Program Wsparcia Analitycznego GPW

GRUPA MAKARONY POLSKIE

Rekomendacja: Przeważaj

Cena docelowa (na grudzień 2027): 34,1 zł na akcję

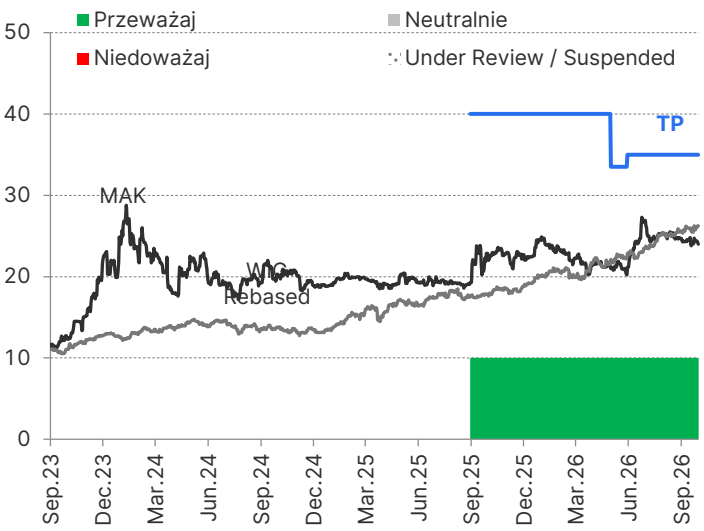
Poprzedni raport opublikowaliśmy: 12 czerwca 2026 roku

Tabela 1. Grupa Makarony Polskie: Podsumowanie finansowe (mln/PLN), rok do grudnia

Wybrana wielkość	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Przychody	355	303	294	316	374	419
EBITDA	58	56	40	41	51	62
EBIT	44	41	25	26	35	45
Zysk netto	33	33	20	20	30	41
P/E (x)	4.5	7.0	11.4	13.1	9.0	6.6
EV/EBITDA (x)	2.4	3.5	5.2	6.4	4.8	3.6
Stopa zwrotu z wolnych przepływów pieniężnych (FCF)	14.8%	17.4%	4.9%	-3.5%	7.6%	12.0%
Stopa dywidendy	4.4%	3.5%	3.6%	3.1%	2.7%	4.4%

Źródło: Dane spółki, szacunki Erste Biuro Maklerskie

Wykres 1. Porównanie ceny akcji spółki do notowań indeksu WIG.



Cena akcji (PLN, na koniec sesji 13 października 2026 roku)	24,3 zł
Kapitalizacja rynkowa	268 mln zł
Akcje w wolnym obrocie	27 %

Liczba akcji	11 mln
Reuters	MAK.WA
Bloomberg	MAK PW
Strona internetowa spółki	www.makaronypolskie.pl

Analityk

***Michał Sopiel**, analityk akcji*

+48 693 720 651; michal.sopiel@erste.pl

Zastrzeżenia znajdujące się w końcowej części raportu stanowią jego integralną część.

W ramach Grupy Erste poszczególne podmioty funkcjonują jako odrębne i niezależne jednostki, objęte adekwatnymi rozwiązaniami organizacyjnymi i administracyjnymi, w tym barierami informacyjnymi służącymi zarządzaniu konfliktami interesów. W konsekwencji podmioty te mogą niezależnie sporządzać analizy inwestycyjne oraz prezentować odmienne opinie lub rekomendacje dotyczące tych samych instrumentów finansowych.

ERSTE

Weryfikacja strategii powinna być możliwa już za kilka kwartałów

W raporcie nieznacznie korygujemy prognozy dla Grupy Makarony Polskie, głównie na lata 2026-27P, utrzymując rekomendację Przeważaj. Jednocześnie obniżamy cenę docelową do 34,1 zł. Uważamy, że kluczowe czynniki wzrostu, tj. rozwój eksportu, integracja Joyfood, rozbudowa segmentu dań gotowych, wzrost mocy produkcyjnych i automatyzacja procesów, stanowią realizację wcześniej komunikowanej strategii. Ich materializacja powinna wspierać wyniki w średnim terminie oraz sprzyjać osiągnięciu istotnie lepszych wyników w roku 2027P.

Perspektywa krótkoterminowa W 2H26 oczekujemy utrzymania obserwowanych ostatnio trendów rynkowych: silna konkurencja powinna nadal ograniczać możliwości poprawy marż, choć większe podmioty mogą korzystać z silniejszej pozycji negocjacyjnej w warunkach rosnących kosztów produkcji. Uważamy, że na wyniki grupy przejściowo wpływać może końcowa faza realizowanych inwestycji. Ogólnie nie oczekujemy istotnego przełomu w wynikach biznesu w 2H26P.

Perspektywa średnioterminowa W naszej ocenie, kluczowymi czynnikami wzrostu grupy w średnim terminie powinny być synergie wynikające z przejęcia Joyfood, zakończenie inwestycji w Korpelach i Stoczku Łukowskim, dalszy rozwój eksportu oraz potencjalna odbudowa marż wraz z odwróceniem cyklu cenowego na rynku zbóż i mąki. Dodatkowym atutem pozostaje bardzo dobra sytuacja bilansowa, zapewniająca przestrzeń do dalszych akwizycji.

Perspektywa długoterminowa W długim terminie, rynek spożywczy może być wspierany przez rosnące znaczenie jakości, zdrowia, naturalności i lokalnego pochodzenia produktów w decyzjach zakupowych. Przy utrzymującej się wrażliwości cenowej konsumentów kluczowe znaczenie zyska zdolność producentów do oferowania korzystnej relacji jakości do ceny oraz odpowiadania na bardziej wyspecjalizowane potrzeby żywieniowe.

Ryzyka i szanse Szanse rynkowe dla Makaronów Polskich związane są głównie z rozwojem największych sieci handlowych przy zachowaniu różnorodności formatów oraz wzrost eksportu wspierany przez międzynarodowych detalistów. Pomocna może okazać się również dywersyfikacja produktowa, a także związany z nią potencjalny wzrost siły przetargowej. Do głównych ryzyk zaliczamy nadmierną koncentrację klientów, brakiem sukcesów w osiągnięciu strategicznych celów w zakresie skali działalności i efektywności kosztowej, oraz brak zdolności do budowania przewag wykraczających poza konkurencję cenową.

Wycena i rekomendacja Średnia ważona wycena metodą DCF, CV oraz TMV implikuje cenę docelową (w perspektywie do gru'27) w wysokości 34,1 zł/akcję, co oznacza 41% potencjał wzrostu. W efekcie utrzymujemy naszą rekomendację dla spółki na poziomie Przeważaj.

Podsumowanie inwestycyjne

Tabela 2. Grupa Makarony Polskie: podsumowanie danych operacyjnych oraz finansowych

Kategoria wyniku	2022	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Przychody (PLNmn)	**329**	**355**	**303**	**294**	**316**	**374**	**419**
Przychody r/r (%)	93,9%	7,9%	-14,5%	-3,2%	7,5%	18,5%	11,9%
Przychody kraj (PLNmn)	298	334	282	272	291	344	378
Przychody eksport (PLNmn)	31	21	21	22	25	30	40
Export share in total revenues (%)	9,3%	5,8%	6,9%	7,4%	7,8%	8,1%	9,6%
RZiS – wybrane pozycje (PLNmn; %)							
Marża zysku brutto	73	98	87	71	77	93	110
Marża zysku brutto vs. przychody	*22%*	*28%*	*29%*	*24%*	*24%*	*25%*	*26%*
EBITDA	44	58	56	40	41	51	62
EBITDA vs. przychody	*13%*	*16%*	*19%*	*14%*	*13%*	*14%*	*15%*
EBIT	35	44	41	25	26	35	45
EBIT vs. przychody	*11%*	*12%*	*14%*	*8%*	*8%*	*9%*	*11%*
Zysk netto	26	33	33	20	20	30	41
Zysk netto vs. przychody	*8%*	*9%*	*11%*	*7%*	*6%*	*8%*	*10%*
KSiOZ	38	45	46	49	53	60	67
KSiOZ vs. przychody	12%	13%	15%	17%	17%	16%	16%
Koszty sprzedaży	28	34	34	37	40	45	50
Koszty sprzedaży vs. przychody	9%	10%	11%	4%	4%	4%	4%
Koszty ogólnego Zarządu	10	11	12	12	14	16	18
Koszty ogólnego Zarządu vs. przychody	3%	3%	4%	4%	4%	4%	4%
Bilans – wybrane elementy (PLNmn)							
Środki pieniężne i ekwiwalenty	8	29	53	34	16	29	49
Aktywa całkowite	239	238	254	250	263	292	324
Dług netto	27	12	9	6	5	5	4
Kapitał	123	149	174	185	197	220	249
RPP – wybrane elementy (PLNmn)							
Przepływy operacyjne	17	51	52	8	30	42	51
Przepływy inwestycyjne	-20	-10	-11	-20	-38	-21	-18
Przepływy finansowe	-15	-20	-16	-8	-9	-8	-13

Kategoria wyniku	2022	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Wskaźniki zadłużenia							
Dług netto (PLNmn)	24	-10	-37	-21	-5	-19	-40
Dług netto/EBITDA (x)	0,6	-0,2	-0,7	-0,5	-0,1	-0,4	-0,6
Dług netto/(DN+Kapitał) (x)	0,2	-0,1	-0,3	-0,1	0,0	-0,1	-0,2
Wskaźniki inne							
EBIT r/r (%)	299%	28%	-7%	-40%	4%	36%	30%
ZYSK NETTO r/r	305%	27%	0%	-40%	1%	45%	37%
ROA (%)	11%	14%	13%	8%	8%	10%	13%
ROE (%)	24%	25%	21%	11%	11%	14%	17%
ROIC (%)	19%	25%	24%	12%	11%	15%	20%
ROCE (%)	21%	24%	20%	12%	12%	14%	17%
DPS (PLN)	0,30	0,60	0,75	0,74	0,75	0,65	1,07
STOPA DYWIDENDY (%)	3%	4%	4%	4%	3%	3%	4%
FCFE yield (%)	-14%	15%	17%	5%	-4%	8%	12%
C/AKCJA (PLN)	2,4	3,0	3,0	1,8	1,8	2,7	3,7
WK/AKCJA (PLN)	11,1	13,5	15,7	16,8	17,9	19,9	22,5
Wskaźniki wyceny							
C/Z (x)	3,2	3,7	5,8	11,5	12,2	9,0	6,6
EV/EBITDA (x)	2,5	2,0	2,8	5,2	5,9	4,8	3,6
C/WK (x)	0,8	1,0	1,3	1,2	1,4	1,2	1,1
EV/PRZYCHODY (x)	0,4	0,4	0,7	0,7	0,8	0,7	0,5

Źródło: spółka, szacunki Erste Biuro Maklerskie

Wycena

Kalkulacja WACC

Tabela 3. Grupa Makarony Polskie: kalkulacja WACC – wartość krańcowa

Stopa wolna od ryzyka	5,0%
Beta nielewarowana	1,0
Beta lewarowana	1,0
Premia za ryzyko	6,0%
Koszt kapitału własnego	**11,1%**
Stopa wolna od ryzyka	5,0%
Premia za ryzyko	1,5%
Stopa podatkowa	19%
Koszt długu po opodatkowaniu	**5,3%**
%KO	2%
%KW	98%
WACC	**11,0%**

Źródło: szacunki Erste Biuro Maklerskie

Tabela 4. Grupa Makarony Polskie: zmiany w prognozie

PLN mln	**2026P**			**2027P**			**2028P**		
	Nowe	**Poprzednie**	**Zmiana**	**Nowe**	**Poprzednie**	**Zmiana**	**Nowe**	**Poprzednie**	**Zmiana**
Sprzedaż	316	315	*0%*	374	362	*3%*	419	405	*3%*
EBITDA	41	47	*-12%*	51	55	*-6%*	62	64	*-2%*
EBIT	26	31	*-18%*	35	38	*-9%*	45	47	*-3%*
Zysk netto	20	25	*-18%*	30	33	*-9%*	41	42	*-3%*

Źródło: szacunki Erste Biuro Maklerskie

Wycena DCF

Tabela 5. Grupa Makarony Polskie: Wycena DCF

Kategoria wyniku	**2026P**	**2027P**	**2028P**	**2029P**	**2030P**
Przychody	**316**	**374**	**419**	**451**	**480**
EBIT	26	35	45	51	55
Podatek EBIT	-5	-5	-5	-6	-11
NOPAT	**21**	**30**	**41**	**46**	**44**
Amortyzacja	16	17	17	17	18

Kategoria wyniku	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Zmiany w kapitale obrotowym	6	4	6	5	4
Inwestycje netto	40	21	18	18	17
Wolne przepływy pieniężne (FCF)	**-10**	**22**	**33**	**41**	**41**
WACC	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
Wartość bieżąca FCF	-9	17	24	27	24
Wartość bieżąca FCF 2026-30P	84				
Wzrost rezydualny	0,5%				
Wartość rezydualna (TV)	384				
Wartość bieżąca TV	228				
Wartość przedsiębiorstwa (EV)	**312**				
Dług netto (-; EOP2025)	-21,3				
Wartość bieżąca kapitału (PLN; BOP)	**333**				
Liczba akcji (mn)	11,0				
Wartość bieżąca EV na akcję (PLN)	**30,2**				
Wypłacone dywidendy (PLN)	0,75				
Cena docelowa (gru'27; PLN)	**36,3**				

Źródło: szacunki Erste Biuro Maklerskie

Wycena DCF

Tabela 6. Grupa Makarony Polskie: Wycena porównawcza (ceny z 12 października 2026 r.)

			Kapitalizacja	C/Z			EV/EBITDA		
Spółka	**Cena**	**Waluta**	**(EURm)**	**2026P**	**2027P**	**2028P**	**2026P**	**2027P**	**2028P**
Makarony Polskie SA	**24,2**	**PLN**	**61**	**13,1**	**9,0**	**6,6**	**6,4**	**4,8**	**3,6**
Polska									
Grupa Kety SA	1248,0	PLN	2 807	17,7	16,4	14,3	11,2	10,5	9,6
Fabryki Mebli Forte SA	15,0	PLN	82	4,9	6,9	5,0	3,7	4,7	3,9
Amica SA	45,6	PLN	81	-532,3	7,2	5,2	3,2	2,4	2,2
Tarczynski SA	117,5	PLN	304	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Sniezka SA	85,2	PLN	245	13,5	11,2	10,6	8,6	7,7	7,3
Mediana				**9,2**	**9,2**	**7,9**	**6,1**	**6,2**	**5,6**
Europa									
Ebro Foods SA	18,3	EUR	2 810	13,0	12,4	12,0	7,4	7,2	7,0
NewPrinces SpA	19,1	EUR	837	n.a.	569,1	13,3	3,6	3,1	2,6

Spółka	Cena	Waluta	Kapitalizacja (EURm)	C/Z 2026P	C/Z 2027P	C/Z 2028P	EV/EBITDA 2026P	EV/EBITDA 2027P	EV/EBITDA 2028P
Podravka Prehrambena Ind DD	154,0	EUR	1 096	12,3	10,1	10,0	8,3	7,6	7,0
Mediana				**12,7**	**12,4**	**12,0**	**7,4**	**7,2**	**7,0**
Pozostałe geografie									
Armanino Foods of Distinction Inc	12,0	USD	345	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
General Mills Inc	32,7	USD	15 668	10,6	10,4	9,9	9,9	9,8	9.6
Conagra Brands Inc	13,7	USD	5 853	9,4	9,2	8,7	8,7	8,6	8.4
Nissin Foods Holdings Co Ltd	2939,0	JPY	4 937	17,2	15,9	14,5	9,0	8,4	7.9
Uni-President China Holdings Ltd	7,6	HKD	3 761	12,7	12,0	11,2	6,0	5,7	5.3
The Campbell's Company	19,1	USD	5 099	8,8	11,2	10,4	8,2	8,9	8.6
Mediana				**10,6**	**11,2**	**10,4**	**8,7**	**8,6**	**8.4**
Polska: premia/dyskonto vs. mediana				*42,9%*	*-1,9%*	*-16,7%*	*3,7%*	*-21,7%*	*-35,4%*
Europa: premia/dyskonto vs. mediana				*3,3%*	*-27,4%*	*-45,0%*	*-14,2%*	*-32,6%*	*-47,9%*
Pozostałe: premia/dyskonto vs. mediana				*23,3%*	*-19,6%*	*-36,7%*	*-26,9%*	*-43,9%*	*-57,0%*

Źródło: szacunki Erste Biuro Maklerskie

Tabela 7. Grupa Makarony Polskie: Implikowana cena za akcję – metoda porównawcza (PLN)

Kategorie spółek porównywanych	P/E 2026P-28P	EV/EBITDA 2026P-28P	Średnia
Spółki krajowe, 40%	23,5	27,8	25,7
Spółki europejskie, 40%	33,6	35,4	34,5
Spółki pozostałe, 20%	29,3	40,1	34,7
Średnia wartość na akcję*	**28,7**	**33,3**	**31,0**

Źródło: szacunki Erste Biuro Maklerskie

Tabela 8. Grupa Makarony Polskie: Implikowana cena za akcję – metoda TMV (taget multiple valuation)

PLNmn	2026P	2027P	2028P	Średnia
Docelowy wskaźnik EV/EBITDA (x)	4,6	5,6	6,7	5,6
EBITDA	40	41	51	
EV	187	229	343	
Dług netto	-21	-5	-19	
Implikowana kapitalizacja rynkowa	208	234	362	
Implikowana wartość za akcję (PLN)	**18,8**	**21,2**	**32,8**	**24,3**

PLNmn	2026P	2027P	2028P	Średnia
Docelowy wskaźnik P/E (x)	9,8	11,7	14,1	11,9
Net profit	20	20	30	
Implikowana kapitalizacja rynkowa	197	239	417	
Implikowana wartość za akcję (PLN)	**17,9**	**21,7**	**37,8**	**25,8**
Wagi				
EV/EBITDA	50%			
P/E	50%			
Średnia wartość na akcję (PLN)	**18,4**	**21,4**	**35,3**	**25,0**

Źródło: spółka, szacunki Erste Biuro Maklerskie

W metodzie TMV za referencyjny poziom wskaźników dla roku 2026P przyjęliśmy ich odpowiednie średnie dla lat 2024-25, powiększone subiektywnie o 40%. Takie podejście uzasadniamy zbyt dużym dyskontem do spółek z grupy porównawczej, przy uwzględnieniu parametrów ekonomicznych biznesu. W kolejnych latach zakładamy wzrost tych wskaźników o 20% r/r. wspierany oczekiwaną poprawą pozycji spółki oraz bardziej efektywną komunikacją jej celów korporacyjnych wobec rynku.

Tabela 9. Grupa Makarony Polskie: Wycena na akcję (PLN)

Metoda wyceny	Nowa	Poprzednia	Zmiana
Wycena DCF (waga 70%)	36,3	36,2	*1%*
Wycena porównawcza (oparta na 2026-28P) (waga 20%)	31,0	34,8	*-11%*
TMV (target multiple valuation) (waga 10%)	25,0	27,6	*-9%*
Wycena ważona (gru'2027)*	**34,1**	**35,0**	***-3%***

Źródło: szacunki Erste Biuro Maklerskie

Naszą wycenę opieramy na modelu DCF (waga 70%), który implikuje wartość Grupy na poziomie 36,3 zł na akcję, wspartej wyceną porównawczą (waga 20%, 31,0 zł na akcję) oraz metodą TMV (waga 10%; 25,0 zł na akcję). Na tej podstawie określamy naszą cenę docelową na poziomie 34,1 zł w horyzoncie do grudnia 2027P.

Preferujemy metodę DCF, dlatego przypisaliśmy jej najwyższą wagę, ponieważ najlepiej oddaje ona długoterminową wartość i perspektywy rozwoju spółki. Zastosowanie metody porównawczej oraz TMV, w naszej opinii, pozwala odnieść się do aktualnych tendencji rynkowych dla wyselekcjonowanych spółek na potrzeby grupy porównawczej, jak też w pewnym stopniu odzwierciedlić historyczne specyficzne czynniki dla Grupy Makarony Polskie (głównie metoda TMV) uwzględniane przez rynek w wycenie rynkowej.

Ocena perspektyw rynkowych

Główne kierunki rozwoju polskiego rynku handlu spożywczego oraz implikacje dla producentów żywności

Polski rynek handlu spożywczego znajduje się w fazie dojrzałości, co oznacza, że przyszły wzrost sektora będzie w coraz większym stopniu wynikał z walki o udziały rynkowe i koszyk zakupowy konsumenta, a nie z

dynamicznego wzrostu całkowitej konsumpcji. Jednocześnie obserwowany jest dalszy rozwój nowoczesnych formatów handlowych, postępująca konsolidacja rynku oraz wzrost znaczenia efektywności operacyjnej i logistyki.

Najsilniejszym segmentem pozostaną dyskonty. Zarówno prognozy PMR, jak i plany rozwojowe Lidla wskazują, że format ten będzie nadal zwiększał swoje znaczenie. Lidl zakłada możliwość zwiększenia sieci do ok. 1,500 sklepów w Polsce, przy tempie ponad 50 nowych otwarć rocznie, a jednocześnie kontynuuje rozbudowę zaplecza logistycznego i politykę trwałego obniżania cen podstawowych produktów. Oznacza to dalszą profesjonalizację rynku i wzrost znaczenia największych detalistów, dysponujących rozbudowanymi możliwościami zakupowymi, logistycznymi i marketingowymi. Równolegle, oczekujemy, że rozwijać się będą sklepy z kategorii proximity oraz convenience. Szczególnie istotną rolę odgrywać będą Dino i Żabka, które odpowiadają na rosnącą potrzebę dokonywania szybkich zakupów blisko miejsca zamieszkania. W konsekwencji coraz większego znaczenia mogą nabierać dostępność produktów, efektywność dostaw oraz zdolność producentów do obsługi dużej liczby rozproszonych punktów sprzedaży.

Prawdopodobnie, kolejnym trendem będzie postępująca fragmentacja ścieżki zakupowej konsumenta. Zakładamy, że klienci będą coraz częściej korzystać jednocześnie z dyskontów, sklepów convenience, supermarketów proximity oraz tradycyjnych sklepów spożywczych, wybierając konkretny kanał w zależności od okazji zakupowej. W rezultacie producenci będą musieli dostosowywać ofertę do specyfiki poszczególnych formatów handlowych. W handlu tradycyjnym widoczna jest natomiast dalsza konsolidacja i walka o niezależnych detalistów. Przykładem jest ekspansja sieci SPAR wykorzystująca restrukturyzację Delikatesów Centrum. Jednocześnie, sklepy tradycyjne coraz silniej konkurują jakością świeżych produktów, ofertą regionalną oraz lokalnym charakterem asortymentu. Może to prowadzić do większego zróżnicowania kanałów dystrybucji oraz wzrostu znaczenia produktów od krajowych producentów.

Warto również zwrócić uwagę na rosnącą konkurencję cenową. Jak wskazuje Lidl, w warunkach okresowej deflacji żywności detal pozostaje skoncentrowany na walce o wolumen sprzedaży i pozyskiwanie klientów poprzez trwałe obniżki cen. Oznacza to, że w najbliższych latach presja cenowa może pozostawać jednym z kluczowych elementów funkcjonowania rynku.

Szanse dla Grupy Makarony Polskie

1. Dalsza ekspansja nowoczesnych sieci handlowych. Rozwój Lidla, Dino, Żabki czy Biedronki oznacza wzrost liczby punktów sprzedaży oraz większą dostępność produktów spożywczych. Dla dużych producentów posiadających rozwiniętą sieć dystrybucji może to przekładać się na wzrost wolumenów sprzedaży i poprawę wykorzystania mocy produkcyjnych.
2. Rosnące znaczenie skali działalności. W otoczeniu coraz bardziej profesjonalnego handlu, przewagę będą uzyskiwać producenci zdolni do zapewnienia wysokiej jakości, ciągłości dostaw oraz obsługi dużych kontraktów handlowych. Są to obszary, w których duże podmioty, takie jak Grupa Makarony Polskie, posiadają naturalne przewagi względem mniejszych konkurentów.
3. Możliwość segmentowania oferty. Wielkoformatowość zakupów sprzyja rozwojowi różnych wariantów produktowych. Producent może równolegle oferować: (1) ekonomiczne opakowania przeznaczone dla dyskontów, (2) produkty premium dla supermarketów, (3) mniejsze gramatury dla sklepów convenience oraz (4) linie regionalne lub specjalistyczne dla handlu tradycyjnego.
4. W efekcie, możliwość segmentowania oferty powinna wspierać poszerzenie zasięgu rynkowego bez konieczności uzależniania wzrostu od jednej kategorii klientów.
5. Potencjał współpracy eksportowej z dużymi sieciami. Przykład Lidla pokazuje, że międzynarodowe sieci handlowe coraz częściej wykorzystują polskich dostawców jako bazę eksportową na inne rynki

europejskie. Dla producentów o odpowiedniej skali działalności może to stanowić dodatkowe źródło wzrostu poza rynkiem krajowym.

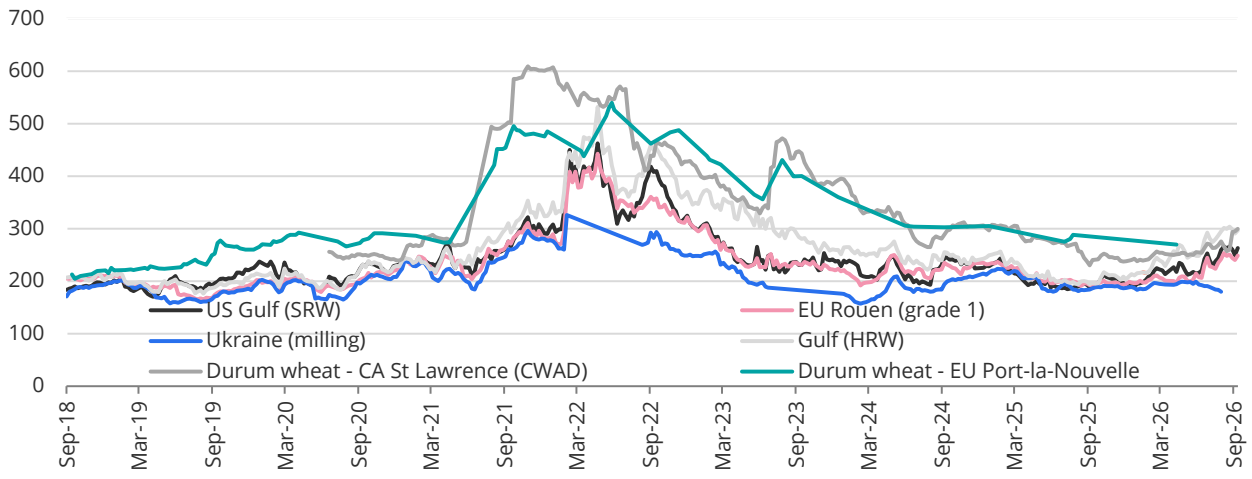
6. Trend lokalności i krajowego pochodzenia produktów. Rosnące znaczenie regionalnych produktów i lokalnych dostawców może sprzyjać krajowym producentom żywności, szczególnie jeśli skutecznie wykorzystują komunikację dotyczącą polskiego pochodzenia produktów i jakości surowców.

Główne zagrożenia dla Grupy Makarony Polskie

1. Rosnąca siła negocjacyjna największych detalistów. Koncentracja rynku wokół dużych sieci zwiększa ich możliwości wywierania presji na ceny, marże oraz warunki współpracy handlowej. Producenci mogą być zmuszeni do finansowania większej liczby akcji promocyjnych i utrzymywania atrakcyjniejszych warunków cenowych.
2. Presja na wolumen kosztem rentowności. Komunikowana w ostatnim czasie przez dyskonty strategia trwałych obniżek cen pokazuje, że konkurencja detaliczna może coraz częściej koncentrować się na walce o wolumen sprzedaży. Z perspektywy dostawców oznacza to ryzyko stopniowego pogarszania rentowności mimo rosnących przychodów.
3. Rozwój marek własnych. Duże sieci handlowe konsekwentnie rozwijają produkty private label. W przypadku podstawowych kategorii spożywczych, do których zaliczają się również makarony, marki własne mogą stanowić istotną konkurencję dla produktów markowych.
4. Rosnące wymagania logistyczne. Rozbudowa sieci handlowych i rosnące znaczenie efektywności operacyjnej oznaczają wyższe oczekiwania wobec dostawców w zakresie terminowości dostaw, zarządzania zapasami oraz elastyczności produkcyjnej. Niespełnienie tych wymagań może utrudniać utrzymanie współpracy z największymi odbiorcami.
5. Dojrzałość rynku krajowego. Przy ograniczonym wzroście całkowitej konsumpcji zwiększanie sprzedaży będzie wymagało przejmowania udziałów rynkowych od konkurentów lub ekspansji na nowe kanały i rynki zagraniczne. Oznacza to wyższe koszty działań marketingowych i produktowych.

Trendy cenowe na rynku zbóż

Wykres 2. Światowe notowania pszenicy (EUR/t)



Źródło: Eurostat, Erste Biuro Maklerskie

Krótki rys historyczny wskazuje, że z perspektywy kosztów wytworzenia (TKW) makaronów, lata 2023-2025 były okresem wyraźnej deflacji kosztowej w obszarze surowców zbożowych. Po gwałtownych wzrostach cen pszenicy odnotowanych w latach 2021-2022, światowe rynki weszły w fazę korekty, co przełożyło się na stopniowy spadek cen mąki, będącej istotnym komponentem TKW makaronów. W 2026 sytuacja wygląda jednak bardziej stabilnie niż w poprzednich latach. Dane dla głównych światowych benchmarków wskazują na ograniczone zmiany cen. W Europie cena pszenicy konsumpcyjnej wzrosła średnio o 4% r/r. Jednocześnie ceny pszenicy z Ukrainy pozostają nieco niższe (-3% r/r), a ceny pszenicy durum, wykorzystywanej do produkcji makaronów premium, spadły o ok. 6% r/r zarówno w Kanadzie, jak i Europie. Wydaje się, że po kilku latach silnej dezinflacji surowcowej rynek wszedł raczej w fazę normalizacji cen niż ich ponownego wzrostu.

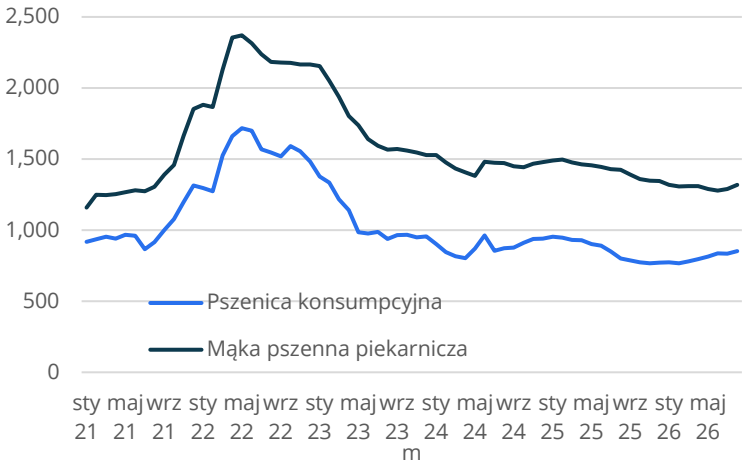
Tabela 10. Dynamika zmian cen pszenicy na światowych rynkach

Pszenica: średnia cena (w EUR) w okresie 2020–10M26

	Pszenica – Zatoka Meksykańska (USA, SRW)	**Pszenica – Rouen (UE, klasa 1)**	**Pszenica – Ukraina (pszenica konsumpcyjna)**	**Pszenica – Zatoka Meksykańska (USA, HRW)**	**Pszenica durum – Kanada, Rzeka Św. Wawrzyńca (CWAD)**	**Pszenica durum – UE, Port-la-Nouvelle**
2020	10%	7%	8%	8%	n/a	17%
2021	19%	25%	22%	28%	59%	48%
2022	43%	41%	16%	53%	30%	18%
2023	-31%	-29%	-17%	-23%	-23%	-17%
2024	-11%	-12%	-18%	-21%	-19%	-22%
2025	-9%	-5%	7%	-13%	-15%	-10%
2026	11%	4%	-3%	19%	-6%	-6%

Źródło: Eurostat, Erste Biuro Maklerskie

Wykres 3. Krajowe ceny zakupu ziarna / mąki w ujęciu miesięcznym (PLN)



Źródło: Eurostat, Erste Biuro Maklerskie

Powyższe wnioski znajdują odzwierciedlenie w krajowych cenach mąki pszennej piekarniczej i pszenicy konsumpcyjnej przedstawiony na wykresie. Po szczycie z pierwszej połowy 2022, kiedy ceny mąki przekraczały 2 300 PLN/t, a ceny pszenicy zbliżały się do 1 700 PLN/t, oba surowce weszły w długotrwały trend spadkowy. W latach 2023-2024 ceny ustabilizowały się na zdecydowanie niższych poziomach, natomiast od początku 2025 widoczna jest jedynie ograniczona zmienność. W połowie 2026 r. ceny mąki pozostają blisko 1 300 PLN/t, natomiast ceny pszenicy kształtują się na poziomie 800-850 PLN/t, tj. odpowiednio ok. 40-45% i 50% poniżej maksimów z 2022 roku.

Tabela 11. Dynamika zmian średnich cen pszenicy i żyta w Polsce w latach 2020-8M26 (PLN)

Pszenica i żyto: średnie ceny 2020-8M26				
	Pszenica w skupie	**Pszenica na targowiskach**	**Żyto w skupie**	**Żyto na targowiskach**
2020	3%	-6%	-10%	-8%
2021	30%	30%	37%	24%
2022	53%	49%	57%	52%
2023	-33%	-19%	-37%	-16%
2024	-17%	-20%	-22%	-22%
2025	-1%	2%	9%	4%
2026	-6%	-6%	-7%	-9%

Źródło: spółka, szacunki Erste Biuro Maklerskie

Ewolucja trendów żywieniowych

Na polskim rynku spożywczym obserwujemy stopniową ewolucję preferencji konsumentów w kierunku bardziej świadomych decyzji zakupowych. Coraz większe znaczenie mają aspekty zdrowotne, jakość produktu, jego pochodzenie oraz wpływ na środowisko, przy jednoczesnym utrzymaniu wysokiej wrażliwości cenowej. W odpowiedzi na te zmiany sieci handlowe systematycznie poszerzają ofertę produktów specjalistycznych, rozwijają marki własne oraz inwestują w segmenty odpowiadające nowym trendom konsumenckim.

Jednym z najważniejszych trendów jest rosnące zainteresowanie zdrowym stylem życia i produktami postrzeganymi jako bardziej naturalne. Szczególnie dynamicznie rozwija się segment żywności ekologicznej. Produkty oznaczone certyfikatami bio przestały być niszową kategorią i coraz częściej stanowią element regularnych zakupów. Konsumenci wykazują przy tym rosnącą świadomość dotyczącą jakości produktów oraz znaczenia certyfikacji potwierdzających sposób ich wytwarzania. Równolegle wzrasta popularność produktów oferujących dodatkowe korzyści zdrowotne. Dotyczy to przede wszystkim produktów typu BFY (Better-For-You), bazujących na pełnych ziarnach, roślinach strączkowych, alternatywnych zbożach, składnikach wysokobiałkowych czy bezglutenowych. Coraz większą rolę odgrywają również produkty roślinne oraz zwiększona obecność warzyw w codziennej diecie. Trend ten wskazuje, że konsumenci coraz częściej postrzegają żywność nie tylko przez pryzmat ceny i smaku, ale również jej wpływu na samopoczucie i zdrowie. Wyraźnie rośnie także znaczenie produktów z tzw. ‘czystą etykietą’. Klienci zwracają uwagę na prosty skład, ograniczenie konserwantów, sztucznych dodatków oraz transparentność procesu produkcyjnego. W efekcie producenci są coraz częściej zachęcani do upraszczania receptur i podkreślania naturalnego charakteru swoich

wyrobów. Kolejnym istotnym zjawiskiem jest wzrost znaczenia lokalności. Konsumenci coraz częściej preferują produkty krajowe, zwracają uwagę na pochodzenie surowców oraz wspieranie lokalnych producentów. Trend ten obejmuje zarówno żywność świeżą, jak i produkty przetworzone. Jednocześnie wzrasta zainteresowanie krótszymi łańcuchami dostaw, co wpisuje się w szerszy nurt odpowiedzialnej konsumpcji. Rosnąca świadomość ekologiczna przekłada się również na popularyzację idei ‘zero waste’. Coraz większa grupa klientów zwraca uwagę na ograniczanie marnowania żywności, efektywne wykorzystanie produktów oraz rozwiązania opakowaniowe zmniejszające wpływ na środowisko. Trend ten stopniowo wpływa zarówno na strategie producentów, jak i na politykę asortymentową sieci handlowych. W naszej ocenie, z punktu widzenia producentów żywności trend ten może być jednak interpretowany dwojako, zarówno jako szansa, jak i zagrożenie.

Co istotne, jednocześnie konsumenci pozostają relatywnie wrażliwi na ceny. Oznacza to, że pomimo rosnącego zainteresowania jakością, zdrowiem czy ekologią, sukces rynkowy osiągają przede wszystkim produkty łączące korzystny profil jakościowy z atrakcyjną relacją ceny do wartości.

W odpowiedzi, sieci handlowe aktywnie dostosowują ofertę do zmieniających się preferencji klientów. Jednym z najbardziej widocznych działań jest systematyczne rozszerzanie asortymentu żywności ekologicznej (np. sieć Kaufland chwaliła się takimi działania w ostatnim czasie). Równocześnie detaliczni gracze rozbudowują ofertę produktów roślinnych, funkcjonalnych oraz odpowiadających potrzebom diet specjalistycznych. Coraz częściej są one dostępne nie tylko w wyspecjalizowanych działach, lecz stają się integralną częścią podstawowego asortymentu sklepu. Sieci handlowe rozwijają również marki własne w segmentach premium, bio oraz ‘plant-based’, starając się połączyć oczekiwaną przez konsumentów jakość z konkurencyjną ceną. Pozwala to jednocześnie zwiększać lojalność klientów oraz poprawiać rentowność wybranych kategorii. W obszarze zrównoważonego rozwoju detal koncentruje się natomiast na ograniczaniu odpadów żywnościowych, optymalizacji opakowań oraz budowaniu bardziej efektywnych łańcuchów dostaw. Działania te odpowiadają zarówno na oczekiwania konsumentów, jak i na rosnącą presję regulacyjną. W naszej ocenie promują one uczestników rynku dysponujących odpowiednim know-how, a także odpowiednią skalą i bazą produkcyjną. Nie bez znaczenia jest również siła przetargowa, która umożliwia sprawne działania w zmiennym środowisku cenowym. Te elementy, z kolei, wdają się grać na korzyść Grupy Makarony Polskie.

Opis wyników Grupy Makarony Polskie w 1H2026

Struktura sprzedaży i trendy w 1H2026

W 2Q26 grupa Makarony Polskie odnotowała wyraźny spadek przychodów, które obniżyły się o 18% r/r do PLN59.8mn. Głównym czynnikiem negatywnie wpływającym na sprzedaż był bardzo wyraźny spadek segmentu przetworów mięsno-warzywnych (-49% r/r do PLN10,5mn), podczas gdy podstawowy biznes makaronowy wykazał znacznie większą odporność, notując 7% r/r spadek sprzedaży do PLN46,0mn. Ten pierwszy efekt utożsamiamy głownie z czynnikami specyficznymi grupy i efektem bazy, w której ujęte jeszcze były przychody ‘kontraktowe’. W efekcie udział makaronów w strukturze przychodów grupy dodatkowo wzrósł, przekraczając 75% sprzedaży kwartalnej. Jednocześnie pozytywnie wyróżniał się eksport, który wzrósł o 26% r/r, głównie dzięki silnej dynamice sprzedaży na rynkach poza-unijnych (+82% r/r), częściowo kompensując słabość rynku krajowego (-22% r/r).

Tabela 11. Grupa Makarony Polskie: Asortymentowa struktura sprzedaży (PLNmn)

Grupa produktowa	**2Q25**	**2Q26**	**y/y**	**1H25**	**1H26**	**y/y**
Makarony	49,8	46,0	-7%	107,9	106,5	-1%
Przetwory mięsno-warzywne	20,4	10,5	-49%	34,8	20,1	-42%
Przetwory warzywne i owocowe	1,5	1,2	-18%	3,0	2,6	-15%
Pozostałe	1,7	2,1	26%	3,3	4,6	40%
Suma	**73,3**	**59,8**	**-18%**	**149,0**	**133,7**	**-10%**

Źródło: spółka, szacunki Erste Biuro Maklerskie

W ujęciu 1H26 przychody grupy spadły o 10% r/r do PLN133,7mn. Analogicznie jak w samym 2Q26, głównym obciążeniem była niższa sprzedaż przetworów mięsno-warzywnych (-42% r/r do PLN20,1mn), natomiast segment makaronów pozostał relatywnie stabilny, notując jedynie 1% spadek przychodów do PLN106,5mn.

Tabela 12. Grupa Makarony Polskie: Geograficzna struktura sprzedaży (PLNmn)

Obszar geograficzny	**2Q25**	**2Q26**	**y/y**	**1H25**	**1H26**	**y/y**
Polska	67,2	52,2	-22%	139,6	118,9	-15%
Export	6,1	7,6	26%	9,4	14,9	59%
EU	3,3	2,5	-23%	5,0	5,8	15%
Pozostałe kraje	2,8	5,1	82%	4,3	9,1	110%
Suma	**73,3**	**59,8**	**-18%**	**149,0**	**133,7**	**-10%**

Źródło: spółka, szacunki Erste Biuro Maklerskie

W strukturze geograficznej sprzedaży widoczna była wyraźna dywergencja pomiędzy rynkiem krajowym i eksportem. Podczas gdy przychody realizowane w Polsce obniżyły się o 15% r/r, eksport wzrósł aż o 59% r/r do PLN14,9mn, wspierany przede wszystkim przez ponad dwukrotny wzrost sprzedaży do krajów poza UE (+110% r/r). W tym wypadku głównym odbiorcą była Ukraina. Trend ten wskazuje na istotną rolę dywersyfikacji geograficznej przychodów grupy, choć rynek krajowy pozostaje dominującym źródłem sprzedaży.

Czynniki mające wpływ na wyniki operacyjne i finansowe

Dla przypomnienia, poniżej wskazujemy najważniejsze w naszej opinii czynniki ryzyka oraz szanse rynkowe dla Grupy Makarony Polskie (niezmienne względem poprzedniego raportu dedykowane spółce):

1. Ryzyko zmiany preferencji konsumentów. Grupa przykłada istotną wagę do rozwoju i optymalizacji portfolio produktowego w odpowiedzi na zmiany rynkowe. Obejmuje to bieżącą analizę preferencji konsumentów oraz monitorowanie trendów społecznych i żywieniowych. Dotychczas spółka skutecznie dostosowywała się do zmieniających się oczekiwań rynku, niemniej ryzyko zmian nawyków zakupowych i żywieniowych pozostaje istotne.
2. Rozwój produktów alternatywnych. Wraz z postępem biotechnologii nie można wykluczyć wzrostu popularności produktów alternatywnych, co potencjalnie mogłoby ograniczyć popyt na ofertę Grupy. Naszym zdaniem ryzyko to pozostaje jednak ograniczone, biorąc pod uwagę

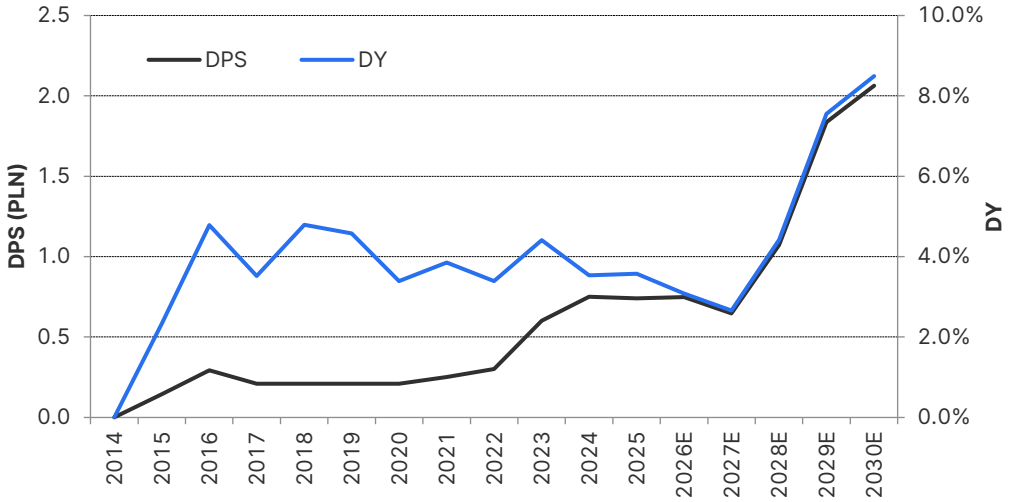
tradycyjny charakter produktów oraz ich relatywną prostotę pod względem składu i walorów smakowych.

3. Ryzyko utraty zaufania do marki. Ewentualne pogorszenie wizerunku marki lub utrata zaufania konsumentów do jakości produktów mogłyby negatywnie wpłynąć na wyniki operacyjne i finansowe, m.in. poprzez ograniczenie współpracy z kluczowymi partnerami handlowymi.
4. Niestabilne otoczenie biznesowe / inflacja kosztowa. Okres po pandemii COVID-19 oraz skutki wojny w Ukrainie doprowadziły do istotnego wzrostu cen w sektorze spożywczym. W przeszłości ograniczona możliwość renegocjacji cen w trakcie obowiązywania umów, w połączeniu z umiarkowaną siłą przetargową, stanowiła ryzyko dla marż. Dodatkowo wysoka inflacja może obniżać realne dochody konsumentów, skłaniając ich do ograniczania wydatków i wyboru tańszych produktów.
5. Zmiany strukturalne w kanałach sprzedaży. Spowolnienie ekspansji sieci dyskontowych może negatywnie wpłynąć na wolumeny sprzedaży w średnim terminie, co w konsekwencji może prowadzić do pogorszenia rentowności (niższy ROE) oraz wydłużenia okresu zwrotu z inwestycji, m.in. na skutek negatywnego efektu dźwigni operacyjnej.
6. Ryzyko konkurencji. Konkurencja pozostaje jednym z kluczowych czynników ryzyka. Jednocześnie Grupa podejmuje działania zmierzające do częściowej konsolidacji rynku, co może wspierać jej pozycję konkurencyjną i umożliwiać zwiększanie udziałów rynkowych.
7. Ryzyko inwestycyjne / alokacji kapitału. W perspektywie średnioterminowej nieudane inwestycje lub transakcje M&A mogą negatywnie wpłynąć na strukturę bilansu oraz ograniczyć zdolność inwestycyjną Grupy, osłabiając jej pozycję strategiczną w długim terminie.

Polityka dywidendowa

Podtrzymujemy nasze założenie, zbieżne z komunikacją przedstawicieli Grupy Makarony Polskie, że w kolejnych latach spółka będzie dążyć do regularnych wypłat dywidendy, przy jednoczesnym uwzględnieniu wyników finansowych oraz bieżącej potrzeb inwestycyjnych.

Wykres 3. Grupa Makarony Polskie: Dywidenda na akcję (DPS) oraz stopa dywidendy (DY)



Źródło: spółka, szacunki Erste Biuro Maklerskie

W przypadku realizacji naszego scenariusza bazowego oczekujemy stopniowego wzrostu implikowanej stopy dywidendy Grupy Makarony Polskie w kolejnych latach, przy czym jej maksymalne poziomy powinny przypadać na końcowy okres horyzontu naszej prognozy (ok roku 2030P).

Prognozy finansowe – opis głównych trendów i założeń

Tabela 13. Grupa Makarony Polskie: Dekompozycja P&L w przekroju segmentów operacyjnych (PLNmn)

Grupa Makarony Polskie	**Makarony**	**Przetwory mięsno - warzywne**	**Przetwory warzywne i owocowe**	**Pozostałe**	**Suma**
Przychody skonsolidowane	**46,0**	**10,5**	**1,2**	**2,1**	**59,8**
Przychody segmentu	46,0	10,5	1,2	2,1	59,8
Przychody ze sprzedaży między segmentami	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Koszty segmentów	**33,4**	**9,0**	**1,1**	**0,7**	**44,2**
Zyski lub straty segmentów	**12,6**	**1,5**	**0,1**	**1,4**	**15,6**
% przychodów	27,4%	14,0%	10,7%	65,6%	26,1%
KSOA					**12,3**
Koszty sprzedaży					8,8
Koszty zarzadu					3,6
Pozostałe przychody / koszty operacyjne netto					**0,8**
Pozostałe przychody					1,2
Pozostałe koszty					0,4
Przychody / koszty finansowe netto					**0,2**
Przychody finansowe					0,4
Koszty finansowe					0,2
Pozostałe elementy RZiS					**0,0**
Korekta o zyski wewnatrzgrupowe					0,0
Pozostały zysk lub strata					0,0
Zyska / strata brutto z działalności kontynuowanej					**4,3**

Źródło: spółka, szacunki Erste Biuro Maklerskie

Oczekiwane istotne wydarzenia kolejnych kwartałów na tle strategii grupy

W naszej ocenie bieżące działania operacyjne oraz czynniki, które mogą wpływać na wyniki Grupy Makarony Polskie w latach 2026-2027, pozostają w pełni zgodne z długoterminową strategią spółki. Co istotne, obecny okres można postrzegać jako przejście od fazy inwestycyjnej do etapu stopniowej materializacji efektów wcześniej podjętych działań.

Kluczowym elementem strategii jest rozbudowa mocy produkcyjnych i poprawa efektywności operacyjnej. Realizowana inwestycja w Korpelach, obejmująca zwiększenie zdolności produkcyjnych makaronów premium oraz automatyzację procesów produkcyjnych, pakowania i magazynowania, bezpośrednio odpowiada tym założeniom. W konsekwencji zakończenie projektu powinno wspierać zarówno wzrost sprzedaży, jak i rentowności w kolejnych okresach.

Drugim, istotnym filarem strategii jest dywersyfikacja działalności w kierunku dań gotowych i produktów o wyższej wartości dodanej. Przejęcie Joyfood oraz rozbudowę zakładu w Stoczku Łukowskim należy interpretować jako przyspieszenie realizacji tego celu. Działania te zwiększają ekspozycję grupy na segment convenience, który korzysta z długoterminowych zmian nawyków żywieniowych konsumentów.

Pozytywnie oceniamy także postępy w realizacji strategii eksportowej. Wzrost sprzedaży zagranicznej o 58,7% r/r może potwierdzać skuteczność działań mających na celu zwiększenie obecności na rynkach europejskich i ograniczenie zależności od krajowego rynku makaronów.

Warto również zwrócić uwagę, że obserwowane trendy konsumenckie, takie jak wzrost zainteresowania żywnością funkcjonalną, produktami prozdrowotnymi, convenience oraz kategorią BFY (Better-for-You), pozostają spójne z kierunkami rozwoju portfolio komunikowanymi przez spółkę. Oznacza to, że strategia grupy wydaje się dobrze dopasowana do obecnych zmian rynkowych.

Dodatkowym wsparciem dla realizacji strategii pozostaje bardzo dobra sytuacja bilansowa. Posiadanie gotówki netto stwarza przestrzeń zarówno do dalszych inwestycji organicznych, jak i potencjalnych przejęć wspierających rozwój nowych kategorii produktowych.

Inflacja cen żywności może o sobie przypomnieć w kolejnych miesiącach

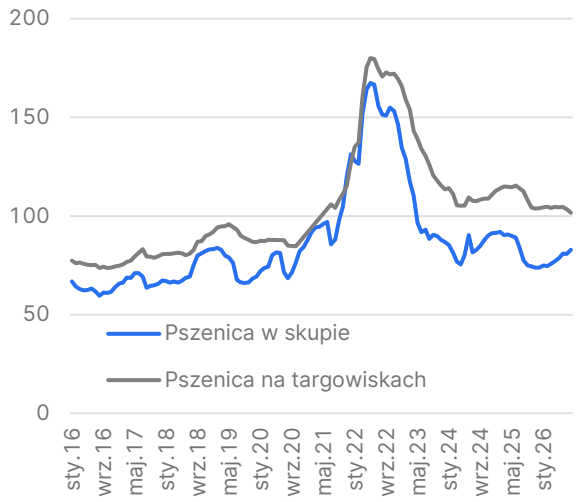
Z perspektywy najbliższych kwartałów perspektywy dla cen żywności w Polsce pozostają zróżnicowane w zależności od horyzontu czasowego. W krótkim terminie widoczne są jeszcze efekty obserwowanej w ostatnich miesiącach deflacji cen żywności, jednak sygnały płynące z sektora rolnego wskazują na rosnące prawdopodobieństwo stopniowego odwrócenia tego trendu.

Jak wskazują analitycy IERiGŻ, sytuacja kosztowa producentów rolnych ponownie ulega pogorszeniu. Szczególnie istotnym czynnikiem pozostaje wzrost niepewności na globalnych rynkach surowcowych. Jest on związany z napięciami geopolitycznymi na Bliskim Wschodzie oraz zakłóceniami transportu przez cieśninę Ormuz, która stanowi jeden z kluczowych szlaków handlu ropą naftową, gazem ziemnym oraz nawozami. W przypadku utrzymywania się ograniczeń handlowych można oczekiwać dalszego wzrostu cen paliw, energii oraz nawozów, a tym samym zwiększenia presji kosztowej w sektorze rolno-spożywczym. Jednocześnie IERiGŻ zwraca uwagę, że pomimo utrzymującego się wzrostu cen większości dóbr i usług, ceny żywności pozostawały

w ostatnich miesiącach pod presją spadkową. Sugeruje to, że dotychczas producenci i przetwórcy w dużej mierze absorbowali wzrost kosztów we własnych marżach, podczas gdy sieci handlowe nadal prowadziły agresywną politykę cenową skoncentrowaną na walce o wolumeny sprzedaży i utrzymanie klientów.

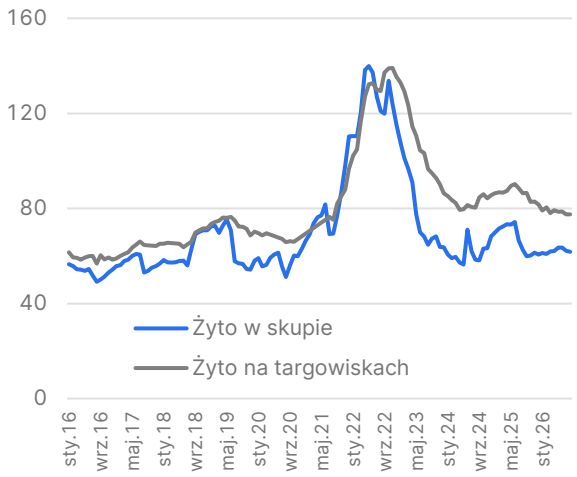
W naszej ocenie przedstawione przez IERiGŻ argumenty wspierają prezentowane przez nas wcześniej stanowisko, zgodnie z którym obecne tendencje deflacyjne mają charakter przejściowy. Oczekujemy, że w kolejnych kwartałach presja kosztowa będzie stopniowo przenoszona na ceny detaliczne, prowadząc do powrotu umiarkowanej inflacji żywności. Proces ten powinien być jednak rozłożony w czasie, gdyż producenci i handel detaliczny nadal funkcjonują w warunkach wysokiej wrażliwości konsumentów na ceny. W rezultacie podtrzymujemy naszą opinię, że w krótkim terminie widoczne są tendencje deflacyjne w cenach żywności, jednak w średnim horyzoncie (2H26P) oczekiwany jest powrót umiarkowanej inflacji, napędzanej rosnącymi kosztami produkcji, w tym kosztami paliw, energii i nawozów. Jednocześnie presja kosztowa po stronie producentów nie przekłada się jeszcze w pełni na ceny detaliczne, a polityka cenowa pozostaje ostrożna ze względu na wysoką wrażliwość popytu. Dodatkowym czynnikiem ryzyka pozostaje sytuacja geopolityczna, która poprzez wpływ na ceny surowców energetycznych może przyspieszyć proces odbudowy inflacji żywności.

Wykres 4. Notowania pszenicy w Polsce (PLN/1dt)



Źródło: GUS, Erste Biuro Maklerskie

Wykres 5. Notowania żyta w Polsce (PLN/1dt)



Źródło: GUS, Erste Biuro Maklerskie

Co warte podkreślenia na bazie dostępnych informacji o wysokiej częstotliwości, zgodnie z najnowszym raportem dotyczącym cen detalicznych, przygotowanym przez UCE Research i Uniwersytety WSB Merito, we wrześniu 2026 r. proces spowalniania wzrostu cen w handlu detalicznym został zatrzymany, choć nie widać jeszcze oznak wyraźnego przyspieszenia. Ceny w analizowanych kategoriach produktów wzrosły we wrześniu o 1,9% r/r wobec 1,7% r/r w sierpniu, powracając do poziomu z lipca, ale pozostając poniżej odczytu z czerwca.

Ceny żywności i napojów bezalkoholowych wzrosły we wrześniu o 1,1% r/r (wobec 0,9% r/r w sierpniu), jednak inflacja żywności nadal pozostawała niższa niż dla całego analizowanego koszyka produktów. Autorzy raportu interpretują te dane jako wyhamowanie procesu dezinflacji, a nie początek nowej fali wzrostu cen. Według raportu, za niewielkim odbiciem dynamiki cen mogą stać wyższe koszty energii i surowców, czynniki sezonowe wpływające na podaż żywności, ograniczenie skali promocji przez sieci handlowe oraz stopniowa odbudowa marż po wcześniejszych wojnach cenowych. Podwyższone ceny ropy naftowej i gazu stanowią z kolei szansę na utrzymanie się presji inflacyjnej w sektorze w średnim terminie.

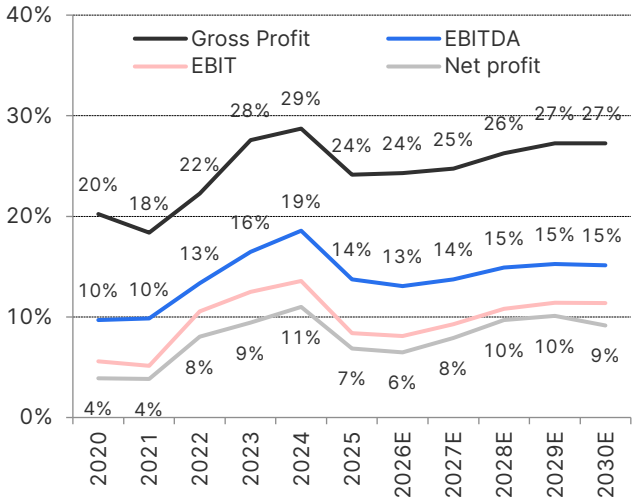
Prognozy wyników finansowych

Założenia koncepcyjne specyficzne dla Grupy Makarony Polskie, które nie uległy zmianie wobec wcześniejszych raportów:

1. Otoczenie kosztowe: prognozy nie zakładają istotnych szoków cenowych w długim terminie, ale odzwierciedlają relatywnie stabilny wzrost cen kluczowych surowców, energii i materiałów, bazujący głównie na trendach inflacyjnych. W dłuższym horyzoncie oczekiwany wzrost marż operacyjnych wynika głównie z monetyzacji efektu dźwigni operacyjnej oraz optymalizacji funkcji produkcji (poprzez dążenie do maksymalizacji wykorzystania rosnących mocy produkcyjnych poprzez większe zaangażowanie kapitału). Podkreślamy tutaj, że efekt inwestycji produkcyjnych, w tym przede wszystkim zakończenie projektów inwestycyjnych w Stoczku i Korpelach do końca 2026, powinny przełożyć się na dodatkowy, dodatni efekt wolumenowy r/r.

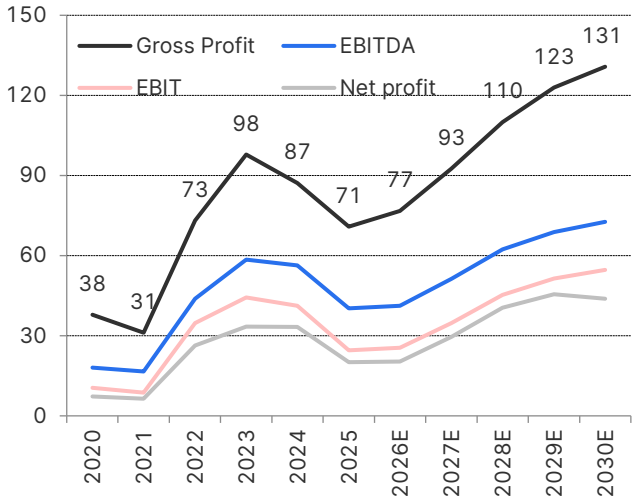
2. Miks produktowy i strategia wartości dodanej: model zakłada dalsze stopniowe przesuwanie struktury sprzedaży w kierunku produktów o wyższej wartości dodanej (zarówno w segmencie makaronów, jak i dań gotowych), co może wspierać ceny jednostkowe i częściowo kompensować wolniejszy wzrost wolumenów w dojrzałych kategoriach.

Wykres 6. Prognozowana ścieżka marż operacyjnych



Źródło: spółka, szacunki Erste Biuro Maklerskie

Wykres 7. Szacowane marże operacyjne w ujęciu nominalnym



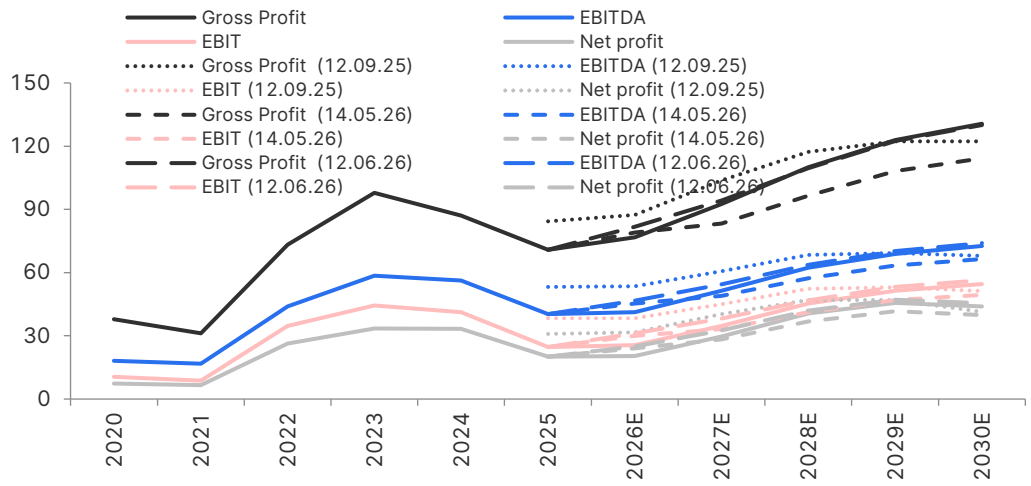
Źródło: spółka, szacunki Erste Biuro Maklerskie

3. Sukcesywna koncentracja produkcji / rynku: podobnie jak przy okazji wcześniejszych aktualizacji naszych założeń, przyjmujemy subiektywne założenie braku wejścia nowych istotnych graczy na rynek oraz możliwość stopniowej konsolidacji rynku w długim terminie przez dominujące podmioty, przy rosnącej roli sieci dyskontowych po stronie dystrybucji.

4. Czynniki strukturalne i długoterminowe ryzyka: negatywne trendy demograficzne w Polsce i Europie odzwierciedlamy w konserwatywnym, w naszej opinii, podejściu do wartości rezydualnej grupy.

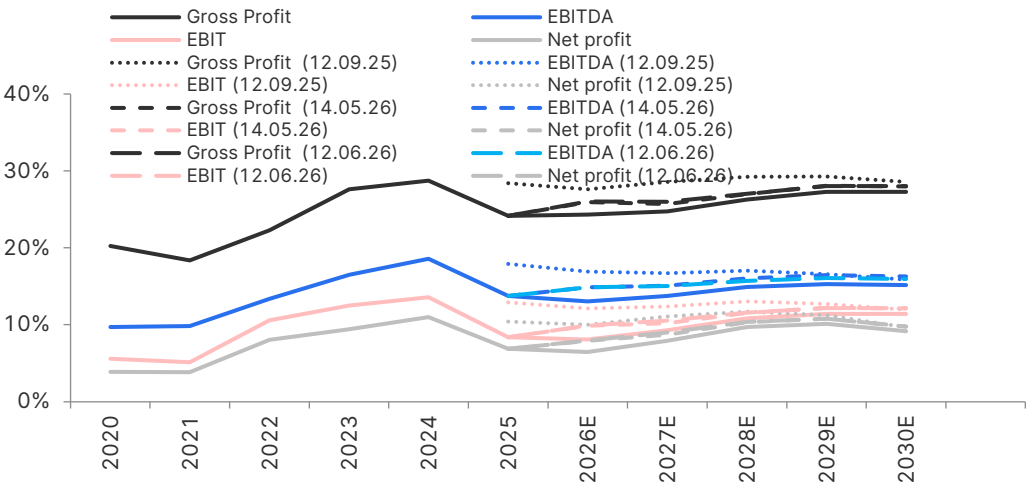
Ewolucja naszych historycznych prognoz dla Grupy Makarony Polskie

Wykres 8. Ścieżka prognoz marż operacyjnych dla Grupy Makarony Polskie w ujęciu nominalnym (PLNmn)



Źródło: spółka, szacunki Erste Biuro Maklerskie

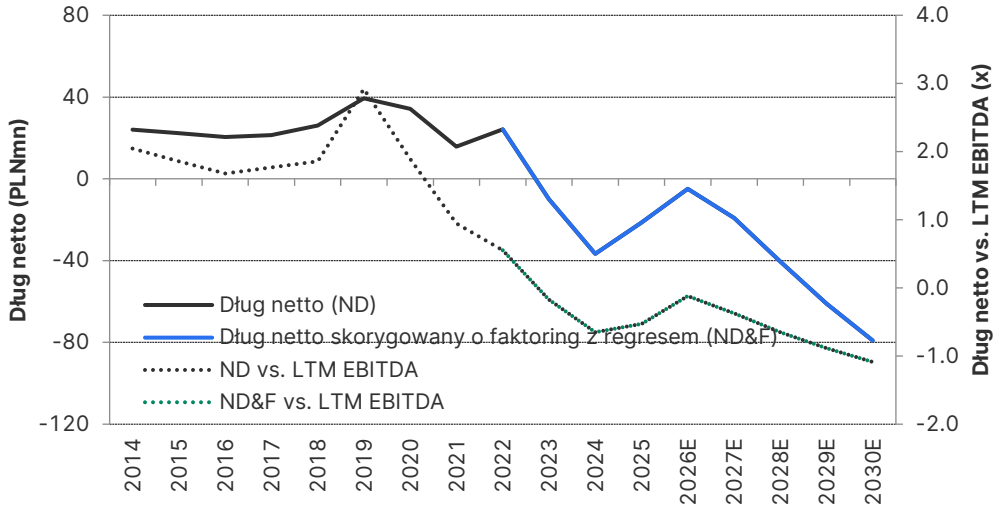
Wykres 8. Ścieżka prognoz marż operacyjnych dla Grupy Makarony Polskie (%)



Źródło: spółka, szacunki Erste Biuro Maklerskie

Zadłużenie i konwersja EBITDA na przepływy operacyjne

Wykres 9. Dług netto – dane raportowane vs. prognozy



Źródło: spółka, szacunki Erste Biuro Maklerskie

Prognozy finansowe - tabele

Tabela 14. Grupa Makarony Polskie: Rachunek zysków i strat, wartości w PLNmln

kategoria wyniku	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**2026P**	**2027P**	**2028P**
Przychody skonsolidowane	329	355	303	294	316	374	419
KWS	256	257	216	223	239	282	309
Zysk brutto	73	98	87	71	77	93	110
SG&A	38	45	46	49	53	60	67
Pozostałe przychody operacyjne netto	0	-8	0	3	2	2	3
EBITDA	44	58	56	40	41	51	62
Zysk operacyjny	35	44	41	25	26	35	45
Przychody (koszty) finansowe netto	-2	-2	0	1	0	0	0
Zysk przed opodatkowaniem	32	43	41	25	25	35	45
Podatek dochodowy	-6	-9	-8	-5	-5	-5	-5
Zysk netto	26	33	33	20	20	30	41
Marża brutto	22,3%	27,6%	28,7%	24,1%	24,3%	24,7%	26,3%
Marża EBITDA	13,3%	16,5%	18,6%	13,7%	13,0%	13,7%	14,9%
Marża operacyjna	10,6%	12,5%	13,6%	8,4%	8,1%	9,3%	10,8%

kategoria wyniku	2022	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Marża zysku netto	8,0%	9,4%	11,0%	6,9%	6,5%	7,9%	9,7%

Źródło: spółka, szacunki Erste Biuro Maklerskie

Tabela 15. Grupa Makarony Polskie: Bilans, wartości w PLNmln

pozycje w bilansie	2022	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Aktywa obrotowe	95	102	121	121	112	136	167
Aktywa trwałe	144	136	128	129	151	156	157
Aktywa razem	239	238	254	250	263	292	324
Zobowiązania krótkoterminowe	75	53	52	43	44	51	55
zadłużenie bankowe	14	3	3	2	2	1	1
Zobowiązania długoterminowe	42	35	28	22	22	21	20
zadłużenie bankowe	13	9	6	4	3	3	3
Kapitał własny	123	149	174	185	197	220	249
Zobowiązania ogółem	239	238	254	250	263	292	324
Dług netto (DN)	24	-10	-37	-21	-5	-19	-40
DN / LTM EBITDA	0,6	-0,2	-0,7	-0,5	-0,1	-0,4	-0,6

Źródło: spółka, szacunki Erste Biuro Maklerskie

Tabela 16. Grupa Makarony Polskie: Rachunek przepływów pieniężnych - wartości w PLNmln

kategoria wyniku	2022	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Przepływy z działalności operacyjnej	17	51	52	8	30	42	51
Przepływy z inwestycji	-20	-10	-11	-20	-38	-21	-18
Przepływy z tytułu finansowania	-15	-20	-16	-8	-9	-8	-13
W tym dywidendy	-3	-7	-8	-8	-8	-7	-12
Zmiana środków pieniężnych netto	-18	21	24	-20	-18	13	20

Źródło: spółka, szacunki Erste Biuro Maklerskie

Wyniki kwartalne – prognoza III kw. 2026

Prognoza wyników III kw. 2026P

Przychody

Oczekujemy, że przychody grupy w 3Q26P wyniosą niewiele około PLN 62.0mn, implikując spadek o 14% r/r, ale jednocześnie wzrost o 4% kw/kw. Negatywna dynamika roczna wynika przede wszystkim z niższej sprzedaży w segmencie przetworów mięsno-warzywnych, gdzie zakładamy spadek przychodów o blisko 35%

r/r do ok. PLN 10,0mn. W ujęciu segmentów operacyjnych, szacujemy, że wiodąca działalność biznesowa, tj. produkcja makaronów, powinna wygenerować ok. PLN 49,0mn przychodów, przekładając się na wzrost przychodów o 5,8% kw/kw, jednak nadal wskazując na spadek o 7,7% r/r. Niemniej, udział segmentu makaronowego w strukturze sprzedaży powinien pozostać wysoki, mimo przejęcia Joyfoods, i wynieść niewiele ponad 70% w 3Q26P. Jeżeli chodzi o segment dań gotowych, w tym wypadku oczekujemy wzrostu przychodów i wyników w ujęciu kw/kw z tytułu konsolidacji JoyFood.

Koszty SiOZ

Prognozujemy, że koszty sprzedaży i ogólnego zarządu wyniosą w 3Q26 około PLN 12,7mn, co oznacza wzrost o 4% r/r i 3% kw/kw. Pomimo relatywnie stabilnego poziomu kosztów nominalnych, oczekujemy utrzymania podwyższonego udziału kosztów w przychodach. W efekcie wskaźnik ten powinien wynieść ok. 20,5% sprzedaży, wobec 17,0% rok wcześniej.

W naszej ocenie jest to konsekwencja przede wszystkim niższej bazy przychodowej, która ogranicza efekt dźwigni operacyjnej. W efekcie koszty stałe grupy są rozliczane na niższym wolumenie sprzedaży, co negatywnie wpływa na rentowność operacyjną.

Tabela 17. Grupa Makarony Polskie: Wybrane elementy sprawozdań finansowych w ujęciu kwartalnym / prognoza wyników 3Q26P (1/2), wartość w PLNmn

Kategoria wyniku	**3Q25**	**4Q25**	**1Q26**	**2Q26**	**3Q26P**	**r/r**	**kw/kwq**	**FY25**	**LTM**
Przychody	71,8	72,8	73,9	59,8	68,9	-4%	15%	294	275
EBITDA	9,5	9,7	11,4	7,9	9,7	2%	22%	42	39
EBITDA %	*13,2%*	*13,3%*	*15,5%*	*13,3%*	*14,0%*	*79,2*	*74,5*	*14,2%*	*14,1%*
EBIT	5,6	5,8	7,6	4,1	5,7	1%	38%	26	23
EBIT %	*7,8%*	*8,0%*	*10,3%*	*6,8%*	*8,2%*	*44,7*	*136,3*	*8,8%*	*8,4%*
Zysk netto	4,5	4,8	6,2	3,5	3,8	-15%	10%	21	18
ZN %	*6,3%*	*6,6%*	*8,4%*	*5,8%*	*5,5%*	*-73,7*	*-25,9*	*7,3%*	*6,6%*
OCF	5,3	13,0	11,1	-3,5	7,0	31%	-297%	22	28
Dług netto	-27	-21	-29	-4	9	-133%	-326%	-21	9
DN / LTM EBITDA	-0,8	-0,7	-0,9	-0,1	0,3	1,1	0,4	-0,7	0,3
KSiOZ	12,2	12,9	12,9	12,3	12,7	4%	3%	49,1	50,8
KSiOZ %	17,0%	17,7%	17,4%	20,6%	18,4%	*1,5*	*-2,2*	16,7%	18,4%
Przychody w podziale na segmenty									
Produkcja makaronu	53	59	60	46	49	*-7,7%*	*5,8%*	220	214
Przetwory mięsno-warzywne	15	10	10	10	17	*10,2%*	*62,2%*	60	47

Kategoria wyniku	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26P	r/r	kw/kwq	FY25	LTM
Przetwory warzywne i owocowe	1	1	1	1	1	*2,7%*	*-0,6%*	6	5
Pozostałe segmenty	2	2	3	2	2	*-19,2%*	*-3,8%*	8	9

Źródło: spółka, szacunki Erste Biuro Maklerskie

Rentowność operacyjna

Szacujemy, że EBITDA grupy wyniesie około PLN 9,7mn, co oznacza wzrost o 2% r/r, przy jednoczesnej wyraźnej poprawie kw/kw. Szacujemy, że marża EBITDA może zbliżyć się do poziomu 14%. W przypadku EBIT oczekujemy wyniku na poziomie około PLN 5,7mn, co wskazuje na potencjalnie stabilny wynik r/r oraz wzrost o ok. 40% kw/kw. Marża operacyjna może wynieść ok. 8.0%, wobec 7.8% w 3Q25.

Presja na wyniki operacyjne wynika głównie z wymagającego środowiska konkurencyjnego oraz, co w tym wypadku jest czynnikiem specyficznym, niższej skali działalności w ramach działalności kontraktowej. Jednocześnie względnie stabilna marża EBITDA sugeruje, że otoczenie kosztów surowcowych pozostaje korzystniejsze niż w okresach historycznej presji inflacyjnej. Na poziomie wyniku netto prognozujemy osiągnięcie PLN3.8mn zysku, co oznacza spadek o 15% r/r oraz ekspansję o 10% kw/kw. Marża netto powinna obniżyć się do 5.5% wobec 6.3% rok wcześniej, odzwierciedlając niższą kontrybucję wyniku finansowego.

Przepływy pieniężne i bilans

Zakładamy wygenerowanie około PLN7,0mn operacyjnych przepływów pieniężnych, wobec PLN 5,3mn w 3Q25. W takim scenariuszu poprawa r/r wyniosłaby ok. 31%, potwierdzając utrzymanie zdolności grupy do generowania gotówki pomimo cały czas trudnego środowiska biznesowego oraz toczącego się programu inwestycyjnego. Jednocześnie prognozujemy dalsze pogorszenie pozycji gotówkowej netto, raz z tytułu wypłaty dywidendy, dwa w związku z nakładami inwestycyjnymi. Na koniec 3Q26P oczekujemy, że dług netto wyniesie około PLN9mn, wobec PLN -27,0mn rok wcześniej oraz PLN -4,0mn kwartał wcześniej. Mimo tego oceniamy, że struktura bilansu pozostanie bezpieczna. Relacja dług netto / LTM EBITDA powinna nadal oscylować wokół 0,3x, wskazując na utrzymanie znacznego potencjału do finansowania działalności oraz inwestycji ze środków własnych.

Tabela 18. Grupa Makarony Polskie: Wybrane elementy sprawozdań finansowych w ujęciu kwartalnym / prognoza wyników 3Q26P (2/2), wartość w PLNmn

Kategoria wyniku	3Q26P	r/r	kw/kw	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25	LTM
Przychody	68,9	-4%	15%	170	329	355	303	294	275
EBITDA	9,7	2%	22%	17	42	58	57	42	39
EBITDA %	*14,0%*	*79,2*	*74,5*	*9,8%*	*12,9%*	*16,3%*	*18,6%*	*14,2%*	*14,1%*
EBIT	5,7	1%	38%	9	33	44	41	26	23
EBIT %	*8,2%*	*44,7*	*136,3*	*5,0%*	*10,1%*	*12,3%*	*13,7%*	*8,8%*	*8,4%*
Zysk netto	3,8	-15%	10%	6	24	33	34	21	18

Kategoria wyniku	**3Q26P**	**r/r**	**kw/kw**	**FY21**	**FY22**	**FY23**	**FY24**	**FY25**	**LTM**
ZN %	*5,5%*	*-73,7*	*-25,9*	*3,8%*	*7,4%*	*9,3%*	*11,1%*	*7,3%*	*6,6%*
OCF	7,0	31%	-297%	13	22	53	49	22	28
Dług netto	9	-133%	-326%	34	16	-10	-37	-21	9
DN / LTM EBITDA	0,3	1,1	0,4	1,8	1,0	-0,2	-0,6	-0,7	0,3
KSiOZ	12,7	4%	3%	26,6	38,2	45,1	45,7	49,1	50,8
KSiOZ %	18,4%	*1,5*	*-2,2*	15,7%	11,6%	12,7%	15,1%	16,7%	18,4%
Przychody w podziale na segmenty									
Produkcja makaronu	49	*-7,7%*	*5,8%*	121	259	283	240	220	214
Przetwory mięsno-warzywne	10	*-34,6%*	*-3,6%*	32	52	56	52	60	40
Przetwory warzywne i owocowe	1	*2,7%*	*-0,6%*	8	9	8	6	6	5
Pozostałe segmenty	2	*-19,2%*	*-3,8%*	8	10	8	5	8	9

Źródło: spółka, szacunki Erste Biuro Maklerskie

Erste Brokerage Poland

Plac Europejski 3A

00-844 Warszawa

Zespół Analiz Giełdowych

Paweł Puchalski, CFA, *Analityk* akcji

Telekomunikacja, Sektor Energetyczny, Sektor Wydobywczy

Tomasz Krukowski, CFA, *Analityk* akcji

Paliwa i Gaz, Farmacja i biotechnologie, Spółki niefinansowe w Europie Środkowo-Wschodniej

Adrian Kyrcz, *Analityk* akcji

Budownictwo, Deweloperzy, IT

Tomasz Sokołowski, *Analityk* akcji

Sektor Detaliczny, E-commerce

Michał Sopiel, Analityk akcji

Sektor Przemysłowy, Chemia, Analizy Ilościowe

Marcin Działek, Doradca Inwestycyjny, Analityk akcji

Analiza Techniczna

Zespół Maklerów Transakcyjnych

Paweł Bartczak, *Makler*	tel. +48 61 856 43 89 pawel.bartczak@erste.pl
Paweł Kubiak, *Makler*	tel. +48 61 856 50 57 pawel.kubiak@erste.pl
Jacek Siera, *Makler*	tel. +48 61 856 41 29 jacek.siera@erste.pl
Karol Koszarski, *Makler*	tel. +48 61 856 45 68 karol.koszarski@erste.pl
Maciej Ciesielski, *Makler*	tel. +48 61 856 48 57 maciej.ciesielski@erste.pl

**Połączenia przychodzące i wychodzące ze wskazanych numerów są nagrywane i archiwizowane. Informacje o przetwarzaniu danych dostępne są na stronie erste.pl/RODO.*

UJAWNIENIA

Wszystkie poglądy wyrażone w niniejszym raporcie odzwierciedlają osobiste poglądy Analityka z Zespołu Analiz Giełdowych w Erste Biuro Maklerskie, będącego odrębną jednostką organizacyjną Erste Bank Polska S.A. („Erste Bank Polska"), który jest wskazany jako autor raportu.

Erste Biuro Maklerskie informuje, iż niniejszy raport będzie aktualizowany nie rzadziej niż raz w roku.

Erste Biuro Maklerskie jest stroną umowy z Giełdą Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. (GPW), której przedmiotem jest sporządzanie rekomendacji dotyczących **Makarony Polskie SA,** w ramach „Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego" organizowanego przez GPW. Z tego tytułu GPW przysługują autorskie prawa majątkowe do raportów odnoszących się do tych spółek. W oparciu o postanowienia umowy z GPW w ramach „Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego", której Erste Biuro Maklerskie jest stroną, w ciągu najbliższych 12 miesięcy otrzyma wynagrodzenie z tytułu sporządzania rekomendacji dotyczących **Makarony Polskie SA**.

Emitent / emitenci będący przedmiotem niniejszego raportu mogą posiadać akcje Erste Bank Polska, w łącznej liczbie stanowiącej mniej niż 5% kapitału zakładowego.

Erste Bank Polska lub inny podmiot z Grupy Erste Bank Polska może, w zakresie dopuszczonym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje finansowe w relacjach z emitentem / emitentami, do których odnosi się niniejszy raport, świadczyć usługi na rzecz lub pośredniczyć w świadczeniu usług na rzecz tego emitenta / emitentów lub mieć możliwość lub realizować transakcje instrumentami finansowymi emitowanymi przez tych emitentów (w tym w szczególności poprzez PTE Allianz Polska SA), a w rezultacie Erste Bank Polska może być pośrednio powiązany z tymi emitentami.

Erste Bank Polska nie wyklucza możliwości nabycia przez któryś z podmiotów z nim powiązanych, w okresie obowiązywania niniejszej rekomendacji, akcji emitenta / emitentów, do których odnosi się niniejszy raport, instrumentów finansowych, powodującego osiągniecie łącznej liczby stanowiącej co najmniej 0,5% kapitału zakładowego tych emitentów.

Grupa Erste Bank Polska, jej podmioty zależne, przedstawiciele lub pracownicy mogą okazjonalnie przeprowadzać transakcje, lub mogą być zainteresowani nabyciem instrumentów finansowych spółek bezpośrednio lub pośrednio związanych z emitentem / emitentami, do których odnosi się niniejszy raport.

Poza wspomnianymi powyżej, emitenta / emitentów, do których odnosi się niniejszy raport, nie łączą żadne inne stosunki umowne z Erste Bank Polska, które mogłyby wpłynąć na obiektywność rekomendacji zawartych w niniejszym raporcie.

Nie jest jednak wykluczone, że w okresie następnych 12 miesięcy, włącznie z okresem obowiązywania niniejszej rekomendacji, Erste Bank Polska składać będzie ofertę świadczenia usług na rzecz tych emitentów, lub których wartość zależna jest od wartości instrumentów finansowych wyemitowanych przez tych emitentów.

Za wyjątkiem wynagrodzenia ze strony Erste Biuro Maklerskie, Analitycy nie przyjmują innej formy wynagrodzenia za sporządzane raporty. Wynagrodzenie otrzymywane przez osoby sporządzające niniejszy raport może być w sposób pośredni zależne od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej, dotyczących instrumentów finansowych emitowanych przez emitenta / emitentów, do których odnosi się niniejszy raport, dokonywanych przez Erste Bank Polska lub podmioty z nim powiązane.

Statystyki globalne przedstawiające rozkład rekomendacji oraz udział spółek na rzecz, których Erste Bank Polska SA świadczył usługi bankowości inwestycyjnej w ciągu ostatnich 12 miesięcy w zbiorze wszystkich spółek pokrywanych przez Zespół Analiz Giełdowych Erste Biura Maklerskiego, znajduje się pod adresem: https://www.erste.pl/inwestor/global-statistics.

Wykaz wszystkich rekomendacji, które zostały rozpowszechnione przez Zespół Analiz Giełdowych w Erste Biuro Maklerskie, w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się na stronie: http://centruminformacji.erste.pl/_fileserver/item/1501617.

ZASTRZEŻENIE DOTYCZĄCE CHARAKTERU RAPORTU ORAZ ODPOWIEDZIALNOŚCI ZA SPORZĄDZENIE, TREŚĆ I UDOSTĘPNIENIE RAPORTU

Niniejszy raport został przygotowany przez Erste Biuro Maklerskie, które jest wyodrębnioną organizacyjnie jednostką Erste Bank Polska S.A. (Erste Bank Polska) z siedzibą w Warszawie. Działalność Erste Biuro Maklerskie, będącego wyodrębnioną organizacyjnie jednostką Erste Bank Polska, podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego z siedzibą w Warszawie.

Erste Biuro Maklerskie jest podmiotem podlegającym przepisom Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2018 r., poz. 2286 – t.j. z późn. zm.), Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. z 2019 r. poz. 623 – t.j. z późn. zm.) oraz Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. z 2019 r., poz. 1871– t.j. z późn. zm.). Raport ten jest adresowany do inwestorów kwalifikowanych oraz klientów profesjonalnych w rozumieniu przepisów wyżej wskazanych ustaw oraz do Klientów Erste Biuro Maklerskie uprawnionych do otrzymywania raportów analitycznych, na podstawie umów o świadczenie usług.

Erste Biuro Maklerskie nie jest obowiązane do zapewnienia, czy instrumenty finansowe, do których odnosi się niniejszy raport, są odpowiednie dla danego inwestora. Inwestycje oraz usługi przedstawione lub zawarte w niniejszym raporcie mogą nie być dla konkretnego inwestora właściwe, dlatego w razie wątpliwości dotyczących takich inwestycji bądź usług inwestycyjnych zaleca się konsultację z niezależnym doradcą inwestycyjnym. Żaden z zapisów w niniejszym raporcie nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej ani podatkowej, ani też nie jest wskazaniem, iż jakakolwiek inwestycja lub strategia jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji inwestora.

Erste Bank Group AG i podmioty powiązane, w tym Erste Bank Polska SA, w zakresie dopuszczonym prawem, mogą uczestniczyć lub inwestować w instrumenty finansowe w relacjach z emitentem/ emitentami, do których odnosi się niniejszy raport, mogą świadczyć usługi na rzecz lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez tych emitentów lub mieć możliwość lub realizować transakcje Instrumentami finansowymi emitowanymi przez tych emitentów. Erste Bank Polska może, w zakresie dopuszczalnym prawem polskim, Wielkiej Brytanii oraz pozostałymi prawami oraz przepisami, przeprowadzać transakcje Instrumentami finansowymi, zanim niniejszy raport zostanie przedstawiony jego adresatom.

Erste Biuro Maklerskie, Erste Bank Group AG i/lub podmioty powiązane mogły wydać w przeszłości lub mogą wydać w przyszłości inne materiały analityczne, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszym raporcie. Takie materiały odzwierciedlają różne założenia, punkty widzenia oraz metody analityczne przyjęte przez przygotowujących je analityków. Erste Biuro Maklerskie nie jest zobowiązane do zapewnienia, iż takie materiały będą podawane do wiadomości adresatów niniejszego raportu. Erste Biuro Maklerskie informuje, że trafność wcześniejszych raportów (rekomendacji) nie jest gwarancją ich trafności w przyszłości.

Informacje i opinie zawarte w niniejszym raporcie zostały zebrane lub opracowane przez Erste Biuro Maklerskie ze źródeł uznawanych za wiarygodne, przy zachowaniu należytej staranności, jednak Erste Biuro Maklerskie nie może zagwarantować ich dokładności oraz kompletności. Inwestor jest odpowiedzialny za przeprowadzenie na własną rękę badań oraz analiz informacji zawartych w niniejszym dokumencie i za ocenę zalet oraz ryzyka związanego z instrumentami finansowymi będącymi przedmiotem niniejszego raportu. Informacje i opinie zawarte w niniejszym raporcie mogą się zmienić bez konieczności poinformowania o tym fakcie.

Erste Biuro Maklerskie nie ponosi odpowiedzialności za straty poniesione przez klienta na skutek decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie rekomendacji udzielonych przez Erste Biuro Maklerskie o ile Erste Biuro Maklerskie, przy ich udzielaniu, zachowało należytą staranność i rzetelność.

Niniejszy raport nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu oraz dokonania transakcji na instrumentach finansowych, ani nie ma na celu nakłaniania do nabycia lub zbycia jakichkolwiek instrumentów finansowych. Niniejszy raport jest przedstawiony państwu wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowany lub przekazywany osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy raport, ani jego kopia nie mogą być rozpowszechniane, publikowane lub dystrybuowane bezpośrednio ani pośrednio, w Stanach Zjednoczonych Ameryki, Australii, Korei Południowej, Kanadzie, Japonii. Rozpowszechnianie, publikowanie oraz dystrybuowanie bezpośrednio lub pośrednio w tych państwach lub wśród obywateli tych państw lub osób w nich przebywających może stanowić naruszenie prawa lub regulacji dotyczących instrumentów finansowych obowiązujących w tych krajach. Rozpowszechnianie, publikowanie oraz dystrybuowanie tego raportu na terytorium innych państw może być ograniczone przez odpowiednie przepisy prawa i regulacje, obowiązujące w tych państwach. Osoby udostępniające lub rozpowszechniające ten raport są obowiązane znać te ograniczenia i ich przestrzegać. W Wielkiej Brytanii niniejszy raport może być jedynie rozpowszechniany wśród osób, które posiadają profesjonalną wiedzę w zakresie inwestowania zgodnie z odpowiednimi regulacjami.

Opinii zawartych w niniejszym raporcie nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez emitenta. Erste Biuro Maklerskie informuje, iż inwestowanie środków w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków.

Erste Biuro Maklerskie zwraca uwagę, iż na cenę instrumentów finansowych ma wpływ wiele różnych czynników, które są lub mogą być niezależne od emitenta i wyników jego działalności. Można do nich zaliczyć m. in. zmieniające się warunki ekonomiczne, prawne, polityczne i podatkowe. Więcej informacji o instrumentach finansowych i ryzyku z nimi związanym znajduje się na stronie www.erste.pl/inwestor w sekcji zastrzeżenia i ryzyko - informacje o instrumentach finansowych i ryzyku.

Decyzja o zakupie wszelkich instrumentów finansowych powinna być podjęta wyłącznie na podstawie prospektu, oferty lub innych powszechnie dostępnych dokumentów i materiałów opublikowanych zgodnie z obowiązującymi przepisami polskiego prawa.

Wyjaśnienia terminologii fachowej użytej w rekomendacji:

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

P/E - wskaźnik ceny do zysku na akcję

EV - kapitalizacja spółki powiększona o dług netto

PEG - wskaźnik P/E do wzrostu zysków

EPS - zysk na akcję

CPI - wskaźnik cen i usług towarów konsumpcyjnych

WACC - średni ważony koszt kapitału

CAGR - średnioroczny wzrost

P/CE - wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję

NOPAT - teoretyczny zysk operacyjny po opodatkowaniu

FCF - wolne przepływy pieniężne

BV – wartość księgowa

ROE – zwrot na kapitale własnym

P/BV – cena do wartości księgowej

Definicje rekomendacji:

Przeważaj – Całkowita oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji: 10% powyżej benchmarku. Zmiana o około ≥15%.

Neutralnie - Całkowita oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji: 0% - 10% wobec benchmarku. Zmiana o około 5%-15%.

Niedoważaj - Całkowita oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji poniżej benchmarku. Zmiana o około <5%.

UWAGA: Właściwym benchmarkiem dla akcji europejskich (w tym akcji CEE) jest stopa zwrotu z 1-rocznych obligacji emitowanych przez rząd RFN +ERP (5,5%).

Definicje ocen mają charakter orientacyjny. Zalecenia mogą różnić się od ww. wytycznych, jeśli jest to uzasadnione ze względu na czynniki rynkowe, trendy branżowe, specyficzne wydarzenia w firmie itp. W takich przypadkach w raporcie znajduje się stosowne wyjaśnienie powstałych rozbieżności.

Ceny docelowe ustalone od stycznia do czerwca dotyczą 31 grudnia danego roku. Ceny docelowe ustalone od lipca do grudnia dotyczą są wyznaczane z terminem do grudnia kolejnego roku.

Okresowość: przeglądy naszych rekomendacji/cen docelowych dla każdego emitenta dokonujemy co najmniej raz w roku i zawsze, gdy uzasadniają to wydarzenia na rynku.

W opracowaniach analizy technicznej Erste Biuro Maklerskie nie stosuje bezpośrednich zaleceń inwestycyjnych (przeważaj / niedoważaj / neutralnie; lub równoważnych), a wszelkie opinie i elementy oceny analityków są zawarte w samym opracowaniu, w formie opisowej.

Przy sporządzaniu niniejszego raportu Erste Biuro Maklerskie korzystał co najmniej z jednej z następujących metod wyceny: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF), porównawczej, mnożników średniocyklicznych, zdyskontowanych dywidend (DDM), wartości rezydualnej, model uzasadnionej wyceny kapitałów własnych (WEV), metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP), metoda wartości likwidacyjnej.

Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Do jej mocnych stron zaliczyć można uwzględnienie wszystkich strumieni gotówki, jakie wpływają do spółki oraz kosztu pieniądza w czasie. Wadami wyceny DCF są: duża ilość parametrów i założeń, które należy oszacować i wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Metoda porównawcza opiera się na ekonomicznym prawie „jednej ceny". Mocnymi stronami metody porównawczej są: mała ilość parametrów, jakie analityk musi oszacować, oparcie wyceny na aktualnych warunkach rynkowych, stosunkowo duża dostępność wskaźników dla porównywanych spółek oraz szeroka znajomość metody porównawczej wśród inwestorów. Do wad wyceny metodą porównawczą zaliczyć można znaczną wrażliwość wyników wyceny na wybór spółek do grupy porównawczej, uproszczenie obrazu spółki prowadzące do pominięcia pewnych istotnych czynników (np.: dynamika wzrostu, aktywa pozaoperacyjne, ład korporacyjny, powtarzalność wyników, różnice w stosowanych standardach rachunkowości) oraz niepewność efektywności rynkowej wyceny porównywanych spółek.

Metoda mnożników średniocyklicznych opiera się na zastosowaniu długoterminowych, średnich mnożników wyceny dla sektora lub spółek grupy porównawczej. Metodologia ta ma na celu określenie wartości godziwej dla cyklicznych spółek. Wadą tej metody jest fakt, iż implikowana wycena może znacznie różnić się od wartości rynkowej analizowanej spółki w szczycie lub na dnie cyklu oraz jej zależność od jakości danych zewnętrznych (zwykle korzystamy z baz danych Bloomberga lub Damodarana). Zaletą jest prostota metody oraz uśredniona wartość dla całego cyklu, pozwalająca wychwytywać zarówno przewartościowanie jak i niedowartościowanie analizowanego waloru.

Metoda zdyskontowanych dywidend (DDM) bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych dywidendach wypłaconych przez spółkę. Do jej mocnych stron można zaliczyć uwzględnienie realnych przepływów pieniężnych do właścicieli kapitału akcyjnego oraz fakt, że metoda ta jest wykorzystywana w przypadku spółek z długą historią wypłacania dywidendy. Główną wadą metody zdyskontowanych dywidend jest oszacowywanie wielkości wypłacanej dywidendy na podstawie dużej ilości parametrów i założeń, w tym stopy wypłaty dywidendy.

Metoda wartości rezydualnej jest koncepcyjnie zbliżona do metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) stosowanej do wyceny spółek niefinansowych a główną różnicą jest to ze bazuje na szacowanych wielkościach wartości rezydualnej (nadwyżka ROE nad kosztem kapitału) a nie zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Do jej mocnych stron zaliczyć można uwzględnienie nadwyżki zysku nad kosztem kapitału, która jest potencjalnie do dyspozycji akcjonariuszy oraz kosztu pieniądza w czasie. Wadami wyceny DCF są: duża ilość parametrów i założeń, które należy oszacować i wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Model uzasadnionej wyceny kapitałów własnych (WEV) jest oparty na formule wartość księgowa = (ROE za dwa lata minus stopa stabilnego wzrostu)/(koszt kapitału minus stopa stabilnego wzrostu) i pozwala na oszacowanie wartości godziwej danej spółki za dwa lata. W następnej kolejności wyliczana jest wartość bieżąca. Główną zaletą tej metody jest jej przejrzystość oraz fakt, iż jest oparta na relatywnie krótkich prognozach, co ogranicza ryzyko błędów w prognozie. Główną wadą jest to, iż metoda zakłada, iż cena akcji danej spółki w długim okresie będzie dążyć do swojej wartości godziwej implikowanej z kombinacji ROE i kosztu kapitału.

Metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP) jest dodaniem do siebie wartości różnych aktywów spółki, wyliczonych przy pomocy jednej z powyższych metod. Zalety i wady tej metody są identyczne z zaletami i wadami zastosowanych metod wyceny.

Metoda wartości likwidacyjnej – wartość likwidacyjna jest to kwota pieniędzy, za którą aktywa lub przedsiębiorstwo mogą zostać szybko sprzedane w sytuacji gdyby przedsiębiorstwo zaprzestało swojej działalności. Następnie, szacunkowa wartość aktywów zostaje skorygowana o zobowiązania i wydatki związane z likwidacją. Zaletą tej metody szacowania wartości jest jego prostota. Ta metoda nie uwzględnia wartości niematerialnych jak wartość firmy, co jest główną wadą.

Niezależnie od wybranej metody wyceny istnieje ryzyko, że cena docelowa nie zostanie osiągnięta w oczekiwanym terminie. Należy wziąć pod uwagę następujące czynniki ryzyka: (i) warunki makroekonomiczne wpływają na ogólną sytuację gospodarczą, a także ceny surowców, kursy walutowe i stopy procentowe; (ii) wydarzenia geopolityczne mają wpływ na wszystkie surowce będące przedmiotem obrotu, waluty i kursy i mogą znacząco wpływać na nastroje rynkowe; (iii) polityka rządowa, w tym zmiany w opodatkowaniu i regulacjach dotyczących poszczególnych sektorów, może wpływać na wyniki finansowe przedsiębiorstw; (iv) trendy społeczne powodują zmiany w zachowaniu konsumentów i preferencjach dotyczących produktów i usług; (iv) otoczenie konkurencyjne odgrywa kluczową rolę w określaniu zdolności organizacji do kształtowania marż zysku; (v) innowacje technologiczne mogą zakłócać funkcjonowanie rynków, zmniejszając konkurencyjność niektórych produktów lub usług; (vi) panujące nastroje na rynkach kapitałowych mają bezpośredni wpływ na poziomy wyceny; (vi) inwestycje na rynkach zagranicznych i w instrumenty finansowe, takie jak amerykańskie kwity depozytowe (ADR), wiążą się z dodatkowym ryzykiem, w tym ryzykiem związanym z kursami walutowymi, kontrolą walutową, opodatkowaniem oraz czynnikami politycznymi, gospodarczymi i społecznymi.

W opinii Erste Biuro Maklerskie niniejszy raport został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i z wykluczeniem jakiegokolwiek konfliktu interesów, który mógłby wpłynąć na jego treść.

W Erste Bank Polska implementowane są regulacje wewnętrzne, które mają na celu zapobieganie konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji. Ustanowiono bariery fizyczne, bariery logiczne oraz zasady ochrony dokumentacji w wymiarze adekwatnym do rodzaju prowadzonej przez Erste Bank Polska działalności. Poza tym Erste Bank Polska wprowadził szereg obowiązków oraz obostrzeń, dotyczących ochrony przepływu informacji poufnych pomiędzy poszczególnymi jednostkami organizacyjnymi.

Data i godzina wskazana na pierwszej stronie oznacza termin zakończenia sporządzania raportu; datę i godzinę pierwszego rozpowszechnienia raportu określa data i godzina wysyłki raportu w wiadomości mailowej skierowanej do klientów profesjonalnych oraz data i godzina wskazana w serwisie Inwestor online przy danym raporcie.

UWAŻA SIĘ, ŻE KAŻDY, KTO PRZYJMUJE LUB WYRAŻA ZGODĘ NA PRZEKAZANIE MU NINIEJSZEGO RAPORTU, WYRAŻA ZGODĘ NA TREŚĆ POWYŻSZYCH ZASTRZEŻEŃ.

©2026 Erste Bank Polska. Wszelkie prawa zastrzeżone