

Grupa Makarony Polskie (Przeważaj, TP PLN 40.0)

Program Wsparcia Analitycznego GPW

Bloomberg: MAK PW, Reuters: MAK.WA

CEE Equity Research

Przemysł, Polska

29 kwietnia, 2026

Spójny, średnioterminowy plan rozwoju grupy jest realizowany

Michał Sopieli, Analityk Akcji

+48 693 720 651

michal.sopieli@erste.pl

Przegląd wyników 4Q25 / FY25 oraz podsumowanie telekonferencji

Niniejszym raportem przedstawiamy podsumowanie wyników Grupy Makarony Polskie za 4Q25 / FY25 oraz telekonferencji, która odbyła się wczoraj. Podtrzymujemy naszą opinię, że perspektywy biznesowe spółki są optymistyczne w kontekście zarówno realizowanych inwestycji w moce produkcyjne (oraz rozwój portfolio produktowego), jak i strategicznych projektów M&A, w tym planowanego przejęcia spółki Joyfoods. Z punktu widzenia modelu wyceny podtrzymujemy również nasze wcześniejsze komentarze, wskazując na istnienie ryzyka korekty w dół obecnie przyjętych parametrów wejściowych, w szczególności w odniesieniu do oczekiwanego efektu cenowego w średnim terminie.

Fig. 1. Grupa Makarony Polskie: porównanie marżowości segmentów operacyjnych

| | | Makarony | Przetwory mięsno-warzywne | Przetwory warzywne i owocowe | Pozostałe | Suma |
|---|------|----------|---------------------------|------------------------------|-----------|---------------|
| Zyski lub straty segmentów | 4Q25 | 15.2 | 1.4 | 0.2 | 1.5 | 18.3 |
| | 4Q24 | 17.6 | 1.4 | 0.2 | 1.4 | 20.6 |
| zmiana r/r (%) | | -13.9% | -1.0% | -3.1% | 11.1% | -11.3% |
| Zyski lub straty segmentów vs. przychody | 4Q25 | 25.7% | 13.8% | 12.8% | 69.0% | 25.1% |
| | 4Q24 | 28.2% | 13.1% | 12.5% | 68.2% | 26.8% |
| zmiana r/r (bps) | | -252 | 66 | 26 | 82 | -174 |

Źródło: dane spółki, szacunki Erste Biuro Maklerskie

Wyniki 4Q25 / FY25 – kluczowe punkty

- Wyniki Grupy Makarony Polskie za 4Q25 były w przybliżeniu zgodne z oczekiwaniami; wskazujemy, że największe negatywne odchylenie wobec naszych prognoz dotyczyło przychodów segmentu konserw mięsnych i warzywnych;
- Koszty SG&A pozostały zasadniczo stabilne zarówno kwartał do kwartału, jak i rok do roku; jednocześnie odnotowano wzrost kosztów sprzedaży względem przychodów, co może być związane z efektem cenowym r/r wynikającym z trendów cen materiałów produkcyjnych;
- Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej (OCF) w 4Q25 były solidne i – według naszych szacunków – wyniosły ok. PLN13mn; narastająco od początku roku wartość ta wyniosła PLN21,6mn;

- Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej (ICF) w FY25 wyniosły blisko PLN28mn;
- Zgodnie z naszymi szacunkami Grupa zakończyła 2025 r. w pozycji gotówkowej netto, z saldem netto na poziomie ok. PLN21mn.

Fig. 2. Grupa Makarony Polskie: główne pozycje wyników kwartalnych (1/2)

| PLNm | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 | y/y | q/q | FY21 | FY25 | SANe | Cons. |
|----------------------------------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody | 75.7 | 73.3 | 71.8 | 72.8 | -5% | 1% | 170 | 294 | 79.4 | n.a. |
| EBITDA | 13.1 | 9.4 | 9.5 | 9.7 | -22% | 2% | 17 | 42 | 9.6 | n.a. |
| marża EBITDA | 17.3% | 12.8% | 13.2% | 13.3% | -294.0 | 10.3 | 9.8% | 14.2% | 12.1% | n.a. |
| EBIT | 9.2 | 5.4 | 5.6 | 5.8 | -32% | 5% | 9 | 26 | 5.6 | n.a. |
| marża EBIT | 12.1% | 7.4% | 7.8% | 8.0% | -324.6 | 26.1 | 5.0% | 8.8% | 7.1% | n.a. |
| Zysk netto | 7.6 | 4.6 | 4.5 | 4.8 | -35% | 7% | 6 | 21 | 4.9 | n.a. |
| marża ZN | 10.1% | 6.2% | 6.3% | 6.6% | -297.3 | 32.0 | 3.8% | 7.3% | 6.2% | n.a. |
| OCF* | 1.3 | 2.0 | 5.3 | 13.0 | -8% | 145% | 13 | 22 | 6.7 | |
| Dług netto | -33 | -33 | -27 | -21 | -42% | -21% | 34 | -21 | -29 | |
| DN / LTM EBITDA | -0.6 | -0.9 | -0.8 | -0.7 | -0.1 | 0.1 | 1.8 | -0.7 | -1.0 | |
| KSIOZ | 11.8 | 12.3 | 12.2 | 12.9 | 9% | 6% | 26.6 | 49.1 | 13.2 | |
| % przychodów | 15.5% | 16.7% | 17.0% | 17.7% | 2.3 | 0.8 | 15.7% | 16.7% | 16.6% | |
| Przychody w podziale na segmenty | | | | | | | | | | |
| Produkcja makaronu | 58 | 50 | 53 | 59 | -5.5% | 11.7% | 121 | 220 | 59 | |
| Przetwory mięsno-warzywne | 14 | 20 | 15 | 10 | -5.8% | -33.6% | 32 | 60 | 15 | |
| Przetwory warzywne i owocowe | 2 | 1 | 1 | 1 | -5.1% | 23.8% | 8 | 6 | 2 | |
| Pozostałe segmenty | 2 | 2 | 2 | 2 | 9.7% | -11.3% | 8 | 8 | 4 | |

Źródło: dane spółki, szacunki Erste Biuro Maklerskie

Fig. 3. Grupa Makarony Polskie: wyniki 4Q25 w rozbiciu na segmenty biznesowe

| | Makarony | Przetwory mięsno-warzywne | Przetwory warzywne i owocowe | Pozostałe | Suma |
|---|-------------|---------------------------|------------------------------|------------|-------------|
| Przychody skonsolidowane | 59.0 | 10.2 | 1.4 | 2.2 | 72.8 |
| Przychody segmentu | 59.0 | 10.2 | 1.4 | 2.2 | 72.8 |
| Przychody ze sprzedaży między segmentami | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Koszty segmentów | 43.8 | 8.8 | 1.3 | 0.7 | 54.6 |
| Zyski lub straty segmentów | 15.2 | 1.4 | 0.2 | 1.5 | 18.3 |
| KSOA | | | | | 12.9 |
| Koszty sprzedaży | | | | | 9.7 |
| Koszty zarządu | | | | | 3.2 |
| Pozostałe przychody / koszty operacyjne netto | | | | | 0.5 |
| Pozostałe przychody | | | | | 1.1 |
| Pozostałe koszty | | | | | 0.6 |
| Przychody / koszty finansowe netto | | | | | 0.0 |
| Przychody finansowe | | | | | 0.3 |
| Koszty finansowe | | | | | 0.3 |
| Pozostałe elementy RZIS | | | | | 0.0 |
| Korekta o zyski wewnątrzgrupowe | | | | | 0.0 |
| Pozostały zysk lub strata | | | | | 0.0 |
| Zyska / strata brutto z działalności kontynuowanej | | | | | 5.9 |

Źródło: dane spółki, szacunki Erste Biuro Maklerskie

Telekonferencja 4Q25 / FY25 – główne wnioski oraz kluczowe informacje z sesji Q&A

Sytuacja operacyjna i strategiczna Grupy

- Zdaniem przedstawicieli spółki, 2025 rok był trudny i zmienny, naznaczony jednoczesnym wzrostem kosztów produkcji (w tym usług obcych oraz kosztów pracy), spadkiem cen wybranych surowców oraz silną presją cenową ze strony kluczowych odbiorców detalicznych;
- W obliczu spadku sprzedaży wartościowej zarząd koncentrował się przede wszystkim na utrzymaniu marż sprzedażowych oraz stabilności operacyjnej, co pozwoliło Grupie osiągnąć satysfakcjonujące wyniki finansowe w wymagającym otoczeniu rynkowym;
- Łączna produkcja makaronów w 2025 r. wyniosła ok. 41 tys. ton, co potwierdza utrzymanie istotnej skali działalności mimo normalizacji popytu po wyjątkowo silnych latach 2022–23;
- Segment dań gotowych odnotował istotny wzrost wolumenów rok do roku, umacniając swoją rolę jako jednego z kluczowych motorów wzrostu Grupy;
- Po zakończeniu trwającego programu inwestycyjnego spółka oczekuje zauważalnego skoku rozwojowego, zarówno pod względem mocy produkcyjnych, jak i konkurencyjności kosztowej;
- Najważniejszym, obecnie realizowanym projektem jest modernizacja zakładu w Korpelach, obejmująca szeroką automatyzację procesów produkcyjnych oraz uruchomienie produkcji makaronów instant, co pozwoli wejść w nową kategorię produktową;
- Komercjalizacja inwestycji w Korpelach planowana jest na 4Q26 oraz początek 2027 r.; Grupa ocenia, że wpływ projektu na wyniki w krótkim terminie może być ograniczony, natomiast potencjał średnioterminowy jest istotny;
- Polski rynek pozostaje silnie nasycony w segmencie żywności, w tym makaronów, co ogranicza potencjał wzrostu wolumenowego na rynku krajowym;
- Eksport Makaronów Polskich (ok. 7,5% sprzedaży w 2025 r.) koncentruje się głównie na rynku ukraińskim oraz innych krajach ościennych; ambicje zarządu dotyczące docelowego poziomu sprzedaży eksportowej są jednak istotnie wyższe, a produkty z tzw. „suchej półki” są postrzegane jako najbardziej perspektywiczne eksportowo, m.in. ze względu na brak konieczności chłodniczego łańcucha dostaw;
- Według Makaronów Polskich ok. 75% sprzedaży Grupy realizowane jest w formule private label, co zapewnia odpowiednią skalę działalności, lecz jednocześnie ogranicza siłę kształtowania cen oraz rozpoznawalność marek własnych.

Fig. 4. Grupa Makarony Polskie: główne pozycje wyników kwartalnych (2/2)

| PLNm | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 | y/y | q/q | FY23 | FY24 | FY25 |
|----------------------------------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|-------|-------|-------|
| Przychody | 75.7 | 73.3 | 71.8 | 72.8 | -5% | 1% | 355 | 303 | 294 |
| EBITDA | 13.1 | 9.4 | 9.5 | 9.7 | -22% | 2% | 58 | 57 | 42 |
| marża EBITDA | 17.3% | 12.8% | 13.2% | 13.3% | -294.0 | 10.3 | 16.3% | 18.6% | 14.2% |
| EBIT | 9.2 | 5.4 | 5.6 | 5.8 | -32% | 5% | 44 | 41 | 26 |
| marża EBIT | 12.1% | 7.4% | 7.8% | 8.0% | -324.6 | 26.1 | 12.3% | 13.7% | 8.8% |
| Zysk netto | 7.6 | 4.6 | 4.5 | 4.8 | -35% | 7% | 33 | 34 | 21 |
| marża ZN | 10.1% | 6.2% | 6.3% | 6.6% | -297.3 | 32.0 | 9.3% | 11.1% | 7.3% |
| OCF* | 1.3 | 2.0 | 5.3 | 13.0 | -8% | 145% | 53 | 49 | 22 |
| Dług netto | -33 | -33 | -27 | -21 | -42% | -21% | -10 | -37 | -21 |
| DN / LTM EBITDA | -0.6 | -0.9 | -0.8 | -0.7 | -0.1 | 0.1 | -0.2 | -0.6 | -0.7 |
| KSiOZ | 11.8 | 12.3 | 12.2 | 12.9 | 9% | 6% | 45.1 | 45.7 | 49.1 |
| % przychodów | 15.5% | 16.7% | 17.0% | 17.7% | 2.3 | 0.8 | 12.7% | 15.1% | 16.7% |
| Przychody w podziale na segmenty | | | | | | | | | |
| Produkcja makaronu | 58 | 50 | 53 | 59 | -5.5% | 11.7% | 283 | 240 | 220 |
| Przetwory mięsno-warzywne | 14 | 20 | 15 | 10 | -5.8% | -33.6% | 56 | 52 | 60 |
| Przetwory warzywne i owocowe | 2 | 1 | 1 | 1 | -5.1% | 23.8% | 8 | 6 | 6 |
| Pozostałe segmenty | 2 | 2 | 2 | 2 | 9.7% | -11.3% | 8 | 5 | 8 |

Źródło: dane spółki, szacunki Erste Biuro Maklerskie

Przejęcie spółki Joyfood Sp. z o.o.

- Grupa Makarony Polskie, za pośrednictwem swojej spółki zależnej Stoczek Natura, zawarła warunkową umowę nabycia 100% udziałów w spółce Joyfood, producencie funkcjonalnych dań gotowych, past warzywnych oraz produktów typu superfoods;
- Wartość transakcji wynosi ok. PLN9mn, w tym PLN6,5mn za 100% udziałów w Joyfood Sp. z o.o. oraz PLN2,5mn za wybrane składniki parku maszynowego;
- Finalizacja transakcji uzależniona jest od uzyskania zgody krajowego organu antymonopolowego (UOKiK), przy czym umowa przeniesienia udziałów ma zostać zawarta nie później niż do końca października 2026 r.;
- Joyfood wygenerował w 2025 r. ok. PLN34mn przychodów, wobec PLN33,2mn w 2024 r.;
- Zarząd Grupy Makarony Polskie zadeklarował ambicję osiągnięcia wiodącej pozycji w segmencie dań gotowych typu 'clean label', przy jednoczesnym długoterminowym celu przekroczenia PLN1bn skonsolidowanych przychodów grupy;
- Joyfood jest drugim co do wielkości podmiotem na polskim rynku dań gotowych na tackach pod względem udziału w rynku (po Stoczku), co czyni przejęcie istotnym krokiem we wzmacnianiu pozycji Grupy w tym segmencie;
- Kluczowym założeniem synergii operacyjnych jest centralizacja produkcji w zakładzie w Stoczku Łukowskim, podczas gdy Joyfood obecnie prowadzi działalność w wynajmowanych zakładach we Włocławku;
- Integracja Joyfood powinna zwiększyć skalę działalności oraz w istotny sposób wzmocnić pozycję negocjacyjną Grupy wobec dostawców

surowców i opakowań, a także poprawić siłę przetargową w relacjach z klientami końcowymi i dystrybutorami, przy ograniczonej realnej konkurencji na rynku dań gotowych na tacek;

- Po integracji przychody segmentu dań gotowych mogą przekroczyć PLN100mn w 2027 r., co wskazuje na zauważalne zwiększenie potencjału rynkowego Grupy;
- W scenariuszu bazowym zarząd zakłada EBITDA Joyfood na poziomie powyżej PLN4mn, w wariantcie konserwatywnym ok. PLN3mn, natomiast w wariantcie optymistycznym nawet ok. PLN5mn;
- Zdaniem zarządu, wzrost mocy produkcyjnych wynikający z przejęcia powinien w średnim terminie w istotny sposób poprawić efektywność operacyjną oraz elastyczność całej Grupy.

Podsumowanie sesji Q&A (punkty pogrupowane według obszarów tematycznych)

Przejęcie Joyfood – struktura, finansowanie i integracja

- Przejęcie Joyfood nie powinno istotnie przełożyć się na poziom zadłużenia Grupy Makarony Polskie, gdyż spółka nie posiada zadłużenia finansowego i operuje wyłącznie w oparciu o rachunek bieżący;
- Zarząd nie zakłada konieczności dokapitalizowania Joyfood po finalizacji transakcji, co ogranicza ryzyko dodatkowych wy wpływów gotówkowych;
- Transakcja ma charakter standardowego przejęcia, bez mechanizmów opcji wykupu, a strategicznym celem jest szybka formalna i operacyjna integracja Joyfood ze Stoczkiem Natura po uzyskaniu zgody UOKiK;
- Relokacja parku maszynowego Joyfood po finalizacji transakcji może potrwać kilka miesięcy i zależy m.in. od warunków obowiązujących umów najmu hal produkcyjnych;

Komplementarność biznesów i kanałów sprzedaży Joyfood oraz Stoczek Natura

- Joyfood i Stoczek Natura oceniane są jako podmioty wyraźnie komplementarne, zarówno pod względem portfolio produktowego (funkcjonalne i zdrowe dania gotowe), jak i modelu dystrybucji;
- Joyfood dysponuje silnymi kompetencjami w sprzedaży e-commerce, stanowiącej istotną część przychodów, natomiast segment dań gotowych Grupy Makarony Polskie ma wnieść doświadczenie w handlu tradycyjnym oraz wysoko zautomatyzowany proces produkcyjny;
- Połączenie kompetencji obu podmiotów powinno wzmocnić potencjał sprzedażowy oraz ułatwić dalszą ekspansję produktową i geograficzną.

Moce produkcyjne i segment dań gotowych (tacki)

- Łączny wolumen produkcji dań gotowych na tackach w 2026 r. szacowany jest na ok. 12mn sztuk, z potencjałem wzrostu do ok. 20 mln sztuk rocznie po pełnej integracji linii produkcyjnych i pracy w systemie dwuzmianowym;
- Około 50% produkcji tacek grupy jest obecnie eksportowane, a sam format tackowy postrzegany jest jako atrakcyjny dla rynków zagranicznych;
- Segment dań gotowych charakteryzuje się istotnie wyższą rentownością niż pozostałe formaty (np. słoiki czy puszki);

Sezonowość i charakterystyka rynków

- Sprzedaż dań gotowych na tackach nie wykazuje istotnej sezonowości w trakcie roku, co sprzyja stabilności wyników segmentu;
- Rynek makaronów w Polsce pozostaje sezonowy – słabszy popyt występuje w 2Q–3Q, co wynika ze struktury konsumpcji (makaron spożywany głównie jako dodatek do zup).

Fig. 5. Grupa Makarony Polskie: wyniki 12M25 w rozbiciu na segmenty biznesowe

| | Makarony | Przetwory mięсно - warzywne | Przetwory warzywne i owocowe | Pozostałe | Suma |
|---|--------------|-----------------------------------|------------------------------------|------------|--------------|
| Przychody skonsolidowane | 219.6 | 60.5 | 5.6 | 8.0 | 293.7 |
| Przychody segmentu | 219.6 | 60.5 | 5.6 | 8.0 | 293.7 |
| Przychody ze sprzedaży między segmentami | | | | | 0.0 |
| Koszty segmentów | 163.9 | 52.3 | 4.6 | 2.0 | 222.8 |
| Zyski lub straty segmentów | 55.7 | 8.2 | 1.0 | 6.0 | 70.9 |
| KSOA | | | | | 49.1 |
| Koszty sprzedaży | | | | | 36.9 |
| Koszty zarządu | | | | | 12.3 |
| Pozostałe przychody / koszty operacyjne netto | | | | | 4.2 |
| Pozostałe przychody | | | | | 6.2 |
| Pozostałe koszty | | | | | 2.0 |
| Przychody / koszty finansowe netto | | | | | 0.7 |
| Przychody finansowe | | | | | 1.9 |
| Koszty finansowe | | | | | 1.2 |
| Pozostałe elementy RZiS | | | | | 0.0 |
| Korekta o zyski wewnątrzgrupowe | | | | | 0.0 |
| Pozostały zysk lub strata | | | | | 0.0 |
| Zyska / strata brutto z działalności kontynuowanej | | | | | 26.7 |

Źródło: dane spółki, szacunki Erste Biuro Maklerskie

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

Erste Brokerage Poland

Plac Europejski 3A
00-844 Warszawa

Zespół Analiz Giełdowych

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

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

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

Adrian Kyrzcz, *Analitik akcji
Budownictwo, Deweloperzy, IT*

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

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

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

Marcin Działek, *Analitik techniczny akcji
Analiza Techniczna*

Zespół Maklerów Transakcyjnych

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

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

UJAWNIEŃIA

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Za wyjątkiem wynagrodzenia ze strony Erste Biuro Maklerskie, Analitycy nie przyjmują innej formy wynagrodzenia za 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 jakkolwiek inwestycja lub strategia jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji inwestora.

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

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

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

Erste Biuro Maklerskie nie ponosi odpowiedzialności za straty poniesione przez klienta na skutek decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie rekomendacji udzielonych przez Erste Biuro Maklerskie o ile Erste Biuro Maklerskie, przy ich 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 księgową
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-roczyń 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, aktywna pozaoperacyjna, 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 szczytach 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 księgową = (ROE za dwa lata minus stopa stabilnego wzrostu)/(koszt kapitału minus stopa stabilnego wzrostu) i pozwala na oszacowanie wartości godziwej danej spółki za dwa lata. W następnej kolejności wyliczana jest wartość bieżąca. Główną zaletą tej metody jest jej przejrzystość oraz fakt, iż jest oparta na relatywnie krótkich prognozach, co ogranicza ryzyko błędów w prognozie. Główną wadą jest to, iż metoda zakłada, iż cena akcji danej spółki w długim okresie będzie dążyć do swojej wartości godziwej implikowanej z kombinacji ROE i kosztu kapitału.

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

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

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