość DCF (mln PLN)	698	w tym wartość rezydualna				341					
(Dług) Gotówka netto*	-28,9										
Wartość udz. mniejsz.	-178,9										
aktywa nieoperacyjne	18,7										
Wycena DCF (mln PLN)	509,2										
Liczba akcji (mln)	25,2										
Wycena 1 akcji (PLN)	20,2										

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

Źródło: Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A.

Ostatnie wydarzenia

Wyniki za 2Q'2025/2026

Wyniki uzyskane przez Grupę Ambra w 2Q'2025/26 (październik – grudzień) oceniamy pozytywnie, były lepsze od naszych oczekiwań. Przychody ze sprzedaży wzrosły o 2,5% r/r do 362,0 mln PLN (prognozowaliśmy 360,7 mln PLN), EBIT wyniósł 70,8 mln PLN (+11,9% r/r; oczekiwaliśmy +7,2% r/r), zaś zysk netto 45,0 mln PLN (+16,4% r/r; prognoza: +8,1% r/r). Pomimo utrzymującej się słabości popytu na rynku alkoholi oraz obserwowanego w ostatnich latach trendu ograniczania ich konsumpcji, Ambra zdołała zwiększyć sprzedaż w najważniejszym sezonowo kwartale roku obrotowego. W naszej ocenie wynik ten potwierdza względną odporność modelu biznesowego spółki, szczególnie w segmencie produktów mainstreamowych. Jednocześnie w strukturze sprzedaży widoczny pozostaje trend przesuwania się popytu w kierunku produktów z niższych segmentów cenowych oraz rosnącego znaczenia napojów bezalkoholowych – segmentu, w którym Ambra posiada silną pozycję rynkową i który może stanowić istotny obszar wzrostu w kolejnych latach.

Przychody Ambry w 2Q'2025/26 wzrosły o 2,5% r/r do 362,0 mln PLN, przekraczając nieznacznie naszą prognozę (360,7 mln PLN). Wolumen sprzedaży zwiększył się o 2,0% r/r do 40,2 mln butelek 0,75 l, natomiast średnia cena jednostkowa wzrosła o 0,4% r/r do 9,0 PLN. Na największym rynku działalności spółki, czyli w Polsce, sprzedaż wyniosła 247,2 mln PLN (+1,0% r/r) wobec naszej prognozy zakładającej niewielki spadek (-0,2% r/r). Wyraźną poprawę odnotowano w Czechach i na Słowacji, gdzie przychody zwiększyły się o 17,5% r/r do 37,4 mln PLN (prognozowaliśmy +14% r/r), głównie dzięki odbudowie udziałów rynkowych przez markę win musujących MUCHA SEKT. Natomiast w Rumunii sprzedaż wzrosła o 0,9% r/r do 77,4 mln PLN (poniżej naszych oczekiwań +4,5% r/r), a istotny wkład w wyniki tego rynku miały wina ZAREA oraz PELIN CARPATIN. W ujęciu produktowym najsilniejszą dynamikę odnotowano w segmencie napojów bezalkoholowych (+22,6% r/r; 72,1 mln PLN) oraz win musujących (+11,0% r/r; 101,2 mln PLN), podczas gdy sprzedaż win spokojnych pozostała stabilna (-0,4% r/r; 133,5 mln PLN), a alkoholi mocnych spadła o 6,1% r/r do 29,2 mln PLN.

Marża brutto ze sprzedaży w 2Q'2025/26 wzrosła do 37,8% wobec 35,9% rok wcześniej, co oznacza poprawę o 1,9 p.p. r/r i wynik powyżej naszych oczekiwań (prognozowaliśmy 37,1%). W naszej ocenie wzrost rentowności był przede wszystkim efektem korzystnych różnic kursowych - umocnienie PLN wobec EUR obniżyło koszty importu surowców i materiałów, a także dalszej normalizacji warunków zakupowych. Dzięki temu spółka była w stanie poprawić marżę brutto pomimo wyraźnego wzrostu kosztów dystrybucji, które zwiększyły się o 13,3% r/r, z powodu rosnących kosztów pracy w sektorze logistycznym.

Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu (SG&A) w 2Q'2025/26 wzrosły o 3,8% r/r do 66,4 mln PLN, co było zbliżone do naszych oczekiwań (prognozowaliśmy 66,1 mln PLN; +3,4% r/r) i oznacza wyhamowanie dynamiki wzrostu kosztów względem poprzedniego kwartału (+5,6% r/r w 1Q'25/26). Największą pozycją kosztową pozostają wynagrodzenia, które wyniosły 39,9 mln PLN i również wzrosły o 3,8% r/r. Amortyzacja natomiast zwiększyła się o 6,1% r/r do 8,2 mln PLN. Obserwowane dalsze spowolnienie tempa wzrostu kosztów operacyjnych jest pozytywnym sygnałem, który w połączeniu z wyraźną poprawą marży brutto istotnie wsparło wynik operacyjny spółki w analizowanym kwartale.

Saldo pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych w 2Q'2025/26 wyniosło 0,5 mln PLN, podobnie jak rok wcześniej. W konsekwencji powyżej opisanych czynników, EBIT wzrósł o 11,9% r/r do 70,8 mln PLN, powyżej naszej prognozy (67,8 mln PLN), a marża operacyjna zwiększyła się do 19,5%. Na linii przychodów i kosztów finansowych spółka wykazała stratę w wysokości -2,5 mln PLN, zbliżoną do poziomu sprzed roku (-2,6 mln PLN) i nieco wyższą od naszych oczekiwań (-2,2 mln PLN).

Podatek dochodowy w 2Q'2025/26 wyniósł 12,7 mln PLN wobec 12,0 mln PLN rok wcześniej, co było nieco poniżej naszej prognozy (13,1 mln PLN). Jednocześnie udział mniejszości w zyskach wzrósł do 10,6 mln PLN z 10,1 mln PLN r/r, pozostając na poziomie zbliżonym do naszych oczekiwań (10,8 mln PLN). W rezultacie zysk netto przypadający akcjonariuszom jednostki dominującej wyniósł 45,0 mln PLN, co oznacza wzrost o 16,4% r/r i wynik wyraźnie powyżej naszej prognozy (41,8 mln PLN).

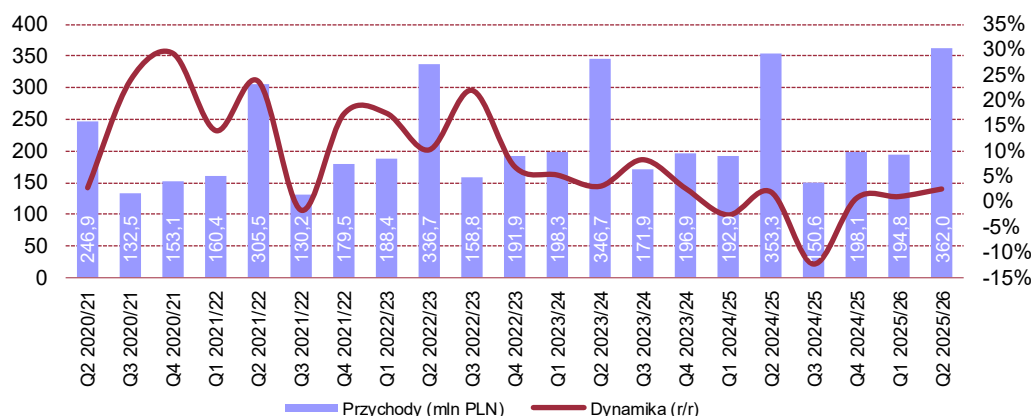
Zadłużenie netto Grupy Ambra na koniec 2Q'2025/26 wyniosło 120,2 mln PLN wobec 83,7 mln PLN rok wcześniej, co oznacza wzrost o 43,5% r/r. Wyższy poziom długu jest przede wszystkim efektem realizacji programu inwestycyjnego, w tym uruchomienia nowej linii produkcyjnej w winiarni w Woli Dużej k. Biłgoraja, częściowo finansowanej kredytem. Pomimo wzrostu zadłużenia sytuacja finansowa spółki pozostaje stabilna. W analizowanym okresie spółka wypłaciła dywidendę w wysokości 1,10 PLN na akcję (łącznie 27,7 mln PLN), utrzymując jej poziom na niezmiennym względem poprzedniego roku.

Skonsolidowane wyniki finansowe grupy Ambra

	II kwartał 2025/2026	prognoza MBM	II kwartał 2024/2025	zmiana r/r	I-II kwartał 2025/2026	I-II kwartał 2024/2025	zmiana
Przychody	362,0	360,7	353,3	2,5%	556,8	546,2	1,9%
Polska	247,2	244,3	244,8	1,0%	385,9	382,2	1,0%
Czechy i Słowacja	37,4	36,3	31,8	17,5%	53,6	48,1	11,5%
Rumunia	77,4	80,1	76,7	0,9%	117,3	115,9	1,2%
EBITDA	79,0	75,9	71,0	11,2%	99,5	93,2	6,8%
EBIT	70,8	67,8	63,3	11,9%	83,1	77,9	6,7%
Polska	46,5		43,4	7,3%	52,7	53,3	-1,2%
Czechy i Słowacja	7,2		4,4	62,4%	8,5	4,0	110,0%
Rumunia	17,0		15,5	9,7%	21,9	20,6	6,5%
Zysk netto akcj. jedn. dominującej	45,0	41,8	38,6	16,4%	49,0	43,6	12,3%
Marże							
Marża EBITDA	21,8%	21,0%	20,1%		17,9%	17,1%	
Marża EBIT	19,5%	18,8%	17,9%		14,9%	14,3%	
Marża netto	12,4%	11,6%	10,9%		8,8%	8,0%	

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

Przychody kwartalne i ich dynamika r/r Grupy Ambra



Źródło: Ambra S.A.

Inwestycje i kierunki rozwoju

Grupa Ambra w bieżącym roku obrotowym wyraźnie zwiększyła skalę nakładów inwestycyjnych względem wcześniejszych założeń. W pierwszym półroczu roku obrotowego 2025/26 wydatki inwestycyjne wyniosły 48,1 mln PLN wobec 15,4 mln PLN rok wcześniej. Największą zrealizowaną inwestycją była nowa linia rozlewnicza w zakładzie w Woli Dużej koło Biłgoraja, przeznaczona przede wszystkim do produkcji napojów bezalkoholowych. Według zarządu inwestycja ta ma zwiększyć efektywność produkcji oraz umożliwić rozszerzenie oferty produktowej, w szczególności w segmencie napojów bezalkoholowych. Drugą istotną pozycją był zakup nieruchomości w Rumunii o wartości ok. 11,9 mln PLN, przeznaczonej pod przyszły zakład produkcyjny. Decyzja ta wpisuje się w strategię dalszego rozwoju na tamtejszym rynku, który w ostatnich latach należał do najszybciej rosnących w portfolio Grupy.

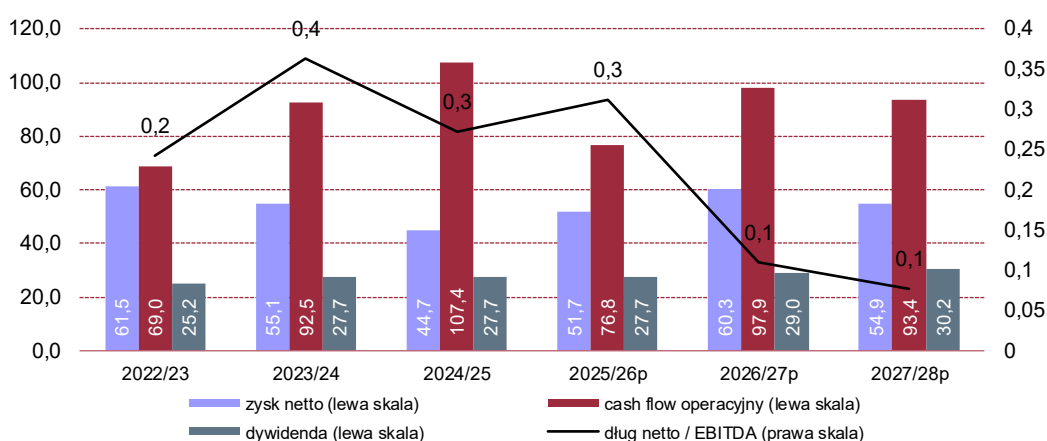
Biorąc pod uwagę poziom wydatków zrealizowanych w pierwszej połowie roku, zakładamy, że całoroczny CAPEX w roku obrotowym 2025/26 wyniesie 58,4 mln PLN, a więc wyraźnie powyżej wcześniej komunikowanego przez spółkę docelowego poziomu nakładów inwestycyjnych rzędu ok. 40 mln PLN rocznie. Wyższe wydatki inwestycyjne w bieżącym roku przełożą się naszym zdaniem na wzrost zadłużenia netto do ok. 36,1 mln PLN na koniec roku obrotowego (ok. 0,3x EBITDA), wobec 28,9 mln PLN rok wcześniej. Jednocześnie sytuacja płynnościowa spółki pozostaje stabilna – wskaźnik bieżącej płynności wynosi obecnie 1,60 (vs. 1,63 rok wcześniej), a wskaźnik płynności podwyższonej 0,08 (vs. 0,07). Zgodnie z wypowiedziami przedstawicieli spółki podwyższony poziom nakładów inwestycyjnych może utrzymać się również w kolejnych latach, m.in. w związku z planowaną rozbudową działalności produkcyjnej w Rumunii.

W 1Q'25/26 spółka przeklasyfikowała nieruchomość w Bukareszcie z pozycji „nieruchomości inwestycyjne” do „aktywów klasyfikowanych jako przeznaczone do sprzedaży”. Ambra podpisała przedwstępną umowę sprzedaży tego aktywa, zakładającą finalizację transakcji do 31 lipca 2026 r. Cena sprzedaży została określona na co najmniej 5,2 mln EUR i może wzrosnąć do 7,6 mln EUR w zależności od uzyskania pozwoleń budowlanych przed zamknięciem transakcji. W naszych założeniach przyjmujemy podejście konserwatywne i zakładamy sprzedaż po minimalnej cenie 5,2 mln EUR, co przy kursie z 13 marca odpowiada ok. 22,3 mln PLN. Wartość tej nieruchomości ujęta w aktywach jako „aktywa przeznaczone do sprzedaży” wynosiła na koniec 1H'25/26 11,4 mln PLN. Oznacza to, że potencjalna nadwyżka pomiędzy ceną sprzedaży a wartością bilansową aktywa wyniesie ok. 10,9 mln PLN. W naszych prognozach zakładamy, że różnica ta zostanie ujęta w pozycji pozostałych przychodów operacyjnych w roku obrotowym 2026/27 jako zdarzenie jednorazowe. W rezultacie oczekujemy wzrostu EBIT w 2026/27 o 15,0% r/r, z 92,7 mln PLN do 105,1 mln PLN.

Jednym z kluczowych kierunków rozwoju pozostaje segment produktów bezalkoholowych. Spółka wskazuje, że jest obecnie liderem polskiego rynku win bezalkoholowych z ok. 30% udziałem w segmencie win stołowych. Zarząd ocenia, że rynek ten ma potencjał dynamicznego wzrostu w kolejnych latach, a Ambra zamierza dalej rozwijać ofertę w tym obszarze, m.in. poprzez wprowadzanie nowych wariantów produktów oraz rozwój kategorii napojów o niższej zawartości alkoholu.

Pomimo zwiększonych nakładów inwestycyjnych spółka kontynuuje swoją długoterminową politykę dywidendową. Ambra wypłaciła za rok obrotowy 2024/25 dywidendę w wysokości 1,10 PLN na akcję, co oznacza trzeci rok z rzędu z niezmienną kwotą wypłaty. Biorąc pod uwagę dotychczasową praktykę spółki oraz nasze oczekiwania co do poprawy wyników finansowych w kolejnych okresach, zakładamy, że w następnym roku obrotowym dywidenda może zostać podniesiona symbolicznie do 1,15 PLN na akcję.

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



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

Aktualizacja prognoz finansowych

Lepsze od naszych oczekiwań wyniki za 2Q'2025/26 oraz utrzymująca się poprawa rentowności skłaniają nas do niewielkiej rewizji prognoz finansowych Grupy Ambra. Jednocześnie podtrzymujemy ostrożne podejście do dynamiki sprzedaży w kolejnych latach, zakładając utrzymanie się słabego otoczenia popytowego na rynku alkoholi. W naszej ocenie zmiany w zachowaniach konsumentów, w tym stopniowe ograniczanie konsumpcji alkoholu oraz przesuwanie się popytu w kierunku produktów o niższej zawartości alkoholu lub wariantów bezalkoholowych, będą w dalszym ciągu ograniczać tempo wzrostu całego rynku.

Pomimo lepszych od oczekiwań wyników w ostatnim kwartale, dokonujemy niewielkiej korekty naszych założeń dotyczących dynamiki sprzedaży w kolejnych latach, uwzględniając bardziej ostrożny scenariusz dla całego rynku alkoholi. Zakładamy, że przychody Grupy wyniosą 916,3 mln PLN w roku obrotowym 2025/26 (-1,4% względem poprzedniej prognozy), 950,7 mln PLN w 2026/27 (-2,8%) oraz 983,8 mln PLN w 2027/28 (-4,4%). Korekta wynika przede wszystkim z bardziej zachowawczych założeń dotyczących dynamiki sprzedaży na rynku polskim, który pozostaje najważniejszym segmentem działalności spółki.

Jednocześnie podnosimy prognozy wyników operacyjnych. W naszych założeniach uwzględniamy zarówno lepszy od oczekiwań poziom marży brutto ze sprzedaży, jak i stopniowe wyhamowanie dynamiki kosztów SG&A. Dodatkowo w roku obrotowym 2026/27 uwzględniamy jednorazowy efekt sprzedaży nieruchomości w Rumunii, który ujmujemy w pozycji pozostałych przychodów operacyjnych. W efekcie prognozujemy, że EBIT wyniesie 92,7 mln PLN w 2025/26 (+4,1%

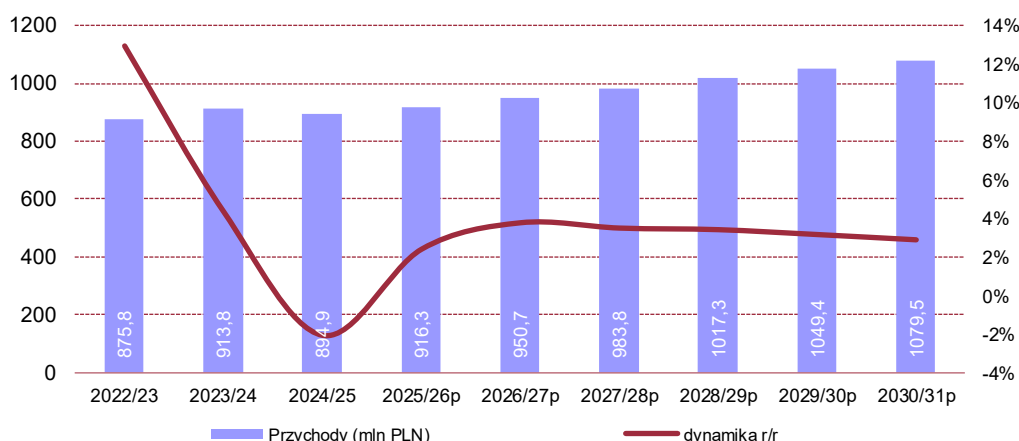
względem poprzedniej prognozy), 105,1 mln PLN w 2026/27 (+15,0%, wpływ zdarzenia jednorazowego) oraz 96,1 mln PLN w 2027/28 (+0,9%), co implikuje marżę operacyjną odpowiednio 10,1%, 11,1% i 9,8%. W konsekwencji oczekujemy wzrostu zysku netto przypadającego akcjonariuszom jednostki dominującej do 51,7 mln PLN w 2025/26 (+3,7% względem poprzedniej prognozy), 60,3 mln PLN w 2026/27 (+17,4%) oraz 54,9 mln PLN w 2027/28 (+2,9%).

Zmiany w prognozach wyników Grupy Ambra

	2025/2026			2026/2027			2027/2028		
	poprzednia	aktualna	zmiana	poprzednia	aktualna	zmiana	poprzednia	aktualna	zmiana
Przychody	929,1	916,3	-1,4%	978,5	950,7	-2,8%	1029,4	983,8	-4,4%
EBITDA	111,3	116,0	4,2%	115,8	131,8	13,8%	121,5	125,0	2,9%
EBIT	89,1	92,7	4,1%	91,5	105,1	15,0%	95,2	96,1	0,9%
marża EBIT	9,4%	10,1%		9,2%	11,1%		9,2%	9,8%	
Zysk netto akcj. jedn. domin.	49,9	51,7	3,7%	51,3	60,3	17,4%	53,4	54,9	2,9%
marża netto	5,4%	5,6%		5,3%	6,3%		5,2%	5,6%	

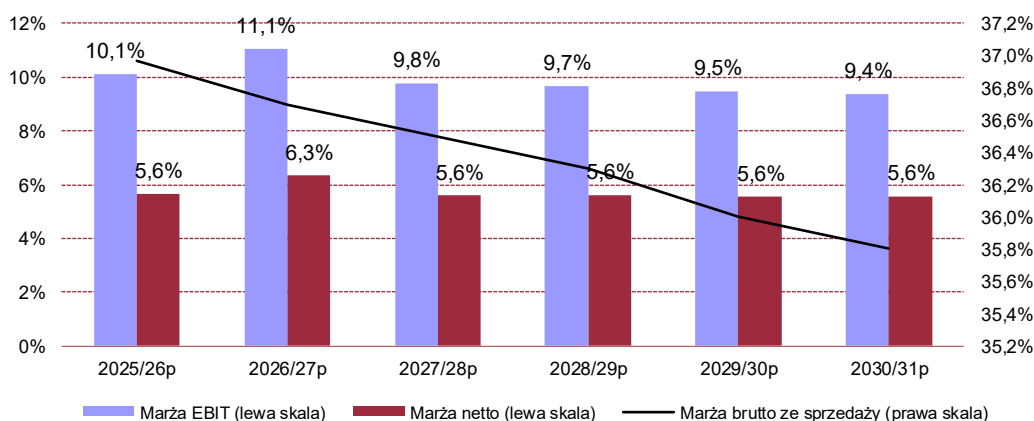
Źródło: prognozy Biura Maklerskiego Banku Millennium S.A., EBITDA wg MSR 17

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.

Czynniki ryzyka

Do najważniejszych czynników ryzyka wpływających na działalność Grupy Ambra należą:

- ❑ **Ryzyko utrzymania słabszych nastrojów konsumenckich na rynku alkoholu.** Sytuacja gospodarstw domowych oraz nastroje konsumenckie pozostają jednym z istotnych czynników wpływających na rynek alkoholu. Choć presja inflacyjna w ostatnich kwartałach wyraźnie się obniżyła, a realna siła nabywcza konsumentów uległa odbudowie, obserwowane pozostają bardziej ostrożne wzorce wydatkowe. Konsumenci częściej ograniczają zakupy produktów drugiej potrzeby lub przesuwają popyt w kierunku tańszych alternatyw. Dodatkowo w ostatnich latach widoczny jest trend stopniowego ograniczania konsumpcji alkoholu oraz rosnącej popularności napojów o niższej zawartości alkoholu i wariantów bezalkoholowych. Utrzymanie się tych tendencji może w kolejnych latach ograniczać dynamikę wzrostu całego 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, utrzymująca się presja płacowa w gospodarce, może w kolejnych latach ponownie zwiększyć tempo wzrostu kosztów osobowych.
- ❑ **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. 4,3 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 zmieniają 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.

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	916,3	950,7	983,8
Koszty sprzedanych towarów	-573,3	-597,5	-570,6	-577,5	-601,8	-624,7
zysk brutto na sprzedaży	302,5	316,3	324,3	338,7	348,9	359,1
koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	-205,8	-223,9	-237,0	-246,0	-254,6	-263,0
saldo pozostałej działalności operacyjnej	3,1	3,4	0,0	0,0	10,9	0,0
EBITDA*	115,8	112,8	106,3	116,0	131,8	125,0
EBIT	99,8	95,8	87,3	92,7	105,1	96,1
saldo finansowe	-6,3	-6,6	-8,2	-5,2	-4,0	-3,8
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	87,5	101,2	92,3
podatek dochodowy	-17,8	-15,9	-16,4	-16,6	-19,2	-17,5
(Zyski) straty mniejszości	-14,4	-18,4	-18,0	-19,1	-21,7	-19,8
Zysk netto akcj. jedn. domin.	61,5	55,1	44,7	51,7	60,3	54,9
EPS	2,44	2,18	1,77	2,05	2,39	2,18

Bilans (mln PLN)

	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26p	2026/27p	2027/28p
aktywa trwałe	278,6	326,8	343,4	367,1	386,0	403,6
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	204,3	223,2	240,8
prawa do użytkowania aktywów (MSSF 16)	36,1	39,1	43,5	43,5	43,5	43,5
inwestycje długoterminowe	13,8	12,9	12,5	1,1	1,1	1,1
rozliczenia międzyokresowe	6,8	5,6	6,2	6,2	6,2	6,2
aktywa obrotowe	493,5	497,1	493,8	517,1	536,7	554,7
zapasy	285,8	272,4	271,7	283,7	294,4	304,6
należności	179,4	190,1	188,2	198,1	205,6	212,8
inwestycje krótkoterminowe	27,2	30,1	31,1	32,3	33,9	34,4
rozliczenia międzyokresowe	1,1	4,4	2,9	2,9	2,9	2,9
aktywa przeznaczone do sprzedaży	0,0	0,0	0,0	11,4	0,0	0,0
aktywa razem	772,0	823,9	837,2	895,5	922,7	958,2
kapitał własny akcjonariuszy jedn. dominującej	390,7	414,4	429,2	453,2	484,5	509,2
kapitał mniejszości	70,9	80,2	84,0	91,7	100,4	108,3
zobowiązania	310,4	329,3	324,0	350,6	337,8	340,7
zobowiązania długoterminowe	36,6	62,3	69,3	82,8	82,8	82,8
w tym zob. leasingowe (MSSF 16)	21,8	30,7	36,4	36,4	36,4	36,4
w tym dług odsetkowy	3,6	6,1	7,5	21,0	21,0	21,0
zobowiązania krótkoterminowe	273,8	267,0	254,7	267,8	255,0	257,9
w tym zob. leasingowe (MSSF 16)	11,5	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2
w tym dług odsetkowy	51,7	65,0	52,5	61,0	40,8	36,6
pasywa razem	772,0	823,9	837,2	895,5	922,7	958,2
BVPS	15,5	16,4	17,0	18,0	19,2	20,2

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

Cash flow (mln PLN)

	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26p	2026/27p	2027/28p
wynik netto wraz zyskami mniejszości	75,9	73,5	62,8	70,9	82,0	74,8
amortyzacja bez leasingu MSSF 16	16,1	16,9	19,0	23,3	26,7	28,9
zmiana kapitału obrotowego	-40,4	-15,1	2,8	-17,4	-10,7	-10,3
gotówka z działalności operacyjnej	69,0	92,5	107,4	76,8	97,9	93,4
inwestycje (capex)	-29,6	-38,1	-36,5	-58,4	-45,6	-46,5
gotówka z działalności inwestycyjnej	-25,5	-45,7	-35,4	-58,4	-34,2	-46,5
wypłata dywidendy (w tym udz. mniejsz.)	-28,9	-35,0	-39,8	-39,2	-42,0	-42,1
emisja akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
zmiana zadłużenia	5,7	15,8	-11,1	8,5	-20,2	-4,2
gotówka z działalności finansowej	-45,9	-43,3	-70,8	-17,2	-62,2	-46,3
zmiana gotówki netto	-2,4	3,5	1,2	1,2	1,5	0,6
DPS	1,00	1,10	1,10	1,10	1,15	1,20
CEPS	3,08	2,86	2,53	2,98	3,45	3,33
FCFPS	3,43	3,90	4,89	3,34	4,95	4,49

Wskaźniki (%)

	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26p	2026/27p	2027/28p
zmiana sprzedaży	12,9%	4,3%	-2,1%	2,4%	3,8%	3,5%
zmiana EBITDA	15,8%	-2,7%	-5,7%	9,1%	13,6%	-5,2%
zmiana EBIT	16,0%	-3,9%	-8,9%	6,2%	13,4%	-8,6%
zmiana zysku netto	18,6%	-10,4%	-18,8%	15,7%	16,5%	-8,8%
marża EBITDA	13,2%	12,3%	11,9%	12,7%	13,9%	12,7%
marża EBIT	11,4%	10,5%	9,8%	10,1%	11,1%	9,8%
marża netto	7,0%	6,0%	5,0%	5,6%	6,3%	5,6%
sprzedaż/aktywa (x)	1,1	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0
dług / kapitał (x)	0,07	0,10	0,07	0,08	0,03	0,02
odsetki / EBIT	-6,3%	-6,9%	-9,4%	-5,6%	-3,8%	-3,9%
stopa podatkowa	19,0%	17,8%	20,7%	19,0%	19,0%	19,0%
ROE	15,7%	13,3%	10,4%	11,4%	12,4%	10,8%
ROA	8,0%	6,7%	5,3%	5,8%	6,5%	5,7%
(dług) gotówka netto (mln PLN)	-28,1	-40,9	-28,9	-36,1	-14,4	-9,6

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	27 mar 25	5,68	6,80	Adam Zajler
IFIRMA	Akumuluj	9 kwi 25	22,90	25,40	Seweryn Żołyniak
IMS	Kupuj	21 maj 25	3,75	4,60	Łukasz Bugaj
IFIRMA	Akumuluj	29 maj 25	26,35	29,70	Seweryn Żołyniak
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 Żołyniak
Shoper	Akumuluj	15 wrz 25	52,00	57,60	Seweryn Żołyniak
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
VRG	Kupuj	4 gru 25	5,00	6,27	Seweryn Żołyniak
Ambra	Kupuj	16 mar 26	19,20	23,50	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	9	60%
Akumuluj	6	40%
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 Żołyniak, CFA
Doradca inwestycyjny
+48 22 598 26 71
seweryn.zolyniak@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 partycypacyjnych 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 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 nieaktualne. Biurow Maklerskie Banku Millennium S.A. nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzają 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 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 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 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 świadczyć, 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 funkcję animatora emitenta dla spółek: Selenia FM, Eurotel, Lokum Deweloper, Zamet Industry, GR media i Carlson od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Biurow Maklerskie Banku Millennium S.A. pełni funkcję animatora rynku dla spółek: Selenia 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 tworzyło 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 partycypacyjnych lub wskazań konfliktów interesów, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Osoby, które brały udział w sporządzeniu niniejszego materiału, nie posiadają akcji spółek wymienianych w raporcie ani żadnych instrumentów finansowych, których wartość jest w sposób istotny związana z wartością akcji emitowanych przez ww. spółki (np. instrumentów pochodnych na akcje).

Rozwiązania organizacyjne ustanowione w celu zapobiegania konfliktom interesów:

Zasady zarządzania konfliktami interesów w Biurze Maklerskim Banku Millennium S.A. zostały zawarte w Polityce zarządzania konfliktami interesów w Biurze Maklerskim Banku Millennium S.A.

Przyjęte dla zapobiegania konfliktom interesów rozwiązania organizacyjne określa między innymi Regulamin organizacyjny Biura Maklerskiego, który przewiduje: (a) nadzór nad osobami, których główne funkcje obejmują prowadzenie działań w imieniu lub świadczenie usług dla Klientów, których interesy mogą być sprzeczne lub którzy w inny sposób reprezentują różne sprzeczne interesy, w tym interesy Biura Maklerskiego; (b) środki zapobiegające lub ograniczające wywieranie przez osobę trzecią niewłaściwego wpływu na sposób, w jaki upoważniona osoba wykonuje czynności w ramach usług świadczonych przez 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 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 16 marca 2026r. o godzinie 18:45 a datą pierwszego rozpowszechnienia raportu jest data raportu 16 marca 2026r. godzina 19:00.

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.