

Program Wsparcia Analitycznego GPW

Bloomberg: MAK PW, Reuters: MAK.WA

CEE Equity Research

Przemysł, Polska

1 października 2025, 15:07 CET

Rozczarowujący miks sprzedaży

Michał Sopieli, *Analityk akcji*

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

Komentarz do wyników za II kw. 2025 r

Struktura sprzedaży produktów. Grupa Makarony Polskie odnotowała w II kwartale 2025 r. strukturę sprzedaży, w której nadal dominowały produkty makaronowe (68% lub blisko 50 mln zł w ujęciu nominalnym). Wynik ten był jednak niższy od naszych szacunków, które wskazywały na około 74% udziały. Na poziomie skonsolidowanym wspomniana różnica została zrównoważona przez solidny wzrost r/r przychodów z działalności w zakresie przetworów mięsnych i warzywnych, które w omawianym okresie wyniosły 20,4 mln PLN (co oznacza około 28% udziału w strukturze sprzedaży). Podczas gdy my szacowaliśmy tę wartość na około 23%.

RZIS. Poza przychodami, które były mniej więcej zgodne z naszymi prognozami, kluczowe pozycje rachunku zysków i strat ukształtowały się poniżej naszych oczekiwań. Naszym zdaniem ta różnica wynika głównie z pogorszenia struktury sprzedaży zarówno w ujęciu r/r, jak i kw/kw. Jest to szczególnie istotne z punktu widzenia osiągniętych skonsolidowanych marż operacyjnych, ponieważ produkty makaronowe generują znacznie bardziej atrakcyjne parametry ekonomiczne w porównaniu z pozostałymi segmentami działalności. Zwracamy również uwagę na widoczny wzrost kosztów sprzedaży w ujęciu r/r (do 9 mln zł w II kw. 2025 r.), choć w ujęciu kw / kw pozostały one stosunkowo stabilne. Podsumowując, EBITDA / EBIT wyniosły łącznie 9,4 mln zł / 5,4 mln zł, a zysk netto w II kw. 2025 r. wyniósł 4,6 mln zł.

Rachunek przepływów pieniężnych. W II kw. 2025 r. przepływy operacyjne zmniejszyły się r/r do 20 mln zł (26,7 mln zł w ujęciu LTM) z 8,5 mln zł w analogicznym okresie ubiegłego roku. Jednocześnie przepływy inwestycyjne wyniosły blisko 1,3 mln zł (lub 7,2 mln zł LTM), co wskazuje na raczej nieistotne nakłady inwestycyjne w obecnym okresie.

Bilans. Naszym zdaniem na koniec I półrocza 2025 r. nie nastąpiły istotne zmiany w strukturze bilansu. Z naszych szacunków wynika, że poziom zadłużenia grupy pozostał na porównywalnym poziomie w ujęciu kwartalnym, pozostawiając (podobnie jak w poprzednich kwartałach) komfortową przestrzeń dla potencjalnych fuzji i przejęć lub projektów inwestycyjnych związanych z rozwojem.

Rys. 1. Grupa Makarony Polskie: główne pozycje wyników kwartalnych

PLNmn	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	y/y	q/q	LTM	SANe
Przychody	87.8	81.3	71.1	74.1	76.8	75.7	73.3	3%	-3%	300	73.1
EBITDA	10.4	15.7	14.4	13.9	12.5	13.1	9.4	-35%	-28%	49	12.8
marża EBITDA	11.9%	19.4%	20.3%	18.7%	16.3%	17.3%	12.8%	-747.3	-447.5	16.3%	17.5%
EBIT	6.8	12.0	10.7	10.1	8.6	9.2	5.4	-49%	-41%	33	8.8
marża EBIT	7.8%	14.8%	15.0%	13.6%	11.3%	12.1%	7.4%	-762.0	-474.5	11.1%	12.0%
Zysk netto	4.4	9.5	8.7	8.2	7.3	7.6	4.6	-47%	-40%	28	6.4
marża ZN	5.0%	11.6%	12.2%	11.1%	9.6%	10.1%	6.2%	-594.2	-383.9	9.2%	8.8%
OCF*	21.4	16.7	8.5	9.3	14.1	1.3	2.0	-76%	60%	27	7.5
Dług netto	-10	-21	-27	-26	-37	-33	-33			-33	-36
DN / LTM EBITDA	-0.2	-0.4	-0.5	-0.5	-0.6	-0.6	-0.9			-0.9	-0.9
KSIOZ	11.1	13.3	9.4	11.3	11.8	11.8	12.3	31%	4%	47.1	11.7
% przychodów	12.6%	16.3%	13.2%	15.2%	15.4%	15.5%	16.7%	3.5	1.2	15.7%	16.0%

Źródło: Dane spółki, szacunki Santander Biuro Maklerskie, *saldo przepływów operacyjnych

Rys. 2. Grupa Makarony Polskie: porównanie marżowości segmentów operacyjnych

		Przetwory mięсно - warzywne				Przetwory warzywne i owocowe		Pozostałe		Suma
		Makarony								
Zyski lub straty segmentów	2Q25	12.1	2.8	0.3	1.2					16.4
	2Q24	17.8	2.0	0.2	0.5					20.5
zmiana r/r (%)		-32.1%	37.6%	68.0%	150.1%					-19.9%
Zyski lub straty segmentów vs. przychody		2Q25	24.3%	13.6%	23.0%	74.5%				22.4%
		2Q24	31.9%	15.3%	16.5%	65.6%				28.9%
zmiana r/r (bps)		-756	-161	642	894					-642

Źródło: Dane spółki, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Komentarz: Oczekiwaliśmy więcej, jeśli chodzi o rentowność Makaronów Polskich w II kwartale 2025 r. Z jednej strony pogorszenie struktury sprzedaży w ujęciu kwartalnym oznacza pewne ryzyka dla naszych obecnych założeń modelu wyceny grupy. Niestety, ostatnio opublikowane dane przez Tarczyński S.A. za I półrocze 2025 r. wskazują, że sytuacja na krajowym rynku spożywczym mogła stać się bardziej napięta pod kątem sytuacji konkurencyjnej (co najmniej w perspektywie krótkoterminowej). Uważamy, że im silniejsza bieżąca pozycja rynkowa, tym lepsze perspektywy w horyzoncie średnio- i długoterminowym jeżeli chodzi o warunki współpracy z sieciami. W tym kontekście nie możemy wykluczyć, że Makarony Polskie mogą być zmuszone do zaoferowania bardziej atrakcyjnych cen swoim kluczowym klientom, aby zabezpieczyć swoje obecne udziały w rynku. Z drugiej strony, skłaniamy się ku opinii, że ocena potencjału marż operacyjnych spółki za cały rok na podstawie jednego kwartału może być w pewnym stopniu myląca, biorąc pod uwagę skrócony okres obowiązywania umów. Co równie ważne, pozytywnie oceniamy dość silny (+ok. 54% r/r) wzrost przychodów w segmencie przetworów mięsnych i warzywnych, który to, mamy nadzieję, może przynieść wymierne korzyści ekonomiczne w dłuższej perspektywie.

Rys. 3. Grupa Makarony Polskie: wyniki 2Q25 w rozbiću na segmenty biznesowe

PLNm	Makarony	Przetwory mięsno - warzywne	Przetwory warzywne i owocowe	Pozostałe	Suma
Przychody					
skonsolidowane	49.8	20.4	1.5	1.7	73.3
Przychody segmentu	49.8	20.4	1.5	1.7	73.3
Przychody ze sprzedaży między segmentami	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Koszty segmentów	37.7	17.6	1.1	0.4	56.8
Zyski lub straty segmentów	12.1	2.8	0.3	1.2	16.4
KSOA					12.3
Koszty sprzedaży					9.0
Koszty zarządu					3.3
Pozostałe przychody / koszty operacyjne netto					1.2
Pozostałe przychody					1.9
Pozostałe koszty					0.7
Przychody / koszty finansowe netto					0.2
Przychody finansowe					0.5
Koszty finansowe					0.3
Pozostałe elementy RZiS					0.0
Zyska / strata brutto z działalności kontynuowanej					5.6

Źródło: Dane spółki, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Rys. 4. Grupa Makarony Polskie: wyniki 1H25 w rozbiściu na segmenty biznesowe

PLNm	Makarony	Przetwory mięśno - warzywne	Przetwory warzywne i owocowe	Pozostałe	Suma
Przychody skonsolidowane	107.9	34.8	3.0	3.3	149.0
Przychody segmentu	107.9	34.8	3.0	3.3	149.0
Przychody ze sprzedaży między segmentami					0.0
Koszty segmentów	80.3	30.2	2.5	1.0	114.0
Zyski lub straty segmentów	27.5	4.6	0.6	2.3	35.0
KSOA					24.0
Koszty sprzedaży					17.9
Koszty zarządu					6.1
Pozostałe przychody / koszty operacyjne netto					3.6
Pozostałe przychody					4.4
Pozostałe koszty					0.8
Przychody / koszty finansowe netto					0.5
Przychody finansowe					1.1
Koszty finansowe					0.6
Pozostałe elementy RZIS					0.0
Zyska / strata brutto z działalności kontynuowanej					15.0

Źródło: Dane spółki, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Rys. 5. Grupa Makarony Polskie: dane finansowe

PLNm	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Przychody	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
P/E (x)	3.7	4.5	7.0	7.6	7.5	5.9
EV/EBITDA (x)	2.8	2.4	3.5	3.3	3.1	2.5
Stopa FCF*	-14.4%	14.8%	17.4%	12.4%	6.5%	10.6%
Stopa dywidendy	3.4%	4.4%	3.5%	3.5%	3.3%	3.4%

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

Santander Brokerage Poland

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 Sopił, *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*

DISCLAIMER

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 GPW, której przedmiotem jest sporządzanie rekomendacji dotyczących: **Makarony Polskie SA**, w ramach „Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego” organizowanego przez GPW, w związku z czym GPW przysługują autorskie prawa majątkowe do niniejszego raportu. Z tytułu umowy z GPW, Santander Biuro Maklerskie w ciągu najbliższych 12 miesięcy otrzyma wynagrodzenie za sporządzenie raportów dotyczących tego emitenta.

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

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/_files/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 jakakolwiek 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 adresatom. 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 udzieleniu, 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 co najmniej z jednej z następujących metod wyceny: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF), porównawczej, mnożników średniocyklicznych, zdyskontowanych dywidend (DDM), wartości rezydualnej, model uzasadnionej wyceny kapitałów własnych (WEV), metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP), metoda wartości likwidacyjnej.

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

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

Metoda mnożników średniocyklicznych opiera się na zastosowaniu długoterminowych, średnich mnożników wyceny dla sektora lub spółek grupy porównawczej. Metodologia ta ma na celu określenie wartości godziwej dla cyklicznych spółek. Wadą tej metody jest fakt, iż implikowana wycena może znacznie różnić się od wartości rynkowej analizowanej spółki w szczycie lub na dnie cyklu oraz jej zależność od jakości danych zewnętrznych (zwykle korzystamy z baz danych Bloomberg lub Damodara). Zaletą jest prosta metoda 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 za dwa lata minus stopa stabilnego wzrostu)/(koszt kapitału minus stopa stabilnego wzrostu) i pozwala na oszacowanie wartości godziwej danej spółki za dwa lata. W następnej kolejności wyliczana jest wartość bieżąca. Główną zaletą tej metody jest jej przejrzystość oraz fakt, iż jest oparta na relatywnie krótkich prognozach, co ogranicza ryzyko błędów w prognozie. Główną wadą jest to, iż metoda zakłada, iż cena akcji danej spółki w długim okresie będzie dążyć do swojej wartości godziwej implikowanej z kombinacji ROE i kosztu kapitału.

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

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

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.

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