

Grupa Makarony Polskie

Program wsparcia pokrycia analitycznego GPW - aktualizacja

Bloomberg: MAK PW, Reuters: MAK WA

CEE Equity Research

Przemysł, Polska
12 czerwca, 2026, 07:51 CET

Przejęcie Joyfood coraz bliżej

Rekomendacja: Przeważaj. Cena docelowa (gru'26): 35.0 zł

Aktualizujemy nasze prognozy dla Grupy Makarony Polskie, jednocześnie pozostawiając niezmienną rekomendację Przeważaj, ale rewidując w górę cenę docelową (w horyzoncie do grudnia 2026) do 35.0 zł (wobec 33.5 zł poprzednio). Uważamy, że w przejęciu Joyfood będzie miało pozytywny wpływ na szacowaną wartość Grupy Makarony Polskie w długim okresie. Zakładamy, że pełny efekt przejęcia będzie widoczny od 2H27E. Jeżeli chodzi o krótki koniec krzywej prognoz, wyniki za 1Q26 oceniamy neutralnie, przy czym solidne przepływy operacyjne zasługują na podkreślenie. Podtrzymujemy nasze pozytywne nastawienie wobec perspektyw biznesowych Grupy Makarony Polskie.

Ryzyko inflacji cen żywności nadal aktualne. Prognozy FAO na sezon 2026/27 wskazują na lekkie pogorszenie bilansu zbóż: produkcja może spaść o ok. 2% r/r przy wzroście popytu o 0.6%. Sugeruje to ryzyko zacieśniania rynku i umiarkowaną presję inflacyjną na ceny żywności. Zestawiając to z utrzymującą się presją na notowania nośników energii w związku m.in. z konfliktem na Bliskim Wschodzie, zakładamy, że przełoży się to na większą presję inflacyjną cen żywności w średnim terminie dla konsumentów.

Finalizacja przejęcia Joyfood wydaje się być na wyciągnięcie ręki. UOKiK wyraził zgodę (5.06.2026) na przejęcie 100% Joyfood przez Stoczek Natura. Uwzględniamy jej efekty w wycenie. Zakładamy ostrożne przychody segmentu (PLN130 mln w 2030P) oraz synergie podnoszące EBITDA o ok. PLN8 mln. Zgodnie z naszym wcześniejszym komentarzem, transakcja powinna przełożyć się na dalszy wzrost wartości grupy.

Komentarz do wyników 1Q26. Wyniki 1Q26 oceniamy jako umiarkowanie pozytywne: spadki r/r były niewielkie mimo trudnego otoczenia. Wyróżniają się silne przepływy operacyjne i dobra pozycja bilansowa. Ryzyka to presja kosztowa i wolniejszy rozwój segmentu przetworów. Stabilny segment makaronów wspiera wyniki, ale nie jest katalizatorem dla kursu. Szczegółową analizę trendów biznesowych z 1Q26 zamieściliśmy w dedykowanej sekcji.

Ryzyka i szanse. Jako główne czynniki, które mogą mieć wpływ na pozycję/wyniki grupy niezmiennie wskazujemy na: (1) ryzyko zmiany preferencji konsumentów, (2) ryzyko utraty zaufania konsumentów do produktu/marki, (3) zmienne otoczenie makro oraz (4) strukturalne zmiany na rynku, zarówno po stronie odbiorców jak i konkurentów. W długim terminie nie można zapominać również o (5) czynnikach demograficznych.

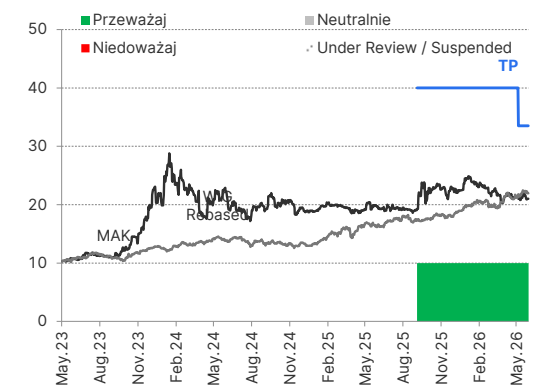
Wycena i rekomendacja. Średnia ważona wycena metodą DCF, CV oraz TMV implikuje cenę docelową (w perspektywie do gru'26) w wysokości 35.0 zł/akcję, co oznacza 72% potencjał wzrostu. W efekcie utrzymujemy naszą rekomendację dla grupy na poziomie Przeważaj.

Dane finansowe (rok do grudnia)

PLNmmln	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Przychody	355	303	294	315	362	405
EBITDA	58	56	40	47	55	64
EBIT	44	41	25	31	38	47
Zysk netto	33	33	20	25	33	42
C/Z (x)	4.5	7.0	11.4	9.0	6.9	5.3
EV/EBITDA (x)	2.4	3.5	5.2	4.4	3.5	2.7
Stopa FCF*	14.8%	17.4%	4.9%	1.3%	10.2%	15.1%
Stopa dywidendy	4.4%	3.5%	3.6%	3.7%	3.9%	5.8%

Źródło: Spółka, szacunki Erste Biuro Maklerskie, *stopa rentowności wolnych przepływów operacyjnych

Rekomendacja	Przeważaj
Cena docelowa (gru'26, PLN)	35.0
Cena (PLN, 10 czerwca 2026)	20.3
Kapitalizacja (PLNmmln)	224
Free float (%)	27%
Liczba akcji (mln)	11
<i>Poprzedni raport opublikowany 14 maja 2026:</i>	
Rekomendacja	Przeważaj
TP (PLN, gru'26)	33.5



Wykres porównuje cenę akcji spółki do notowań indeksu WIG

Główni udziałowcy % głosów

Praska Giełda Spożywcza. p. Zenon Daniłowski. Polskie Smaki Sp. z o.o.	32.99
Raya Holding for Technology & Communications S.A.E. Madova Sp. z o.o.	29.48
Fundacja Rodzinna Słomkowscy w organizacji	10.60

Źródło: gpw.pl

Opis spółki

Makarony Polskie to jeden z podmiotów konsolidujących rynek producentów makaronu w Polsce. Grupa szczyty się długoletnim doświadczeniem oraz bogatym know-how. Zakłady produkcyjne są zlokalizowane w Rzeszowie, Częstochowie i Korpelach.

Analitik

Michał Sopieli, Analityk Akcji

+48 693 720 651 michal.sopieli@erste.pl

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

Spis treści

SPIS TREŚCI.....	2
PODSUMOWANIE INWESTYCYJNE	3
WYCENA.....	4
PODSUMOWANIE GŁÓWNYCH OSTATNICH TRENDÓW RYNKOWYCH ORAZ CZYNNIKÓW SPECYFICZNYCH	7
PROGNOZY FINANSOWE – OPIS GŁÓWNYCH TRENDÓW I ZAŁOŻEŃ	16
PROGNOZY FINANSOWE – TABELA	21
WYNIKI KWARTALNE	22

W całym raporcie przyjęliśmy anglosaską notację: kropka - jako separator znaków dziesiętnych oraz przecinek - jako separator tysięcy.

Podsumowanie inwestycyjne

Tab. 1. Grupa Makarony Polskie: podsumowanie danych operacyjnych oraz finansowych

	2022	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Przychody (PLNm)	329	355	303	294	315	362	405
Przychody r/r (%)	93.9%	7.9%	-14.5%	-3.2%	7.1%	15.2%	11.9%
Przychody kraj (PLNm)	298	334	282	272	290	332	365
Przychody eksport (PLNm)	31	21	21	22	24	30	40
Export share in total revenues (%)	9.3%	5.8%	6.9%	7.4%	7.8%	8.3%	9.9%
RZiS – wybrane pozycje (PLNm; %)							
Marża zysku brutto	73	98	87	71	82	94	110
Marża zysku brutto vs. przychody	22%	28%	29%	24%	26%	26%	27%
EBITDA	44	58	56	40	47	55	64
EBITDA vs. przychody	13%	16%	19%	14%	15%	15%	16%
EBIT	35	44	41	25	31	38	47
EBIT vs. przychody	11%	12%	14%	8%	10%	11%	12%
Zysk netto	26	33	33	20	25	33	42
Zysk netto vs. przychody	8%	9%	11%	7%	8%	9%	10%
KSIOZ	38	45	46	49	53	58	65
KSIOZ vs. przychody	12%	13%	15%	17%	17%	16%	16%
Koszty sprzedaży	28	34	34	37	39	43	48
Koszty sprzedaży vs. przychody	9%	10%	11%	4%	4%	4%	4%
Koszty ogólnego Zarządu	10	11	12	12	13	15	17
Koszty ogólnego Zarządu vs. przychody	3%	3%	4%	4%	4%	4%	4%
Bilans – wybrane elementy (PLNm)							
Środki pieniężne i ekwiwalenty	8	29	53	34	28	42	63
Aktywa całkowite	239	238	254	250	268	297	329
Dług netto	27	12	9	6	5	5	4
Kapitał	123	149	174	185	202	226	255
RPP – wybrane elementy (PLNm)							
Przepływy operacyjne	17	51	52	8	37	45	53
Przepływy inwestycyjne	-20	-10	-11	-20	-33	-21	-18
Przepływy finansowe	-15	-20	-16	-8	-9	-10	-14
Wskaźniki zadłużenia							
Dług netto (PLNm)	24	-10	-37	-21	-17	-32	-54
Dług netto/EBITDA (x)	0.6	-0.2	-0.7	-0.5	-0.4	-0.6	-0.9
Dług netto/(DN+Kapitał) (x)	0.2	-0.1	-0.3	-0.1	-0.1	-0.2	-0.3
Wskaźniki inne							
EBIT r/r (%)	299%	28%	-7%	-40%	27%	22%	23%
ZYSK NETTO r/r	305%	27%	0%	-40%	24%	30%	29%
ROA (%)	11%	14%	13%	8%	9%	11%	13%
ROE (%)	24%	25%	21%	11%	13%	15%	17%
ROIC (%)	19%	25%	24%	12%	14%	17%	21%
ROCE (%)	21%	24%	20%	12%	14%	15%	17%
DPS (PLN)	0.30	0.60	0.75	0.74	0.75	0.79	1.18
STOPA DYWIDENDY (%)	3%	4%	4%	4%	4%	4%	6%
FCFE yield (%)	-14%	15%	17%	5%	1%	10%	15%
C/AKCJA (PLN)	2.4	3.0	3.0	1.8	2.3	2.9	3.8
WK/AKCJA (PLN)	11.1	13.5	15.7	16.8	18.3	20.5	23.1
Wskaźniki wyceny							
C/Z (x)	3.2	3.7	5.8	11.5	9.1	6.9	5.3
EV/EBITDA (x)	2.5	2.0	2.8	5.2	4.5	3.5	2.7
C/WK (x)	0.8	1.0	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9
EV/PRZYCHODY (x)	0.4	0.4	0.7	0.7	0.7	0.5	0.4

Źródło: Spółka, szacunki Erste Biuro Maklerskie

Wycena

Tab. 2. Kalkulacja WACC*

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, *wartość krańcowa

Tab. 3. Zmiany w prognozie

PLN mln	2026P			2027P			2028P		
	New	Previous	Change	New	Previous	Change	New	Previous	Change
Sprzedaż	315	305	3%	362	325	12%	405	358	13%
EBITDA	47	45	3%	55	49	11%	64	57	11%
EBIT	31	30	4%	38	33	15%	47	41	14%
Zysk netto	25	24	4%	33	28	15%	42	37	14%

Źródło: szacunki Erste Biuro Maklerskie

Wycena DCF

Tab. 4. Wycena DCF

	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Przychody	315	362	405	437	465
EBIT	31	38	47	53	56
Podatek EBIT	-6	-5	-5	-6	-11
NOPAT	25	33	42	47	45
Amortyzacja	16	16	17	17	18
Zmiany w kapitale obrotowym	4	4	6	4	4
Inwestycje netto	35	21	18	17	17
Wolne przepływy pieniężne (FCF)	2	24	35	43	43
WACC	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%
Wartość bieżąca FCF	2	20	26	28	25
Wartość bieżąca FCF 2026-30P	101				
Wzrost rezydualny	0.5%				
Wartość rezydualna (TV)	399				
Wartość bieżąca TV	237				
Wartość przedsiębiorstwa (EV)	338				
Dług netto (-)	-21.3				
Wartość bieżąca kapitału (PLN; BOP)	359				
Liczba akcji (mn)	11.0				
Wartość bieżąca EV na akcję (PLN)	32.5				
Wyplacone dywidendy (PLN)	0.00				
Cena docelowa (gru'26; PLN)	36.2				

Źródło: szacunki Erste Biuro Maklerskie

Wycena porównawcza
Tab. 5. Wycena porównawcza

Spółka	Cena	Waluta	Kapitalizacja (EURm)	C/Z			EV/EBITDA		
				2026P	2027P	2028P	2026P	2027P	2028P
Makarony Polskie SA	20.3	PLN	53	9.0	6.9	5.3	4.4	3.5	2.7
Polska									
Grupa Kety SA	1174.0	PLN	2,724	17.7	15.7	13.6	11.1	10.3	9.3
Fabryki Mebli Forte SA	18.9	PLN	106	6.1	8.7	6.4	4.2	5.4	4.5
Amica SA	51.2	PLN	94	-597.7	8.0	5.8	3.8	2.8	2.6
Tarczynski SA	120.0	PLN	320	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Sniezka SA	86.2	PLN	256	15.4	12.9	12.7	8.3	7.9	8.2
Mediana				10.8	10.8	9.5	6.3	6.6	6.4
Europa									
Ebro Foods SA	17.9	EUR	2,754	12.9	12.3	11.9	7.8	7.6	7.4
NewPrinces SpA	15.3	EUR	671	n.a.	n.a.	12.8	3.2	2.8	2.4
Podravka Prehrambena Ind DD	151.0	EUR	1,075	n.a.	n.a.	n.a.	8.4	7.9	n.a.
Mediana				12.9	12.3	12.4	7.8	7.6	4.9
Pozostałe geografie									
Armanino Foods of Distinction Inc	10.1	USD	282	17.0	16.2	n.a.	12.0	11.4	11.1
General Mills Inc	34.2	USD	15,813	10.8	10.4	9.7	9.8	10.0	9.8
Conagra Brands Inc	13.4	USD	5,545	8.3	7.9	7.4	8.0	8.0	7.7
Nissin Foods Holdings Co Ltd	2704.5	JPY	4,343	15.7	14.4	13.3	7.7	7.8	7.2
Uni-President China Holdings Ltd	7.4	HKD	3,536	12.4	11.6	10.7	6.1	5.8	5.6
The Campbell's Company	23.0	USD	5,939	10.6	11.5	10.5	8.9	8.8	8.6
Mediana				11.6	11.6	10.5	8.5	8.4	8.2
<i>Polska: premia/dyskonto vs. mediana</i>				<i>-16.8%</i>	<i>-36.3%</i>	<i>-43.9%</i>	<i>-29.6%</i>	<i>-47.0%</i>	<i>-58.0%</i>
<i>Europa: premia/dyskonto vs. mediana</i>				<i>-30.6%</i>	<i>-44.1%</i>	<i>-56.9%</i>	<i>-43.6%</i>	<i>-53.6%</i>	<i>-45.4%</i>
<i>Pozostałe: premia/dyskonto vs. mediana</i>				<i>-22.8%</i>	<i>-40.4%</i>	<i>-49.4%</i>	<i>-47.7%</i>	<i>-58.1%</i>	<i>-67.3%</i>

Źródło: Company Data, Bloomberg, szacunki Erste Biuro Maklerskie

Tab. 6. Implikowana cena za akcję - metoda porównawcza (PLN)

	P/E	EV/EBITDA	Średnia
	2026P-28P	2026P-28P	
Spółki krajowe	30.8	32.0	31.4
Spółki europejskie	37.6	36.1	36.8
Spółki pozostałe	33.5	41.5	37.5
Średnia wartość na akcję*	34.0	35.5	34.8

Źródło: szacunki Erste Biuro Maklerskie, *40% spółki porównywalne na rynku krajowym / 40% spółki porównywalne na rynku europejskim / 20% spółki porównywalne na innych rynkach zagranicznych

Tab. 7. Implikowana cena za akcję - metoda TMV (target multiple valuation)

PLNm	2026P	2027P	2028P	Średnia
Docelowy wskaźnik EV/EBITDA (x)	4.6	5.6	6.7	5.6
EBITDA	40	47	55	
EV	187	260	364	
Dług netto	-21	-17	-32	
Implikowana kapitalizacja rynkowa	208	277	396	
Implikowana wartość za akcję (PLN)	18.8	25.1	35.9	26.6
Docelowy wskaźnik P/E (x)	9.8	11.7	14.1	11.9
Net profit	20	25	33	
Implikowana kapitalizacja rynkowa	197	294	458	
Implikowana wartość za akcję (PLN)	17.9	26.6	41.5	28.7
Wagi				
EV/EBITDA	50%			
P/E	50%			
Średnia wartość na akcję (PLN)	18.4	25.8	38.7	27.6

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, wraz z oczekiwaną poprawą pozycji spółki oraz planowaną zmianą sposobu komunikacji głównych celów korporacyjnych wobec rynku, zakładamy wzrost w/w wskaźników o 20% r/r.

Tab. 8. Wycena na akcję (PLN)

	Nowa	Poprzednia	Zmiana
Wycena DCF	36.2	33.5	8%
Wycena porównawcza (oparta na 2026-28P)	34.8	37.1	-6%
TMV (target multiple valuation)	27.6	26.4	5%
Wycena ważona (gru'2026)*	35.0	33.5	5%

*Źródło: szacunki Erste Biuro Maklerskie, * wagi poszczególnych metod w wycenie całkowitej: DCF 70% / CV 20% / TMV 10%*

Naszą wycenę opieramy na modelu DCF (waga 70%), który implikuje wartość Grupy na poziomie 36.2 zł na akcję, wspartej wyceną porównawczą (waga 20%, 34.8 zł na akcję) oraz metodą TMV (waga 10%; 27.6 zł na akcję). Na tej podstawie określamy naszą cenę docelową na poziomie 35.0 zł w horyzoncie do grudnia 2026P.

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.

Podsumowanie głównych ostatnich trendów rynkowych oraz czynników specyficznych

Otoczenie rynkowe i tendencje cenowe z punktu widzenia rachunku kosztów

W 2025 r. rynek zbóż w Polsce oraz europejski rynek pszenicy durum charakteryzowały się podobnym przebiegiem – od presji cenowej na początku roku do umiarkowanego odbicia w drugiej połowie. Początkowo wysoka dostępność surowca oraz ograniczony popyt eksportowy sprzyjały stabilizacji cen, jednak wraz ze zbliżaniem się nowego sezonu coraz większą rolę odgrywały czynniki pogodowe i niepewność co do plonów. W efekcie, w drugiej połowie roku obserwowano stopniową poprawę notowań, choć skala wzrostów była ograniczana przez relatywnie wysoką podaż w UE. W przypadku pszenicy durum zmienność była wyższa, a ceny silniej reagowały na informacje o jakości i wielkości zbiorów w Europie Południowej, co doprowadziło do poszerzenia premii względem pszenicy zwyczajnej. Całościowo rok 2025 można określić jako okres przejścia od nadpodaży do bardziej zbilansowanego rynku, bez wyraźnego, trwałego trendu wzrostowego.

W perspektywie sezonu 2026/27 prognozy FAO (Organizacja Narodów Zjednoczonych do spraw Wyżywienia i Rolnictwa) wskazują na lekkie pogorszenie globalnego bilansu – produkcja zbóż może spaść o ok. 2% r/r do ok. 2 982 mln ton, przy jednoczesnym wzroście zużycia o ok. 0,6%. Spadek dotyczy głównie pszenicy, podczas gdy popyt wspierany jest przez rosnącą konsumpcję żywności oraz zapotrzebowanie paszowe. Zapasy globalne mają nieznacznie się obniżyć (ok. -0,3% r/r), co sugeruje stopniowe zacieśnianie rynku. Taki scenariusz, w naszej ocenie, może implikować umiarkowane inflacyjne otoczenie cenowe w kolejnych kwartałach, sprzyjające lekkim podwyżkom cen produktów rolno-spożywczych. Z punktu widzenia krajowych producentów żywności i sektora agro oznacza to potencjalnie bardziej wspierające warunki rynkowe, choć bez sygnałów silnego impulsu wzrostowego.

Tab. 9. Dynamika zmian średnich cen pszenicy i żyta w Polsce w latach 2020-4M26 (PLN)

Pszenica i żyto: średnie ceny 2020-4M26				
	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	-9%	-6%	-8%	-8%

Źródło: Spółka, szacunki Erste Biuro Maklerskie

Rynek makaronów w Polsce oceniany jest jako relatywnie stabilny, a jego rozwój napędza kilka istotnych trendów konsumenckich. Wśród nich wyróżnia się utrzymujące się zainteresowanie spożywaniem posiłków w domu, co – w połączeniu ze wzrostem świadomości żywieniowej – skłania konsumentów do poszukiwania nowych inspiracji kulinarnych. Jednocześnie rośnie

znaczenie lokalności produkcji – konsumenci coraz częściej preferują produkty krajowe i zwracają uwagę na pochodzenie surowców.

Istotną pozostaje także popularność produktów z tzw. „czystą etykietą”, czyli pozbawionych sztucznych dodatków, oraz produktów oferujących dodatkowe korzyści zdrowotne. Z drugiej strony rynek nadal cechuje się wysoką wrażliwością cenową, co wpływa na decyzje zakupowe oraz politykę cenową producentów.

W szerszej perspektywie, na rynku spożywczym obserwujemy trend w kierunku zdrowego stylu życia i diet specjalistycznych, co przekłada się na rozwój segmentu produktów typu BFY (Better-For-You). Segment ten bazuje m.in. na pełnych ziarnach, roślinach strączkowych, alternatywnych zbożach czy składnikach bezglutenowych. Jednocześnie rośnie znaczenie warzyw w diecie.

Dodatkowo coraz większą rolę odgrywają lokalne łańcuchy dostaw oraz rosnąca świadomość związana z ograniczaniem marnowania żywności. Trend 'zero waste' wpływa zarówno na sposób projektowania opakowań, jak i na zachowania konsumenckie oraz bardziej efektywne wykorzystanie produktów spożywczych.

Struktura sprzedaży

Krótkie podsumowanie 2025

W 2025 r. Grupa Makarony Polskie utrzymała zasadniczo stabilną strukturę sprzedaży w ujęciu wolumenowym, przy czym segment makaronów pozostał kluczowym obszarem działalności. Jednocześnie w ujęciu wartościowym odnotowano pogorszenie wyników, gdyż silna presja cenowa ze strony sieci handlowych ograniczała możliwość przenoszenia rosnących kosztów na ceny, co przełożyło się na spadek przychodów w tym segmencie mimo stabilnych wolumenów. Dodatkowo, presja kosztowa (zwłaszcza w obszarze pracy i usług obcych) negatywnie wpływała na marże, co skłaniało spółkę do większego nacisku na optymalizację miksu produktowego i ochronę rentowności. Na tym tle pozytywnie wyróżniał się segment przetworów mięsno-warzywnych, który odnotował wzrost zarówno wolumenowy, jak i wartościowy, zwiększając swój udział w strukturze sprzedaży oraz wspierając dywersyfikację w kierunku produktów o wyższej wartości dodanej i mniejszej presji cenowej. W efekcie struktura sprzedaży w 2025 r. była bardziej ukierunkowana na ochronę marż niż na wzrost przychodów, w wymagającym i zmiennym otoczeniu rynkowym.

Struktura sprzedaży i trendy w 1Q26

W 1Q26 przychody grupy spadły nieznacznie o ok. 2% r/r, co odzwierciedla utrzymującą się słabość rynku krajowego. Segment makaronów umocnił swoją pozycję, notując wzrost o 4% r/r do PLN60.5mn i zwiększając udział w sprzedaży ogółem. Z kolei segment przetworów mięsno-warzywnych odnotował wyraźną korektę (-34% r/r) do PLN9.6mn, po silnym wzroście w 2025 r., co istotnie ograniczyło jego udział w przychodach. Pozostałe kategorie miały mniejsze znaczenie: przetwory owocowo-warzywne spadły o 12% r/r, natomiast segment 'pozostałe' wzrósł o 54% r/r, choć z niskiej bazy.

W ujęciu geograficznym widoczna była wyraźna zmiana w kierunku eksportu. Sprzedaż krajowa spadła o 8% r/r, podczas gdy eksport wzrósł o 120% r/r, zarówno na rynkach UE

(+84%), jak i poza UE (+161%). W efekcie eksport istotnie zwiększył swój udział w przychodach, częściowo kompensując słabszy popyt krajowy.

Tab. 10. Asortymentowa struktura sprzedaży (PLNm)

Grupa produktowa	1Q25	1Q26	y/y
Makarony	58.1	60.5	4%
Przetwory mięsno - warzywne	14.4	9.6	-34%
Przetwory warzywne i owocowe	1.6	1.4	-12%
Pozostałe	1.6	2.5	54%
Suma	75.7	73.9	-2%

Źródło: Spółka, Erste Biuro Maklerskie

Podsumowując, 1Q26 w naszej opinii przyniósł stabilizację w segmencie makaronów, normalizację w segmentach wcześniej rosnących oraz przesunięcie sprzedaży w kierunku rynków zagranicznych. Na ten moment otwarte pozostaje pytanie czy ten kierunek rozwoju sprzedaży okaże się trwały w czasie.

Tab. 11. Geograficzna struktura sprzedaży (PLNm)

Geograficzny obszar sprzedaży	1Q25	1Q26	y/y
Kraj	72.5	66.7	-8%
Eksport	3.3	7.2	120%
UE	1.8	3.3	84%
Pozostałe kraje	1.5	4.0	161%
Suma	75.7	73.9	-2%

Źródło: Spółka, Erste Biuro Maklerskie

Kanały sprzedaży

Dane 1Q26 nie pozwalają na bardziej szczegółową analizę jeżeli chodzi o trendy sprzedażowe w rozbiciu na kanały sprzedaży. Poniżej zamieszczamy historyczne dane w ujęciu rocznym dla prezentacji ogólnego obrazu struktury sprzedaży.

Tab. 12. Struktura sprzedaży w podziale na główne kanały (udział %)

Segment działalności	2021	2022	2023	2024	2025
Marki własne	99.7	214.1	228.9	208.8	190.2
HN, HT i HoReCa	27.9	40.4	61.6	64.3	55.3
B2B i instytucje	19.0	43.7	43.7	9.3	26.5
Eksport	16.6	30.6	20.7	20.8	21.7
Suma	163.2	328.9	354.8	303.3	293.7

Źródło: Spółka, Erste Biuro Maklerskie

Tab. 13. Struktura sprzedaży w podziale na główne kanały (PLNm)

Segment działalności	2021	2022	2023	2024	2025
Marki własne	61.1%	65.1%	64.5%	68.9%	64.8%
HN, HT i HoReCa	17.1%	12.3%	17.4%	21.2%	18.8%
B2B i instytucje	11.7%	13.3%	12.3%	3.1%	9.0%

Eksport	10.2%	9.3%	5.8%	6.9%	7.4%
Suma	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Źródło: Spółka, Erste Biuro Maklerskie

Koncentracja klientów

Grupa Makarony Polskie utrzymuje relatywnie wysoką koncentrację klientów, opartą głównie na współpracy z dużymi sieciami handlowymi, takimi jak Biedronka (Jeronimo Martins Polska) oraz Lidl. Produkty Grupy są szeroko obecne w ofercie tych sieci, co potwierdza ich istotną rolę w strukturze sprzedaży. Jednocześnie w analizowanym okresie spółka nie zawierała innych znaczących umów, co wskazuje na utrzymującą się stabilność relacji z kluczowymi odbiorcami.

W 2025 r. widoczna była umiarkowana dywersyfikacja bazy klientów – udział dwóch największych partnerów obniżył się do ok. 47–48% przychodów, choć nadal tylko oni przekraczają próg 10% sprzedaży. Struktura odbiorców pozostała więc w dużej mierze niezmienną, a współpraca ma charakter partnerski i nie jest powiązana kapitałowo lub operacyjnie ze spółką.

W naszej ocenie nie należy oczekiwać istotnych zmian w poziomie koncentracji klientów w najbliższym, co najmniej średnim, horyzoncie. Model biznesowy oparty na współpracy z dużymi sieciami handlowymi pozostanie kluczowym elementem działalności Grupy, a ewentualne zmiany będą miały raczej charakter stopniowy niż strukturalny.

Siła przetargowa

Grupa Makarony Polskie działa w konkurencyjnym otoczeniu o wysokiej przejrzystości kosztów (surowce, energia), co wymusza dużą efektywność operacyjną i elastyczne zarządzanie ofertą oraz produkcją. Model biznesowy opiera się głównie na współpracy z sieciami handlowymi, a szerokie portfolio produktowe i zaplecze know-how wzmacniają pozycję spółki jako istotnego partnera, szczególnie w segmencie marek własnych.

Po okresie pandemii i podwyższonej inflacji skrócono cykle kontraktacji do 3–6 miesięcy, co zwiększa elastyczność cenową i ogranicza ryzyko kosztowe. Siła przetargowa grupy pozostaje umiarkowana – ograniczona przez koncentrację odbiorców i presję cenową sieci (co było widoczne w 2025 r.), ale częściowo równoważona przez szeroką ofertę, stabilność wolumenów i rosnące koszty zmiany dostawcy po stronie klientów.

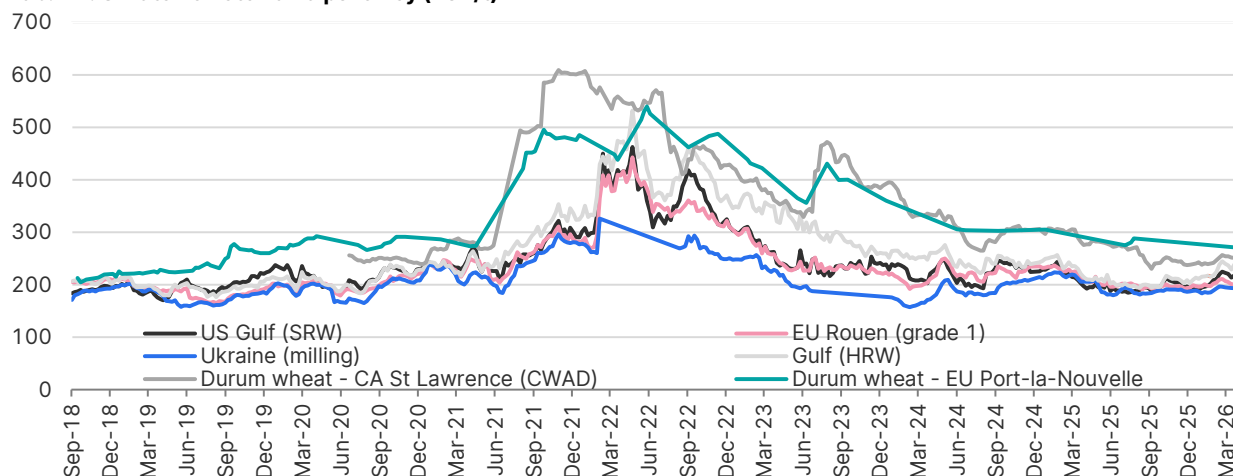
Nasze postrzeganie umiarkowanej siły przetargowej znajduje odzwierciedlenie w wynikach za 1Q26. Na ten moment utrzymujemy to założenie w mocy, licząc jednocześnie, że rozwój segmentu dań gotowych przyniesie większą elastyczność w zakresie budowy marki oraz kształtowania cen.

Czynniki mające wpływ na wyniki operacyjne i finansowe

Do kluczowych czynników, obejmujących zarówno determinanty wzrostu, jak i główne ryzyka biznesowe dla Grupy Makarony Polskie, zaliczamy:

- Ryzyko zmiany preferencji konsumentów. Grupa przykładą 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.
- 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.
- 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.
- 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 renegotjacji cen w trakcie obowiązywania umów, w połączeniu z umiarkowaną siłą przetargową, stanowiła ryzyko dla marż. Dodatkowo wysoka inflacja może obniżyć realne dochody konsumentów, skłaniając ich do ograniczania wydatków i wyboru tańszych produktów.
- 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.
- 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.
- 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.

Tab. 14. Światowe notowania pszenicy (EUR/t)



Źródło: Eurostat, Erste Biuro Maklerskie

Tab. 15. Dynamika zmian cen pszenicy na światowych rynkach

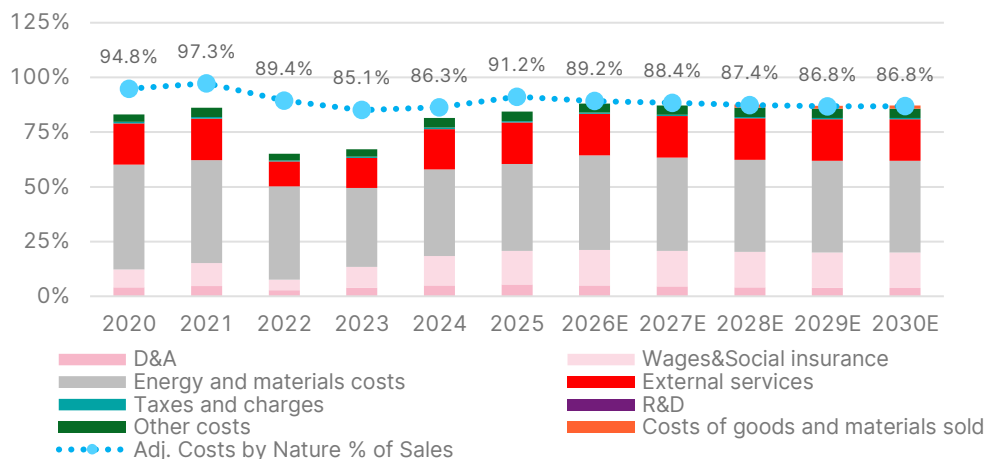
Wheat: mean price (in EUR) over 2020-5M26						
	Wheat - US Gulf (SRW)	Wheat - EU Rouen (grade 1)	Wheat - Ukraine (milling)	Wheat - US Gulf (HRW)	Durum wheat - CA St Lawrence (CWAD)	Durum wheat - EU Port-la-Nouvelle
2020	10%	7%	8%	8%	n/a	17%
2021	19%	25%	22%	28%	59%	48%
2022	43%	41%	16%	53%	30%	18%
2023	-31%	-29%	-17%	-23%	-23%	-17%
2024	-11%	-12%	-18%	-21%	-19%	-22%
2025	-9%	-5%	7%	-13%	-15%	-10%
2026	2%	-3%	-4%	6%	-10%	-6%

Źródło: Eurostat, Erste Biuro Maklerskie

Struktura kosztów

Raport 1Q26 nie pozwala na szczegółową dekompozycję kosztów rodzajowych. Niemniej jednak, w tym zakresie bazujemy na raportowanych danych za 2025 rok. Utrzymujemy nasze szacunki stabilnie rosnących kosztów pracy, a w średnim okresie uwzględniamy również możliwy wzrost cen produktów rolnych spowodowany głównie rosnącymi kosztami nośników energii. Te ostatnie mogą w szczególności istotnie wpłynąć na poziom kosztów ponoszonych przez producentów rolnych, które to z dużym prawdopodobieństwem zostaną przeniesione na odbiorców półproduktów oraz produktów końcowych.

Tab. 16. Szacowana struktura kosztów rodzajowych



Źródło: Spółka, szacunki Erste Biuro Maklerskie

Strategia biznesowa / model operacyjny

Na ten moment strategia Grupy Makarony Polskie pozostaje niezmienna i ma się koncentrować na następujących obszarach:

Inicjatywy wspólne dla wszystkich segmentów operacyjnych

- Rozbudowa mocy produkcyjnych w zakładzie produkcyjnym w Korpelach;
- Inwestycje w kolejne linie do produkcji oraz centrum badawczo-rozwojowe dedykowane rozszerzeniu asortymentu i rozwoju nowych segmentów rynku, zarówno w kraju, jak i zagranicą;
- Realizacja projektów nakierowanych na optymalizację kosztową i procesową, np. wdrożenie oprogramowania MES w obrębie zakładów produkcyjnych, oprogramowanie WMS w obrębie magazynów, czy oprogramowanie CMMS;
- Automatyzacja i robotyzacja procesów pakowania produktów makaronowych zwiększająca zdolności przetwórcze i zmniejszająca kosztocłonność produkcji;
- Aktywna praca w obszarze B+R: prace nad opracowaniem i wdrażaniem innowacyjnych technologii wytwarzania nowych produktów, w tym m.in. żywności funkcjonalnej, prozdrowotnej, niskoprzetworzonej, a jednocześnie łatwej w przyrządzeniu i odpowiadającej na trendy rynkowe oraz żywieniowe;
- Konsekwentny rozwój oferty marki SoFood, obejmującej dania gotowe na tackach i w miseczkach oraz w nowych formatach opakowań miękkich, w zgodzie z oczekiwaniami konsumentów;
- Inwestycje w 'zieloną energię' z instalacji PV realizowane we wszystkich zakładach grupy, z przewodnim celem ograniczenia kosztów energii elektrycznej, jako że procesy produkcji makaronu i dań gotowych cechują się relatywnie dużą energochłonnością.

Rozwój działalności w segmencie marek własnych

- Dywersyfikacja i wzbogacenie oferty kierowanej do nowych i obecnych klientów o produkty prozdrowotne i funkcjonalne, kolejne produkty z nowej linii walcowanej, jak również produkty spółki Stoczek Natura Sp. z o.o. (w tym dania gotowe na tackach i w miseczkach);
- Akcje specjalne, listingi sezonowe produktów markowych w dyskontach;
- Inicjatywy optymalizacyjne w obszarze opakowań z uwzględnieniem zasad zrównoważonego rozwoju, nakierowane na poprawę / utrzymanie satysfakcjonującej marżowości segmentu;
- Rozwój relacji z kluczowymi klientami dzięki realizacji wspólnych projektów B+R w obszarze rozwoju nowych produktów.

Rozwój kanałów sprzedaży B2B

- Rozwój kategorii makaronów, przetworów mięsno-warzywnych odpowiadających oczekiwaniom klientów tego kanału;
- Kooperacja z innymi producentami makaronów oraz producentami dóbr komplementarnych w celu budowy szerokiej i spójnej oferty produktowej;
- Uelastycznienie oraz dostosowanie produktów do indywidualnych potrzeb odbiorców, tak by zacieśniać więzi biznesowe.

Zwiększenie udziałów i wzrost poziomu dystrybucji na rynku krajowym

- Intensyfikacja działań trade-marketingowych w celu zwiększania rozpoznawalności marek, a w efekcie ich udziałów rynkowych;
- Umocnienie i rozwój portfolio produktowego;
- Wypracowanie i wdrożenie jasnych reguł współpracy z równymi grupami klientów, ze szczególnym naciskiem na międzynarodowe sieci w formacie średnim i małym oraz sieci convenience, jako kompleksowej strategii dystrybucji selektywnej, uwzględniającej specyfikę kategorii oferowanych przez Makarony Polskie;
- Koncentracja na szybkim i efektywnym budowaniu dostępności produktów markowych w kanale nowoczesnym oraz wdrożenie skutecznej polityki dystrybucyjnej w kanale tradycyjnym,
- Intensyfikacja działań trade marketingowych, wspierających sprzedaż i odsprzedaż produktów oraz budujących trwałe relacje z klientami.

Rozwój eksportu

- Konsekwentny rozwój bazy klientów na rynkach zagranicznych w pełnym przekroju kanałów sprzedaży, z główną uwagą skupioną na rynkach europejskich;

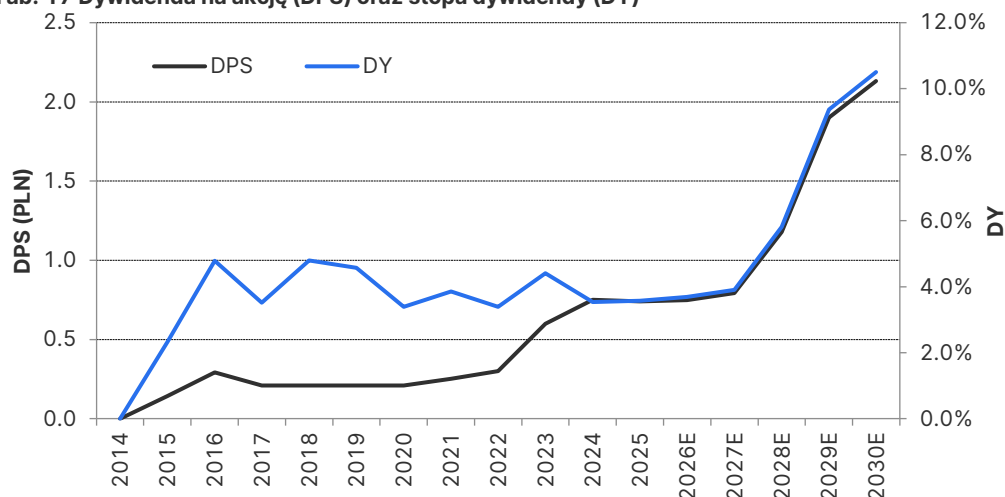
- Intensyfikacja komunikacji z interesariuszami poprzez udział m.in. w targach branżowych oraz organizację spotkań B2B na rynkach docelowych,
- Rozwój dedykowanej oferty produktowej poprzez oferowanie na rynkach zagranicznych makaronów, w tym makaronów funkcjonalnych (np.: fit, cardio, diabetic, czy w oparciu o rośliny strączkowe) oraz dań gotowych na tackach;
- Pozyskiwanie i realizacja projektów dotyczących dostaw pod marką własną odbiorcy,
- Kooperacja z innymi podmiotami, które posiadają ofertę komplementarną do oferty grupy w celu maksymalizacji sprzedaży i uatrakcyjnienia oferty.

Polityka dywidendowa / planowana wypłata dywidendy

Zarząd Makarony Polskie zarekomendował wypłatę dywidendy za rok 2025 w wysokości ok. PLN17.4mn, implikując DPS w wysokości PLN0.75 oraz 3.7% stopę dywidendy (DY). Pozostała część zysku netto z roku 2025 ma zostać alokowana na kapitał zapasowy spółki. Jednocześnie zaproponowano ustalenie dnia dywidendy na 15 lipca 2026 roku oraz dnia jej wypłaty na 30 lipca 2026 roku. Ostateczną decyzję w sprawie podziału zysku podejmie naturalnie zwyczajne walne zgromadzenie.

Zarząd wskazał również, że w kolejnych latach będzie dążył do rekomendowania wypłaty dywidendy, uzależniając ją od wyników finansowych oraz bieżącej sytuacji i potrzeb inwestycyjnych spółki.

Tab. 17 Dywidenda na akcję (DPS) oraz stopa dywidendy (DY)



Źródło: Spółka, szacunki Erste Biuro Maklerskie

Dla przypomnienia, Grupa Makarony Polskie może pochwalić się długą historią regularnych wypłat dywidendy, przy czym historyczna stopa dywidendy kształtowała się na poziomie ok. 2–5%. W średnim horyzoncie prognoz zakładamy wypłatę 30% zysku za rok poprzedni, rosnącą w długim terminie do blisko 50%. W kontekście wcześniej prezentowanych faktów dotyczących Grupy Makarony Polskie, uważamy, że takie założenia są spójne z dotychczasową polityką spółki, która uzależnia wypłatę dywidendy od wypracowanego zysku, bieżących celów inwestycyjnych oraz sytuacji finansowej.

Prognozy finansowe – opis głównych trendów i założeń

Zmiany parametrów wejściowych modelu – w większości bez zmian

Konsumpcja krajowa pozostaje ogólnie stabilna

Na początku 2026 r. otoczenie konsumenckie w Polsce pozostaje relatywnie stabilne, choć cechuje się utrzymującą się ostrożnością gospodarstw domowych. Pomimo spadku inflacji, konsumenci pozostają wysoce wrażliwi cenowo, skupiając się na racjonalizacji wydatków, co sprzyja rozwojowi kanałów dyskontowych oraz zwiększonej skali działań promocyjnych.

Inflacja cen żywności może o sobie przypomnieć w kolejnych miesiącach

W krótkim terminie widoczne są tendencje deflacyjne w cenach żywności, jednak w średnim horyzoncie (2H26P) oczekiwany jest powrót umiarkowanej inflacji, napędzanej rosnącymi kosztami produkcji (m.in. paliwa, nawozy). Jednocześnie presja kosztowa u producentów nie przekłada się jeszcze w pełni na ceny detaliczne, a polityka cenowa pozostaje ostrożna ze względu na wrażliwość popytu. Dodatkowym czynnikiem ryzyka pozostaje otoczenie geopolityczne.

Przypominamy, że koncern Jeronimo Martins (JMT), właściciel m.in. sieci sklepów Biedronka, niedawno komentował, że niedawne wzrosty kosztów nie przełożyły się jeszcze wprost na ceny detaliczne. Niemniej jednak, w miarę narastania presji kosztowej u dostawców i przetwórców może dojść do przenoszenia części kosztów na ceny produktów, co skutkowałoby pojawieniem się umiarkowanej inflacji żywnościowej.

Jednocześnie JMT zwróciło uwagę na utrzymującą się ostrożność konsumentów w Polsce, co jest zbieżne z ogólnymi obserwacjami dotyczącymi trendów na rynku konsumenckim. Klient pozostaje silnie zorientowany na cenę, co ogranicza przestrzeń do agresywnych podwyżek i wymusza ostrożne podejście do polityki cenowej. Według koncernu, dodatkowym elementem otoczenia rynkowego pozostaje podwyższone ryzyko geopolityczne, które JMT wskazuje jako czynnik wymagający stałego monitorowania.

Podsumowując, powyższe obserwacje przekładają się na relatywnie stabilne założenia wobec poprzedniego modelu wyceny i nadal stanowią podstawę dla oceny perspektyw Grupy Makarony Polskie, w tym aktualizacji prognoz oraz wyceny.

Tab. 18. Notowania pszenicy w Polsce (PLN/1dt)



Źródło: GUS, Erste Biuro Maklerskie

Tab. 19. Notowania żyta w Polsce (PLN/1 dt)



Źródło: GUS, Erste Biuro Maklerskie

Przejęcie JoyFood Sp. z o.o. – zgoda UOKiK zwiększa szanse na pozytywne zakończenie procesu przejęcia

5 czerwca 2026 Makarony Polskie poinformowały, iż Stoczek Natura (spółka córka) otrzymała tego dnia decyzję Prezesa UOKiK dotyczącą zgłoszenia zamiaru koncentracji. Zgodnie z komunikatem urząd wydał zgodę na przejęcie przez Stoczek 100% udziałów w Joyfood Sp. z o.o., zgodnie z warunkową umową sprzedaży udziałów. Dla przypomnienia, data warunkowej umowy kupna / sprzedaży to 27 kwietnia 2026 roku.

Wobec wcześniej prezentowanej komunikacji, uzyskanie zgody oznacza spełnienie jednego z warunków zawieszających w/w umowy. Makarony Polskie zapowiedziały, że dalsze informacje o przebiegu procesu akwizycyjnego będą przekazywane w kolejnych raportach bieżących.

Przejęcie Joyfood wpisuje się w strategię konsolidacji Grupy Makarony Polskie i ma przede wszystkim wymiar operacyjny oraz przekłada się na poziom rentowności. Transakcja (ok. PLN9mn) umożliwi wzmocnienie segmentu dań gotowych, szczególnie produktów funkcjonalnych i pakowanych na tackach, oraz zwiększa ekspozycję na rosnący segment żywności o wyższej wartości dodanej.

Kluczowe korzyści biznesowe obejmują:

- synergie operacyjne i kosztowe – integracja produkcji z zakładem w Stoczku Łukowskim pozwoli na lepsze wykorzystanie mocy, uproszczenie logistyki oraz eliminację kosztów najmu,
- poprawę rentowności – oczekiwany wzrost EBITDA o ok. PLN4mn rocznie implikuje relatywnie krótki okres zwrotu (~3 lata),
- rozwój portfolio produktowego – wejście w segment produktów funkcjonalnych i 'superfoods' wzmocnia dywersyfikację oferty i potencjał marżowy,

- wsparcie skalowania biznesu – akwizycja jest zgodna z celem zwiększenia skali działalności (do ok. PLN1bn przychodów w dłuższym terminie).

Podsumowując, w ujęciu syntetycznym, planowaną akwizycję Joyfoods Sp. z o.o. oceniamy jako operacyjnie komplementarną, wspierającą poprawę efektywności kosztowej oraz strategicznie wzmacniającą najbardziej perspektywiczny segment działalności Grupy.

Prognozy wyników finansowych

Główne zmiany w otoczeniu / strukturze Grupy Makarony Polskie, które wkomponowaliśmy w bieżący model wyceny:

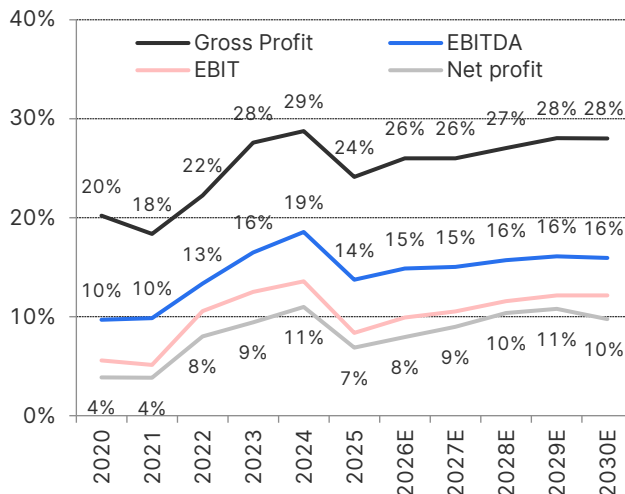
- Zgoda UOKiK z dnia 5 czerwca 2026 na przejęcie przez Stoczek Natura 100% udziałów w Joyfood Sp. z o.o., zgodnie z warunkową umową sprzedaży udziałów z dnia 27 kwietnia 2026 roku. Naszym zdaniem decyzja ta istotnie zwiększa szanse na pozytywne zakończenie procesu przejęcia, dlatego w modelu wyceny ujęliśmy oczekiwane efekty przejęcia. W długim terminie przyjęliśmy dość zachowawcze nastawienie co do potencjału przychodów dla segmentu przetworów mięsno-warzywnych (PLN130mn przychodów ze sprzedaży oczekiwane w roku 2030P), ale założyliśmy efekty synergii, jakie mogą skutkować łącznym wyższym poziomem EBITDA grupy w analogicznym horyzoncie, na poziomie ok PLN8mn.

Zgodnie z komentarzem zawartym w naszym poprzednim raporcie z 14 maja 2026, uwzględnienie efektów przejęcia przełożyło się na pozytywną zmianę w ocenie wartości Grupy Makarony Polskie w długim terminie.

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

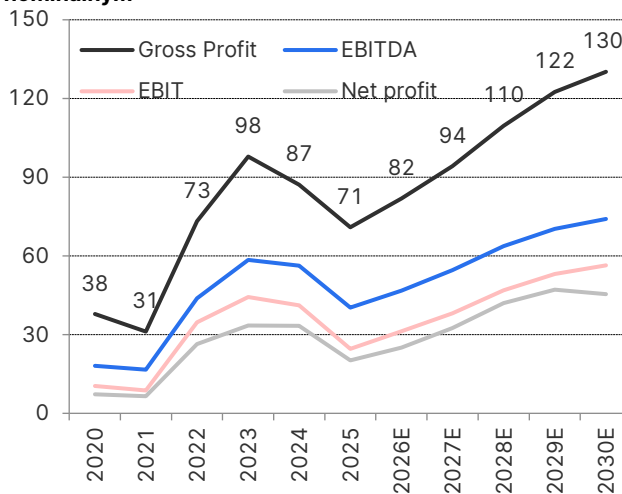
- Otoczenie kosztowe: prognozy nie zakładają istotnych szoków cenowych w długim terminie, ale odzwierciedlają relatywnie stabilny wzrost cen kluczowych surowców, energii i materiałów, bazujący głównie na trendach inflacyjnych. W dłuższym horyzoncie oczekiwany wzrost marż operacyjnych wynika głównie z 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.
- 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.

Tab. 20. Prognozowana ścieżka marż operacyjnych



Źródło: Spółka, szacunki Erste Biuro Maklerskie

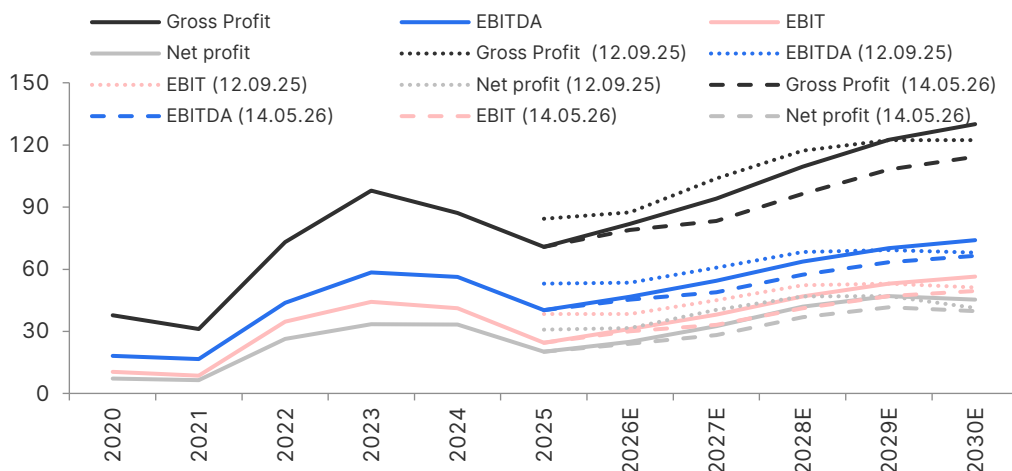
Tab. 21. Tab. 25. Szacowane marże operacyjne w ujęciu nominalnym



Źródło: Spółka, szacunki Erste Biuro Maklerskie

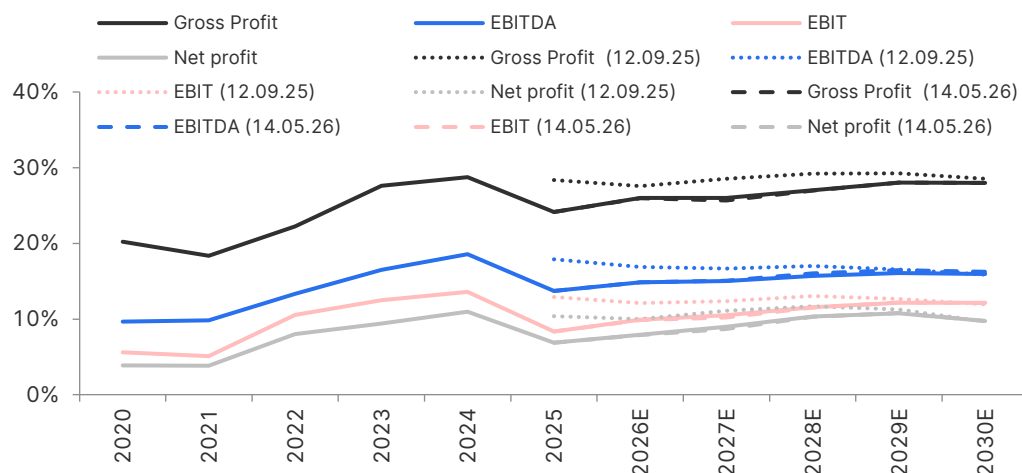
- Sukcesywna koncentracja produkcji / rynku: przyjmujemy subiektywne założenie braku wejścia nowych istotnych graczy na rynek oraz możliwość stopniowej konsolidacji rynku w długim terminie przez dominujące podmioty, przy rosnącej roli sieci dystrybucyjnych na stronie dystrybucji.
- Czynniki strukturalne i długoterminowe ryzyka: negatywne trendy demograficzne w Polsce i Europie uwzględniamy poprzez konserwatywne podejście do wartości rezydualnej, a nie bieżących prognoz operacyjnych.

Tab. 22. Ścieżka prognoz marż operacyjnych dla Grupy Makarony Polskie w ujęciu nominalnym (PLNm)



Źródło: Spółka, szacunki Erste Biuro Maklerskie

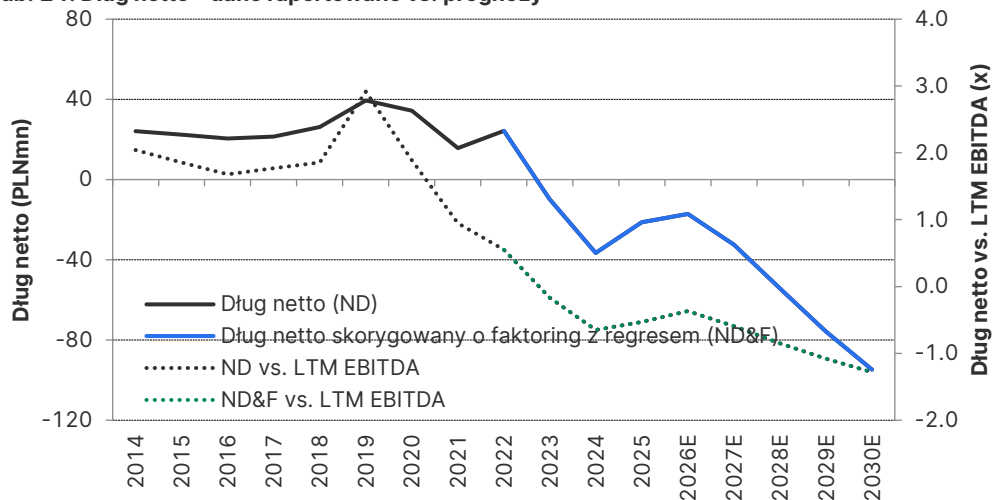
Tab. 23. Ścieżka prognoz marż operacyjnych dla Grupy Makarony Polskie (%)



Źródło: Spółka, szacunki Erste Biuro Maklerskie

Zadłużenie i konwersja EBITDA na przepływy operacyjne

Tab. 24. Dług netto – dane raportowane vs. prognozy



Źródło: Spółka, szacunki Erste Biuro Maklerskie

Mając na uwadze bardzo dobre przepływy operacyjne z 1Q26 oraz capex utrzymujący się na poziomie zbliżonym do ostatnio raportowanych wielkości, oceniamy, że struktura bilansu grupy może pozostać bezpieczna i dająca przestrzeń na realizację ewentualnych kolejnych projektów M&A.

Prognozy finansowe – tabele

Tab. 25. Rachunek zysków i strat

PLNmn	2022	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Przychody skonsolidowane	329	355	303	294	315	362	405
KWS	256	257	216	223	233	268	296
Zysk brutto	73	98	87	71	82	94	110
SG&A	38	45	46	49	53	58	65
Pozostałe przychody operacyjne netto	0	-8	0	3	2	2	3
EBITDA	44	58	56	40	47	55	64
Zysk operacyjny	35	44	41	25	31	38	47
Przychody (koszty) finansowe netto	-2	-2	0	1	0	0	0
Zysk przed opodatkowaniem	32	43	41	25	31	38	47
Podatek dochodowy	-6	-9	-8	-5	-6	-5	-5
Zysk netto	26	33	33	20	25	33	42
Marża brutto	22.3%	27.6%	28.7%	24.1%	26.0%	26.0%	27.0%
Marża EBITDA	13.3%	16.5%	18.6%	13.7%	14.9%	15.0%	15.7%
Marża operacyjna	10.6%	12.5%	13.6%	8.4%	9.9%	10.5%	11.6%
Marża zysku netto	8.0%	9.4%	11.0%	6.9%	8.0%	9.0%	10.4%

Źródło: Spółka, szacunki Erste Biuro Maklerskie

Tab. 26. Bilans

PLNmn	2022	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Aktywa obrotowe	95	102	121	121	121	146	177
Aktywa trwałe	144	136	128	129	146	151	152
Aktywa razem	239	238	254	250	268	297	329
Zobowiązania krótkoterminowe	75	53	52	43	44	50	54
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	202	226	255
Zobowiązania ogółem	239	238	254	250	268	297	329
Dług netto (DN)	24	-10	-37	-21	-17	-32	-54
DN / LTM EBITDA	0.6	-0.2	-0.7	-0.5	-0.4	-0.6	-0.9

Źródło: Spółka, szacunki Erste Biuro Maklerskie

Tab. 27. Rachunek przepływów pieniężnych

PLNmn	2022	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Przepływy z działalności operacyjnej	17	51	52	8	37	45	53
Przepływy z inwestycji	-20	-10	-11	-20	-33	-21	-18
Przepływy z tytułu finansowania	-15	-20	-16	-8	-9	-10	-14
W tym dywidendy	-3	-7	-8	-8	-8	-9	-13
Zmiana środków pieniężnych netto	-18	21	24	-20	-5	14	21

Źródło: Szacunki Erste Biuro Maklerskie

Wyniki kwartalne

Analiza i komentarz do wyników I kw. 2026 r.

Przychody

W I kw. 2026 roku grupa odnotowała przychody na poziomie blisko PLN74mn, implikując spadek o ok. 2% r/r i wynik zbliżony do naszych oczekiwań. Presja na dynamikę roczną wynikała przede wszystkim ze słabszych wyników w segmencie przetworów mięsno-warzywnych, gdzie sprzedaż spadła do ok. PLN10mn (-29% r/r), co utożsamiamy z niższą sprzedażą jeżeli chodzi o realizowany biznes kontraktowy (w ramach postępowań przetargowych). Jednocześnie segment makaronów zanotował wzrost przychodów do ok. PLN60mn (+3% r/r), co potwierdza raczej defensywny charakter podstawowego biznesu spółki, a także dojrzałość całego rynku jeżeli chodzi o aktualny portfel produktowy grupy.

Koszty SiOZ

Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu wyniosły niecałe PLN13mn, rosnąc o ok. 9% r/r i przewyższając poziom zakładany w naszych prognozach (PLN12.4mn). W rezultacie udział kosztów SG&A w przychodach wzrósł do 17.4% (vs. 15.5% rok wcześniej). W naszej ocenie odzwierciedla to utrzymującą się presję kosztową, szczególnie w obszarze kosztów sprzedaży (13.5% przychodów vs. 11.8% w 1Q25), w tym w związku z toczącymi się projektami, których celem jest zwiększenie skali biznesu.

Tab. 28. Wybrane elementy sprawozdań finansowych w ujęciu kwartalnym / prognoza wyników 1Q26P (1/2)

PLNmnn	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	y/y	q/q	2025	LTM
Przychody	75.7	73.3	71.8	72.8	73.9	-2%	1%	294	292
EBITDA	13.1	9.4	9.5	9.7	11.4	-13%	18%	42	40
EBITDA %	17.3%	12.8%	13.2%	13.3%	15.5%	-182.1	215.0	14.2%	13.7%
EBIT	9.2	5.4	5.6	5.8	7.6	-17%	30%	26	24
EBIT %	12.1%	7.4%	7.8%	8.0%	10.3%	-181.9	226.4	8.8%	8.4%
Zysk netto	7.6	4.6	4.5	4.8	6.2	-19%	29%	21	20
ZN %	10.1%	6.2%	6.3%	6.6%	8.4%	-167.7	179.0	7.3%	6.9%
OCF	1.3	2.0	5.3	13.0	11.1	779%	-15%	22	31
Dług netto	-33	-33	-27	-21	-29	-14%	34%	-21	-29
DN / LTM EBITDA	-0.6	-0.9	-0.8	-0.7	-0.9	-0.3	-0.2	-0.7	-0.9
KSIOZ	11.8	12.3	12.2	12.9	12.9	9%	0%	49.1	50.2
KSIOZ %	15.5%	16.7%	17.0%	17.7%	17.4%	1.9	-0.3	16.7%	17.2%
Przychody w podziale na segmenty									
Produkcja makaronu	58	50	53	59	60	4.0%	2.5%	220	222
Przetwory mięsno-warzywno	14	20	15	10	10	-33.6%	-6.6%	60	56
Przetwory warzywno i owocowe	2	1	1	1	1	-12.4%	-4.8%	6	5
Pozostałe segmenty	2	2	2	2	3	54.2%	15.2%	8	9

Źródło: Spółka, szacunki Erste Biuro Maklerskie

Rentowność operacyjna

Poziom EBITDA 1Q26 wyniósł ok. PLN11.4 mln (-13% r/r) i był nieco lepszy od naszych oczekiwań na poziomie PLN11mn. Marża EBITDA spadła do 15.5% (vs. 17.3% w analogicznym okresie roku poprzedniego). Na poziomie EBIT Grupa Makarony Polskie osiągnęła ok. PLN7.6mn (-17% r/r), przy marży 10,3%. Zysk netto wyniósł ok. PLN6.2mn (-18% r/r), zgodnie z naszymi prognozami. Spadek rentowności r/r wynikał głównie z wyższej bazy kosztowej oraz mniej korzystnej struktury sprzedaży (słabszy segment przetworów).

Przepływy pieniężne i bilans

Operacyjne przepływy pieniężne były wyraźnie pozytywnym zaskoczeniem i wyniosły blisko PLN11mn (vs. PLN1.3mn w 1Q25 oraz PLN7mn prognozowane przez nas). Warto przy tym zauważyć, że grupa utrzymała bardzo dobrą sytuację płynnościową: pozycja gotówkowa netto była na poziomie ok PLN29mn, a wskaźnik ND/LTM EBITDA na poziomie -0,9x, lepszym niż w ubiegłym roku. Jednocześnie widoczny jest relatywnie mały wzrost nakładów inwestycyjnych (wobec cały czas planowanych wydatków do poniesienia w 2026 roku), jako że capex (w ujęciu rachunku przepływów pieniężnych) sięgnął ok. PLN3.6mn vs. PLN1.9mn w 1 Q25).

Tab. 29. Wybrane elementy sprawozdań finansowych w ujęciu kwartalnym / prognoza wyników 1Q26P (2/2)

PLNm	1Q26	y/y	q/q	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25	LTM
Przychody	73.9	-2%	1%	170	329	355	303	294	292
EBITDA	11.4	-13%	18%	17	42	58	57	42	40
EBITDA %	15.5%	-182.1	215.0	9.8%	12.9%	16.3%	18.6%	14.2%	13.7%
EBIT	7.6	-17%	30%	9	33	44	41	26	24
EBIT %	10.3%	-181.9	226.4	5.0%	10.1%	12.3%	13.7%	8.8%	8.4%
Zysk netto	6.2	-19%	29%	6	24	33	34	21	20
ZN %	8.4%	-167.7	179.0	3.8%	7.4%	9.3%	11.1%	7.3%	6.9%
OCF	11.1	779%	-15%	13	22	53	49	22	31
Dług netto	-29	-14%	34%	34	16	-10	-37	-21	-29
DN / LTM EBITDA	-0.9	-0.3	-0.2	1.8	1.0	-0.2	-0.6	-0.7	-0.9
KSIOZ	12.9	9%	0%	26.6	38.2	45.1	45.7	49.1	50.2
KSIOZ %	17.4%	1.9	-0.3	15.7%	11.6%	12.7%	15.1%	16.7%	17.2%
Przychody w podziale na segmenty									
Produkcja makaronu	60	4.0%	2.5%	121	259	283	240	220	222
Przetwory mięsno-warzywne	10	-33.6%	-6.6%	32	52	56	52	60	56
Przetwory warzywne i owocowe	1	-12.4%	-4.8%	8	9	8	6	6	5
Pozostałe segmenty	3	54.2%	15.2%	8	10	8	5	8	9

Źródło: Spółka, szacunki Erste Biuro Maklerskie

Podsumowując, wyniki 1Q26 roku postrzegamy jako umiarkowanie pozytywne. Spadek przychodów i rentowności w ujęciu r/r był niewielki, a otoczenie biznesowe (koszt pracy oraz deflacyjne otoczenie jeżeli chodzi o ceny żywności) pozostawało wymagające. Szczególnie pozytywnie, w naszej ocenie, wyróżniły się silne przepływy operacyjne, które przełożyły się m.in. na bardzo dobrą pozycję bilansową. Uważamy, że głównymi czynnikami ryzyka pozostają presja kosztowa oraz wolniejsze niż zakładamy tempo rozwoju sprzedaży segmentu przetworów mięsno-warzywnych. W tym kontekście stabilna sprzedaż w

segmente makaronów stanowi istotne wsparcie wyników w średnim terminie, jednak jest niewystarczająca, aby wywołać bardziej wyraźny impuls wzrostowy kursu spółki na GPW.

Tab. 30. P&L w przekroju segmentów biznesowych (PLNmn)

Grupa Makarony Polskie	Makarony	Przetwory mięсно - warzywne	Przetwory warzywne i owocowe	Pozostałe	Suma
Przychody skonsolidowane	60.5	9.6	1.4	2.5	73.9
Przychody segmentu	60.5	9.6	1.4	2.5	73.9
Przychody ze sprzedaży między segmentami	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Koszty segmentów	43.8	8.3	1.3	1.1	54.5
Zyski lub straty segmentów	16.6	1.3	0.1	1.4	19.4
KSOA					12.8
Koszty sprzedaży					10.0
Koszty zarządu					2.8
Pozostałe przychody / koszty operacyjne netto					1.0
Pozostałe przychody					1.1
Pozostałe koszty					-0.2
Przychody / koszty finansowe netto					0.1
Przychody finansowe					0.4
Koszty finansowe					-0.2
Pozostałe elementy RZiS					0.0
Korekta o zyski wewnątrzgrupowe					0.0
Pozostały zysk lub strata					0.0
Zyska / strata brutto z działalności kontynuowanej					7.7

Źródło: Spółka, szacunki Erste Biuro Maklerskie

Tab. 31. Zyski segmentów w ujęciu kwartalnym

	1Q25	1Q26	y/y (bps)
Makarony	26.6%	27.5%	94
Przetwory mięсно - warzywne	12.5%	13.4%	89
Przetwory warzywne i owocowe	15.2%	6.8%	-846
Pozostałe	65.3%	54.7%	-1,062
Grupa Makarony Polskie	24.5%	26.2%	173

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 Kyrzcz, *Analityk akcji*
Budownictwo, Deweloperzy, IT

Tomasz Sokółowski, *Analityk akcji*
Sektor Detaliczny, E-commerce

Michał Sopieli, *Analityk akcji*
Sektor Przemysłowy, Chemia, Analizy Ilościowe

Piotr Zielonka, CFA, *Analityk akcji*
Gry, Strategia

Marcin Działek, *Analityk techniczny 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.*

UJAWNIEŃIA

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.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy Erste Bank Polska otrzymał wynagrodzenie z tytułu świadczenia usług innych niż bankowość inwestycyjna, na rzecz: **Makarony Polskie SA.**

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 osiągnięcie 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 następnym 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 sporządzanie 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 jakkolwiek 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 udzieleniu, zachowało należyta 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 $\geq 15\%$.

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-letnich 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 sporządzeniu 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 Bloomberg 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 że bazuje na szacowanych wielkościach wartości rezydualnej (nadwyżka ROE nad kosztem kapitału) a nie zdyskontowanych przepływów 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 wartości 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; (v) otoczenie konkurencyjne odgrywa kluczową rolę w określaniu zdolności organizacji do kształtowania marż zysku; (vi) innowacje technologiczne mogą zakłócać funkcjonowanie rynków, zmniejszając konkurencyjność niektórych produktów lub

Grupa Makarony Polskie
12 czerwca, 2026

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