Grupa Makarony Polskie (Przeważaj, TP PLN 35.0)

Program Wsparcia Pokrycia Analitycznego GPW

Bloomberg: MAK PW, Reuters: MAK.WA

CEE Equity Research

Przemysł, Polska
13 sierpnia, 2026

Kluczem do wyników 2026 może okazać się 2 poł. 2026

Michał Sopiel, Analityk Akcji
+48 693 720 651
michal.sopiel@erste.pl

Prognoza wyników II kw. 2026P

Oczekujemy, że 2Q26P będzie dla Makarony Polskie relatywnie słabszym kwartałem pod względem sprzedażowym, co wynika zarówno z sezonowości działalności, jak i utrzymującej się presji konkurencyjnej. Prognozujemy przychody na poziomie ok. PLN65mn (-12% r/r), przy stabilnej sprzedaży w segmencie makaronów i wyraźnie słabszych wynikach segmentu przetworów mięsno-warzywnych. Szacujemy EBITDA na PLN8.1mn (-14% r/r) oraz zysk netto na PLN3.7mn (-19% r/r). Niemniej, grupa powinna utrzymać dobrą sytuację bilansową, pomimo kontynuacji programu inwestycyjnego oraz wypłaty dywidendy.

W 2H26P oczekujemy stopniowej poprawy warunków rynkowych, wspieranej potencjalną stabilizacją cen surowców, rozwojem sprzedaży w segmencie dań gotowych oraz działaniami zmierzającymi do odbudowy wolumenów. Ważnymi czynnikami wzrostu pozostają uruchomienie nowej linii produkcyjnej w Korpelach oraz integracja Joyfood i Stoczek Natura.

Fig. 1. Grupa Makarony Polskie: prognoza wyników 2Q26P (1/2)

PLNmn	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	r/r	kw/kw
Przychody	73.3	71.8	72.8	73.9	64.5	-12%	-13%
EBITDA	9.4	9.5	9.7	11.4	8.1	-14%	-29%
marża EBITDA	*12.8%*	*13.2%*	*13.3%*	*15.5%*	*12.5%*	*-27.2*	*-292.6*
EBIT	5.4	5.6	5.8	7.6	4.3	-21%	-44%
marża EBIT	*7.4%*	*7.8%*	*8.0%*	*10.3%*	*6.6%*	*-75.8*	*-368.4*
Zysk netto	4.6	4.5	4.8	6.2	3.7	-19%	-41%
marża ZN	*6.2%*	*6.3%*	*6.6%*	*8.4%*	*5.7%*	*-51.0*	*-267.3*
OCF*	2.0	5.3	13.0	11.1	13.0	545%	17%
Dług netto	-33	-27	-21	-29	-30	-9%	5%
DN / LTM EBITDA	-0.9	-0.8	-0.7	-0.9	-1.0	-0.1	-0.1
KSiOZ	12.3	12.2	12.9	12.9	11.5	-6%	-11%
% przychodów	16.7%	17.0%	17.7%	17.4%	17.8%	*1.1*	*0.4*
Przychody w podziale na segmenty							
Produkcja makaronu	50	53	59	60	50	*0.5%*	*-17.3%*
Przetwory mięsno-warzywne	20	15	10	10	11	*-48.5%*	*9.7%*
Przetwory warzywne i owocowe	1	1	1	1	2	*36.6%*	*45.3%*
Pozostałe segmenty	2	2	2	3	2	*20.8%*	*-20.9%*

Źródło: Spółka, szacunki Erste Biuro Maklerskie

Oświadczenia informacyjne zawarte w ostatniej części niniejszego raportu stanowią integralną część niniejszego dokumentu.

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

Szacunki wyników II kw. 2026P

- Szacujemy, że przychody Grupy Makarony Polskie zbliżą się do ok PLN65mn w 2Q26P, implikując spadek o 12% r/r oraz 13% kw/kw; w tym wypadku warto pamiętać, że 2Q pozostaje najsłabszym kwartałem dla działalności spółki w ujęciu sezonowości śródrocznej;
- Z perspektywy segmentów operacyjnych, nasza prognoza zakłada utrzymanie relatywnie stabilnej r/r sprzedaży w podstawowym biznesie produkcji makaronów (ok. PLN50mn, +0.5% r/r) w okresie kwiecień – czerwiec 2026; negatywny wpływ na dynamikę skonsolidowanych przychodów r/r może mieć przede wszystkim segment przetworów mięsno-warzywnych z oczekiwanymi przychodami na poziomie ok PLN11mn, implikując spadek r/r o 48.5%; fakt ten poza negatywnym efektem cenowym wynikającym ze zmian cen 'materiałów' wykorzystywanych do produkcji, może wynikać z efektu wysokiej bazy związanego z częściową działalnością kontraktową grupy w tym obszarze, szacujemy;
- Oczekujemy 2Q26P EBITDA grupy w wysokości PLN8.1mn (-14% r/r), przekładając się na marżę EBITDA 12.5%, wobec 12.8% rok wcześniej, a prognozowany EBIT może w naszej ocenie nieznacznie przekroczyć PLN4mn (-21% r/r); zysk netto z kolei szacujemy na PLN3.7mn (-19% r/r), co odpowiada marży netto na poziomie 5.7% w analogicznym okresie;
- Zakładamy, że presja konkurencyjna pozostanie wysoka, szczególnie w segmencie makaronów, z uwagi na relatywnie niskie bariery wejścia na rynek dla wyspecjalizowanych graczy z uwagi na politykę dyskontów, szukających dostawców gotowych zaoferować jak najkorzystniejsze ceny;
- Uważamy, że nasza prognoza marży netto pozostaje spójna z komunikowanym przez spółkę stanowiskiem, że historyczne poziomy rentowności bliskie 10% stają się trudne do utrzymania, zwłaszcza w krótkim terminie;
- Pozytywnym elementem kwartału może być obraz przepływów operacyjnych, które szacujemy na PLN13.0mn, wobec PLN2.0mn rok wcześniej;
- Bazując na naszym modelu, uważamy, ze grupa powinna utrzymać komfortową sytuację bilansową na koniec czerwca 2026; pozycja gotówkowa netto może wynieść ok. PLN30mn, a wskaźniki długu netto/LTM EBITDA może zbliżyć się do ok -1.0x, mimo ponoszonych sukcesywnie wydatków inwestycyjnych; przypominamy, że na koniec lipca 2026 Makarony Polskie wypłaciły PLN8.3mn w postaci dywidendy (PLN0.75 na akcję).

Komentarz do prognozy wyników II kw. 2026P oraz głównych trendów w perspektywie 2 połowy 2026P

- Spodziewamy się lekkiej poprawy warunków rynkowych w 2H26P , przy jednoczesnej kontynuacji działań grupy mających na celu odbudowę utraconych wolumenów sprzedaży;
- Istotnym elementem poprawy wyników może być potencjalna stabilizacja cen podstawowych surowców po żniwach 2026, mimo ostatnich wzrostów cen nośników energii; wypadkowa jesiennych negocjacji kontraktów z sieciami handlowymi będzie w tym wypadku jednak decydująca;
- Wsparciem dla wyników może być ograniczona ekspozycja na koszty energii elektrycznej dzięki wcześniejszym inwestycjom w instalacje PV oraz aktywne zarządzanie zakupami gazu;
- W segmencie dań gotowych spółka niezmiennie sygnalizuje możliwość rozwoju sprzedaży eksportowej; szansą w naszej opinii może okazać się nawiązanie nowych relacji współpracy z sieciami handlowymi w Polsce dzięki wyższym mocom wytwórczym; W pozytywnym scenariuszu, nowe postępowania kontraktowe ogłaszane przez agencje rządowe mogą przełożyć się na dodatkowy wzrost wolumenu;
- Czynnikiem ryzyka pozostaje wysoka koncentracja sprzedaży na Biedronce, odpowiadającej za potencjalnie ok. 35-40% przychodów grupy, podczas gdy agresywne działania promocyjne sieci nadal wywierają presję na producentów żywności.

Fig. 2. Grupa Makarony Polskie: prognoza wyników 2Q26P (2/2)

PLNmn	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25	LTM
Przychody	170	329	355	303	294	283
EBITDA	17	42	58	57	42	39
marża EBITDA	*9.8%*	*12.9%*	*16.3%*	*18.6%*	*14.2%*	*13.7%*
EBIT	9	33	44	41	26	23
marża EBIT	*5.0%*	*10.1%*	*12.3%*	*13.7%*	*8.8%*	*8.2%*
Zysk netto	6	24	33	34	21	19
marża ZN	*3.8%*	*7.4%*	*9.3%*	*11.1%*	*7.3%*	*6.8%*
OCF*	13	22	53	49	22	42
Dług netto	34	16	-10	-37	-21	-30
DN / LTM EBITDA	1.8	1.0	-0.2	-0.6	-0.7	-1.0
KSiOZ	26.6	38.2	45.1	45.7	49.1	49.4
% przychodów	15.7%	11.6%	12.7%	15.1%	16.7%	17.5%
Przychody w podziale na segmenty						
Produkcja makaronu	121	259	283	240	220	222
Przetwory mięsno-warzywne	32	52	56	52	60	46
Przetwory warzywne i owocowe	8	9	8	6	6	6
Pozostałe segmenty	8	10	8	5	8	9

Źródło: Spółka, szacunki Erste Biuro Maklerskie

Komentarz do oczekiwanych trendów w średnim terminie

- Uważamy, że kluczowym projektem inwestycyjnym pozostaje zakończenie budowy i uruchomienie nowej linii produkcyjnej w Korpelach, w naszym scenariuszu bazowym do końca 2026;/
- Szacujemy, ze łączny capex grupy w 2026 może wynieść ok. PLN35-40mn, z czego ok. PLN20-25mn przypadnie na projekt w Korpelach, a ok. PLN10mn na rozwój Stoczek Natura;
- Ważnym wydarzeniem w średnim terminie powinna być również pełna integracja Joyfood i Stoczek Natura, wraz z przeniesieniem produkcji z Włocławka do Stoczka, co powinno pozwolić na uzyskanie efektów synergii i poprawę efektywności operacyjnej (zakończenie procesu planowane na koniec 2026); przypominamy, że Stoczek Natura ma docelowo koncentrować się na kontraktach B2B oraz produkcji private label, co powinno zwiększyć skalę działalności poza tradycyjnym segmentem makaronowym;
- W naszej ocenie, zarząd niezmiennie wskazuje na konieczność dalszej dywersyfikacji działalności, a przejęcie Joyfood może nie wyczerpywać ambicji akwizycyjnych grupy, zwłaszcza w bardziej perspektywicznych segmentach rynku żywności;
- W średnim terminie ważnym tematem pozostaje również przyszłość zakładu w Częstochowie, zwłaszcza mając na uwadze nadpodaż mocy produkcyjnych na krajowym rynku makaronów jajecznych.

Niniejsza nota nie wprowadza zmian w rekomendacjach, cenach docelowych ani prognozach.

Erste Brokerage Poland

Plac Europejski 3A
00-844 Warszawa

Zespół Analiz Giełdowych

Paweł Puchalski, CFA, *Analityk* akcji
Telekomunikacja, Sektor Energetyczny, Sektor Wydobywczy

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

Adrian Kyrcz, *Analityk* akcji
Budownictwo, Deweloperzy, IT

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

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

Marcin Działek, *Analityk techniczny akcji*
Analiza Techniczna

Zespół Maklerów Transakcyjnych

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

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

UJAWNIENIA

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

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

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

Emitent / emitenci będący przedmiotem niniejszego raportu mogą posiadać akcje Erste Bank Polska, w łącznej liczbie stanowiącej mniej niż 5% kapitału zakładowego.
Erste Bank Polska lub inny podmiot z Grupy Erste Bank Polska może, w zakresie dopuszczonym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje finansowe w relacjach z emitentem / emitentami, do których odnosi się niniejszy raport, świadczyć usługi na rzecz lub pośredniczyć w świadczeniu usług na rzecz tego emitenta / emitentów lub mieć możliwość lub realizować transakcje instrumentami finansowymi emitowanymi przez tych emitentów (w tym w szczególności poprzez PTE Allianz Polska SA), a w rezultacie Erste Bank Polska może być pośrednio powiązany z tymi emitentami.
Erste Bank Polska nie wyklucza możliwości nabycia przez któryś z podmiotów z nim powiązanych, w okresie obowiązywania niniejszej rekomendacji, akcji emitenta / emitentów, do których odnosi się niniejszy raport, instrumentów finansowych, powodującego osiągniecie łącznej liczby stanowiącej co najmniej 0,5% kapitału zakładowego tych emitentów.
Grupa Erste Bank Polska, jej podmioty zależne, przedstawiciele lub pracownicy mogą okazjonalnie przeprowadzać transakcje, lub mogą być zainteresowani nabyciem instrumentów finansowych spółek bezpośrednio lub pośrednio związanych z emitentem / emitentami, do których odnosi się niniejszy raport.
Poza wspomnianymi powyżej, emitenta / emitentów, do których odnosi się niniejszy raport, nie łączą żadne inne stosunki umowne z Erste Bank Polska, które mogłyby wpłynąć na obiektywność rekomendacji zawartych w niniejszym raporcie.
Nie jest jednak wykluczone, że w okresie następnych 12 miesięcy, włącznie z okresem obowiązywania niniejszej rekomendacji, Erste Bank Polska składać będzie ofertę świadczenia usług na rzecz tych emitentów, lub których wartość zależna jest od wartości instrumentów finansowych wyemitowanych przez tych emitentów.
Za wyjątkiem wynagrodzenia ze strony Erste Biuro Maklerskie, Analitycy nie przyjmują innej formy wynagrodzenia za sporządzane raporty. Wynagrodzenie otrzymywane przez osoby sporządzające niniejszy raport może być w sposób pośredni zależne od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej, dotyczących instrumentów finansowych emitowanych przez emitenta / emitentów, do których odnosi się niniejszy raport, dokonywanych przez Erste Bank Polska lub podmioty z nim powiązane.
Statystyki globalne przedstawiające rozkład rekomendacji oraz udział spółek na rzecz, których Erste Bank Polska SA świadczył usługi bankowości inwestycyjnej w ciągu ostatnich 12 miesięcy w zbiorze wszystkich spółek pokrywanych przez Zespół Analiz Giełdowych Erste Biura Maklerskiego, znajduje się pod adresem: https://www.erste.pl/inwestor/global-statistics.
Wykaz wszystkich rekomendacji, które zostały rozpowszechnione przez Zespół Analiz Giełdowych w Erste Biuro Maklerskie, w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się na stronie: http://centruminformacji.erste.pl/_fileserver/item/1501617.

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

Niniejszy raport został przygotowany przez Erste Biuro Maklerskie, które jest wyodrębnioną organizacyjnie jednostką Erste Bank Polska S.A. (Erste Bank Polska) z siedzibą w Warszawie. Działalność Erste Biuro Maklerskie, będącego wyodrębnioną organizacyjnie jednostką Erste Bank Polska, podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego z siedzibą w Warszawie.
Erste Biuro Maklerskie jest podmiotem podlegającym przepisom Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2018 r., poz. 2286 – t.j. z późn. zm.), Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. z 2019 r. poz. 623 – t.j. z późn. zm.) oraz Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. z 2019 r., poz. 1871– t.j. z późn. zm.).
Raport ten jest adresowany do inwestorów kwalifikowanych oraz klientów profesjonalnych w rozumieniu przepisów wyżej wskazanych ustaw oraz do Klientów Erste Biuro Maklerskie uprawnionych do otrzymywania raportów analitycznych, na podstawie umów o świadczenie usług.

Erste Biuro Maklerskie nie jest obowiązane do zapewnienia, czy instrumenty finansowe, do których odnosi się niniejszy raport, są odpowiednie dla danego inwestora. Inwestycje oraz usługi przedstawione lub zawarte w niniejszym raporcie mogą nie być dla konkretnego inwestora właściwe, dlatego w razie wątpliwości dotyczących takich inwestycji bądź usług inwestycyjnych zaleca się konsultację z niezależnym doradcą inwestycyjnym. Żaden z zapisów w niniejszym raporcie nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej ani podatkowej, ani też nie jest wskazaniem, iż jakakolwiek inwestycja lub strategia jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji inwestora.
Erste Bank Group AG i podmioty powiązane, w tym Erste Bank Polska SA, w zakresie dopuszczonym prawem, mogą uczestniczyć lub inwestować w instrumenty finansowe w relacjach z emitentem/ emitentami, do których odnosi się niniejszy raport, mogą świadczyć usługi na rzecz lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez tych emitentów lub mieć możliwość lub realizować transakcje Instrumentami finansowymi emitowanymi przez tych emitentów. Erste Bank Polska może, w zakresie dopuszczalnym prawem polskim, Wielkiej Brytanii oraz pozostałymi prawami oraz przepisami, przeprowadzać transakcje Instrumentami finansowymi, zanim niniejszy raport zostanie przedstawiony jego adresatom.
Erste Biuro Maklerskie, Erste Bank Group AG i/lub podmioty powiązane mogły wydać w przeszłości lub mogą wydać w przyszłości inne materiały analityczne, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszym raporcie. Takie materiały odzwierciedlają różne założenia, punkty widzenia oraz metody analityczne przyjęte przez przygotowujących je analityków. Erste Biuro Maklerskie nie jest zobowiązane do zapewnienia, iż takie materiały będą podawane do wiadomości adresatów niniejszego raportu. Erste Biuro Maklerskie informuje, że trafność wcześniejszych raportów (rekomendacji) nie jest gwarancją ich trafności w przyszłości.
Informacje i opinie zawarte w niniejszym raporcie zostały zebrane lub opracowane przez Erste Biuro Maklerskie ze źródeł uznawanych za wiarygodne, przy zachowaniu należytej staranności, jednak Erste Biuro Maklerskie nie może zagwarantować ich dokładności oraz kompletności. Inwestor jest odpowiedzialny za przeprowadzenie na własną rękę badań oraz analiz informacji zawartych w niniejszym dokumencie i za ocenę zalet oraz ryzyka związanego z instrumentami finansowymi będącymi przedmiotem niniejszego raportu. Informacje i opinie zawarte w niniejszym raporcie mogą się zmienić bez konieczności poinformowania o tym fakcie.
Erste Biuro Maklerskie nie ponosi odpowiedzialności za straty poniesione przez klienta na skutek decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie rekomendacji udzielonych przez Erste Biuro Maklerskie o ile Erste Biuro Maklerskie, przy ich udzielaniu, zachowało należytą staranność i rzetelność.
Niniejszy raport nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu oraz dokonania transakcji na instrumentach finansowych, ani nie ma na celu nakłaniania do nabycia lub zbycia jakichkolwiek instrumentów finansowych. Niniejszy raport jest przedstawiony państwu wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowany lub przekazywany osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy raport, ani jego kopia nie mogą być rozpowszechniane, publikowane lub dystrybuowane bezpośrednio ani pośrednio, w Stanach Zjednoczonych Ameryki, Australii, Korei Południowej, Kanadzie, Japonii. Rozpowszechnianie, publikowanie oraz dystrybuowanie bezpośrednio lub pośrednio w tych państwach lub wśród obywateli tych państw lub osób w nich przebywających może stanowić naruszenie prawa lub regulacji dotyczących instrumentów finansowych obowiązujących w tych krajach. Rozpowszechnianie, publikowanie oraz dystrybuowanie tego raportu na terytorium innych państw może być ograniczone przez odpowiednie przepisy prawa i regulacje, obowiązujące w tych państwach. Osoby udostępniające lub rozpowszechniające ten raport są obowiązane znać te ograniczenia i ich przestrzegać. W Wielkiej Brytanii niniejszy raport może być jedynie rozpowszechniany wśród osób, które posiadają profesjonalną wiedzę w zakresie inwestowania zgodnie z odpowiednimi regulacjami.

Opinii zawartych w niniejszym raporcie nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez emitenta. Erste Biuro Maklerskie informuje, iż inwestowanie środków w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków.
Erste Biuro Maklerskie zwraca uwagę, iż na cenę instrumentów finansowych ma wpływ wiele różnych czynników, które są lub mogą być niezależne od emitenta i wyników jego działalności. Można do nich zaliczyć m. in. zmieniające się warunki ekonomiczne, prawne, polityczne i podatkowe. Więcej informacji o instrumentach finansowych i ryzyku z nimi związanym znajduje się na stronie www.erste.pl/inwestor w sekcji zastrzeżenia i ryzyko - informacje o instrumentach finansowych i ryzyku.
Decyzja o zakupie wszelkich instrumentów finansowych powinna być podjęta wyłącznie na podstawie prospektu, oferty lub innych powszechnie dostępnych dokumentów i materiałów opublikowanych zgodnie z obowiązującymi przepisami polskiego prawa.

Wyjaśnienia terminologii fachowej użytej w rekomendacji:
EBIT - zysk operacyjny
EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja
P/E - wskaźnik ceny do zysku na akcję
EV - kapitalizacja spółki powiększona o dług netto
PEG - wskaźnik P/E do wzrostu zysków
EPS - zysk na akcję
CPI - wskaźnik cen i usług towarów konsumpcyjnych
WACC - średni ważony koszt kapitału
CAGR - średnioroczny wzrost
P/CE - wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję
NOPAT - teoretyczny zysk operacyjny po opodatkowaniu
FCF - wolne przepływy pieniężne
BV – wartość księgowa
ROE – zwrot na kapitale własnym
P/BV – cena do wartości księgowej

Definicje rekomendacji:
Przeważaj – Całkowita oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji: 10% powyżej benchmarku. Zmiana o około ≥15%.
Neutralnie - Całkowita oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji: 0% - 10% wobec benchmarku. Zmiana o około 5%-15%.
Niedoważaj - Całkowita oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji poniżej benchmarku. Zmiana o około <5%.

UWAGA: Właściwym benchmarkiem dla akcji europejskich (w tym akcji CEE) jest stopa zwrotu z 1-rocznych obligacji emitowanych przez rząd RFN +ERP (5,5%).
Definicje ocen mają charakter orientacyjny. Zalecenia mogą różnić się od ww. wytycznych, jeśli jest to uzasadnione ze względu na czynniki rynkowe, trendy branżowe, specyficzne wydarzenia w firmie itp. W takich przypadkach w raporcie znajduje się stosowne wyjaśnienie powstałych rozbieżności.
Ceny docelowe ustalone od stycznia do czerwca dotyczą 31 grudnia danego roku. Ceny docelowe ustalone od lipca do grudnia dotyczą są wyznaczane z terminem do grudnia kolejnego roku.
Okresowość: przeglądy naszych rekomendacji/cen docelowych dla każdego emitenta dokonujemy co najmniej raz w roku i zawsze, gdy uzasadniają to wydarzenia na rynku.
W opracowaniach analizy technicznej Erste Biuro Maklerskie nie stosuje bezpośrednich zaleceń inwestycyjnych (przeważaj / niedoważaj / neutralnie; lub równoważnych), a wszelkie opinie i elementy oceny analityków są zawarte w samym opracowaniu, w formie opisowej.

Przy sporządzaniu niniejszego raportu Erste Biuro Maklerskie korzystał co najmniej z jednej z następujących metod wyceny: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF), porównawczej, mnożników średniocyklicznych, zdyskontowanych dywidend (DDM), wartości rezydualnej, model uzasadnionej wyceny kapitałów własnych (WEV), metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP), metoda wartości likwidacyjnej.
Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Do jej mocnych stron zaliczyć można uwzględnienie wszystkich strumieni gotówki, jakie wpływają do spółki oraz kosztu pieniądza w czasie. Wadami wyceny DCF są: duża ilość parametrów i założeń, które należy oszacować i wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.
Metoda porównawcza opiera się na ekonomicznym prawie „jednej ceny". Mocnymi stronami metody porównawczej są: mała ilość parametrów, jakie analityk musi oszacować, oparcie wyceny na aktualnych warunkach rynkowych, stosunkowo duża dostępność wskaźników dla porównywanych spółek oraz szeroka znajomość metody porównawczej wśród inwestorów. Do wad wyceny metodą porównawczą zaliczyć można znaczną wrażliwość wyników wyceny na wybór spółek do grupy porównawczej, uproszczenie obrazu spółki prowadzące do pominięcia pewnych istotnych czynników (np.: dynamika wzrostu, aktywa pozaoperacyjne, ład korporacyjny, powtarzalność wyników, różnice w stosowanych standardach rachunkowości) oraz niepewność efektywności rynkowej wyceny porównywanych spółek.
Metoda mnożników średniocyklicznych opiera się na zastosowaniu długoterminowych, średnich mnożników wyceny dla sektora lub spółek grupy porównawczej. Metodologia ta ma na celu określenie wartości godziwej dla cyklicznych spółek. Wadą tej metody jest fakt, iż implikowana wycena może znacznie różnić się od wartości rynkowej analizowanej spółki w szczycie lub na dnie cyklu oraz jej zależność od jakości danych zewnętrznych (zwykle korzystamy z baz danych Bloomberga lub Damodarana). Zaletą jest prostota metody oraz uśredniona wartość dla całego cyklu, pozwalająca wychwytywać zarówno przewartościowanie jak i niedowartościowanie analizowanego waloru.
Metoda zdyskontowanych dywidend (DDM) bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych dywidendach wypłaconych przez spółkę. Do jej mocnych stron można zaliczyć uwzględnienie realnych przepływów pieniężnych do właścicieli kapitału akcyjnego oraz fakt, że metoda ta jest wykorzystywana w przypadku spółek z długą historią wypłacania dywidendy. Główną wadą metody zdyskontowanych dywidend jest oszacowywanie wielkości wypłacanej dywidendy na podstawie dużej ilości parametrów i założeń, w tym stopy wypłaty dywidendy.
Metoda wartości rezydualnej jest koncepcyjnie zbliżona do metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) stosowanej do wyceny spółek niefinansowych a główną różnicą jest to ze bazuje na szacowanych wielkościach wartości rezydualnej (nadwyżka ROE nad kosztem kapitału) a nie zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Do jej mocnych stron zaliczyć można uwzględnienie nadwyżki zysku nad kosztem kapitału, która jest potencjalnie do dyspozycji akcjonariuszy oraz kosztu pieniądza w czasie. Wadami wyceny DCF są: duża ilość parametrów i założeń, które należy oszacować i wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.
Model uzasadnionej wyceny kapitałów własnych (WEV) jest oparty na formule wartość księgowa = (ROE za dwa lata minus stopa stabilnego wzrostu)/(koszt kapitału minus stopa stabilnego wzrostu) i pozwala na oszacowanie wartości godziwej danej spółki za dwa lata. W następnej kolejności wyliczana jest wartość bieżąca. Główną zaletą tej metody jest jej przejrzystość oraz fakt, iż jest oparta na relatywnie krótkich prognozach, co ogranicza ryzyko błędów w prognozie. Główną wadą jest to, iż metoda zakłada, iż cena akcji danej spółki w długim okresie będzie dążyć do swojej wartości godziwej implikowanej z kombinacji ROE i kosztu kapitału.
Metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP) jest dodaniem do siebie wartości różnych aktywów spółki, wyliczonych przy pomocy jednej z powyższych metod. Zalety i wady tej metody są identyczne z zaletami i wadami zastosowanych metod wyceny.
Metoda wartości likwidacyjnej – wartość likwidacyjna jest to kwota pieniędzy, za którą aktywa lub przedsiębiorstwo mogą zostać szybko sprzedane w sytuacji gdyby przedsiębiorstwo zaprzestało swojej działalności. Następnie, szacunkowa wartość aktywów zostaje skorygowana o zobowiązania i wydatki związane z likwidacją. Zaletą tej metody szacowania wartości jest jego prostota. Ta metoda nie uwzględnia wartości niematerialnych jak wartość firmy, co jest główną wadą.

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

amerykańskie kwity depozytowe (ADR), wiążą się z dodatkowym ryzykiem, w tym ryzykiem związanym z kursami walutowymi, kontrolą walutową, opodatkowaniem oraz czynnikami politycznymi, gospodarczymi i społecznymi.

W opinii Erste Biuro Maklerskie niniejszy raport został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i z wykluczeniem jakiegokolwiek konfliktu interesów, który mógłby wpłynąć na jego treść.
W Erste Bank Polska implementowane są regulacje wewnętrzne, które mają na celu zapobieganie konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji. Ustanowiono bariery fizyczne, bariery logiczne oraz zasady ochrony dokumentacji w wymiarze adekwatnym do rodzaju prowadzonej przez Erste Bank Polska działalności. Poza tym Erste Bank Polska wprowadził szereg obowiązków oraz obostrzeń, dotyczących ochrony przepływu informacji poufnych pomiędzy poszczególnymi jednostkami organizacyjnymi.
Data i godzina wskazana na pierwszej stronie oznacza termin zakończenia sporządzania raportu; datę i godzinę pierwszego rozpowszechnienia raportu określa data i godzina wysyłki raportu w wiadomości mailowej skierowanej do klientów profesjonalnych oraz data i godzina wskazana w serwisie Inwestor online przy danym raporcie.

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

©2026 Erste Bank Polska. Wszelkie prawa zastrzeżone