

Grupa Makarony Polskie

Program wsparcia pokrycia analitycznego GPW – inicjacja

Bloomberg: MAK PW, Reuters: MAK.WA

CEE Equity Research

Przemysł, Polska

12 września 2025, 17:05 CET

Możliwy kolejny skok w skali biznesu

Rekomendacja: Przeważaj. Cena docelowa (gru'26): 40.0 zł

Inicjujemy wydawanie rekomendacji dla Grupy Makarony Polskie SA z zaleceniem Przeważaj oraz ceną docelową (w horyzoncie do grudnia 2026) w wysokości 40.0 zł. Postrzegamy pozycję przetargową grupy jako relatywnie silną z uwagi na posiadany know-how oraz szerokie portfolio produktowe. Obecnie obowiązujące standardy umów z sieciami handlowymi o długości ok. 3-6 miesięcy wydają się gwarantować relatywny komfort prowadzenia działalności operacyjnej. Krajowy rynek spożywczy postrzegamy jako dojrzały. Oczekujemy jego konwergencji w stronę cech obserwowanych w krajach Europy Zachodniej, tj. widzimy potencjał do wzrostu udziału dyskontów oraz marek własnych w rynku. W związku z planami dalszego organicznego rozwoju biznesu, oczekujemy że na przełomie 2027/28P grupa może być w stanie osiągać istotnie wyższe przychody. Warto przy tym pamiętać o potencjale do konsolidacji rynku. Co istotne, potencjał do wypłaty dywidendy powinien pozostać niezagrożony, dzięki wysokiej, rentowności generacji wolnych przepływów pieniężnych, którą szacujemy. Wskaźniki wyceny porównawczej postrzegamy jako bardzo atrakcyjne i dostrzegamy miejsce do ich ekspansji.

Profil inwestycyjny. Makarony Polskie są kojarzone przede wszystkim z oferowaną gamą makaronów. Równolegle jednak grupa prowadzi działalność w segmencie przetworów mięsno-warzywnych oraz owocowo-warzywnych. Ta pierwsza linia wydaje się jednak szczególnie perspektywiczna w obszarze dań gotowych, dedykowanych na półkę suchą. W kluczowej linii makaronów większość produktów jest sprzedawana jako marki własne dla wiodących na rynku sieci handlowych (dyskonty oraz supermarkety). Postrzegamy pozycję przetargową grupy jako relatywnie silną, z uwagi na posiadany know-how oraz szerokie portfolio produktowe. Po stronie zarządzania ceną, dobrą zmianą w ostatnim czasie było skrócenie okresu kontraktacji (deklaracja ceny oraz wolumenu) z wcześniej dominujących rocznych do obecnie obowiązujących ok. 3-6 miesięcznych okresów.

Biznes w trakcie egzekucji strategii wzrostu. Rynek makaronów w Polsce wydaje się dojrzały, zarówno pod kątem spożycia, jak i udziału pozostałych graczy w rynku. Przyjmujemy jego wielkość w wysokości ok 220t rocznie, a udziałów Grupy Makarony Polskie na +/- 20%. W celu obrony / walki o udziały rynkowe, grupa ma w planach, w krótkim terminie, zainwestować ok. 60mln zł łącznie w rozwój produkcji w Korpelach oraz Stoczku Łukowskim. Inwestycje mają być nakierowane na rozwój produktów premium, o wyższej wartości dodanej. Zakładamy, że toczące się procesy inwestycyjne będą zakończone w połowie 2026P, a pełne przełożenie na przychody możliwe jest od przełomu roku 2027/28P. W dłuższym horyzoncie, spodziewamy się kontynuacji ruchów konsolidacyjnych zarówno po stronie producentów, jak też rosnącego udziału dyskontów. Potencjalne projekty M&A nie są jednak wkomponowane w nasz model wyceny z uwagi na ich wysoce opcyjny charakter.

Stabilna sytuacja makro w średnim terminie. W średnim terminie prognozujemy dalszą, stopniową stabilizację cen surowców po szoku inflacyjnym widocznym w ostatnich latach. Zwracamy przy tym uwagę, że umowa UE-Mercosur powinna wspierać w/w tezę, szczególnie w segmencie dań gotowych. Krajowa, oczekiwana dynamika funduszu płac oraz nastroje konsumpcyjne wydaje się wspierające. W długim terminie główne wyzwania utożsamiamy z trendami demograficznymi, co przekłada się na nasze szacunki wartości rezydualnej Grupy Makarony Polskie.

Segment marek własnych. Zgodnie z danymi PLMA, w 2024 udział marek własnych osiągnął poziom ok. 24% wydatków Polsce. Dynamika r/r wydatków na te produkty wyniosła 7%, co jest wiązane m.in. z rozwojem kanału dyskontowego. Wśród krajów europejskich jest to jeden z niższych poziomów (analogiczny wskaźnik w przypadku Hiszpani to blisko 46%, a dla Niemiec to ok. 41%). W długim terminie, taka dyktomia może przekładać się na konwergencję rynku polskiego do gospodarek rozwiniętych, co może działać na korzyść Grupy Makarony Polskie.

Ryzyka i szanse. Wśród głównych czynników, które mogą mieć wpływ na pozycję/wyniki grupy widzimy: (1) ryzyko zmiany preferencji konsumentów, (2) ryzyko utraty zaufania konsumentów do produktu/marki, (3) labilne otoczenie makro oraz (4) strukturalne zmiany rynkowe dotyczące sieci handlowych. W długim terminie (5) kwestie demograficzne mogą stanowić również wyzwanie.

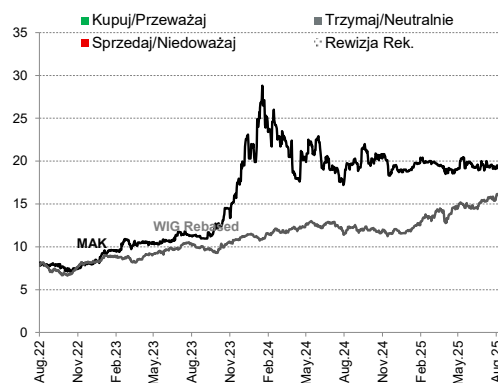
Wycena i rekomendacja. Średnia ważona wycena metodą DCF, CV oraz TMV implikuje cenę docelową (w perspektywie do gru' 26) w wysokości 40 zł/akcję, co implikuje 109% potencjał wzrostu. W efekcie nasza rekomendacja to Przeważaj.

Dane finansowe (rok do grudnia)

PLN mln	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Sprzedaż	329	355	303	297	317	364
EBITDA	44	58	56	53	54	61
EBIT	35	44	41	38	38	45
Zysk netto	26	33	33	31	32	40
C/Z (x)	3.7	4.5	7.0	6.8	6.7	5.2
EV/EBITDA (x)	2.8	2.4	3.5	2.9	2.7	2.0
Stopa FCF*	-14.4%	14.8%	17.4%	13.9%	7.3%	11.9%
Stopa dywidendy	3.4%	4.4%	3.5%	4.0%	3.7%	3.8%

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

Rekomendacja	Przeważaj
Cena docelowa (gru'26)	40.0 zł
Cena (PLN, 11 września 2025)	19.1
Kapitalizacja (PLNmIn)	211
Free float (%)	27
Liczba akcji (mIn)	11.0



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 Słomkowsy 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.

Analityk

Michał Sopieli, Analityk akcji

+48 693 720 651 michal.sopiel@santander.pl

Spis treści

PODSUMOWANIE INWESTYCYJNE	3
WYCENA.....	4
MODEL BIZNESOWY I STRATEGIA.....	7
PROGNOZY FINANSOWE	24
WYNIKI KWARTALNE	30

*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

	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Przychody (PLNm)	170	329	355	303	297	317	364
Przychody r/r (%)	-9.4%	93.9%	7.9%	-14.5%	-2.0%	6.6%	14.7%
Przychody kraj (PLNm)	153	298	334	282	277	294	336
Przychody eksport (PLNm)	17	31	21	21	20	23	28
Export share in total revenues (%)	9.8%	9.3%	5.8%	6.9%	6.9%	7.2%	7.7%
RZiS – wybrane pozycje (PLNm; %)							
Marża zysku brutto	8	9	14	15	15	15	16
Marża zysku brutto vs. przychody	18%	22%	28%	29%	28%	28%	29%
EBITDA	17	44	58	56	53	54	61
EBITDA vs. przychody	10%	13%	16%	19%	18%	17%	17%
EBIT	9	35	44	41	38	38	45
EBIT vs. przychody	5%	11%	12%	14%	13%	12%	12%
Zysk netto	7	26	33	33	31	32	40
Zysk netto vs. przychody	4%	8%	9%	11%	10%	10%	11%
KSiOZ	27	38	45	46	46	49	59
KSiOZ vs. przychody	16%	12%	13%	15%	15%	15%	16%
Koszty sprzedaży	20	28	34	34	34	36	43
Koszty sprzedaży vs. przychody	12%	9%	10%	11%	4%	4%	4%
Koszty ogólnego Zarządu	6	10	11	12	12	13	15
Koszty ogólnego Zarządu vs. przychody	4%	3%	3%	4%	4%	4%	4%
Bilans – wybrane elementy (PLNm)							
Środki pieniężne i ekwiwalenty	26	8	29	53	74	82	99
Aktywa całkowite	205	239	238	254	273	297	334
Dług netto	37	27	12	9	8	7	6
Kapitał	102	123	149	174	196	220	253
RPP – wybrane elementy (PLNm)							
Przepływy operacyjne	17	17	51	52	44	41	46
Przepływy inwestycyjne	-8	-20	-10	-11	-13	-24	-20
Przepływy finansowe	17	-15	-20	-16	-10	-9	-9
Wskaźniki zadłużenia							
Dług netto (PLNm)	16	24	-10	-37	-59	-68	-87
Dług netto/EBITDA (x)	0.9	0.6	-0.2	-0.7	-1.1	-1.3	-1.4
Dług netto/(DN+Kapitał) (x)	0.1	0.2	-0.1	-0.3	-0.4	-0.5	-0.5
Wskaźniki inne							
EBIT r/r (%)	-17%	299%	28%	-7%	-7%	0%	17%
ZYSK NETTO r/r	-10%	305%	27%	0%	-7%	3%	27%
ROA (%)	3%	11%	14%	13%	11%	11%	12%
ROE (%)	7%	24%	25%	21%	17%	15%	17%
ROIC (%)	6%	19%	25%	24%	23%	21%	24%
ROCE (%)	6%	21%	24%	20%	17%	16%	16%
DPS (PLN)	0.25	0.30	0.60	0.75	0.75	0.70	0.72
STOPA DYWIDENDY (%)	4%	3%	4%	4%	4%	4%	4%
FCFE yield (%)	24%	-14%	15%	17%	14%	7%	12%
C/AKCJA (PLN)	0.6	2.4	3.0	3.0	2.8	2.9	3.7
WK/AKCJA (PLN)	9.2	11.1	13.5	15.7	17.8	19.9	22.9
Wskaźniki wyceny							
C/Z (x)	8.2	10.8	3.2	3.7	5.8	7.2	6.7
EV/EBITDA (x)	3.3	4.2	2.5	2.0	2.8	3.1	2.7
C/WK (x)	0.9	0.8	0.8	1.0	1.3	1.1	1.0
EV/PRZYCHODY (x)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.7	0.5	0.4

Źródło: spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Wycena

Model zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF)

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 Santander Biuro Maklerskie, *wartość krańcowa

Tab. 3. Zmiany w prognozie

PLN mln	2025P			2026P			2027P		
	New	Previous	Change	New	Previous	Change	New	Previous	Change
Sprzedaż	297	N/A	N/A	317	N/A	N/A	364	N/A	N/A
EBITDA	53	N/A	N/A	54	N/A	N/A	61	N/A	N/A
EBIT	38	N/A	N/A	38	N/A	N/A	45	N/A	N/A
Zysk netto	31	N/A	N/A	32	N/A	N/A	40	N/A	N/A

Źródło: szacunki Santander Biuro Maklerskie

Tab. 4. Wycena DCF

	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Przychody	297	317	364	402	418	429
EBIT	38	38	45	52	53	51
Podatek EBIT	-7	-7	-5	-5	-6	-10
NOPAT	31	32	40	47	47	41
Amortyzacja	15	15	16	16	16	17
Zmiany w kapitale obrotowym	2	6	10	5	2	1
Inwestycje netto	15	24	20	15	16	16
Wolne przepływy pieniężne (FCF)	29	17	27	43	45	41
WACC	12.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%
Wartość bieżąca FCF	26	14	19	28	27	22
Wartość bieżąca FCF 2025-30P	136					
Wzrost rezydualny	0.5%					
Wartość rezydualna (TV)	384					
Wartość bieżąca TV	205					
Wartość przedsiębiorstwa (EV)	341					
Dług netto (-)	-36.6					
Wartość bieżąca kapitału (PLN; BOP)	378					
Liczba akcji (mn)	11.0					
Wartość bieżąca EV na akcję (PLN)	34.2					
Wypłacone dywidendy (PLN)	0.75					
Cena docelowa (gru'26; PLN)	41.7					

Źródło: szacunki Santander Biuro Maklerskie

Wycena porównawcza

Tab. 5. Wycena porównawcza

Spółka	Cena	Waluta	Kapitalizacja (EURm)	C/Z			EV/EBITDA		
				2025P	2026P	2027P	2025P	2026P	2027P
Makarony Polskie SA	19.1	PLN	49	6.8	6.6	5.2	2.8	2.7	2.0
Polska									
Grupa Kety SA	924.0	PLN	2,132	15.6	13.4	12.0	10.0	8.9	8.2
Fabryki Mebli Forte SA	28.8	PLN	162	9.4	13.3	9.7	6.0	7.6	6.4
Amica SA	54.0	PLN	99	-630.4	8.5	6.2	4.4	3.3	3.0
Tarczyński SA	128.5	PLN	343	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Śnieżka SA	78.6	PLN	233	14.3	12.7	10.9	8.6	7.8	7.1
Mediana				11.8	13.0	10.3	7.3	7.7	6.7
Europa									
Ebro Foods SA	18.2	EUR	2,803	13.6	13.0	12.6	7.4	7.2	7.0
NewPrinces SpA	25.1	EUR	1,101	20.4	14.4	12.0	7.1	6.1	5.6
Podravka Prehrambena Ind DD	151.0	EUR	1,075	13.9	13.7	12.7	9.6	9.9	9.4
Mediana				13.9	13.7	12.6	7.4	7.2	7.0
Pozostałe geografie									
Armanino Foods of Distinction Inc	9.7	USD	265	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
General Mills Inc	50.6	USD	23,056	13.9	13.3	12.5	12.2	11.9	11.6
Conagra Brands Inc	19.4	USD	7,935	10.9	10.3	9.4	10.1	9.6	9.2
Nissin Foods Holdings Co Ltd	2835.0	JPY	4,888	15.3	14.2	13.2	8.5	8.0	7.7
Uni-President China Holdings Ltd	8.8	HKD	4,144	15.0	13.7	12.6	8.3	7.7	7.1
The Campbell's Company	33.8	USD	8,575	11.5	13.0	12.3	8.8	9.5	9.3
Mediana				13.9	13.3	12.5	8.8	9.5	9.2
<i>Polska: premia/dyskonto vs. mediana</i>				-42.4%	-49.0%	-49.4%	-60.9%	-65.7%	-69.7%
<i>Europa: premia/dyskonto vs. mediana</i>				-50.8%	-51.6%	-58.4%	-61.5%	-63.1%	-70.9%
<i>Pozostałe geografie: premia/dyskonto vs. mediana</i>				-51.1%	-50.9%	-50.0%	-58.1%	-67.6%	-72.1%

Źródło: Bloomberg, szacunki Santander Biuro Maklerskie

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

	P/E 2025P-27P	EV/EBITDA 2025P-27P	Średnia
Spółki krajowe	36.1	36.5	36.3
Spółki europejskie	41.4	42.8	42.1
Spółki pozostałe	40.9	46.3	43.6
Średnia wartość na akcję*	39.2	41.0	40.1

Źródło: szacunki Santander Biuro Maklerskie, *40% spółki krajowe / 40% spółki europejskie / 20% pozostałe spółki

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

PLNmn	2025P	2026P	2027P	Średnia
Docelowy wskaźnik EV/EBITDA (x)	3.5	4.2	5.1	4.3
EBITDA	53	54	61	
EV	188	227	309	
Dług netto	-59	-68	-87	
Implikowana kapitalizacja rynkowa	247	296	396	
Implikowana wartość za akcję (PLN)	22.4	26.8	35.9	28.3
Docelowy wskaźnik P/E (x)	7.1	8.5	10.2	8.6
Net profit	31	32	40	
Implikowana kapitalizacja rynkowa	219	270	413	
Implikowana wartość za akcję (PLN)	19.9	24.5	37.4	27.2
Wagi				
EV/EBITDA	50%			
P/E	50%			
Średnia wartość na akcję (PLN)	21.1	25.6	36.6	27.8

Źródło: Bloomberg, szacunki Santander Biuro Maklerskie

W metodzie TMV za referencyjny poziom wskaźników dla roku 2025P przyjęliśmy ich odpowiednie średnie dla lat 2023-24, powiększone subiektywnie o 50%. Takie podejście uzasadniamy zbyt dużym dyskontem do spółek z grupy porównawczej, przy uwzględnieniu parametrów ekonomicznych biznesu. W kolejnych latach, wraz ze spodziewaną poprawą pozycji spółki oraz zakładaną zmianą sposobu komunikacji z rynkiem głównych celów korporacyjnych założyliśmy tempo ekspansji w/w wskaźników o 20% r/r.

Tab. 8. Wycena na akcję (PLN)

	Nowa	Poprzednia	Zmiana
Wycena DCF	41.7	n.a.	n.a.
Wycena porównawcza (oparta na 2025-27P)	40.1	n.a.	n.a.
TMV (target multiple valuation)	27.8	n.a.	n.a.
Wycena ważona (gru'2026)*	40.0	n.a.	n.a.

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

Naszą wycenę opieramy na modelu DCF, który wskazuje na 41.7 zł na akcję (waga 70%), wycenie porównawczej, wskazującej na 40.1 zł na akcję (waga 20%) oraz metodzie TMV, implikującej wycenę w wysokości 27.8 zł na akcję (waga 10%). Obliczając średnią ważoną, ustalamy cenę docelową na poziomie 40.0 zł, w horyzoncie do grudnia 2026P. Przypisaliśmy większą wagę metodzie DCF, ponieważ uznajemy ją za podstawowe narzędzie, odpowiednie w szacowaniu długoterminowej perspektywy 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.

Model biznesowy i strategia

Struktura biznesowa

Tab. 9. Model struktury organizacyjnej



Źródło: Spółka, Santander Biuro Maklerskie

Grupa Makarony Polskie składa się z trzech spółek:

1. Makarony Polskie SA (spółka dominująca). Obecny kształt firmy w ujęciu potencjału produkcyjnego oraz oferty produktowej został osiągnięty przez przejęcie na początku 2022 roku firmy SAS Sp. z o.o. z siedzibą w Korpelach, która to stanowiła dotychczas konkurencję dla spółki, plasując się w piątce największych producentów makaronów jajecznych w Polsce. Połączenie podmiotów Makarony Polskie SA i SAS Sp. z o.o. stało się skuteczne z dniem 26 czerwca 2023 roku.

SAS Sp. z o.o. – charakterystyka

- Konkurencyjny producent makaronu w piątce największych producentów makaronów jajecznych kraju;
- Oferta produktowa obejmująca makarony gniazda, do tej pory nieobecne w portfolio spółki Makarony Polskie;
- Technologia produkcji skupiona na makaronie walcowanym jajecznym, który posiada lepsze walory smakowe niż makaron tłoczony (w stylu włoskim) i charakteryzuje się wyższą ceną sprzedaży, co powinno wesprzeć poziom marżowości sprzedaży.

Dzięki przejęciu SAS, Makarony Polskie zauważalnie zwiększyły potencjał produkcyjny (dodatkowa sprzedaż szacowana na ok 50 tys. ton produktu końcowego), z możliwością rozbudowy przejętego zakładu o dodatkowe linie produkcyjne w przyszłości. W efekcie Makarony Polskie umocniły się na pozycji lidera w segmencie makaronów walcowanych jajecznych (wykorzystywanych chętnie w Polsce i Europie Środkowej np. do zup) i pozycji wicelidera na rynku makaronów w Polsce. Dodatkowo, zdaniem spółki, poprawie uległa jej siła przetargowa, obniżając m.in. ceny zakupu surowców (mąka, masa jajowa) do produkcji makaronu.

Przesłanki stojące za transakcją

- Czynniki specyficzne: firma SAS Sp. z o.o. była przedsiębiorstwem rodzinnym, w którym zaistniał problem sukcesji pokoleniowej. Zdaniem spółki Makarony Polskie umożliwiło to wynegocjowanie ceny sprzedaży bazującej na wartości rynkowej firmy, z pominięciem wartości sentymentalnej dla sprzedającego;

- Potencjał produkcyjny i synergie horyzontalne: zakup zakładu SAS, zarządzanego wg. standardów zbliżonych do tych wdrożonych przez Makarony Polskie, pozwolił na pozyskanie w pełni funkcjonującego zakładu wraz z dobrze przeszkoloną załogą, co z perspektywy grupy pozwoliło na efektywną rozbudowę mocy produkcyjnych;
- Budowa szerszej bazy klientów: w efekcie transakcji Makarony Polskie pozyskały nowych klientów. Warto podkreślić, że fakt ten pozwolił na ominięcie ewentualnej konkurencji cenowej, która mogłaby zachwiać rynkową równowagę.

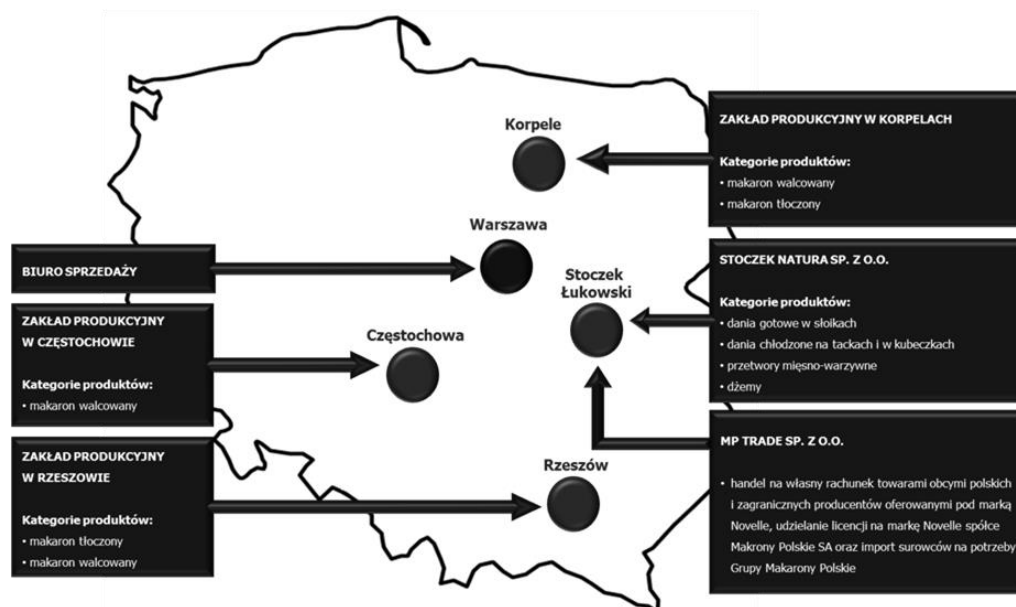
2. Stoczek Natura Sp. z o.o.

Stoczek Natura Sp. z o.o. jest producentem przetworów mięsno-warzywnych (dania gotowe w słoikach, na tackach i w puszkach, smalce i mięsiwa), przetworów warzywnych (sałatki, marynaty), przetworów owocowych (dżemy, powidła) oferowanych pod markami Stoczek, Tenczynek, Męska Rzecz, a także nowej marki SoFood, która reprezentuje rozwojową kategorię dań gotowych na tackach. Produkty łatwe w przygotowaniu, które mogą być lokowane na tzw. półce suchej.

3. MP Trade Sp. z o.o.

MP Trade Sp. z o.o. jest spółką, która koncentruje się na sprzedaży, pod marką własną Novelle, produktów kupowanych od zewnętrznych dostawców oraz na udzielaniu licencji na markę Novelle spółce Makrony Polskie SA w zakresie produkcji makaronu warzywnego oraz innych towarów produkowanych w ramach Grupy Makarony Polskie. Przyjęty przez Spółkę model biznesowy kreuje jej wartość poprzez wzrost wartości marki, a produkcja jest kontraktowana na zewnątrz.

Tab. 10. Organizacja Grupy Makarony Polskie



Źródło: Spółka, Santander Biuro Maklerskie

Spółki podkreśla swoje kompetencje w zakresie oferowanych produktów i usług, co wynika m.in. z bogatych tradycji oraz długoletniego doświadczenia. Siedziba Spółki znajduje się w Rzeszowie, a zakłady produkcyjne zlokalizowane są w Rzeszowie, Częstochowie i Korpelach.

Spółka Makarony Polskie jest kojarzona przede wszystkim z oferowaną gamą makaronów. Produkcja odbywa się w technologii tłoczonej i walcowanej. Spółka oferuje makarony w wielu różnorodnych formach, wytwarzane na bazie mąki durum i mąki z pszenicy zwyczajnej. W swoim portfolio Spółka posiada również produkty odpowiadające na trendy żywności prozdrowotnej np. makarony z mąki: orkiszowej, gryczanej, żytniej. Ofertę produktów urozmaicają duże formy makaronu przeznaczone do nadziewania oraz makarony warzywne produkowane z roślin strączkowych takich jak np. ciecierzycy, czerwona soczewica i zielony groszek. Spółka ma duże możliwości powiększania asortymentu makaronów z mąk rzadkich jak np. z roślin strączkowych i w tym kierunku planuje rozwijać swoje portfolio.

Tab. 11. Struktura akcjonariatu

	No. of shares (mn)	as % of total	No. of votes (mn)	as % of total
Praska Giełda Spożywcza. p. Zenon Daniłowski. Polskie Smaki Sp. z o.o.	3.6	33.0%	3.6	33.0%
Raya Holding for Technology & Communications S.A.E.. Madova Sp. z o.o.	3.3	29.5%	3.3	29.5%
Fundacja Rodzinna Słomkowski w organizacji	1.2	10.6%	1.2	10.6%
Pozostali	3.0	26.9%	3.0	26.9%
Suma	11.0	100.0%	11.0	100.0%

Źródło: Spółka, Santander Biuro Maklerskie

Oferta spółki obejmuje następujące główne grupy produktowe:

A. Linia produktowa makaronów wytwarzanych w dwóch technologiach: (1) tłoczonej oraz (2) walcowanej, przy czym dalsze różnicowanie produktowe ma miejsce ze względu na formę, a także pochodzenie mąki (mąki durum i mąka z pszenicy zwyczajnej). W ramach tej kategorii produktowej spółka posiada również ofertę odpowiadającą na trendy żywności prozdrowotnej np. makarony z mąk rzadziej stosowanych takich jak: orkisz, gryka, żyto, czy też makarony warzywne produkowane z roślin strączkowych (np. ciecierzycy, czerwona soczewica i zielony groszek).

Działalność spółki obejmuje również usługową produkcję makaronu na zlecenie sieci handlowych (private label).

Podstawowe oferowane marki makaronów to Makarony Polskie, Sorenti, Abak (bibrand z Makarony Polskie) i Novelle.

Charakterystyka / pozycjonowanie marek:

- Makarony Polskie to znana w Polsce marka, wpisującą się w popularny i stabilny trend rynkowy promocji żywności rodzimej i lokalnej; dedykowana konsumentom ceniącym dobrą, polską jakość w rozsądnej cenie. Portfolio marki obejmuje zarówno tradycyjne makarony jajeczne (walcowane, oferowane jako 'b-brand' z marką Abak), jak i makarony tłoczone, produkowane z mąki z pszenicy zwyczajnej i mąki z pszenicy twardej (durum);
- Abak z kolei to marka oferująca makarony skierowane do konsumentów szukających produktów ekonomicznych, w dobrej cenie;
- Sorenti to z kolei marka stworzona z myślą o smakoszach włoskiej kuchni, posiadająca w ofercie najpopularniejsze formy makaronów produkowanych w

100% z mąki pochodzącej z przemiału najwyższej jakości twarżozarnistej pszenicy durum. Na rynku krajowym marka Sorenti funkcjonuje głównie w HoReCa i w eksporcie oraz w mniejszym stopniu w kanale nowoczesnym;

- Marka Novelle jest znakiem towarowym zarejestrowanym w polskim Urzędzie Patentowym przez spółkę MP Trade Sp. z o.o. Novelle to marka aspiracyjna, skierowana do konsumentów skłonnych do kulinarnych eksperymentów, dedykowana innowacyjnej linii produktów odpowiadających na trendy żywieniowe mocno osadzone w kuchni roślinnej.

B. Przetwory mięsno-warzywne takie jak: dania gotowe w słoikach, na tackach i w puszkach, smalec, mięsniwa, a także przetwory warzywne (sałatki, marynaty) oraz przetwory owocowe (dżemy, powidła). W ramach tej grupy produktowej główne marki to: Stoczek, Tenczynek, Męska Rzecz oraz relatywnie młoda marka (wprowadzona na rynek w 2020 roku) SoFood, która odpowiada kategorii dań gotowych na tackach. Spółka podkreśla, że jej produkty oferowane pod wskazanymi markami są łatwe w przygotowaniu. Dodatkowo, co istotne, mogą być lokowane na tzw. półce suchej, co uatrakcyjnia ich profil dla sprzedających obniżając jednostkowy koszt sprzedaży vs. produkty wymagające przechowywania w niższych temperaturach.

Charakterystyka marek:

- Marka Stoczek obejmuje dania gotowe, które zdaniem spółki łączą w sobie domowy smak z wygodą i szybkością przygotowywania;
- Męska Rzecz to marka dedykowana dla najszerzego grona konsumentów tej kategorii spożywczej, pozycjonowana szczególnie pod męskie preferencje smakowe, konkurująca na półce przystępną ceną.
- Marka SoFood natomiast obejmuje serię dań gotowych na tackach oraz w miseczkach. Produkty wyróżniają się lekkim opakowaniem (dwukomorowe tacki lub miseczki), wygodą podgrzania posiłków oraz możliwością przechowywania w temperaturze pokojowej. Spółka wytrwale poszerza sieć dystrybucji tej grupy asortymentowej, a firma stara się dostosować portfolio marki do trendów rynkowych i ciągle zmieniającego się, bardzo wymagającego konsumenta.

C. Przetwory owocowo-warzywne. Spółka Stoczek Natura jest dodatkowo producentem przetworów owocowo-warzywnych, np. dżemów. Grupa, zgodnie z dostępnymi danymi, współpracuje zarówno z krajowymi, jak i zagranicznymi dostawcami warzyw i owoców, co pozwala na elastyczne zarządzanie źródłem dostaw surowca konkurencyjnego cenowo i jakościowo. Skup owoców i warzyw przeprowadzany jest sezonowo, w miesiącach w których ich ceny są najniższe, a oferta stanowi uzupełnienie portfela produktowego i jest komplementarna do pozostałych w/w segmentów działalności grupy.

Tab. 12. Portfel produktowy Grupy Makarony Polskie



Źródło: Santander Biuro Maklerskie

Asortyment produktów private label

Istotną częścią biznesu grupy jest oferta skierowana na potrzeby rozwoju marek własnych przez podmioty działające na rynku polskim. Spółka wyróżnia wśród swoich atutów różnorodny i nowoczesny park maszynowy know-how (w tym działalność R&D). Zdaniem spółki, oferta Makarony Polskie adresuje wymagania detalistów, nie tylko w kraju, ale też zagranicą.

Rozwijając asortyment pod potrzeby marek własnych sieci Grupa Makarony Polskie bazuje na globalnych trendach obowiązujących na rynku dóbr szybko zbywalnych, w szczególności:

- convenience, zdrowie, dobre samopoczucie, a także lifestyle (wzbogacanie produktów dodatkami funkcjonalnymi);
- maksymalizacja wartości przy wysokich kosztach życia i ograniczonym budżecie;
- zrównoważony rozwój, co obejmuje wprowadzanie koncepcji rozwiązań biznesowych / produktowych opartych o gospodarkę o obiegu zamkniętym (np. redukcja wykorzystania plastiku), czy też przykładania większej uwagi do łańcucha dostaw (preferowanie lokalnego pochodzenia czynników produkcji);
- minimalizacja spożycia białka zwierzęcego i zastępowanie go w diecie alternatywnym białkiem roślinnym (np. na bazie roślin strączkowych).

W ostatnich latach Makarony Polskie położyły większy nacisk na rozwój oferowanego portfolio produktów private label w obszarach takich jak:

- personalizacja – nakierowanie oferty na zidentyfikowane grupy konsumentów i odpowiadające ich indywidualnym oczekiwaniom (m.in. produkty wysokobiałkowe dla mężczyzn, produkty z minerałami wspomagającymi zwalczanie stresu oksydacyjnego pozycjonowane dla kobiet, makarony z dodatkiem mąk strączkowych bogatych w białko, czy warzywa i minerały w dziecięcych kształtach z myślą o najmłodszych konsumentach);

- zdrowie i uroda - produkty wzbogacone o witaminy i składniki mineralne;
- źródło pochodzenia surowca – produkty wytwarzane w danym regionie na bazie surowców pochodzących od lokalnych producentów;
- smak oraz zastosowanie – nowe smaki rozwinięte na potrzeby oferty dań gotowych, premium o wysokiej jakości, z dodatkiem wyjątkowych składników, w limitowanych edycjach etc.

Technologia produkcji

Proces wytwarzania prowadzony jest w oparciu o nowoczesne linie produkcyjne. Jeżeli chodzi o linię makaronów, to grupa wykorzystuje technologię TAS, która pozwala uzyskać naprzemiennie wysokie temperatury suszenia i stabilizację makaronu, co w efekcie pozwala uzyskać produkt charakteryzujący się wysoką jakością i czystością mikrobiologiczną, a także umożliwia wydłużenie daty minimalnej trwałości. Warto podkreślić, że proces produkcji obejmuje szczegółowe badania w zakładowym laboratorium, zarówno na etapie pozyskania surowca, jak i wyrobów gotowych. Makarony Polskie wskazują, że proces produkcji przebiega zgodnie z wymogami Zintegrowanego Systemu Zarządzania Jakością i HACCP, które to są wdrażane i walidowane przez wewnętrzne komórki odpowiadające za kontrolę jakości.

Tab. 13. Linia produkcyjna makaronów



Źródło: Santander Biuro Maklerskie

Tab. 14. Matryca formująca do makaronu



Źródło: Santander Biuro Maklerskie

Otoczenie rynkowe

Makarony Polskie oceniają, że rynek makaronów w Polsce jest dość stabilny. Do głównych trendów, jakie można zaobserwować na tym rynku należą:

- utrzymywanie się tendencji do spożycia posiłków w domu – wraz ze wzrostem świadomości oraz zmianą nawyków żywieniowych konsumenci poszukują inspiracji kulinarnych, co stwarza nowe szanse rynkowe dla producentów;
- lokalność produkcji – konsument preferuje polskie produkty i potrafi docenić produkt za kraj wytworzenia oraz pochodzenie jego składników;
- czysta etykieta – nacisk na stosowanie naturalnych dodatków oraz tworzenie produktów bez chemicznych dodatków;
- walory zdrowotne posiłków – konsument poszukuje dodatkowych wartości odżywczych, które pozytywnie wpływają na zdrowie organizmu;
- wrażliwość cenowa – konsumenci analizują wydatków oraz skład swoich koszyków, co narzuca określone strategie zarządzania ceną gotowego produktu.

W ostatnich latach jest obserwowany zauważalny wzrost mody na zdrowe odżywianie i różnego rodzaju diety (np. bezglutenowa, niskowęglowodanowa, czy wegańska). Wpływa to bezpośrednio na ofertę produktową producentów, tak by sprostać oczekiwaniom konsumentów. Przykładem tego typu trendów jest np. ruch BFY (Better-For-You), promujący żywienie bazujące na pełnych ziarnach, zbożach alternatywnych, roślinach strączkowych czy bezglutenowych składnikach oraz warzywach. Kolejnym istotnym trendem na rynku produkcji jest promocja lokalnego łańcucha dostaw oraz rodzimych producentów, co jest podkreślane przez Makarony Polskie. Zdaniem spółki, lokalne produkty są bardziej preferowane z uwagi na swoje walory smakowe, jak również chęć wsparcia miejscowych producentów. Kolejnym istotnym aspektem zmian zachodzących na rynkach spożywczych w krajach rozwiniętych jest rosnąca świadomość konsumentów w zakresie niemarnowania żywności. Trend „zero waste” obserwowany jest nie tylko w zakresie dywersyfikacji opakowań przez producentów: standardowe, rodzinne lub typu „porcja na raz”, ale także jako społeczny trend promujący odpowiedzialne zakupy (kupuj tyle, ile zjesz) oraz edukujący kulinarnie w zakresie pełnego wykorzystania produktów spożywczych.

Segment marek własnych

Marki własne zyskują na znaczeniu, dyskonty na znaczeniu nie tracą. Z punktu widzenia producentów i sprzedawców rosnąca rola promocji i marek własnych, obok rosnącej dominacji dyskontów, staje się strategicznym wyzwaniem. W 2024 roku udział marek własnych osiągnął poziom 23,2%. wydatków na produkty FMCG (spożywcze, kosmetyki, chemia gospodarcza oraz karmy dla zwierząt), implikując wartościowo wielkość sprzedaży na poziomie PLN63bn. Zgodnie z danymi firmy, w 2024 krajowe gospodarstwa domowe wydały na marki własne o 7% więcej r/r (w ujęciu ilościowym dynamika rynku wyniosła 3,7% r/r). Trend ten był konturowany także w 2025 roku, gdzie rozwój tego segmentu rynku w okresie od stycznia do maja wyniósł 8,2% r/r, przekładając się na ok 24% udział marek własnych w rynku polskim. Trend ten potencjalnie można wiązać z rozwojem dyskontów. YoyGov podkreślił jednak, że udział marek własnych sieci dyskontowych był historycznie wyższy niż obecnie. Sklepy te, skupiając się w coraz większym stopniu na potrzebach swoich klientów, wzmacniały pozycję produktów markowych, co z kolei jest spójne z dalej prezentowanymi głównymi trendami na rynku spożywczym.

Zgodnie z raportem 'European Retail Landscape 2025' przygotowanym przez YouGov w krajach takich jak Polska, Słowacja, Bułgaria czy Czechy znaczenie promocji istotnie wpływa na decyzje zakupowe. W Czechach 56% zakupów dokonywanych jest w ramach promocji, co stanowi najwyższy odsetek spośród wszystkich analizowanych państw. Z punktu widzenia marek, w tym marek własnych, oznacza to wzrost presji na elastyczność cenową. Konsumenci wykształcili nawyki 'łowców okazji' i są coraz mniej lojalni wobec tradycyjnych marek, jeśli nie oferują one realnej przewagi cenowej lub dodatkowej wartości. Nieco inaczej wygląda sytuacja w rozwiniętych ekonomiach (Holandia, Włochy, Austria czy Szwecja), gdzie konsumenci przykładają większą wagę do jakości i lokalności produktu. Dla marek własnych oznacza to konieczność adaptacji i konkurencja cenowa okazuje się niewystarczająca, a pozycjonowanie produktu ma miejsce przez zarządzanie m.in. marką producencką pod względem składu, pochodzenia surowców i zrównoważonego opakowania.

Raport YouGov wskazuje na konieczność budowy oferty / strategii sprzedażowych z uwzględnieniem następujących trendów:

- marki własne jako trwały element sprzedaży produktów – brak oferty produktów pod własną marką przekłada się potencjalnie na ryzyko kompresji udziałów rynkowych zarówno przez producentów, jak i dystrybutorów / sprzedawców, z uwagi na oczekiwania i zwyczaje zakupowe konsumentów;
- świadome pozycjonowanie produktów – właściwe strategie cenowe zależne od rynków CEE / rozwiniętych mogą decydować o atrakcyjności oferty oraz jej potencjale sprzedażowym;
- konieczność budowy większej transparentności cech oferowanych produktów w sprzedaży online – zdaniem firmy segment e-commerce powinien w bardziej jasny sposób eksponować promocje i wzmocnić komunikację związaną z markami własnymi, w celu zwiększenia transparentności oferty (skład, pochodzenie, a także opinie dotyczące produktów), co w efekcie może zbudować zaufanie i zwiększyć sprzedaż marek własnych.

Struktura sprzedaży

Skonsolidowana sprzedaż Makaronów Polskich wyniosła ok PLN303mn w 2024, co stanowi spadek o ok. PLN52r/r. Jako główne przyczyny takiego stanu rzeczy spółka wskazała (1) wzrost presji konkurencyjnej związany z zaobserwowanym w ostatnim czasie zaostrzeniem polityki handlowej oraz presji cenowej wywieranej przez sieci handlowe; (2) ewolucję strategii handlowej grupy nakierowanej na obronę / budowę udziałów rynkowych i związane z tym dostosowanie cen sprzedaży do niższych cen surowców (głównie mąki); oraz (3) strategię produktową grupy skupiającą się na rozwoju sprzedaży nowej linii dań gotowych na tackach i w miseczkach pod marką SoFood oraz makaronowych produktów funkcjonalnych (produkty te pozwalają na generację wyższych marż operacyjnych przy mniejszym wolumenie sprzedaży). Nie bez znaczenie była w tym przypadku również (4) 'praca u podstaw', tj. realizacja inicjatyw optymalizujących koszty we wszystkich obszarach funkcjonowania firmy.

Tab. 15. Asortymentowa struktura sprzedaży (PLNm)

Grupa produktowa	2021	2022	2023	2024
Makarony	121.4	259.1	282.7	240.4
Przetwory mięsno - warzywne	32.2	51.7	56.2	51.7
Przetwory warzywne i owocowe	8.5	8.5	8.3	6.1
Pozostałe	7.6	9.7	7.7	5.1
Suma	169.7	328.9	354.8	303.3

Źródło: Spółka, Santander Biuro Maklerskie

W ujęciu produktowym, wartość sprzedaży w kategorii makaronów spadła r/r do ok PLN240 (nominalnie spadek o ok PLN42mn r/r lub 15% r/r w ujęciu relatywnym) w 2024 roku. Spadek był głównie wynikiem rynkowego spadku poziomu cen makaronów. Sprzedaż przetworów mięsno-warzywnych zmniejszyła się natomiast r/r o blisko PLN5.0mn lub 8% w analogicznym okresie i wyniosła ok PLN52mn. W tym wypadku za spadkiem sprzedaży stała niższa sprzedaż do sieci handlowych. W segmencie przetworów warzywnych i owocowych Makarony Polskie zaraportowały spadek sprzedaży o 26% r/r, co w połączeniu z relatywnie niskim udziałem tej kategorii w skonsolidowanych przychodach podnosi zasadność przeglądu opcji strategicznych dla tego segmentu (spółka wskazuje, że ostateczne decyzje powinny zostać podjęte w 2025 roku). Jednocześnie, w analizowanym okresie, rozwijała się sprzedaż nowej linii dań gotowych na tackach i w miseczkach pod marką SoFood.

Kanały sprzedaży

Największy udział w przychodach Makaronów Polskich miał kanał private label (ok. 68,9%) oferujący produkty pod markami własnymi sieci krajowych. Blisko 9% spadek przychodów tego kanału w 2024 roku wynika głównie ze spadku ogólnego poziomu cen produktów spożywczych na rynku oraz zmiany sposobu przypisywania przychodów do poszczególnych zespołów handlowych w grupie. Drugim, pod względem wielkości, kanałem sprzedaży w spółce by handel nowoczesny i handel tradycyjny oraz HoReCa. Stanowił on ok. 21% ogólnej sprzedaży, co wiąże się głównie ze sprzedażą marek producenckich takich jak Makarony Polskie, So-Food, Novelle, Męska Rzecz, Stoczek Natura. Łączny poziom sprzedaży produktów markowych w 2024 roku wyniósł ok. 64,3 mln zł co stanowi ok. 4,5% wzrostu w stosunku do roku 2023. Spółka osiągnęła te wyniki nie tylko dzięki wzrostowi dystrybucji numerycznej (w tym pozyskano nowych klientów i wprowadzono nowe indeksy u dotychczasowych klientów), ale też w wyniku zmiany sposobu przypisywania przychodów do poszczególnych zespołów handlowych w grupie. W kolejnych okresach Makarony Polskie zmierzają kontynuować politykę handlową z poprzednich okresów nakierowaną na rozwój współpracy i pozyskanie nowych, dotychczas nieobsługiwanych sieci lokalnych oraz zwiększenie sprzedaży do klientów operujących w segmencie e-commerce. Makarony Polskie prowadzą niewielką część sprzedaży (PLN9.4mn lub 3.1% całości przychodów grupy w 2024) w ramach kanału B2B. W roku 2024 segment ten zanotował zauważalny spadek r/r z powodu zakończenia realizacji kontraktów instytucjonalnych i przesunięcie realizacji nowych przetargów instytucjonalnych na rok 2025. Podobnie jak w przypadku kanału HoReCa, grupa dokonała rekasyfikacji części przychodów do poszczególnych zespołów handlowych, co dodatkowo zaważyło na wynikach sprzedażowych sprzedaży instytucjonalnej.

Tab. 16. Struktura sprzedaży w podziale na główne kanały (udział %)

Segment działalności	2021	2022	2023	2024
Marki własne	61.1%	65.1%	64.5%	68.9%
HN, HT i HoReCa	17.1%	12.3%	17.4%	21.2%
B2B i instytucje	11.7%	13.3%	12.3%	3.1%
Eksport	10.2%	9.3%	5.8%	6.9%
Suma	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Źródło: Spółka, Santander Biuro Maklerskie

Omawiając kanały sprzedaży należy wspomnieć o eksporcie, który odpowiadał za niecałe 7% skonsolidowanych przychodów w roku 2024 i był stabilny względem roku 2023. W opinii spółki, powodem takiego obrazu sprzedaży eksportowej były: (1) spadek poziomu cen produktów spożywczych, (2) nasilona presja konkurencyjna oraz (3) umocnienie PLN względem EUR. Jeżeli chodzi o główne zagraniczne rynki docelowe to obejmują one kraje Unii Europejskiej.

Tab. 17. Struktura sprzedaży w podziale na główne kanały (PLNmn)

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

Źródło: Spółka, Santander Biuro Maklerskie

Koncentracja klientów

W odniesieniu do skonsolidowanych przychodów ze sprzedaży, w 2024 roku tylko dwóch klientów przekroczyło próg 10% udziału, przy czym udział Jeronimo Dystrybucja Polska wyniósł ok 38%, a Grupy Lidl blisko 17%. Makarony Polskie podkreślają przy tym, że operacyjnie nie są w żaden sposób połączone ze swoimi głównymi klientami, a współpraca przebiega „na zasadach partnerskich i jest korzystna dla Grupy Makarony Polskie”.

Siła przetargowa

Grupa działa w konkurencyjnym środowisku, charakteryzującym się względną przejrzystością warunków cenowych po stronie kosztów materiałów i energii. Nie bez znaczenia jest również fakt współpracy z dużymi grupami po stronie sprzedaży grupowej, co wymusza bardzo efektywne zarządzanie zarówno ofertą produktową, jak też procesami produkcyjnymi. Na korzyść grupy przemawia relatywnie szeroka oferta produktowa oraz know-how, co czyni ją atrakcyjnym partnerem dla sieci handlowych (możliwość prowadzenia aktywnej polityki handlowej również w oparciu o akcje in-out'owe). Warto przy tym podkreślić fakt, że okres po wybuchu pandemii Covid-19 oraz późniejszy kryzys inflacyjnych wywołany wojną w Ukrainie przełożył się (podobnie jak w przypadku innych branż) na ułożenie korzystniejszych relacji z sieciami handlowymi, co wiąże się przede wszystkim ze skróceniem okresu kontraktacji (deklaracja ceny oraz wolumenu) z wcześniej dominujących rocznych kontraktów do obecnie obowiązujących ok. 3-6 miesięcznych okresów. W naszej opinii, w istotnym stopniu neutralizuje to ryzyko zmiany opłacalności produkcji w dłuższym terminie,

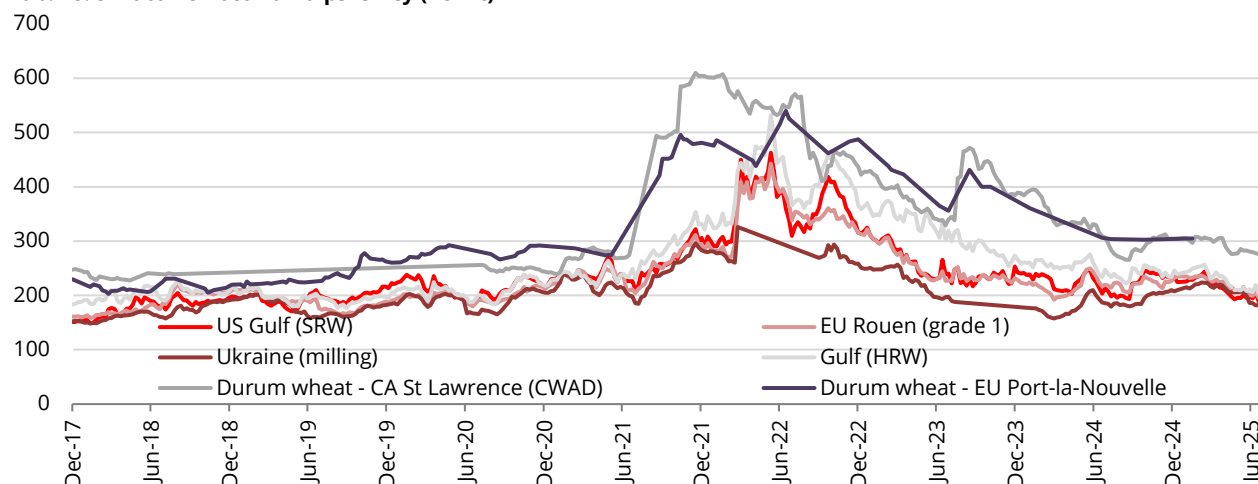
przekłada się na większą stabilność biznesu, planowania inwestycji, a w efekcie poprawia ogólne warunki funkcjonowania branży w relacjach z większymi partnerami.

Czynniki mające wpływ na wyniki operacyjne i finansowe

Wśród kluczowych czynników, w tym zarówno determinantów wzrostu, jak i głównych ryzyk biznesowych dla Grupy Makarony Polskie wyróżniamy następujące:

1. **Ryzyko zmiany preferencji konsumentów.** Makarony Polskie, w celu budowy jak najlepszej oferty oraz odpowiedzi na zmiany rynkowe przykładają wagę do rozwoju i optymalizacji portfolio produktowego. Wiąże się to z ciągłą analizą preferencji konsumentów, a także śledzeniem trendów społecznych i rynkowych. Z perspektywy czasu wydaje się, że grupa podążała za trendami rynkowymi i dostosowywała się do oczekiwań odbiorców. W ramach tej grupy ryzyk należy wskazać również potencjalne zmiany nawyków zakupowych i żywieniowych konsumentów.
2. **Rozwój alternatywnych produktów.** Nie można wykluczyć, że wraz z rozwojem biotechnologii, w pewnym momencie alternatywne produkty zyskają na popularności, zagrażając potencjałowi sprzedażowemu grupy. Naszym zdaniem jednak taki scenariusz jest mało prawdopodobny, biorąc pod uwagę tradycyjny charakter wyrobów oraz ich relatywną prostotę jeżeli chodzi o walory smakowe, czy skład.
3. **Ryzyko utraty zaufania konsumentów do produktu/marki.** Potencjalna utrata zaufania konsumentów do marki i oferowanych przez firmę produktów, czy też nadszarpnięcie jej wizerunku może mieć negatywny wpływ na wyniki operacyjne, a zatem i finansowe, z uwagi m.in. na ograniczenie współpracy przez głównych partnerów handlowych.
4. **Niestabilne otoczenie biznesowe / inflacja kosztowa.** Okres po pandemii COVID-19, dodatkowo wsparty przez wybuch wojny w Ukrainie spowodował znaczący wzrost cen produktów żywnościowych zarówno w Europie jak i na świecie. Wcześniejsze praktyki rynkowe nie przewidywały możliwości renegotjacji cen sprzedaży poza umownymi, wcześniej ustalonymi okresami. W połączeniu z relatywnie niską siłą przetargową stanowi to ryzyko dla osiągniętych marż operacyjnych w krótkim / średnim terminie. Dodatkowo, mając na uwadze ryzyka związane z sytuacją społeczno-ekonomiczną, należy podkreślić, że rosnąca inflacja może zmniejszyć dochód rozporządzalny konsumentów, skłaniając ich do racjonalizacji wyborów zakupowych. To z kolei może ograniczyć popyt na produkty firmy, częściowo ze względu na elastyczność cenową popytu.

Tab. 18. Światowe notowania pszenicy (EUR/t)



Źródło: Eurostat, Santander Biuro Maklerskie

Tab. 19. Dynamika zmian cen pszenicy na światowych rynkach

Wheat: mean price (in EUR) over 2020-2025						
	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	-6%	-1%	11%	-9%	-9%	-4%

Źródło: Eurostat, Santander Biuro Maklerskie

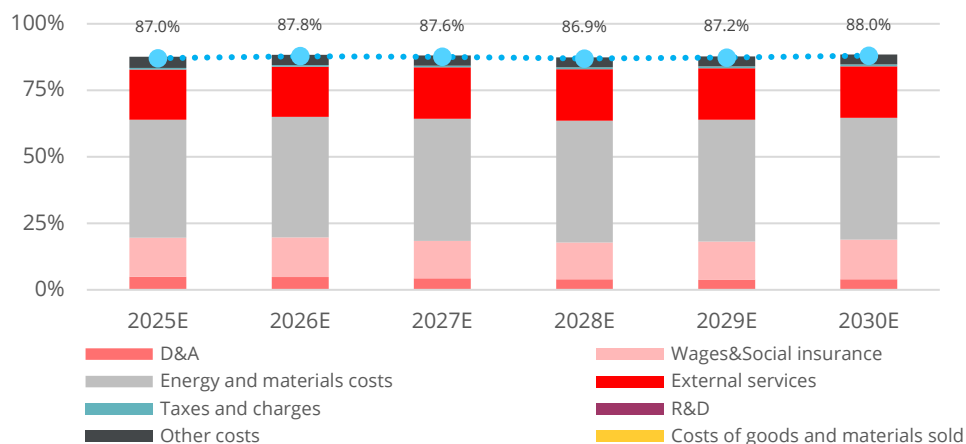
- Zmiany strukturalne trendów obserwowanych w formatach sprzedaży.** Nagłe spowolnienie tempa otwierania nowych sklepów w rozwijających się ostatnio sieciach dyskontowych może negatywnie wpłynąć na wolumen sprzedaży grupy w średnim okresie, co z kolei może prowadzić do niższego wskaźnika ROE / wydłużenia okresu zwrotu nakładów inwestycyjnych z powodu negatywnego efektu dźwigni operacyjnej.
- Ryzyko konkurencji.** Konkurencja pozostaje kluczowym czynnikiem ryzyka, którego nie należy pomijać. Grupa stara się jednak w pewnym stopniu konsolidować rynek, co może wspierać ją w walce o udziały rynkowe.
- Ryzyko związane z planowanymi inwestycjami kapitałowymi / nieefektywną alokacją kapitału.** W perspektywie średnioterminowej, nietrafione inwestycje / projekty M&A mogą przełożyć się na pogorszenie struktury bilansu grupy i obniżenie potencjału inwestycyjnego firmy. Wszystkie te czynniki, w niekorzystnym scenariuszu, mogą osłabić strategiczną pozycję rynkową firmy w długim terminie.

Koszty sprzedaży

Najbardziej znaczącą pozycją kosztową Grupy Makarony Polskie są koszty materiałów i energii. W celu realizacji funkcji zdefiniowanej jako maksymalizacja marż operacyjnych w długim terminie, spółka zabezpiecza ceny surowców długoterminowymi kontraktami zakupowymi o horyzoncie obowiązywania od sześciu do dwunastu miesięcy. Takie działanie, podobnie jak w innych przedsiębiorstwach produkcyjnych, ma ułatwiać długoterminowe

budowanie wartości dla wszystkich interesariuszy. Spółka podkreśla jednak, że zmienne środowisko biznesowe po stronie dostawców przekłada się na zmienną gotowość do zawierania tego typu umów i tak w 1H24 większość kontraktów na surowce zawierana była na okres maksymalnie półroczny, a od 3Q24, tj. po zakończeniu zniw, w zależności od surowca na okresy kwartalne i półroczne. Makarony Polskie oczekują, że podobne tendencje będą kontynuowane również w 2025.

Tab. 20. Szacowana struktura kosztów rodzajowych



Źródło: Santander Biuro Maklerskie

W roku 2024 ceny na rynku pszenicy durum utrzymywały się na dość stabilnym poziomie, chociaż spółka ocenia, że był on relatywnie wysoki na tle historycznym. Notowania rynkowe wydają się odzwierciedlać dość ostrożne podejście do wycen mimo relatywnie bezpiecznych stanów zapasów surowca w magazynach w ujęciu globalnym. Co jest specyficzne dla rynku europejskiego, trendy konsumencie przełożyły się na strukturalny wzrost popytu na ten typ pszenicy i mąki produkowane na jej bazie. Oczekiwania rynkowe zakładają stabilizację trendów cenowych w średnim okresie. W odniesieniu do rynku jaj i masy jajowej, po dynamicznym wzroście cen w roku 2023 w międzyczasie nie nastąpiła żadna trwała korekta notowań, a na przełomie 2024/25 ceny jaj i surowców pochodnych z jaj powróciły do rekordowych poziomów cenowych. Fakt ten jest utożsamiany z pojawianiem się zarówno w Polsce, jak i w Europie Zachodniej ognisk chorobowych, które przełożyły się na zmniejszenie podaży jaj na rynku w związku z konieczną likwidacją części hodowli. Kolejne miesiące roku 2025 niestety nie przyniosły poprawy sytuacji w związku z lokalnymi ogniskami ptasiej grypy. Analizy rynkowe wskazują, że w dłuższym terminie na ceny rynkowe wpływ będą miały takie czynniki jak (1) dynamika rozprzestrzeniania się ognisk ptasiej grypy, (2) zwiększone zapotrzebowanie na jaja polskie w krajach Europy Zachodniej, (3) polityka UE dotycząca importu jaj z Ukrainy oraz (4) ceny płodów rolnych. Jeżeli chodzi o rynek opakowań (foliowe i kartonowe), to generalny trend rynkowy wskazuje na zmienną sytuację rynkową z przewagą stabilizacji podaży i cen na relatywnie niskim poziomie.

Odnosząc się do głównych komponentów surowcowych dla pozostałych segmentów, ceny owoców i warzyw są mocno uzależnione od warunków pogodowych. Jak już wskazaliśmy, grupa współpracuje zarówno z krajowymi, jak też zagranicznymi dostawcami warzyw i owoców, optymalizując jednostkowe ceny zakupu. W 2024 roku ceny owoców były na atrakcyjnym poziomie z punktu widzenia przetwórców, co w efekcie przekładało się na satysfakcjonujące marże ze sprzedaży. Spółka przeprowadza skup owoców i warzyw sezonowo, wykorzystując do tego optymalne warunki rynkowe. Surowce przechowywane są

w firmowych magazynach i chłodniach. Zazwyczaj przez pierwsze trzy kwartały roku spółka wykorzystuje surowce kupione w roku poprzednim, a dopiero w wysokim sezonie przypadającym najczęściej na trzeci kwartał kalendarzowy roku grupa zaopatruje się na dalszy okres przy optymalnych poziomach cenowych. Przy okazji omawiania segmentu przetworów owocowo-warzywnych, warto wspomnieć o notowaniach cukru, jako komponentu ważnego z punktu widzenia TKW dla tej grupy produktowej (zmiana notowań o -30% r/r w 2024 roku). Z punktu widzenia skonsolidowanych wyników, kolejnym istotnym surowcem determinującym marżę operacyjną grupy są ceny mięsa (zarówno drobiu jak i wieprzowiny). W tym Makarony Polskie starają się zabezpieczać zapasy tego surowca na okres kilku miesięcy, wykorzystując spadki cenowe w prognozowanych cyklach i tym samym łagodzić negatywny wpływ podwyżek na swoją działalność operacyjną. Daje to dodatkowo czas na dostosowanie ewentualnych cen sprzedaży wyrobów gotowych do zmian notowań surowców, umożliwiając skuteczniejszą egzekucję polityki sprzedażowej na rzecz sieci handlowych (w tym kanale proces wdrożenia ewentualnych podwyżek cen jest rozciągnięty w czasie). W ujęciu historycznym, po zauważalnym wzroście w okresie następującym po pandemii Covid-19, ceny mięsa, zarówno wieprzowego jak i drobiowego, ustabilizowały się na nieco niższym poziomie. Jednak zmienność notowań na rynku mięsa drobiowego była podwyższona, co też utrzymuje się w ostatnim czasie i skutkuje relatywnie wyższymi cenami z uwagi na wspomniane wcześniej choroby drobiu, ograniczające jego podaż.

Spółka Makarony Polskie podkreśla, że w sposób ciągły monitoruje sytuację rynkową surowców i materiałów do produkcji, a także optymalizuje / dywersyfikuje łańcuch dostaw w celu poprawy jednostkowej ceny zakupu oraz ograniczenia bilansu ryzyk operacyjnych związanych z utrzymaniem ciągłości łańcucha produkcji. Konkludując, otoczenie rynkowe i makroekonomiczne pozostaje zmienne i kluczowego znaczenia nabiera należyta dbałość o optymalizację operacyjną, systematyczne monitorowanie efektywności procesów i poziomu kosztów, a także szybkie dostosowywanie cen sprzedaży produktów do rosnących kosztów ich wytworzenia. Wpływa to na konieczność zmiany relacji biznesowych pomiędzy partnerami biznesowymi, np. niechęć dostawców do ustalania stałych warunków handlowych na dłuższe okresy kontraktowe (np. roczne) przekłada na odbiorców ryzyko działania w krótkiej perspektywie czasu i niepewności.

Tab. 21. Dynamika zmian cen pszenicy i żyta w Polsce dla średnich cen w latach 2020-25 (PLN)

Koszty wynagrodzeń (PLNmn)	2020	2021	2022	2023	2024
Koszty wynagrodzeń	14.0	13.1	26.8	32.1	36.1
Koszty ubezpieczeń społecznych	2.5	2.4	4.8	5.7	6.3
Pozostałe	1.2	0.4	2.0	2.7	2.6
Suma	17.6	15.9	33.5	40.5	45.0
<i>r/r</i>	15.8%	-9.7%	110.4%	20.7%	11.3%
Szacowane średnie zatrudnienie	213	219	403	404	401
<i>Szacowane średnie wynagrodzenie (PLN)</i>	83	73	83	100	112
<i>r/r</i>	15.8	-12.0%	14.1%	20.6%	12.0%

Źródło: GUS, Santander Biuro Maklerskie

Wojna w Ukrainie

Jeżeli chodzi o kontekst wojny w Ukrainie, to spółka ocenia że mimo trwającego konfliktu sytuacja na rynku pszenicy w 2024 roku była raczej stabilna. Informacja o dużych zapasach pszenicy uspokoiła rynek i pierwszy kwartał zakończył się ustabilizowanymi cenami. W połowie drugiego kwartału okazało się, że rolnicy indywidualni sprzedali znaczną część

posiadanej pszenicy, a to przełożyło się na wzrost cen pszenicy miękkiej. Czynnikiem destabilizującym równowagę podaź-popyt na rynku polskim w 2024 roku był import produktów rolnych z Ukrainy, w tym zboża o często niskich parametrach jakościowych. Sytuacja spowodowała wzrost napięć w segmencie rolnym, a te skutkowały podjęciem działań blokujących ze strony władz państwowych. Mimo wprowadzonego embarga potwierdzały się sygnały o tzw. niekontrolowanym przewozie towarów przez granicę polsko-ukraińską. W 1H24 roku obserwowany był również duży import żywności, w tym pszenicy zwyczajnej i durum, z Rosji przez niektóre kraje unijne, co przełożyło się na zaostrzenie presji konkurencyjnej i konieczność prowadzenia aktywnej polityki handlowej. Makarony Polskie podkreślają, że pomimo udanych pod względem ilościowym zbiorów pszenicy w sezonie 2024/25 dostępny wolumen pszenicy konsumpcyjnej spełniającej odpowiednie i kluczowe dla prawidłowego procesu produkcji makaronu parametry jakościowe był ograniczony. W perspektywie kolejnych okresów oczekuje się, że kluczowe znacznie dla zachowania cen surowców nie tylko na rynku krajowym, ale też europejskim będą miały (1) ceny energii elektrycznej, (2) koszty płac oraz (3) bilans importu zbóż miękkich będzie miał.

Strategia biznesowa / model operacyjny

Zgodnie z przyjętą strategią, Grupa Makary Polskie będzie koncentrować swoje działania na następujących obszarach:

1. 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 kosztochłonność 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.

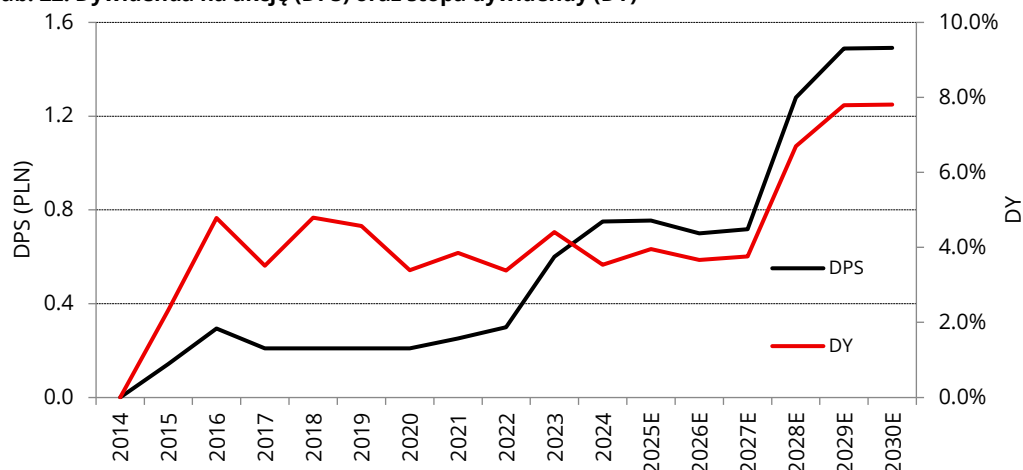
2. Rozwój działalności w segmencie marek własnych
 - dywersyfikacja i wzbogacenie oferty kierowanej do nowych i obecnych klientów o produkty prozdrowotne i funkcjonalne, kolejne produkty z nowej linii walcowanej, jak również produkty spółki Stoczek Natura Sp. z o.o. (w tym dania gotowe na tackach i w 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.
3. Rozwój kanałów sprzedaży B2B
 - rozwój kategorii makaronów, przetworów mięsno-warzywnych dostosowanych do oczekiwań 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.
4. Zwiększenie udziałów i wzrost poziomu dystrybucji na rynku krajowym
 - intensyfikacja działań trade-marketingowych w celu zwiększania rozpoznawalności marek, a w efekcie ich rozpoznawalności i udziałów rynkowych;
 - umocnienie i rozwój portfolio produktowego;
 - wypracowanie i wdrożenie jasnych reguł współpracy z równymi grupami klientów, ze szczególną naciskiem na międzynarodowe sieci w formacie średnim i małym oraz sieci convenience, jako kompleksowej strategii dystrybucji selektywnej, uwzględniającej specyfikę kategorii oferowanych przez Makarony Polskie;
 - skupienie na szybkiej i efektywnej budowie dostępności asortymentów 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.
5. 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

Grupa Makarony Polskie regularnie dzieli się zyskiem z akcjonariuszami. Stopa dywidendy (DY) historycznie wahała się od ok. 2% do blisko 5%. W średnim horyzoncie naszych prognoz założyliśmy że stopa wypłaty dywidendy będzie wynosiła 25% zysku wypracowanego za rok poprzedni, a w horyzoncie długim urośnie do ok. 35%. Uważamy takie podejście za dość konserwatywne. W scenariuszu zakładającym projekty M&A / działania konsolidacyjne, nie wykluczamy, że okresowo poziom ten może ulec zmniejszeniu. Takie nastawienie wydaje się zbieżne ze strategią spółki, która miała w zwyczaju zastrzegać, dość racjonalnie, że „każdorazowo możliwość wypłaty dywidendy uzależniana będzie od wysokości osiągniętego zysku, bieżących celów inwestycyjnych i sytuacji”.

Tab. 22. Dywidenda na akcję (DPS) oraz stopa dywidendy (DY)



Źródło: Spółka, Santander Biuro Maklerskie

Prognozy finansowe

Środowisko biznesowe

Konsumpcja krajowa pozostaje silna

Zmiana r/r funduszu płac w sektorze przedsiębiorstw pozostawała dodatnia w ostatnich miesiącach, przy czym dynamika była niska-jednocyfrowa. Nasze wewnętrzne założenia sugerują wzrost o ok. +6,0% r/r w 3Q / 4Q25. Motorem wzrostu ma pozostać utrzymujący się wzrost płac i niższa dynamika CPI. W lipcu wskaźnik CPI spadł o 1 punkt procentowy m/m do +3,1%. W 2026 spodziewamy się natomiast ekspansji funduszu wynagrodzeń w przedsiębiorstwach między +5,0% -6,0% r/r. Powinno to stanowić wsparcie dla krajowego sektora konsumenckiego z uwagi na poprawę makroekonomicznej sytuacji konsumentów. Należy zauważyć, że wskaźniki nastrojów konsumentów w pewnym stopniu skorygowały ostatni wzrost, ale sytuacja nie jest jednorodna między branżami.

Tab. 23. Nastroje konsumenckie w Polsce



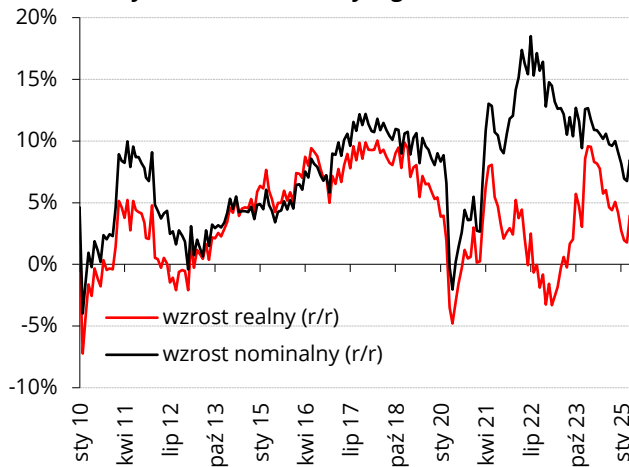
Źródło: GUS, Santander Biuro Maklerskie

Tab. 24. Bieżąca koniunktura w handlu detalicznym



Źródło: GUS, Santander Biuro Maklerskie

Tab. 25. PL: dynamika funduszu wynagrodzeń



Źródło: GUS, Santander Biuro Maklerskie

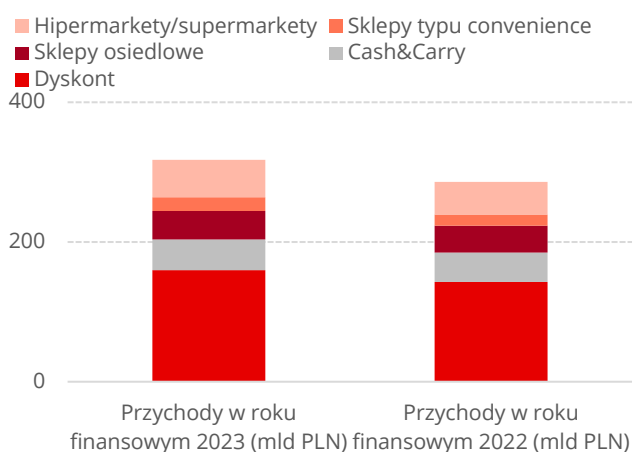
Główne trendy rynkowe

Według danych NielsenIQ i GfK, kanał dyskontowy stanowił 41,5% sprzedaży żywności w Polsce pod koniec 2022 r., natomiast pod koniec 2023 r. wartość ta wzrosła do 43,7%. W przyszłości, biorąc pod uwagę trendy rynkowe, można zakładać, że wskaźnik ten przekroczy 45,0%. Supermarkety również mogą pochwalić się wzrostem udziału w rynku (udział wynoszący około 15,3% pod koniec 2023 r.). Perspektywy dla małych sklepów i hipermarketów są zupełnie inne, ponieważ tracą one swoje udziały w rynku. Analizy rynkowe wykazują, że jednym z głównych narzędzi wykorzystywanych przez sieci handlowe w walce o klientów są promocje (towary objęte promocjami stanowią średnio 35,0% całkowitej sprzedaży). Badania branżowe wskazują również, że marki własne są ważnym czynnikiem przyciągającym uwagę konsumentów, stanowiąc około 40% sprzedaży w sieci Biedronka, a nawet ponad połowę w sieci Aldi. Według danych GfK Consumer Panel Service udział produktów marek własnych w całkowitej sprzedaży wzrósł w Polsce o 1,3 punktu procentowego do 22,6% na koniec 2023 r.

Trendy obserwowane w przeszłości utrzymały się w 2024 r. Dane CPS GfK pokazują, że pozycja trzech największych graczy detalicznych (Biedronka, Lidl i Dino) nieznacznie wzrosła w pierwszej połowie 2024 r. Na podstawie tego zestawu danych trzy największe sieci dyskontowe odnotowały wzrost udziału w krajowym rynku FMCG do około 47% w połowie 2024 r. W przyszłości oczekujemy, że sklepy dyskontowe będą nadal rosły pod względem udziału w rynku, dzięki planowanemu rozwojowi sieci sklepów i potencjalnym fuzjom i przejęciom. Niedawno dyrektor generalny Netto ogłosił, że do końca 2028 r. duńska sieć dyskontowa planuje osiągnąć liczbę 1000 sklepów w Polsce. W 2025 r. zamierza otworzyć około 120 nowych sklepów, a pozostałe lokalizacje zakupić.

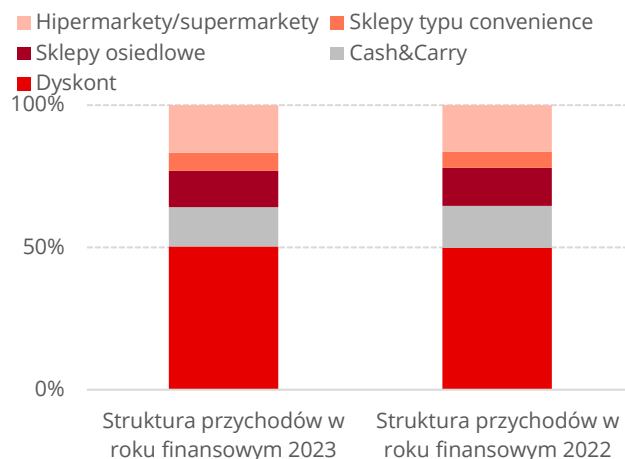
Obserwowana ostatnio (mniej więcej od początku 2024 r.) większa presja konkurencyjna między liderami rynku krajowego (w szczególności Biedronką i Lidl) doprowadziła do wzrostu udziału produktów objętych ofertami specjalnymi, co znajduje odzwierciedlenie w referencyjnych koszykach zakupowych.

Tab. 26. Polska: ewolucja przychodów 20 największych sieci handlowych



Źródło: Eurocash, Santander Biuro Maklerskie

Tab. 27. Polska: struktura przychodów 20 największych sieci handlowych

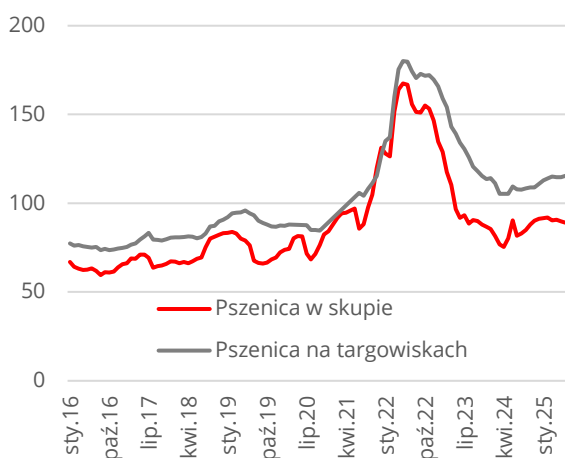


Źródło: GUS, Santander Biuro Maklerskie

Pozycja konkurencyjna

W Polsce przeciętne roczne spożycie makaronu per capita waha się w ostatnich latach (na bazie publicznie dostępnych danych) o ok. 5.5 kg, co jest niższą wartością niż w krajach Europy Zachodniej. Dla porównania, konsumpcja makaronu w Niemczech wynosi około 9,3 kg rocznie według danych z 2023 roku, a we Francji około 8,6 kg rocznie. Dane GUS sugerują, że porównaniu do 2023, w 2024 wolumen produkcji makaronu wzrósł o 4.2% r/r. Bazując na wskazanych statystykach, szacujemy krajową konsumpcję makaronów na blisko 220k ton rocznie. Przyjmujemy, że ok. 30% udziałów w rynku posiada Grupa Maspex z wiodącą marką Lubella. Grupa Makarony Polskie jest plasowana w rankingu producentów na drugiej pozycji z udziałem ok. 20% w rynku oraz dominującą produkcją produktów marek własnych. Import makaronów do Polski może odpowiadać ok 10% konsumpcji, a pozostała część jest skupiona w rękach mniejszych graczy, często wyspecjalizowanych w określonej kategorii makaronu.

Tab. 28. Notowania pszenicy w Polsce (PLN/1dt)



Źródło: GUS, Santander Biuro Maklerskie

Tab. 29. Notowania żyta w Polsce (PLN/1dt)



Źródło: GUS, Santander Biuro Maklerskie

Tab. 30. Dynamika zmian cen pszenicy i żyta w Polsce dla średnich cen w latach 2020-25 (PLN)

Pszenica i żyto: średnie ceny 2020-2025				
	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	8%	5%	18%	5%

Źródło: GUS, Santander Biuro Maklerskie

Wydaje się, że Grupa Makarony Polskie ma relatywnie dobrą pozycję negocjacyjną jeżeli chodzi o możliwość współpracy z dużymi sieciami sprzedażowymi z uwagi na posiadany know-how (przekładający się na satysfakcjonującą jakość ofertowanych produktów), dostępne moce wytwórcze, a także szerokie portfolio produktowe.

Strategia rozwoju grupy

Zgodnie z dostępnymi informacjami, spółka Makarony Polskie ma w planach zainwestować około 40 mln zł w rozbudowę zakład produkcyjny w Korpelach. Ta inwestycja ma pozwolić na zwiększoną produkcję makaronów premium, a także automatyzację procesów pakowania

i magazynowania. W planach jest również rozbudowa w zakładzie produkcyjnym w Stoczku Łukowskim za około 20 mln zł. Ta inwestycja ma z kolei przełożyć się na zwiększenie możliwości produkcyjnych w zakresie dań gotowych na tackach i w doy-packach. Planowana jest również inwestycja w ośrodki R&D. Celem tego przedsięwzięcia ma być zwiększenie konkurencyjności i innowacyjności firmy.

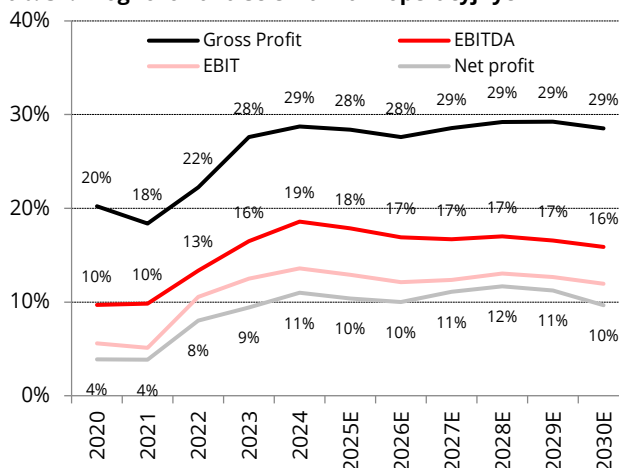
Zwracamy także uwagę na potencjał rozwoju nieorganicznego grupy. Zgodnie z publicznie dostępnymi informacjami, spółka jest w procesie poszukiwań firm do akwizycji. W wywiadzie z września 2024 r. Prezes Grupy wskazywał na zainteresowanie producentami żywności z, komplementarną do Makaronów Polskich, ofertą w zakresie tzw. półki suchej. W ogólnym ujęciu obejmuje ona takie produkty jak m.in. kasze, płatki śniadaniowe, czy pieczywo chrupkie.

Prognozy wyników finansowych

Nasze prognozy wskaźników operacyjnych oraz finansowych opieramy na:

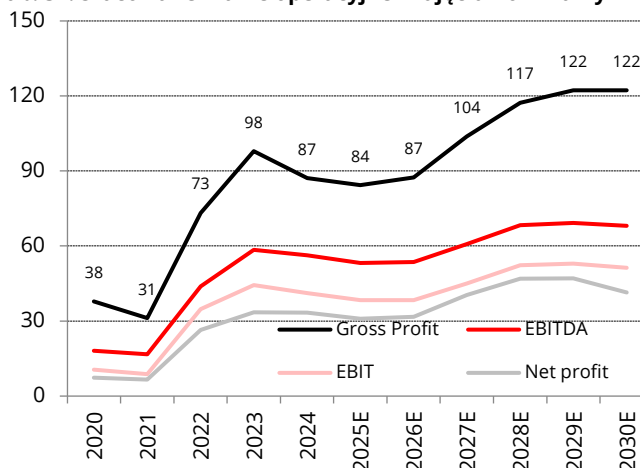
- Szacowanych trendach głównych surowców wykorzystywanych do produkcji, a także planowanych zmianach w strukturze asortymentowej grupy (wynikających z podejmowanych organicznych działań biznesowych nakierowanych na wzrost udziału produktów o wyższej wartości dodanej w miksie przychodowym);
- zakładanych dążeniach grupy do maksymalizacji wykorzystania dostępnych mocy produkcyjnych w segmencie makaronów, podobnie zresztą jak pozostałych uczestników rynku, przy czym ci ostatni mogą doświadczać większych trudności w stabilnym lokowaniu swoich produktów na rynku w satysfakcjonujących cenach z uwagi na gorszą pozycję przetargową; dodatkowo uważamy, że im większy organizm gospodarczy, tym łatwiej powinien znosić ewentualne szoki zewnętrzne;
- Jeżeli chodzi o potencjalne projekty akwizycyjne i związane z nimi zmiany w portfelu produktowym, czy udziałach rynkowych, to pomijamy je w naszej analizie z uwagi na to, że jest obciążony wysokim błędem prognozy, a także opcyjny charakter; podkreślamy jednak fakt, że aktualny stan bilansu grupy wydaje się bardzo dobry, co powinno bez przeszkód pozwolić na realizację nawet bardziej ambitnych projektów, a jednocześnie nie kolidować z polityką dzielenia się zyskiem z akcjonariuszami;

Tab. 31. Prognozowana ścieżka marż operacyjnych



Źródło: Spółka, Santander Biuro Maklerskie

Tab. 32. Szacowane marże operacyjne w ujęciu nominalnym



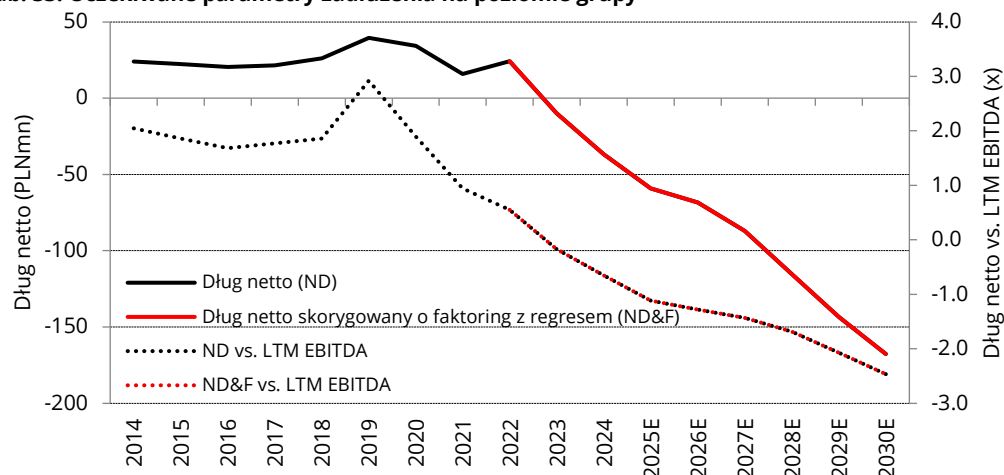
Źródło: Spółka, Santander Biuro Maklerskie

- Z uwagi na dość ustabilizowane udziały rynkowe, przyjmujemy brak wejścia nowych graczy na rynek i podkreślamy możliwość procesów konsolidacyjnych w długim terminie, zarówno po stronie producentów, jak też sieci sprzedaży z dominującą rolą dyskontów;
- Oczekujemy, że toczące się procesy inwestycyjne w zakładzie w Stoczku i Korpelach operacyjnie będą zakończone w połowie 2026P, co przekłada się na nasze prognozy dodatniego r/r efektu wolumenowego, w bezpośredni sposób przekładać się będzie na realizowane przychody oraz marże operacyjne (efekt dźwigni operacyjnej może okazać się istotny z uwagi na relatywnie niską oczekiwaną zmianę zatrudnienia na poziomie skonsolidowanym);
- W odniesieniu do kosztów rodzajowych, a szczególnie kosztów energii i materiału, zakładamy dalszą stopniową stabilizację cen surowców wolnych w średnim terminie, po szoku inflacyjnym widocznym w ostatnich latach; dodatkowo zwracamy przy tym uwagę, że umowa UE-Mercosur zakładająca wprowadzenie strefy wolnego handlu oraz zniesienie większości ograniczeń taryfowych w wymianie handlowej pomiędzy krajami należącymi do obu organizacji powinna wspierać w/w tezę, a szczególnie może okazać się wspierająca dla segmentu dań gotowych, tj. ogólnie przetworów mięsno-warzywnych;
- Trendy demograficzne w Polsce / Europie są elementem, który może przekładać się na wyzwania w długim terminie, zwłaszcza w kontekście pojemności rynku oraz możliwość rozwoju producentów żywności w długim terminie; zgodnie z przyjętym przez nas podejściem, ryzyka z tym związane odzwierciedlamy w szacowanej wartości rezydualnej grupy.

Zadłużenie i konwersja EBITDA na przepływy operacyjne

W latach 2020-2024 wskaźnik konwersji EBITDA na przepływy operacyjne Makaronów Polskich wyniosły średnio 77%, co w naszej opinii wskazuje na dobre fundamenty modelu biznesowego. Historycznie, firma finansowała nakłady inwestycyjne z wykorzystaniem głównie środków własnych. Przewidujemy, że w kolejnych latach te tendencje zostaną utrzymane. Nasza prognoza na lata 2025-2030E zakłada średni wskaźnik konwersji EBITDA na przepływy operacyjne na poziomie +/- 82%. Środki te, powinny pozwolić na kontynuację polityki regularnych wypłat dywidendy z zysku, jak też na realizację strategii dalszej dywersyfikacji biznesowej.

Tab. 33. Oczekiwane parametry zadłużenia na poziomie grupy



Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Tab. 34. Rachunek zysków i strat

	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody skonsolidowane	329	355	303	297	317	364	402
KWS	256	257	216	213	230	260	284
Zysk brutto	73	98	87	84	87	104	117
SG&A	38	45	46	46	49	59	65
Pozostałe przychody operacyjne netto	0	-8	0	0	0	0	0
EBITDA	44	58	56	53	54	61	68
Zysk operacyjny	35	44	41	38	38	45	52
Przychody (koszty) finansowe netto	-2	-2	0	0	0	0	0
Zysk przed opodatkowaniem	32	43	41	38	38	45	52
Podatek dochodowy	-6	-9	-8	-7	-7	-5	-5
Zysk netto	26	33	33	31	32	40	47
Marża brutto	22.3%	27.6%	28.7%	28.4%	27.6%	28.5%	29.2%
Marża EBITDA	13.3%	16.5%	18.6%	17.9%	16.9%	16.7%	17.0%
Marża operacyjna	10.6%	12.5%	13.6%	12.9%	12.1%	12.4%	13.0%
Marża zysku netto	8.0%	9.4%	11.0%	10.4%	10.0%	11.1%	11.7%

Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Tab. 35. Bilans

PLNm	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Aktywa obrotowe	95	102	121	141	157	189	225
Aktywa trwałe	144	136	128	127	136	140	139
Aktywa razem	239	238	254	273	297	334	370
Zobowiązania krótkoterminowe	75	53	52	49	50	56	59
zadłużenie bankowe	14	3	3	3	2	2	2
Zobowiązania długoterminowe	42	35	28	27	26	25	25
zadłużenie bankowe	13	9	6	5	5	4	4
Kapitał własny	123	149	174	196	220	253	285
Zobowiązania ogółem	239	238	254	273	297	334	370
Dług netto (DN)	24	-10	-37	-59	-68	-87	-115
DN / LTM EBITDA	0.6	-0.2	-0.7	-1.1	-1.3	-1.4	-1.7

Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Tab. 36. Rachunek przepływów pieniężnych

	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Przepływy z działalności operacyjnej	17	51	52	44	41	46	58
Przepływy z inwestycji	-20	-10	-11	-13	-24	-20	-15
Przepływy z tytułu finansowania	-15	-20	-16	-10	-9	-9	-15
W tym dywidendy	-3	-7	-8	-8	-8	-8	-14
Zmiana środków pieniężnych netto	-18	21	24	21	8	17	27

Źródło: szacunki Santander Biuro Maklerskie

Wyniki kwartalne

Sezonowość

Konsumpcja produktów oferowanych przez Grupę Makarony Polskie nie wykazuje jaskrawych, z punktu widzenia analizowanych kwartalnych wyników, tendencji sezonowych. Niemniej jednak z uwagi na kalendarz świąt oraz związane z tym wzorce zakupowe klientów, a w konsekwencji sieci handlowych, istotne z punktu widzenia strategii handlowej wydają się miesiące poprzedzające właśnie wzrost konsumpcji produktów spożywczych związany z czynnikami specyficznymi, takimi jak układ świąt i dni wolnych. Istotna z tego punktu widzenia wydaje się sama polityka zakupowa sieci handlowych w zależności od oczekiwanych tendencji cenowych na rynku w zakresie głównych komponentów TKW, co dodatkowo zaburza analizę realizowanego poziomu przychodów.

Prognoza wyników 2 kw. 2025

Zgodnie z kalendarzem korporacyjnym, Grupa Makarony Polskie powinna przekazać do publicznej wiadomości raport z wynikami za I poł. 2025 dnia 30 września 2025. Szacujemy, że implikowane wyniki dla II kw. 2025P mogą przełożyć się na ok. 73mn zł sprzedaży na poziomie skonsolidowanym. Analiza struktury segmentowej może jednak wskazywać na spadek kw / kw przychodów z linii makaronów, co z kolei, naszym zdaniem, powinno być odrobione na poziomie produkcji zakładu w Stoczku Łukowskim. Spodziewamy się dość stabilnych marż operacyjnych (w odniesieniu do przychodów KSiOZ), co w połączeniu z lekko pogorszonym kw / kw saldem pozostałych przychodów netto może prowadzić do nieco gorszego kw / kw obrazu pozostałych głównych linii RZiS.

Szacujemy że capex w okresie kwiecień – czerwiec 2025 wyniesie ok. 4.3 mln zł, a przepływy operacyjne ukształtują się na poziomie 7.5 mln zł. Spółka wypłaciła ok. 8 mln zł dywidendy w lipcu 2025 r., stąd prognozujemy że poziom gotówki netto wzrośnie na koniec czerwca 2025 r.

Tab. 37. Wybrane elementy sprawozdań finansowych w ujęciu kwartalnym / prognoza wyników 2Q25E (1/2)

PLNmn	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	y/y	q/q	LTM
Sales	81.3	71.1	74.1	76.8	75.7	73.1	3%	-4%	73.1
EBITDA	15.7	14.4	13.9	12.5	13.1	12.8	-12%	-3%	12.8
EBITDA margin	19.4%	20.3%	18.7%	16.3%	17.3%	17.5%	-281.6	18.2	17.5%
EBIT	12.0	10.7	10.1	8.6	9.2	8.8	-18%	-4%	8.8
EBIT margin	14.8%	15.0%	13.6%	11.3%	12.1%	12.0%	-297.8	-10.3	12.0%
Net profit	9.5	8.7	8.2	7.3	7.6	6.4	-26%	-16%	6.4
Net margin	11.6%	12.2%	11.1%	9.6%	10.1%	8.8%	-337.2	-126.9	8.8%
OCF	16.7	8.5	9.3	14.1	1.3	7.5	-12%	495%	7.5
Net debt	-21	-27	-26	-37	-33	-36	31%	7%	-36
Net debt / LTM EBITDA	-0.4	-0.5	-0.5	-0.6	-0.6	-0.9	-0.5	-0.3	-0.9
Sales costs	13.3	9.4	11.3	11.8	11.8	11.7	25%	-1%	11.7
% revenues	16.3%	13.2%	15.2%	15.4%	15.5%	16.0%	2.8	0.5	16.0%

Źródło: spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Tab. 38. Wybrane elementy sprawozdań finansowych w ujęciu kwartalnym / prognoza wyników 2Q25E (2/2)

PLNmn	1Q25	2Q25P	y/y	q/q	FY21	FY22	FY23	FY24	LTM
Sales	75.7	73.1	3%	-4%	170	329	355	303	300
EBITDA	13.1	12.8	-12%	-3%	17	42	58	57	52
EBITDA margin	17.3%	17.5%	-281.6	18.2	9.8%	12.9%	16.3%	18.6%	17.4%
EBIT	9.2	8.8	-18%	-4%	9	33	44	41	37
EBIT margin	12.1%	12.0%	-297.8	-10.3	5.0%	10.1%	12.3%	13.7%	12.2%
Net profit	7.6	6.4	-26%	-16%	6	24	33	34	30
Net margin	10.1%	8.8%	-337.2	-126.9	3.8%	7.4%	9.3%	11.1%	9.9%
OCF	1.3	7.5	-12%	495%	13	22	53	49	32
Net debt	-33	-36	31%	7%	34	16	-10	-37	-36
Net debt / LTM EBITDA	-0.6	-0.9	-0.5	-0.3	1.8	1.0	-0.2	-0.6	-0.9
Sales costs	11.8	11.7	25%	-1%	26.6	38.2	45.1	45.7	46.6
% revenues	15.5%	16.0%	2.8	0.5	15.7%	11.6%	12.7%	15.1%	15.5%

Źródło: spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Santander Biuro Maklerskie

Adres korespondencyjny:

ul. Kolorowa 8

60-198 Poznań

tel.: 61 856 44 44

e-mail: bm.sekretariat@santander.pl

Zespół Maklerów Transakcyjnych

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

Zespół Analiz Giełdowych

Dr Kamil Stolarski, CFA, *Menadżer Zespołu Analiz Giełdowych
Banki, Ubezpieczyciele, Strategia*

Paweł Puchalski, CFA
Telekomunikacja, Sektor Energetyczny, Sektor Wydobywczy

Adrian Kyrz, *Analitik Akcji
Budownictwo, Deweloperzy, IT*

Tomasz Sokołowski, *Analitik Akcji
Sektor Detaliczny, E-commerce*

Michał Sopieli, *Analitik Akcji
Sektor Przemysłowy, Chemia, Analizy Ilościowe*

Tomasz Krukowski, CFA, *Analitik Akcji
Paliwa i Gaz, Farmacja i biotechnologie, Spółki niefinansowe w Europie Środkowo-Wschodniej*

Piotr Zielonka, CFA, *Analitik Akcji
Gry, Strategia*

Marcin Działek, *Analitik Akcji
Analiza Techniczna*

UJAWNIEŃ

Wszystkie poglądy wyrażone w niniejszym raporcie dokładnie odzwierciedlają osobiste poglądy Analityka z Zespołu Analiz Giełdowych w Santander Biuro Maklerskie, będącego odrębną jednostką organizacyjną Santander Bank Polska S.A. („Santander Bank Polska”), który jest wskazany jako autor raportu. Santander Biuro Maklerskie informuje, iż niniejszy raport będzie aktualizowany nie rzadziej niż raz w roku.

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

Emitent / emitenci będący przedmiotem niniejszego raportu mogą posiadać akcje Santander Bank Polska, w łącznej liczbie stanowiącej mniej niż 5% kapitału zakładowego. Santander Bank Polska lub inny podmiot z Grupy Santander 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 Santander Allianz SA), a w rezultacie Santander Bank Polska może być pośrednio powiązany z tymi emitentami.

Santander 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 Santander 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 Santander 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, Santander 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 Santander 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 Santander Bank Polska lub podmioty z nim powiązane.

Statystyki globalne przedstawiające rozkład rekomendacji oraz udział spółek na rzecz, których świadczone usługi bankowości inwestycyjnej w ciągu ostatnich 12 miesięcy we wszystkich spółkach pokrywanych przez Zespół Analiz Giełdowych Santander Biura Maklerskiego, znajduje się pod adresem: <https://www.santander.pl/inwestor/global-statistics>.

Wykaz wszystkich rekomendacji, które zostały rozpowszechnione przez Santander Biuro Maklerskie, Zespół Analiz Giełdowych, w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się na stronie: <http://centruminformacji.santander.pl/fileserver/item/1501617>.

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

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

Santander 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 Santander Biuro Maklerskie uprawnionych do otrzymywania raportów analitycznych, na podstawie umów o świadczenie usług.

Santander 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.

Podmioty powiązane z Santander Bank Polska, 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. Santander 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 adresatowi. Santander Biuro Maklerskie mogło wydać w przeszłości lub może 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. Santander Biuro Maklerskie nie jest zobowiązane do zapewnienia, iż takie materiały będą podawane do wiadomości adresatów niniejszego raportu. Santander 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 Santander Biuro Maklerskie ze źródeł uznawanych za wiarygodne, przy zachowaniu należytej staranności, jednak Santander 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.

Santander Biuro Maklerskie nie ponosi odpowiedzialności za straty poniesione przez klienta na skutek decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie rekomendacji udzielonych przez Santander Biuro Maklerskie o ile Santander Biuro Maklerskie, przy ich udzielaniu, zachowało należyłą 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, 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. Santander Biuro Maklerskie informuje, iż inwestowanie środków w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków.

Santander 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.santander.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 Santander 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.

Okres ważności Opracowań, których dotyczy niniejszy dokument wynosi maksymalnie 30 dni, przy czym publikacja nowego opracowania dla danego instrumentu finansowego oznacza, że opracowanie poprzednio wydane traci ważność.

Ze względu na krótki horyzont czasowy Opracowań, Santander Biuro Maklerskie nie zakłada ich regularnych aktualizacji.

Przy sporządzaniu niniejszego raportu Santander Biuro Maklerskie korzystało 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 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 = $(ROE \text{ za dwa lata minus stopa stabilnego wzrostu}) / (\text{koszt kapitału minus stopa stabilnego wzrostu})$ 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.

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

W Santander 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 Santander Bank Polska działalności. Poza tym Santander 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; dystrybucja raportu następuje tego samego dnia przed rozpoczęciem sesji.

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

©2025 Santander Bank Polska. Wszelkie prawa zastrzeżone