

# Grupa Makarony Polskie

## Program wsparcia pokrycia analitycznego GPW - aktualizacja

Bloomberg: MAK PW, Reuters: MAK WA

### CEE Equity Research

**Przemysł, Polska**  
Maj 14, 2026, 23:25 CET

## Rewizja w dół siły przetargowej grupy

### Rekomendacja: Przeważaj. Cena docelowa (gru'26): 33.5 zł

Aktualizujemy nasze prognozy dla Grupy Makarony Polskie, jednocześnie pozostawiając niezmienną rekomendację Przeważaj, ale obniżając cenę docelową (w horyzoncie do grudnia 2026) do 33.5 zł. Rynek żywności w krótkim terminie pozostaje deflacyjny, ale z uwagi na rosnące koszty i napięcia podażowe widać już oznaki odrotu tych tendencji. Makarony Polskie działają w otoczeniu wysoce konkurencyjnym, ale jednocześnie, z sukcesem rywalizują skalą działalności i dywersyfikacją produktów. Liczymy na rozwój nowych kanałów sprzedaży, a także pozytywne efekty planowanych inwestycji. Pozostajemy pozytywnie nastawieni do strategicznych perspektyw rynkowych grupy.

**Inflacja cen żywności na horyzoncie.** Rynek żywności w krótkim terminie pozostaje pod wpływem deflacji, co widać m.in. po silnej wrażliwości konsumentów na ceny. W średnim horyzoncie, wraz ze wzrostem kosztów produkcji i coraz bardziej napiętą sytuacją podażową (m.in. na rynku pszenicy durum), oczekiwany jest powrót presji inflacyjnej, co może sprzyjać pojawieniu się nowych szans rynkowych.

**Siła przetargowa – adopcja bardziej konserwatywnej percepcji.** Wyniki operacyjne w roku 2025 dowodzą, naszym zdaniem, że Grupa Makarony Polskie działa w środowisku ograniczonej siły przetargowej wobec klientów, rekompensowanej częściowo skalą działalności oraz elastycznością operacyjną. Naturalnie zarządzanie miksem produktowym oraz stopniowa dywersyfikacja struktury sprzedaży i kanałów dystrybucji dodatkowo może wzmocnić siłę oddziaływania grupy na rynek. Pierwotnie zakładaliśmy silniejszą siłę przetargową, co przekładało się na bardziej ambitne założenia co do kształtu polityki cenowej grupy w jej podstawowym segmencie makaronów.

**Operacyjne efekty inwestycji coraz bliżej.** Grupa Makarony Polskie planuje przejęcie Joyfood poprzez spółkę zależną, co ma zwiększyć EBITDA o ok. 4 mln zł rocznie, wspierając dywersyfikację w segmencie dań gotowych. Finalizacja zależy jednak od zgody UOKiK, dlatego efektów transakcji nie uwzględniliśmy w prognozach finansowych.

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

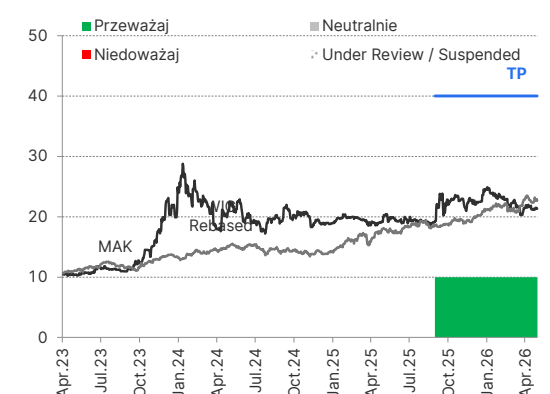
**Wycena i rekomendacja.** Średnia ważona wycena metodą DCF, CV oraz TMV implikuje cenę docelową (w perspektywie do gru'26) w wysokości 33.5 zł/akcję, co oznacza 56% potencjał wzrostu. W efekcie utrzymujemy nasze nastawienie dla grupy na poziomie Przeważaj.

#### Dane finansowe (rok do grudnia)

PLNm	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Przychody	355	303	294	305	325	358
EBITDA	58	56	40	45	49	57
EBIT	44	41	25	30	33	41
Zysk netto	33	33	20	24	28	37
C/Z (x)	4.5	7.0	11.4	9.9	8.4	6.4
EV/EBITDA (x)	2.4	3.5	5.2	4.5	3.9	3.0
Stopa FCF*	14.8%	17.4%	4.9%	7.6%	7.9%	12.7%
Stopa dywidendy	4.4%	3.5%	3.6%	2.5%	2.5%	4.8%

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

Rekomendacja	Przeważaj
Cena docelowa (gru'26, PLN)	33.5
Cena (PLN, 12 maja 2026)	21.45
Kapitalizacja (PLNmIn)	237
Free float (%)	27%
Liczba akcji (mln)	11
Poprzedni raport opublikowany 12 września 2025:	
Rekomendacja	Przeważaj
TP (PLN, gru'26)	40.0



Wykres porównuje cenę akcji spółki do notowań indeksu WIG

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

Źródło: gpw.pl

#### Opis spółki

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

#### Analityk

Michał Sopieli, Analityk Akcji

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

## Spis treści

SPIS TREŚCI.....	2
PODSUMOWANIE INWESTYCYJNE .....	3
WYCENA.....	4
MODEL BIZNESOWY I STRATEGIA.....	7
PROGNOZY FINANSOWE – OPIS GŁÓWNYCH TRENDÓW I ZAŁOŻEŃ .....	22
PROGNOZY FINANSOWE – TABELA .....	29
WYNIKI KWARTALNE .....	30

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

## Podsumowanie inwestycyjne

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

	2022	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
<b>Przychody (PLNm)</b>	<b>329</b>	<b>355</b>	<b>303</b>	<b>294</b>	<b>305</b>	<b>325</b>	<b>358</b>
Przychody r/r (%)	93.9%	7.9%	-14.5%	-3.2%	3.7%	6.6%	10.1%
Przychody kraj (PLNm)	298	334	282	272	280	295	318
Przychody eksport (PLNm)	31	21	21	22	24	30	39
Export share in total revenues (%)	9.3%	5.8%	6.9%	7.4%	8.0%	9.2%	11.0%
<b>RZiS – wybrane pozycje (PLNm; %)</b>							
Marża zysku brutto	9	14	15	16	15	16	16
Marża zysku brutto vs. przychody	22%	28%	29%	24%	26%	26%	27%
EBITDA	44	58	56	40	45	49	57
EBITDA vs. przychody	13%	16%	19%	14%	15%	15%	16%
EBIT	35	44	41	25	30	33	41
EBIT vs. przychody	11%	12%	14%	8%	10%	10%	12%
Zysk netto	26	33	33	20	24	28	37
Zysk netto vs. przychody	8%	9%	11%	7%	8%	9%	10%
KSIOZ	38	45	46	49	51	52	58
KSIOZ vs. przychody	12%	13%	15%	17%	17%	16%	16%
Koszty sprzedaży	28	34	34	37	38	39	43
Koszty sprzedaży vs. przychody	9%	10%	11%	4%	4%	4%	4%
Koszty ogólnego Zarządu	10	11	12	12	13	14	15
Koszty ogólnego Zarządu vs. przychody	3%	3%	4%	4%	4%	4%	4%
<b>Bilans – wybrane elementy (PLNm)</b>							
Środki pieniężne i ekwiwalenty	8	29	53	34	45	58	77
Aktywa całkowite	239	238	254	250	268	293	321
Dług netto	27	12	9	6	5	5	4
Kapitał	123	149	174	185	203	226	251
<b>RPP – wybrane elementy (PLNm)</b>							
Przepływy operacyjne	17	51	52	8	42	40	49
Przepływy inwestycyjne	-20	-10	-11	-20	-23	-20	-17
Przepływy finansowe	-15	-20	-16	-8	-7	-7	-12
<b>Wskaźniki zadłużenia</b>							
Dług netto (PLNm)	24	-10	-37	-21	-34	-48	-68
Dług netto/EBITDA (x)	0.6	-0.2	-0.7	-0.5	-0.8	-1.0	-1.2
Dług netto/(DN+Kapitał) (x)	0.2	-0.1	-0.3	-0.1	-0.2	-0.3	-0.4
<b>Wskaźniki inne</b>							
EBIT r/r (%)	299%	28%	-7%	-40%	22%	10%	24%
ZYSK NETTO r/r	305%	27%	0%	-40%	19%	17%	30%
ROA (%)	11%	14%	13%	8%	9%	10%	12%
ROE (%)	24%	25%	21%	11%	12%	13%	15%
ROIC (%)	19%	25%	24%	12%	14%	16%	20%
ROCE (%)	21%	24%	20%	12%	13%	13%	15%
DPS (PLN)	0.30	0.60	0.75	0.74	0.55	0.54	1.02
STOPA DYWIDENDY (%)	3%	4%	4%	4%	3%	3%	5%
FCFE yield (%)	-14%	15%	17%	5%	8%	8%	13%
C/AKCJA (PLN)	2.4	3.0	3.0	1.8	2.2	2.6	3.3
WK/AKCJA (PLN)	11.1	13.5	15.7	16.8	18.4	20.4	22.7
<b>Wskaźniki wyceny</b>							
C/Z (x)	3.2	3.7	5.8	11.5	9.7	8.4	6.4
EV/EBITDA (x)	2.5	2.0	2.8	5.2	4.4	3.8	2.9
C/WK (x)	0.8	1.0	1.3	1.2	1.2	1.0	0.9
EV/PRZYCHODY (x)	0.4	0.4	0.7	0.7	0.7	0.6	0.5

Źródło: Spółka, szacunki Erste Biuro Maklerskie

## Wycena

**Tab. 2. Kalkulacja WACC\***

Stopa wolna od ryzyka	5.0%
Beta nielewarowana	1.0
Beta lewarowana	1.0
Premia za ryzyko	6.0%
<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>11.1%</b>
Stopa wolna od ryzyka	5.0%
Premia za ryzyko	1.5%
Stopa podatkowa	19%
<b>Koszt długu po opodatkowaniu</b>	<b>5.3%</b>
%KO	2%
%KW	98%
<b>WACC</b>	<b>11.0%</b>

Źródło: szacunki Erste Biuro Maklerskie, \*wartość krańcowa

**Tab. 3. Zmiany w prognozie**

PLN mln	2026P			2027P			2028P		
	New	Previous	Change	New	Previous	Change	New	Previous	Change
Sprzedaż	305	317	-4%	325	364	-11%	358	402	-11%
EBITDA	45	54	-15%	49	61	-19%	57	68	-16%
EBIT	30	38	-22%	33	45	-26%	41	52	-21%
Zysk netto	24	32	-24%	28	40	-30%	37	47	-21%

Źródło: szacunki Erste Biuro Maklerskie

## Wycena DCF

**Tab. 4. Wycena DCF**

	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
<b>Przychody</b>	<b>305</b>	<b>325</b>	<b>358</b>	<b>386</b>	<b>409</b>
EBIT	30	33	41	47	49
Podatek EBIT	-6	-5	-4	-5	-10
<b>NOPAT</b>	<b>24</b>	<b>28</b>	<b>37</b>	<b>42</b>	<b>40</b>
Amortyzacja	15	16	16	16	17
Zmiany w kapitale obrotowym	-2	4	4	4	3
Inwestycje netto	24	20	17	17	16
<b>Wolne przepływy pieniężne (FCF)</b>	<b>17</b>	<b>20</b>	<b>31</b>	<b>38</b>	<b>38</b>
WACC	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%
Wartość bieżąca FCF	16	16	23	25	22
Wartość bieżąca FCF 2026-30P	102				
Wzrost rezydualny	0.5%				
Wartość rezydualna (TV)	353				
Wartość bieżąca TV	210				
<b>Wartość przedsiębiorstwa (EV)</b>	<b>312</b>				
Dług netto (-)	-21.3				
<b>Wartość bieżąca kapitału (PLN; BOP)</b>	<b>333</b>				
Liczba akcji (mn)	11.0				
<b>Wartość bieżąca EV na akcję (PLN)</b>	<b>30.2</b>				
Wyplacone dywidendy (PLN)	0.00				
<b>Cena docelowa (gru'26; PLN)</b>	<b>33.5</b>				

Źródło: szacunki Erste Biuro Maklerskie

**Wycena porównawcza**

**Tab. 5. Wycena porównawcza**

Spółka	Cena	Waluta	Kapitalizacja (EURm)	C/Z			EV/EBITDA		
				2026P	2027P	2028P	2026P	2027P	2028P
<b>Makarony Polskie SA</b>	<b>21.5</b>	<b>PLN</b>	<b>56</b>	<b>9.9</b>	<b>8.4</b>	<b>6.4</b>	<b>4.5</b>	<b>3.9</b>	<b>3.0</b>
<b>Polska</b>									
Grupa Kety SA	1101.0	PLN	2,548	16.6	14.7	12.7	10.4	9.7	8.7
Fabryki Mebli Forte SA	20.0	PLN	112	6.5	9.2	6.7	4.4	5.6	4.7
Amica SA	51.1	PLN	93	-596.5	8.0	5.8	3.6	2.7	2.5
Tarczynski SA	120.0	PLN	320	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Sniezka SA	85.2	PLN	253	13.2	11.1	10.9	8.3	7.7	7.5
<b>Mediana</b>				<b>9.8</b>	<b>10.2</b>	<b>8.8</b>	<b>6.3</b>	<b>6.6</b>	<b>6.1</b>
<b>Europa</b>									
Ebro Foods SA	18.0	EUR	2,763	12.9	12.3	12.0	7.8	7.6	7.4
NewPrinces SpA	16.9	EUR	743	78.7	21.4	16.3	3.8	3.4	2.6
Podravka Prehrambena Ind DD	150.5	EUR	1,072	n.a.	n.a.	n.a.	8.4	7.9	n.a.
<b>Mediana</b>				<b>45.8</b>	<b>16.9</b>	<b>14.1</b>	<b>7.8</b>	<b>7.6</b>	<b>5.0</b>
<b>Pozostałe geografie</b>									
Armanino Foods of Distinction Inc	10.2	USD	279	17.3	16.5	n.a.	12.1	11.5	11.2
General Mills Inc	34.4	USD	15,641	10.5	10.0	9.3	9.6	9.7	9.5
Conagra Brands Inc	14.0	USD	5,711	8.3	7.8	7.3	8.0	7.8	7.5
Nissin Foods Holdings Co Ltd	2720.0	JPY	4,377	15.0	13.9	12.2	7.6	7.9	7.2
Uni-President China Holdings Ltd	7.8	HKD	3,680	13.1	12.3	11.4	6.5	6.1	5.9
The Campbell's Company	20.4	USD	5,194	9.4	9.4	8.5	8.2	8.0	7.7
<b>Mediana</b>				<b>11.8</b>	<b>11.1</b>	<b>9.3</b>	<b>8.1</b>	<b>7.9</b>	<b>7.6</b>
<i>Polska: premia/dyskonto vs. mediana</i>				<i>0.2%</i>	<i>-17.5%</i>	<i>-26.7%</i>	<i>-29.2%</i>	<i>-41.8%</i>	<i>-51.7%</i>
<i>Europa: premia/dyskonto vs. mediana</i>				<i>-78.5%</i>	<i>-50.2%</i>	<i>-54.4%</i>	<i>-42.5%</i>	<i>-49.0%</i>	<i>-40.8%</i>
<i>Pozostałe: premia/dyskonto vs. mediana</i>				<i>-16.4%</i>	<i>-24.6%</i>	<i>-30.5%</i>	<i>-44.6%</i>	<i>-51.3%</i>	<i>-61.1%</i>

Źródło: Company Data, Bloomberg, szacunki Erste Biuro Maklerskie

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

	P/E	EV/EBITDA	Średnia
	2026P-28P	2026P-28P	
Spółki krajowe	25.6	29.0	27.3
Spółki europejskie	63.4	35.0	49.2
Spółki pozostałe	28.4	35.9	32.2
<b>Średnia wartość na akcję*</b>	<b>41.3</b>	<b>32.8</b>	<b>37.1</b>

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

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

PLNm	2026P	2027P	2028P	Średnia
Docelowy wskaźnik EV/EBITDA (x)	4.6	5.6	6.7	5.6
EBITDA	40	45	49	
EV	187	252	326	
Dług netto	-21	-34	-48	
Implikowana kapitalizacja rynkowa	208	286	375	
<b>Implikowana wartość za akcję (PLN)</b>	<b>18.8</b>	<b>25.9</b>	<b>33.9</b>	<b>26.2</b>
Docelowy wskaźnik P/E (x)	9.8	11.7	14.1	11.9
Net profit	20	24	28	
Implikowana kapitalizacja rynkowa	197	282	398	
<b>Implikowana wartość za akcję (PLN)</b>	<b>17.9</b>	<b>25.6</b>	<b>36.1</b>	<b>26.5</b>
Wagi				
EV/EBITDA	50%			
P/E	50%			
<b>Średnia wartość na akcję (PLN)</b>	<b>18.4</b>	<b>25.8</b>	<b>35.0</b>	<b>26.4</b>

Źródło: Spółka, szacunki Erste Biuro Maklerskie

W metodzie TMV za referencyjny poziom wskaźników dla roku 2026P przyjęliśmy ich odpowiednie średnie dla lat 2024-25, powiększone subiektywnie o 40%. Takie podejście uzasadniamy zbyt dużym dyskontem do spółek z grupy porównawczej, przy uwzględnieniu parametrów ekonomicznych biznesu. W kolejnych latach, wraz ze spodziewaną poprawą pozycji spółki oraz zakładaną zmianą sposobu komunikacji z rynkiem głównych celów korporacyjnych założyliśmy tempo ekspansji w/w wskaźników o 20% r/r.

**Tab. 8. Wycena na akcję (PLN)**

	<b>Nowa</b>	<b>Poprzednia</b>	<b>Zmiana</b>
Wycena DCF	33.5	41.7	-20%
Wycena porównawcza (oparta na 2026-28P)	37.1	40.1	-8%
TMV (target multiple valuation)	26.4	27.8	-5%
<b>Wycena ważona (gru' 2026)*</b>	<b>33.5</b>	<b>40.0</b>	<b>-16%</b>

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

Naszą wycenę opieramy na modelu DCF (waga 70%), który implikuje wartość Grupy na poziomie 33.5 zł na akcję, wspartej wyceną porównawczą (waga 20%, 37.1 zł na akcję) oraz metodą TMV (waga 10%; 26.4 zł na akcję). Na tej podstawie określamy naszą cenę docelową na poziomie 33.5 zł w horyzoncie do grudnia 2026P.

Preferujemy metodę DCF, dlatego przypisaliśmy jej najwyższą wagę, ponieważ najlepiej oddaje ona długoterminową wartość i perspektywy rozwoju spółki. Zastosowanie metody porównawczej oraz TMV,

## Model biznesowy i strategia

### Struktura biznesowa

Tab. 9. Model struktury organizacyjnej

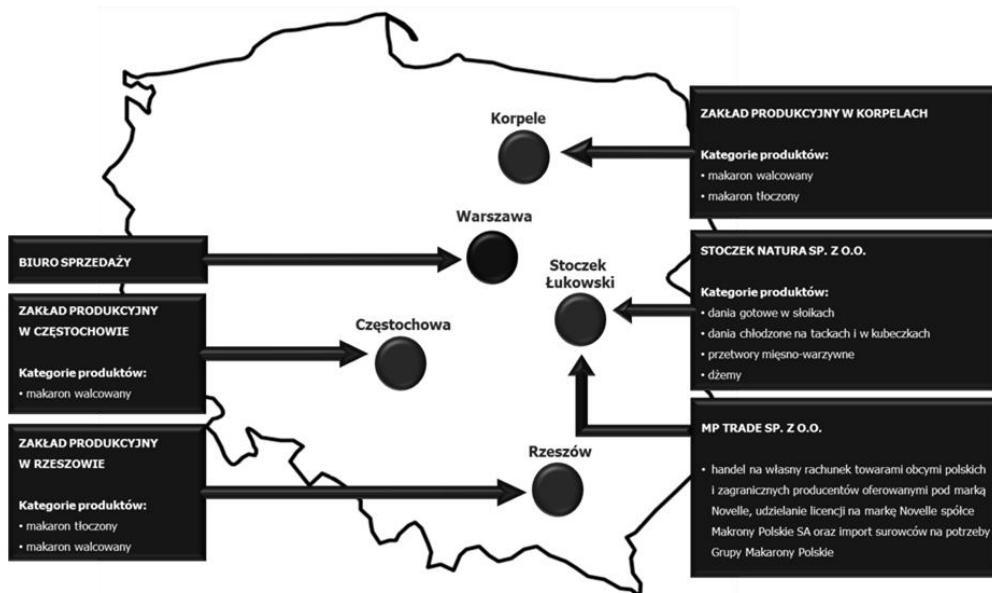


Źródło: Spółka, szacunki Erste Biuro Maklerskie

Grupa Makarony Polskie składa się z trzech spółek:

- Makarony Polskie SA (spółka dominująca). Obecny kształt firmy w ujęciu potencjału produkcyjnego oraz oferty produktowej został osiągnięty przez przejęcie na początku 2022 roku firmy SAS Sp. z o.o. z siedzibą w Korpelach, która to stanowiła dotychczas konkurencję dla spółki, plasując się w piątce największych producentów makaronów jajecznych w Polsce. Połączenie podmiotów Makarony Polskie SA i SAS Sp. z o.o. stało się skuteczne z dniem 26 czerwca 2023 roku.
- Stoczek Natura Sp. z o.o.. Spółka jest producentem przetworów mięsno-warzywnych (dania gotowe w słoikach, na tackach i w puszkach, smalce i mięsiwa), przetworów warzywnych (sałatki, marynaty), przetworów owocowych (dżemy, powidła) oferowanych pod markami Stoczek, Tencynek, Męska Rzecz, a także nowej marki SoFood, która reprezentuje rozwojową kategorię dań gotowych na tackach. Produkty łatwe w przygotowaniu, które mogą być lokowane na tzw. półce suchej.
- MP Trade Sp. z o.o. Podmiot jest spółką, która koncentruje się na sprzedaży, pod marką własną Novelle, produktów kupowanych od zewnętrznych dostawców oraz na udzielaniu licencji na markę Novelle spółce Makrony Polskie SA, w zakresie produkcji makaronu warzywnego oraz innych towarów produkowanych w ramach Grupy Makarony Polskie. Przyjęty przez Spółkę model biznesowy kreuje jej wartość poprzez wzrost wartości marki, a produkcja jest kontraktowana na zewnątrz.

Tab. 10. Organizacja Grupy Makarony Polskie



Źródło: Spółka

Spółka podkreśla swoje kompetencje w zakresie oferowanych produktów i usług, co wynika m.in. z bogatej tradycji oraz długoletniego doświadczenia. Grupa posiada zakłady produkcyjne w Rzeszowie, Częstochowie oraz Korpelach.

Produkcja makaronów prowadzona jest w technologiach tłoczonych i walcowanych. Oferta obejmuje makarony w różnych formach, wytwarzane na bazie mąki durum oraz mąki z pszenicy zwyczajnej. W portfolio znajdują się również makarony produkowane z mąk alternatywnych, takich jak orkiszowa, gryczana i żytnia. Asortyment obejmuje także makarony warzywne oraz makarony z roślin strączkowych, m.in. z ciecierzycy, czerwonej soczewicy i zielonego groszku, a także produkty w dużych formach przeznaczone do nadziewania. Spółka planuje rozszerzenie oferty w segmencie makaronów produkowanych z mąk o niestandardowym składzie.

## Oferta spółki obejmuje następujące główne grupy produktowe

### Makarony

Podstawowym segmentem działalności grupy są makarony produkowane w technologiach tłoczonych i walcowanych, różnicowane pod względem formy oraz rodzaju wykorzystywanej mąki (durum, pszenica zwyczajna, a także mąki alternatywne). Oferta obejmuje makarony tradycyjne, produkty z mąk rzadziej stosowanych oraz makarony warzywne wytwarzane z roślin strączkowych. Segment ten obejmuje zarówno sprzedaż pod markami własnymi (Makarony Polskie, Abak, Sorenti, Novelle), jak i produkcję makaronów w modelu private label na zlecenie sieci handlowych.

### Przetwory mięsno-warzywne i dania gotowe

Drugi segment obejmuje przetwory mięsno-warzywne, w tym dania gotowe oferowane w słoikach, tackach i puszkach, a także smalce, mięsiwa oraz przetwory warzywne i owocowe. Produkty te sprzedawane są głównie pod markami Stoczek, Tenczynek, Męska Rzecz oraz SoFood. Asortyment charakteryzuje się możliwością przechowywania w temperaturze pokojowej i jest kierowany do szerokiego grona konsumentów.

### Przetwory owocowo-warzywne

Uzupełniającym obszarem działalności są przetwory owocowo-warzywne wytwarzane przez spółkę Stoczek Natura, obejmujące m.in. dżemy. Produkcja opiera się na sezonowym skupie owoców i warzyw od krajowych oraz zagranicznych dostawców. Segment ten pełni funkcję komplementarną wobec pozostałych obszarów działalności spółki.

#### Asortyment produktów private label

Istotnym obszarem działalności Grupy Makarony Polskie jest produkcja na potrzeby marek własnych sieci handlowych w Polsce i za granicą. Segment ten opiera się na wykorzystaniu parku maszynowego, zaplecza technologicznego oraz kompetencji w zakresie rozwoju produktów. Oferta private label rozwijana jest w oparciu o globalne trendy rynku FMCG, w szczególności w zakresie wygody, zdrowia, optymalizacji wartości dla konsumenta, zrównoważonego rozwoju oraz ograniczania spożycia białka zwierzęcego na rzecz białka roślinnego.

W ostatnich latach Grupa Makarony Polskie koncentrowała się na rozszerzaniu portfolio private label m.in. poprzez personalizację produktów dla określonych grup konsumentów, rozwój produktów funkcjonalnych wzbogacanych o witaminy i minerały, podkreślanie lokalnego pochodzenia surowców oraz wprowadzanie nowych smaków i zastosowań, w tym produktów premium i limitowanych edycji.

### Technologia produkcji

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

### Otoczenie rynkowe

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

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

Na rynkach spożywczych obserwujemy rosnące zainteresowanie zdrowym stylem odżywiania oraz dietami specjalistycznymi, co skłania producentów do dostosowywania oferty do zmieniających się preferencji konsumentów. Widoczne są m.in. trendy BFY (Better-For-You), promujące produkty bazujące na pełnych ziarnach, roślinach strączkowych, zbożach alternatywnych i składnikach bezglutenowych, a także zwiększone znaczenie warzyw w diecie.

Istotnym kierunkiem rozwoju rynku jest również rosnące znaczenie lokalnych łańcuchów dostaw i krajowych producentów oraz wzrost świadomości konsumentów w zakresie niemarnowania żywności. Trend „zero waste” znajduje odzwierciedlenie zarówno w dostosowywaniu formatów opakowań, jak i w zmianach zachowań zakupowych oraz podejściu do wykorzystania produktów spożywczych.

### Segment marek własnych

Marki własne systematycznie zwiększają swój udział w rynku FMCG w Polsce, przy jednoczesnym utrzymaniu silnej pozycji dyskontów. W 2024 r. odpowiadały za 23.2% wydatków konsumentów (ok. PLN63bn), a ich sprzedaż wartościowa wzrosła o 7% r/r. Trend ten był kontynuowany w 2025 r., kiedy udział marek własnych wzrósł do ok. 24%, co częściowo związane jest z rozwojem sieci dyskontowych, choć jednocześnie dyskonty wzmocniają także ofertę produktów markowych.

Znaczącym czynnikiem kształtującym zachowania zakupowe konsumentów w Europie Środkowo-Wschodniej jest rosnąca rola promocji, co zwiększa presję cenową na producentów i sprzedawców oraz sprzyja spadkowi lojalności wobec tradycyjnych marek. W gospodarkach bardziej rozwiniętych większe znaczenie mają natomiast jakość produktu, lokalność i zrównoważony charakter oferty, co wymusza na markach własnych bardziej zróżnicowane pozycjonowanie.

Raport YouGov wskazuje, że marki własne stały się trwałym elementem rynku, co wymaga od producentów i detalistów świadomego zarządzania strategią cenową, pozycjonowaniem produktowym oraz zwiększenia transparentności oferty, szczególnie w kanale e-commerce.

### Struktura sprzedaży

W 2025 r. struktura sprzedaży Grupy Makarony Polskie była zbliżona do tej z 2024 r. pod względem układu segmentowego, jednak zmieniły się relacje wartościowe pomiędzy segmentami oraz ich rola w generowaniu marży. Rok 2025 upłynął pod znakiem zwiększonej zmienności otoczenia biznesowego, co istotnie wpłynęło na sposób zarządzania sprzedażą i miksem produktowym.

Podstawowym segmentem grupy nadal pozostawały makarony, które zachowały dominujący udział w wolumenie sprzedaży. Wolumen produkcji i sprzedaży makaronów był w 2025 r. relatywnie stabilny r/r, co potwierdza utrzymujące się zapotrzebowanie na bazową ofertę Grupy, zarówno w produktach brandowych, jak i w segmencie private label. Jednocześnie segment ten odnotował spadek sprzedaży w ujęciu wartościowym, co było konsekwencją nasilonej presji cenowej ze strony głównych klientów handlowych, w szczególności dużych sieci detalicznych, oraz ograniczonej możliwości przenoszenia wzrostu kosztów na ceny sprzedaży.

W 2025 r. segment makaronów uwypuklił swoją wrażliwość na zewnętrzne trendy rynkowe, w tym na czynniki kosztowe. Wyższe koszty pracy oraz usług obcych negatywnie wpływały na marżę jednostkową, podczas gdy spadek cen części surowców miał jedynie charakter częściowo kompensujący. W efekcie, w strukturze sprzedaży makaronów większe znaczenie zyskały działania ukierunkowane na utrzymanie marży, takie jak selektywne zarządzanie asortymentem, optymalizacja warunków handlowych oraz koncentracja na produktach i kontraktach zapewniających stabilność wolumenową.

Na tle segmentu makaronów pozytywnie wyróżniał się segment przetworów mięsno-warzywnych, który w 2025 r. odnotował wzrost sprzedaży r/r, zarówno w ujęciu wolumenowym, jak i wartościowym. W konsekwencji, jego udział w strukturze sprzedaży grupy uległ zwiększeniu względem 2024 r. Segment ten, obejmujący m.in. dania gotowe i produkty typu 'convenience', korzystał z relatywnie stabilnego popytu oraz mniejszej presji cenowej niż segment makaronowy. Z punktu widzenia struktury sprzedaży oznaczało to stopniowe przesuwanie ciężaru przychodów w kierunku bardziej zdywersyfikowanych kategorii produktowych.

Zmiany w strukturze sprzedaży w 2025 r. należy również oceniać przez pryzmat koncentracji odbiorców. Wysoki udział kluczowych klientów w sprzedaży, widoczny już w 2024 r., utrzymał się, jednak w warunkach zwiększonej presji cenowej przełożył się na spadek wartości sprzedaży przy stabilnych wolumenach. W praktyce oznaczało to, że struktura sprzedaży w 2025 r. była w większym stopniu zorientowana na ochronę rentowności operacyjnej, niż na wzrost przychodów.

**Tab. 11. Asortymentowa struktura sprzedaży (PLNmnn)**

Grupa produktowa	2021	2022	2023	2024	2025
Makarony	121.4	259.1	282.7	240.4	219.6
Przetwory mięsno - warzywne	32.2	51.7	56.2	51.7	60.5
Przetwory warzywne i owocowe	8.5	8.5	8.3	6.1	5.6
Pozostałe	7.6	9.7	7.7	5.1	8.0
<b>Suma</b>	<b>169.7</b>	<b>328.9</b>	<b>354.8</b>	<b>303.3</b>	<b>293.7</b>

Źródło: Spółka, Erste Biuro Maklerskie

Podsumowując, w 2025 r. struktura sprzedaży Grupy Makarony Polskie:

- pozostała wolumenowo stabilna w segmencie makaronów, przy jednoczesnym spadku sprzedaży wartościowej r/r;
- wykazywała rosnące znaczenie segmentu przetworów mięsno-warzywnych, który poprawiał dywersyfikację przychodów;
- była silnie kształtowana przez presję kosztową i cenową, co wymuszało koncentrację na utrzymaniu marży ze sprzedaży;
- ewoluowała w kierunku większego znaczenia zarządzania miksem produktowym jako kluczowego czynnika stabilizacji wyników, w porównaniu z 2024 r.

### Kanały sprzedaży

W 2025 r. sprzedaż Grupy Makarony Polskie była nadal zdominowana przez kanał marek własnych, który pozostał kluczowym źródłem przychodów, choć jego znaczenie uległo osłabieniu r/r. Udział marek własnych w strukturze sprzedaży spadł z 68.9% w 2024 r. do 64.8% w 2025 r., czemu towarzyszył jednocześnie spadek sprzedaży wartościowej, z PLN208.8mn do PLN190.2mn. Oznacza to, że mimo utrzymania dominującej pozycji tego kanału, jego kontrybucja do sprzedaży skonsolidowanej podmiotu obniżyła się zarówno relatywnie, jak i nominalnie. Zmiana ta wpisuje się w warunki zwiększonej presji cenowej ze strony głównych klientów oraz spadku wartości sprzedaży przy relatywnie stabilnych wolumenach.

Drugim, najważniejszym kanałem pozostawał segment HN, HT i HoReCa, który w 2025 r. odpowiadał za 18.8% sprzedaży, wobec 21.2% rok wcześniej. Wartościowo, sprzedaż w tym kanale obniżyła się r/r z PLN64.3mn do PLN55.3mn, co oznacza spadek zarówno udziału procentowego, jak i wartości sprzedaży. Pomimo tego kanał ten zachował istotne znaczenie w strukturze sprzedaży grupy, stanowiąc drugie co do wielkości źródło przychodów Grupy. Spadek r/r sugeruje osłabienie popytu w tym segmencie bądź większą wrażliwość kanału na pogorszenie warunków makroekonomicznych i kosztowych w 2025 r.

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

Segment działalności	2021	2022	2023	2024	2025
Marki własne	61.1%	65.1%	64.5%	68.9%	64.8%
HN, HT i HoReCa	17.1%	12.3%	17.4%	21.2%	18.8%
B2B i instytucje	11.7%	13.3%	12.3%	3.1%	9.0%
Eksport	10.2%	9.3%	5.8%	6.9%	7.4%
<b>Suma</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>

*Źródło: Spółka, Erste Biuro Maklerskie*

Istotną zmianą strukturalną w 2025 r. był wyraźny wzrost znaczenia kanału B2B i instytucjonalnego. Udział tego segmentu wzrósł z 3.1% w 2024 r. do 9.0% w 2025 r., a sprzedaż wartościowa zwiększyła się niemal trzykrotnie — z PLN9.3mn do PLN26.5mn. Poprzedni rok charakteryzował się niską bazą, natomiast w 2025 r. kanał ten częściowo

odbudował swoją pozycję w strukturze sprzedaży. Z punktu widzenia dywersyfikacji kanałowej oznacza to zmniejszenie koncentracji na sprzedaży detalicznej i sieciach handlowych względem 2024 r.

Segment eksportu w 2025 r. utrzymał relatywnie stabilną pozycję w strukturze kanałów. Jego udział wzrósł nieznacznie r/r z 6,9% do 7,4%, a sprzedaż wartościowa zwiększyła się z PLN20.8mn do PLN21.7mn. Choć skala sprzedaży eksportowej pozostaje ograniczona na tle rynku krajowego, kanał ten wykazywał umiarkowaną odporność na presję obserwowaną w sprzedaży krajowej, co przełożyło się na niewielki wzrost udziału w całości przychodów grupy.

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

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

*Źródło: Spółka, Erste Biuro Maklerskie*

Łącznie, struktura kanałowa sprzedaży w 2025 r. uległa umiarkowanemu przeprofilowaniu względem 2024 r. Spadek udziału i wartości sprzedaży w dominujących kanałach (marki własne oraz HN/HT/HoReCa) został częściowo skompensowany przez odbudowę kanału B2B i stabilny eksport. W efekcie, sprzedaż skonsolidowana zmniejszyła się ogółem z PLN303.3mn do PLN293.7mn, a struktura kanałowa stała się nieco bardziej zdywersyfikowana niż rok wcześniej, choć nadal silnie skoncentrowana na sprzedaży marek własnych.

### Koncentracja klientów

W 2025 r. koncentracja klientów w Grupie Makarony Polskie uległa umiarkowanemu obniżeniu r/r, choć struktura pozostała podobna – nadal tylko dwóch odbiorców przekracza próg 10% skonsolidowanych przychodów ze sprzedaży.

W 2024 r. kluczowym klientem była Jeronimo Dystrybucja Polska, odpowiadająca za ok. 38% przychodów spółki, natomiast Grupa Lidl generowała blisko 17% sprzedaży. Oznaczało to istotną koncentrację przychodów na największym partnerze handlowym.

W 2025 r. udział obu głównych klientów spadł r/r. Jeronimo Dystrybucja Polska odpowiadała za ok. 34% skonsolidowanych przychodów (spadek o ok. 4 p.p. r/r), a Grupa Lidl za ok. 13.8% (spadek o ok. 3.2 p.p. r/r).

Tym samym łączny udział dwóch największych klientów obniżył się z ok. 55% w 2024 r. do ok. 47–48% w 2025 r., co wskazuje na stopniową dywersyfikację bazy odbiorców. Jednocześnie spółka podkreśla, że zarówno w 2024, jak i w 2025 r., nie była w żaden formalny ani operacyjny sposób powiązana z kluczowymi klientami, a współpraca z nimi ma charakter partnerski i ekonomicznie korzystny dla Grupy Makarony Polskie.

### **Siła przetargowa**

Grupa Makarony Polskie funkcjonuje w konkurencyjnym otoczeniu rynkowym, w którym warunki po stronie kosztów – w szczególności surowców i energii – cechują się relatywnie wysoką przejrzystością. Model biznesowy Makaronów Polskich opiera się w dużej mierze na współpracy z dużymi podmiotami po stronie odbiorców, głównie sieciami handlowymi, co determinuje konieczność prowadzenia efektywnej kosztowo działalności oraz elastycznego zarządzania zarówno ofertą produktową, jak i procesami produkcyjnymi. Istotnym czynnikiem pozostaje również szerokie portfolio produktowe oraz zaplecze know-how, które wzmacniają pozycję spółki jako ważnego partnera dla sieci handlowych, w tym w zakresie realizacji projektów marek własnych i działań promocyjnych.

Doświadczenia z okresu po pandemii Covid-19 oraz z fazy podwyższonej inflacji związanej z wojną w Ukrainie doprowadziły do pewnych zmian w relacjach handlowych w całej branży spożywczej. W przypadku Grupy Makarony Polskie przełożyło się to przede wszystkim na skrócenie okresów kontraktacji z tradycyjnych umów rocznych do cykli obejmujących obecnie zazwyczaj od trzech do sześciu miesięcy. Taka zmiana ogranicza ryzyko długoterminowego zakontraktowania produkcji przy niekorzystnym poziomie kosztów oraz zwiększa elastyczność dostosowania cen i wolumenów do zmieniających się warunków rynkowych.

Na tle wcześniejszych analiz struktury sprzedaży i kanałów dystrybucji powyższe uwarunkowania pozwalają ocenić siłę przetargową grupy jako umiarkowaną. Z jednej strony wysoki udział marek własnych w sprzedaży, koncentracja przychodów na kilku kluczowych odbiorcach oraz silna pozycja sieci handlowych ograniczają możliwości przenoszenia wzrostu kosztów na ceny sprzedaży. Było to szczególnie widoczne w 2025 r., kiedy presja cenowa ze strony największych klientów współwystępowała ze wzrostem kosztów pracy i usług obcych, prowadząc do spadku sprzedaży wartościowej przy relatywnie stabilnych wolumenach.

Z drugiej strony Grupa Makarony Polskie posiada atuty, które częściowo równoważą tę presję. Szeroka oferta produktowa, zdolność do obsługi różnych segmentów cenowych, kompetencje w zakresie rozwoju produktów oraz stabilność wolumenowa zwiększają jej znaczenie jako dostawcy i podnoszą koszty ewentualnej zmiany partnera po stronie sieci. Dodatkowo skrócenie okresów kontraktacji poprawia równowagę relacji handlowych, ograniczając ryzyko długotrwałej utraty rentowności w przypadku niekorzystnych zmian kosztowych.

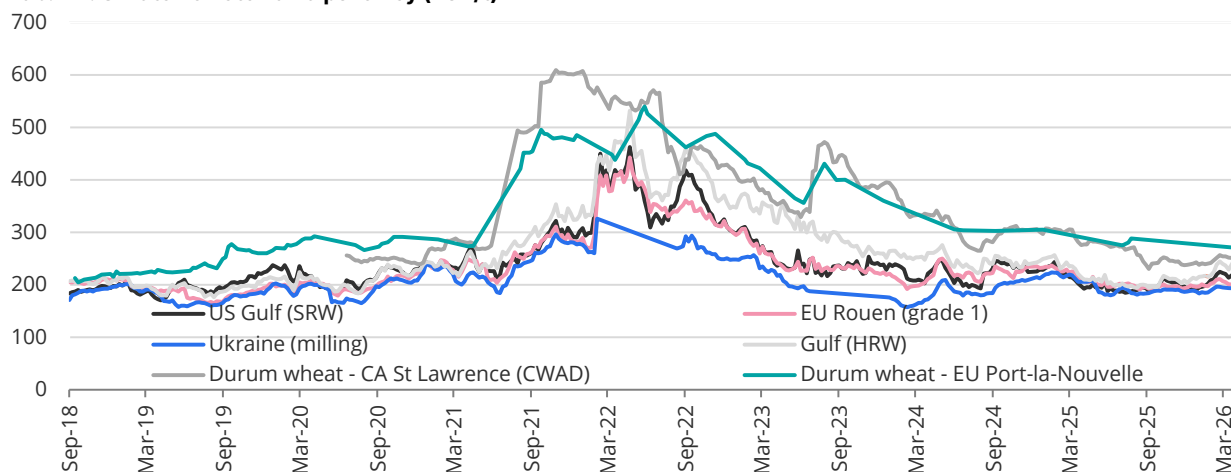
### **Czynniki mające wpływ na wyniki operacyjne i finansowe**

Do kluczowych czynników, obejmujących zarówno determinanty wzrostu, jak i głównych ryzyk biznesowych dla Grupy Makarony Polskie zaliczamy następujące:

- Ryzyko zmiany preferencji konsumentów. Makarony Polskie, w celu budowy jak najlepszej oferty oraz odpowiedzi na zmiany rynkowe przykładają wagę do rozwoju i optymalizacji portfolio produktowego. Wiąże się to z ciągłą analizą preferencji konsumentów, a także śledzeniem trendów społecznych i rynkowych. Z perspektywy czasu wydaje się, że grupa podążała za trendami rynkowymi i dostosowywała się do oczekiwań odbiorców. W ramach tej grupy ryzyko należy wskazać również potencjalne zmiany nawyków zakupowych i żywieniowych konsumentów.

- Rozwój alternatywnych produktów. Nie można wykluczyć, że wraz z rozwojem biotechnologii, alternatywne produkty będą stopniowo zyskiwać na popularności, co może stanowić zagrożenie dla potencjału sprzedażowego grupy. Naszym zdaniem jednak taki scenariusz jest mało prawdopodobny, biorąc pod uwagę tradycyjny charakter wyrobów oraz ich relatywną prostotę jeżeli chodzi o walory smakowe, czy skład.
- Ryzyko utraty zaufania konsumentów do produktu/marki. Potencjalna utrata zaufania konsumentów do marki i oferowanych przez firmę produktów, czy też nadszarpnięcie jej wizerunku może mieć negatywny wpływ na wyniki operacyjne, a zatem i finansowe, z uwagi m.in. na ograniczenie współpracy przez głównych partnerów handlowych.
- Niestabilne otoczenie biznesowe / inflacja kosztowa. Okres po pandemii COVID-19, dodatkowo wsparty przez wybuch wojny w Ukrainie spowodował znaczący wzrost cen produktów żywnościowych zarówno w Europie jak i na świecie. Wcześniejsze praktyki rynkowe nie przewidywały możliwości renegotjacji cen sprzedaży poza umownymi, wcześniej ustalonymi okresami. W połączeniu z relatywnie niską siłą przetargową stanowi to ryzyko dla osiąganym marż operacyjnych w krótkim / średnim terminie. Dodatkowo, mając na uwadze ryzyka związane z sytuacją społeczno-ekonomiczną, należy podkreślić, że rosnąca inflacja może zmniejszyć dochód rozporządzalny konsumentów, skłaniając ich do racjonalizacji wyborów zakupowych. To z kolei może ograniczyć popyt na produkty firmy, częściowo ze względu na elastyczność cenową popytu.
- Zmiany strukturalne w kanałach sprzedaży. Spowolnienie ekspansji sieci dyskontowych może negatywnie wpływać na wolumen sprzedaży w średnim terminie, prowadząc potencjalnie do obniżenia wskaźnika ROE oraz wydłużenia okresu zwrotu inwestycji, m.in. w wyniku negatywnego efektu dźwigni operacyjnej.
- Ryzyko konkurencji. Konkurencja pozostaje jednym z kluczowych czynników ryzyka. Jednocześnie Grupa dąży do częściowej konsolidacji rynku, co może wspierać jej działania na rzecz zwiększenia udziału rynkowego.
- Ryzyko inwestycyjne / alokacji kapitału. W średnim terminie nieudane inwestycje lub transakcje M&A mogą negatywnie wpłynąć na strukturę bilansu Grupy oraz ograniczyć jej zdolność inwestycyjną, osłabiając tym samym długoterminową pozycję strategiczną.

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



Źródło: Eurostat, Erste Biuro Maklerskie

**Tab. 15. Dynamika zmian cen pszenicy na światowych rynkach**

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

Źródło: Eurostat, Erste Biuro Maklerskie

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

## Struktura kosztów

W 2025 r. łączne koszty Grupy obniżyły się r/r do ok PLN290mn z blisko PLN301mn w 2024 r. Spadek ten był przede wszystkim efektem niższych kosztów materiałów, energii oraz sprzedanych towarów i materiałów, przy jednoczesnym dalszym wzroście części kosztów o bardziej stałym charakterze.

Jeżeli chodzi o strukturę kosztów, to największą pozycją kosztową pozostawało zużycie materiałów i energii, które w 2025 r. wyniosło niecałe PLN117mn (PLN120mn w 2024 r.). Tym samym utrzymał się trend spadkowy, który rozpoczął się po osiągnięciu szczytowego poziomu kosztów w 2022 r. (PLN140mn). Spadek tej kategorii miał istotny wpływ na obniżenie poziomu kosztów ogółem w 2025 r. Usługi obce utrzymały się na niezmiennym poziomie r/r i wyniosły ok PLN56mn, po dynamicznym wzroście obserwowanym w latach 2022–2024. Dane wskazują na stabilizację tej pozycji kosztowej po okresie silnej ekspansji. W obszarze kosztów pracy odnotowano dalszy wzrost r/r. Koszty wynagrodzeń zwiększyły się do blisko PLN42mn (PLN39.0 rok wcześniej), natomiast świadczenia pracownicze spadły do PLN8.2mn z PLN9.0mn. Łącznie koszty osobowe w 2025 r. były wyższe niż w roku poprzednim, kontynuując trend wzrostowy widoczny od 2021 r.

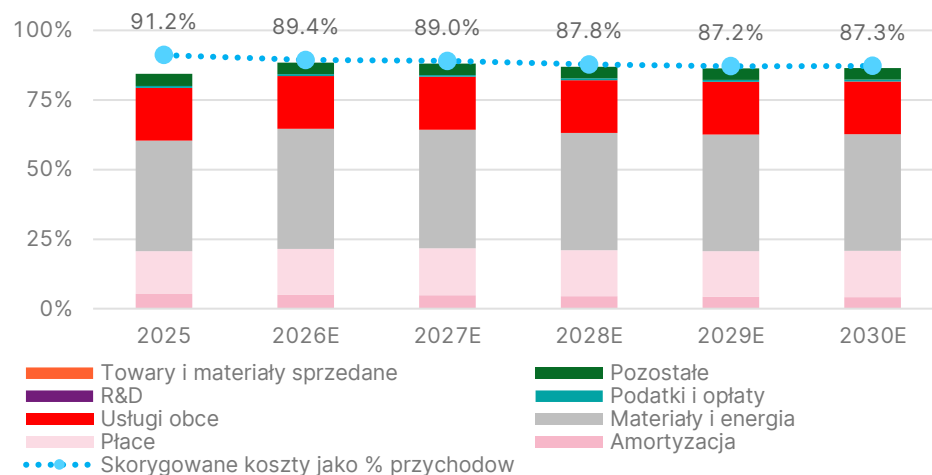
**Tab. 16. Komponenty funduszu płac w Grupie Makarony Polskie(PLN)**

<b>Koszty wynagrodzeń (PLNm)</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>
Koszty wynagrodzeń	14.0	13.1	26.8	32.1	36.1	39.6
Koszty ubezpieczeń społecznych	2.5	2.4	4.8	5.7	6.3	7.2
Pozostałe	1.2	0.4	2.0	2.7	2.6	1.4
<b>Suma</b>	<b>17.6</b>	<b>15.9</b>	<b>33.5</b>	<b>40.5</b>	<b>45.0</b>	<b>48.1</b>
<i>r/r</i>	<i>15.8%</i>	<i>-9.7%</i>	<i>110.4%</i>	<i>20.7%</i>	<i>11.3%</i>	<i>6.9%</i>
Szacowane średnie zatrudnienie	213	219	403	404	401	402
Szacowane średnie wynagrodzenie (PLN)	83	73	83	100	112	120
<i>r/r</i>	<i>15.8</i>	<i>-12.0%</i>	<i>14.1%</i>	<i>20.6%</i>	<i>12.0%</i>	<i>6.7%</i>

Źródło: GUS, Erste Biuro Maklerskie

Jedną z największych zmian r/r odnotowano w kategorii wartości sprzedanych towarów i materiałów, która spadła z PLN48.7mn w 2024 r. do PLN39.2mn w 2025 r., istotnie przyczyniając się do obniżenia kosztów całkowitych. Pozostałe koszty pozostały stabilne na poziomie ok PLN11mn.

**Tab. 17. Szacowana struktura kosztów rodzajowych**



Źródło: Spółka, szacunki Erste Biuro Maklerskie

## Tendencje cenowe na rynku zbóż w 2025

W 2025 r. tendencje cenowe na rynku zbóż w Polsce oraz na europejskim rynku pszenicy durum miały zbliżony, sekwencyjny charakter, przechodząc od presji cenowej na początku roku do umiarkowanego umocnienia notowań w drugiej części roku.

W Polsce na początku 2025 r. dobra dostępność surowca, w połączeniu z ograniczonym popytem eksportowym, sprzyjała stabilizacji cen z lekką tendencją spadkową. W miarę zbliżania się nowego sezonu coraz większe znaczenie zaczęły jednak odgrywać czynniki pogodowe i niepewność co do plonów, co pozwoliło na stopniową poprawę nastrojów cenowych. W drugiej połowie roku ceny zbóż wykazywały umiarkowaną tendencję wzrostową, choć jej skala była ograniczana przez wysoką konkurencję podażową w UE.

Podobny schemat widoczny był na rynku pszenicy durum w Europie, przy czym skala zmienności była tam wyraźnie większa. Po relatywnie spokojnym początku roku, druga połowa 2025 r. przyniosła wzrost wrażliwości rynku na informacje dotyczące jakości i wielkości zbiorów w krajach Europy Południowej. W efekcie ceny pszenicy durum stopniowo rosły, przy jednoczesnym zwiększaniu się różnicy cenowej względem pszenicy zwyczajnej.

Łącznie 2025 r. można określić jako okres przejścia od warunków komfortowej podaży do bardziej zbilansowanego rynku, w którym ceny reagowały przede wszystkim na bieżące informacje pogodowe i sezonowe, bez ukształtowania trwałego trendu wzrostowego.

**Tab. 18. Dynamika zmian średnich cen pszenicy i żyta w Polsce w latach 2020-2M26 (PLN)**

	Pszenica i żyto: średnie ceny 2020-2M26			
	Pszenica w skupie	Pszenica na targowiskach	Żyto w skupie	Żyto na targowiskach
2020	3%	-6%	-10%	-8%
2021	30%	30%	37%	24%
2022	53%	49%	57%	52%
2023	-33%	-19%	-37%	-16%
2024	-17%	-20%	-22%	-22%
2025	-1%	2%	9%	4%
2026	-10%	-6%	-9%	-8%

Źródło: Spółka, Erste Biuro Maklerskie

## Strategia biznesowa / model operacyjny

Zgodnie ze strategią przyjętą przez spółkę, Grupa Makarony Polskie będzie koncentrować swoje działania na następujących obszarach:

### Inicjatywy wspólne dla wszystkich segmentów operacyjnych

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

### Rozwój działalności w segmencie marek własnych

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

### Rozwój kanałów sprzedaży B2B

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

### Zwiększenie udziałów i wzrost poziomu dystrybucji na rynku krajowym

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

### Rozwój eksportu

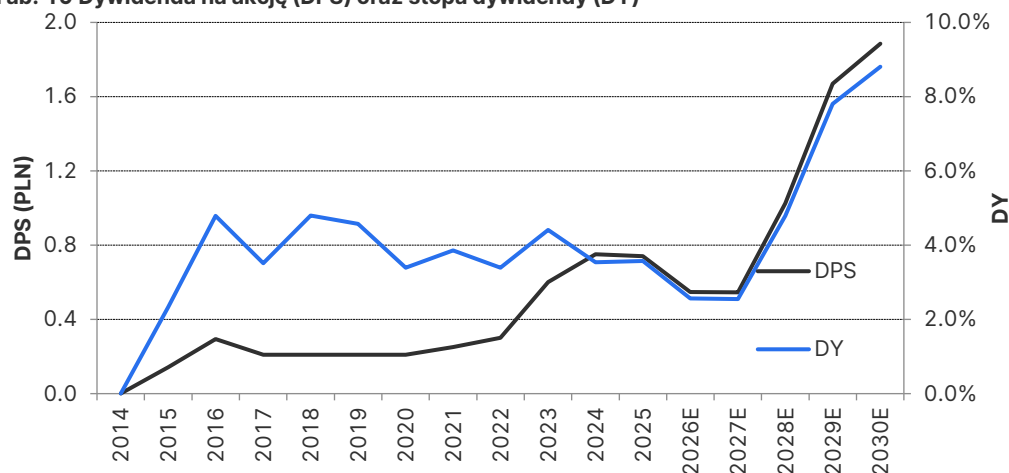
- Konsekwentny rozwój bazy klientów na rynkach zagranicznych w pełnym przekroju kanałów sprzedaży, z główną uwagą skupioną na rynkach europejskich;
- Intensyfikacja komunikacji z interesariuszami poprzez udział m.in. w targach branżowych oraz organizację spotkań B2B na rynkach docelowych,
- Rozwój dedykowanej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

### Polityka dywidendowa

Grupa Makarony Polskie regularnie dzieli się zyskiem z akcjonariuszami, a historyczna stopa dywidendy (DY) kształtowała się w przedziale ok. 2–5%. W średnim horyzoncie prognoz zakładamy wypłatę 30% zysku za rok poprzedni, rosnącą w długim terminie do blisko 50%.

Jak wskazywaliśmy wcześniej, w scenariuszu realizacji projektów M&A lub działań konsolidacyjnych nie wykluczamy okresowego obniżenia tego poziomu (np. do wskaźnika wypłaty ok 25% oczekiwanego zysku netto za rok 2026). Takie założenia są spójne z dotychczasową polityką spółki, która uzależnia wypłatę dywidendy od wypracowanego zysku, bieżących celów inwestycyjnych oraz sytuacji finansowej.

**Tab. 19 Dywidenda na akcję (DPS) oraz stopa dywidendy (DY)**



Źródło: Spółka, szacunki Erste Biuro Maklerskie

## Prognozy finansowe – opis głównych trendów i założeń

### Środowisko biznesowe – główne trendy rynkowe

#### Konsumpcja krajowa pozostaje stabilna

Na początku 2026 r. nastroje konsumenckie w Polsce były ostrożne, mimo wyraźnego wyhamowania inflacji i poprawy warunków makroekonomicznych względem poprzednich lat. Konsumenci nadal wykazywali wysoką wrażliwość cenową, koncentrując się na kontroli wydatków, co znajdowało odzwierciedlenie w ich zachowaniach zakupowych oraz rosnącej popularności kanałów dyskontowych i promocji. Ogólnie dominowała postawa ostrożnego optymizmu, jako że gospodarstwa domowe oczekiwały poprawy dochodów realnych raczej w ujęciu stopniowym niż skokowym, przy nadal ograniczonej skłonności do zwiększania konsumpcji impulsywnej lub dóbr wyższego rzędu.

#### Inflacja cen żywności na horyzoncie

Bazując na niedawnych komentarzach rynkowych Jeronimo Martins Group (JMT), w krótkim terminie sieć nadal podkreśla przeważenie deflacyjnych tendencji w zakresie cen żywności. Trendy te, znalazły odzwierciedlenie w wynikach koncernu, w 1Q26, kiedy to koszyk cenowy w sieci Biedronka obniżył się o ok. 3% r/r. Jednocześnie środowisko deflacyjne sprzyjało wzrostowi udziałów rynkowych sieci, co potwierdzało, m.in. utrzymującą się wysoką wrażliwość cenową polskiego konsumenta. W średnim horyzoncie Jeronimo Martins oczekuje jednak odwrócenia trendu cenowego i stopniowego powrotu inflacji cen żywności, najbardziej prawdopodobnego w 2H26P. Kluczowym czynnikiem mają być rosnące koszty po stronie producentów, w szczególności:

- wyższe ceny paliw,
- wzrost kosztów nawozów,
- presja kosztowa wynikająca z kolejnego cyklu produkcyjnego w rolnictwie.

JMT podkreśliło, że obecne wzrosty kosztów nie przekładają się jeszcze wprost na ceny detaliczne. Niemniej jednak, w miarę narastania presji kosztowej u dostawców i przetwórców może dojść do przenoszenia części kosztów na ceny produktów, co skutkowałoby pojawieniem się umiarkowanej inflacji żywnościowej.

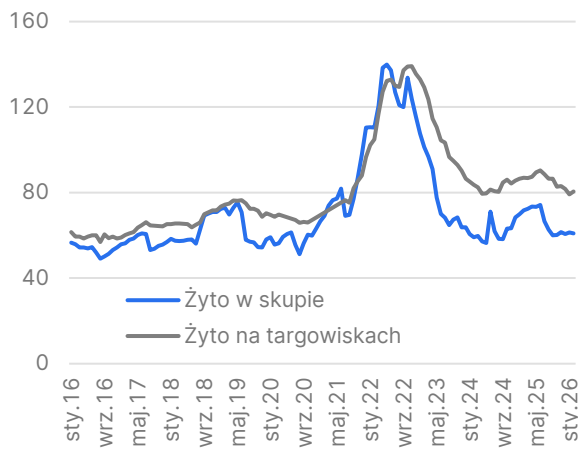
Jednocześnie JMT zwraca uwagę na utrzymującą się ostrożność konsumentów w Polsce. Klient pozostaje silnie zorientowany na cenę, co ogranicza przestrzeń do agresywnych podwyżek i wymusza ostrożne podejście do polityki cenowej. Według koncernu, dodatkowym elementem otoczenia rynkowego pozostaje podwyższone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

**Tab. 20. Notowania pszenicy w Polsce (PLN/1dt)**



Źródło: GUS, Erste Biuro Maklerskie

**Tab. 21. Notowania żyta w Polsce (PLN/1dt)**



Źródło: GUS, Erste Biuro Maklerskie

### Oczekiwania co do cen zbóż w kolejnych kwartałach

Na podstawie marcowej aktualizacji UE z 2026 r. dotyczącej prognoz produkcji upraw rolnych i olejów roślinnych, produkcja zbóż w UE w sezonie 2026/27 szacowana jest na 278 mln ton, co oznacza spadek o 3.2% względem sezonu 2025/26, przy jednoczesnym poziomie o 1.5% wyższym od średniej z ostatnich pięciu lat. Oczekiwany spadek produkcji wynika głównie z niższych plonów, które – przy założeniu przeciętnych warunków pogodowych do końca sezonu – mają kształtować się w pobliżu średniej wieloletniej i tym samym pozostawać wyraźnie poniżej wyjątkowo wysokich poziomów osiągniętych w sezonie 2025/26.

Produkcja kukurydzy w UE w sezonie 2026/27 ma wzrosnąć o 5.3% r/r, choć wyższe ceny nawozów w okresie zasiewów mogą ograniczyć areał upraw. Z kolei produkcja pszenicy prognozowana jest na poziomie o 6.2% niższym niż w rekordowym sezonie 2025/26.

Pomimo spadku produkcji, eksport netto zbóż z UE w sezonie 2026/27 ma wzrosnąć do 19 mln ton, czyli o około 3.2 mln ton względem szacowanego poziomu z 2025/26. Wynika to przede wszystkim ze znacznego wzrostu zapasów początkowych (ok. 43 mln ton w 2026/27 wobec 31.5 mln ton rok wcześniej), stabilnego poziomu importu oraz zwiększonego eksportu pszenicy.

Równocześnie produkcja pszenicy durum w UE w 2026 r. prognozowana jest na około 7.9 mln ton, co oznacza umiarkowany spadek rok do roku po silnym odbiciu w 2025 r. i poziom nieco poniżej średniej pięcioletniej. Produkcja pozostaje silnie skoncentrowana w Europie Południowej: Włochy utrzymują stabilny poziom zbiorów nieznacznie powyżej normy historycznej, natomiast Grecja odnotowuje wyraźny wzrost. Tendencje te nie są jednak w pełni równoważone przez spadki produkcji we Francji, Hiszpanii oraz w części krajów Europy Środkowej, gdzie produkcja cechuje się większą zmiennością i pozostaje poniżej średnich wieloletnich.

W efekcie UE wchodzi w sezon 2026/27 z nieco bardziej napiętym i silniej spolaryzowanym regionalnie bilansem podaży pszenicy durum, choć bez wyraźnego deficytu. Z punktu widzenia cen oznacza to bardziej wymagające otoczenie rynkowe. Ceny pszenicy durum powinny pozostawać stabilne lub umiarkowanie wyższe niż w sezonie 2025/26, wspierane

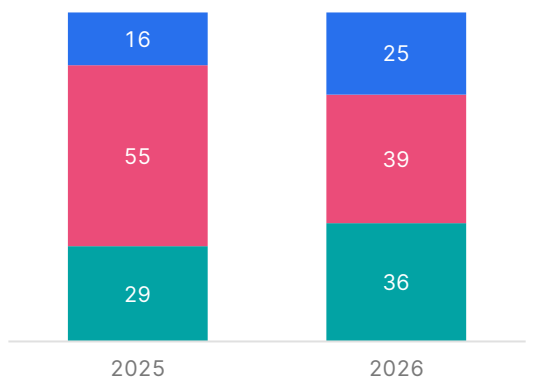
przez ograniczoną podaż w UE i niski poziom nadwyżek. Dodatkowym czynnikiem ryzyka dla rynku pozostają napięcia geopolityczne i ich wpływ na koszty produkcji, co może zwiększać prawdopodobieństwo bardziej widocznych skoków cenowych. Jednocześnie premie za jakość prawdopodobnie pozostaną podwyższone, odzwierciedlając ograniczoną dostępność pszenicy durum o wysokich parametrach jakościowych.

### Wyzwania biznesowe ewoluują wraz z rozwojem rynku i technologii

Presja na marże, rosnące koszty oraz szybka transformacja technologiczna to obecnie kluczowe wyzwania dla europejskiego sektora spożywczego. Z raportu The State of Grocery 2026 opracowanego przez McKinsey wynika, że aż 58% prezesów firm wskazuje presję kosztową jako jedno z trzech najważniejszych zagrożeń dla biznesu. Wysoko w rankingu znalazło się również wdrażanie sztucznej inteligencji i automatyzacji, które dynamicznie zyskują na znaczeniu i stanowią coraz istotniejszy element strategii operacyjnych. Na trzecim miejscu plasuje się rozwój marek własnych, które dla wielu firm stanowią odpowiedź na zmieniające się preferencje konsumentów oraz rosnącą konkurencją cenową. Jednocześnie rośnie znaczenie inicjatyw związanych z poszukiwaniem nowych obszarów wzrostu.

Raport wskazuje również na wyraźną zmianę nastrojów wśród zarządzających. Maleje liczba CEO spodziewających się stabilizacji warunków rynkowych, a rośnie zarówno grupa optymistów, jak i pesymistów. Oznacza to postępującą polaryzację oczekiwań co do przyszłości sektora. Różnice te są widoczne również regionalnie. Najbardziej pozytywne nastawienie prezentują prezesi firm z Europy Północnej, podczas gdy największy sceptycyzm charakteryzuje menedżerów z Europy Środkowo-Wschodniej.

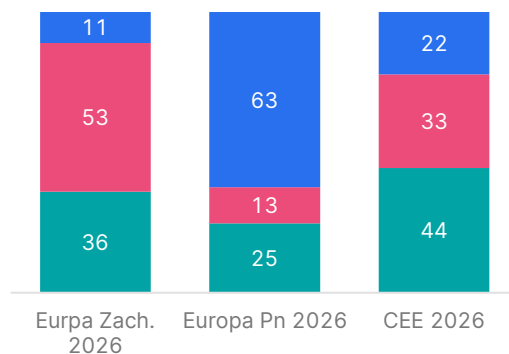
Tab. 22. Nastroje europejskich detalistów spożywczych r/r



■ Zmiana na lepsze ■ Bez zmian ■ Zmiana na gorsze

Źródło: McKinsey, Erste Biuro Maklerskie

Tab. 23. Nastroje europejskich detalistów spożywczych w przekroju regionalnym



■ Zmiana na lepsze ■ Bez zmian ■ Zmiana na gorsze

Źródło: McKinsey, Erste Biuro Maklerskie

### Ambitne plany rozwoju, w tym przejęcie JoyFood

Planowane przejęcie Joyfood Sp. z o.o. stanowi element długoterminowej strategii konsolidacyjnej. Zgodnie z ostatnim komunikatem, spółka warunkowo nabyła 100% udziałów w Joyfood producencie funkcjonalnych dań gotowych, past warzywnych i produktów typu

superfoods, za łączną kwotę PLN9mn, z czego PLN6.5mn przypada na udziały, a pozostała część dotyczy nabycia parku maszynowego.

Przejęcie Joyfood ma na celu wzmocnienie i zwiększenie rentowności segmentu dań gotowych, w szczególności produktów pakowanych na tackach. Integracja spółki z zakładem w Stoczku Łukowskim umożliwi koncentrację produkcji, lepsze wykorzystanie istniejących aktywów oraz istotne synergie kosztowe i operacyjne, w tym eliminację kosztów wynajmu oraz rozproszonej logistyki. Grupa zakłada, że transakcja podniesie EBITDA o ok. PLN4mn rocznie, co oznacza zwrot z inwestycji w horyzoncie ok. trzech lat, a jednocześnie wesprze długoterminową strategię dywersyfikacji portfela w rosnącym segmencie dań gotowych i produktów funkcjonalnych.

**Finalizacja transakcji uzależniona jest od zgody UOKiK. Mając ten fakt na uwadze, oczekiwane efekty akwizycji Joyfoods Sp. z o.o. nie są na ten moment odzwierciedlone w prezentowanych w raporcie szacunkach wyników finansowych w kolejnych latach. Uważamy jednak, że w przypadku pomyślnego sfinalizowania przejęcia, integracja obu podmiotów może mieć pozytywny wpływ na szacowaną wartość Grupy Makarony Polskie w długim okresie.**

Równolegle Makarony Polskie deklarują gotowość do dalszych akwizycji, których celem jest wzrost skali działalności do ok. 1 mld zł przychodów w perspektywie kilku lat wobec ok. PLN300mn w 2025 r., przy wykorzystaniu zarówno wzrostu organicznego, jak i silnej pozycji bilansowej. Zarząd podkreśla, że strategia rozwoju opiera się zarówno na inwestycjach organicznych, jak i akwizycjach, a obecna sytuacja finansowa zapewnia spółce istotną elastyczność w realizacji takich planów.

Równolegle Grupa Makarony Polskie realizuje istotne projekty organiczne. W zakładzie w Korpelach trwa program inwestycyjny o wartości ok. 40 mln zł, ukierunkowany na rozwój makaronów premium oraz automatyzację pakowania i logistyki, realizowany w ramach Polskiej Strefy Inwestycji. W Stoczku Łukowskim prowadzona jest natomiast rozbudowa mocy w zakresie dań gotowych (tacki i doy-packi) o wartości ok. 20 mln zł. Zarząd oczekuje, że od 2027 r. inwestycje te będą w istotny sposób kontrybuować do skonsolidowanych wyników Grupy.

Całościowo przejęcie Joyfood należy postrzegać jako operacyjnie komplementarną akwizycję, wspierającą rozwój kluczowych segmentów, poprawę efektywności kosztowej oraz realizację długoterminowego celu wzrostu skali działalności Grupy Makarony Polskie.

## Prognozy wyników finansowych

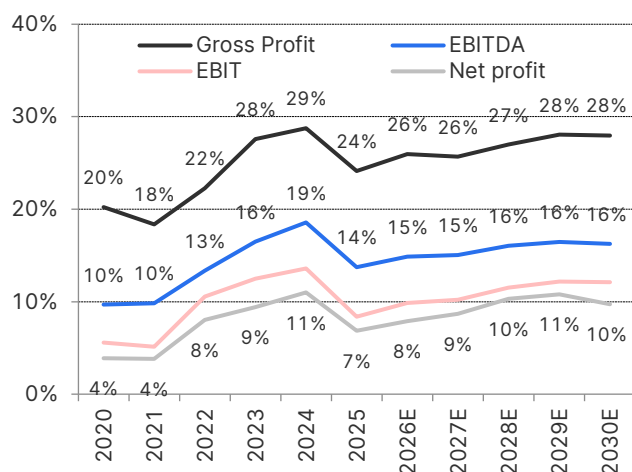
### Główne założenia

- Otoczenie kosztowe: prognozy nie zakładają istotnych szoków cenowych w długim terminie, ale odzwierciedlają relatywnie stabilny wzrost cen kluczowych surowców, energii i materiałów, bazujący głównie na trendach inflacyjnych. W dłuższym horyzoncie oczekiwany wzrost marż operacyjnych wynika głównie z monetyzacji efektu dźwigni operacyjnej oraz optymalizacji funkcji produkcji (poprzez dążenie do maksymalizacji

wykorzystania rosnących mocy produkcyjnych poprzez większe zaangażowanie kapitału). Podkreślamy tutaj, że efekt inwestycji produkcyjnych, w tym przede wszystkim zakończenie projektów inwestycyjnych w Stoczku i Korpelach do końca 2026, powinny przełożyć się na dodatkowy, dodatni efekt wolumentowy r/r.

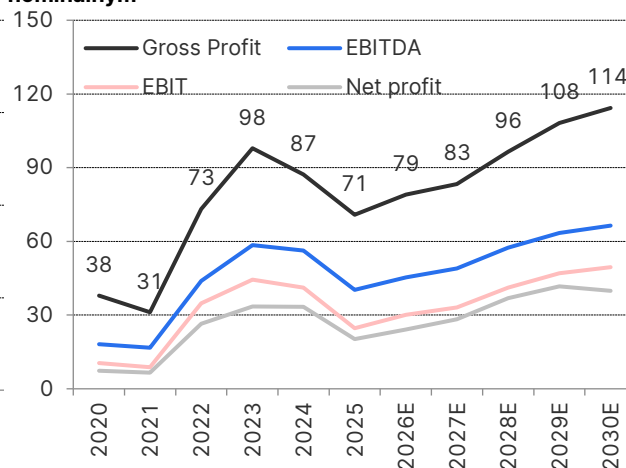
- Miks produktowy i strategia wartości dodanej: model zakłada dalsze stopniowe przesuwanie struktury sprzedaży w kierunku produktów o wyższej wartości dodanej (zarówno w segmencie makaronów, jak i dań gotowych), co może wspierać ceny jednostkowe i częściowo kompensować wolniejszy wzrost wolumenów w dojrzałych kategoriach.

**Tab. 24. Prognozowana ścieżka marż operacyjnych**



Źródło: Spółka, szacunki Erste Biuro Maklerskie

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



Źródło: Spółka, szacunki Erste Biuro Maklerskie

- Brak akwizycji w modelu bazowym: jak już argumentowaliśmy, potencjalne przejęcia zostały pominięte ze względu na ich opcjonalny charakter (w tym w pewnym stopniu uzależnienie od decyzji administracyjnych) i, związany z tym, podwyższony błąd prognozy. Niemniej podkreślamy, że wzrost przez akwizycje wydaje się strategią bazową.
- Sukcesyjna koncentracja produkcji / rynku: przyjmujemy subiektywne założenie braku wejścia nowych istotnych graczy na rynek oraz możliwość stopniowej konsolidacji rynku w długim terminie przez dominujące podmioty, przy rosnącej roli sieci dystrybucyjnych.
- Czynniki strukturalne i długoterminowe ryzyka: negatywne trendy demograficzne w Polsce i Europie uwzględniamy poprzez konserwatywne podejście do wartości rezydualnej, a nie bieżących prognoz operacyjnych.

**Tab. 26. Założenia parametrów sprzedażowych w ujęciu segmentowym (1/2)**

	Przychody CAGR 2020-25		delta (bps)
	Aktualny model	Poprzedni model	
Makarony	10.2%	11.4%	-120
Przetwory mięsno - warzywne	15.3%	14.9%	44
Przetwory warzywne i owocowe	-11.5%	-9.7%	-186
Pozostałe	-7.5%	-15.0%	750

Źródło: Spółka, Erste Biuro Maklerskie

### Determinanty zmiany prognoz względem poprzedniego modelu

- Rewizja wolumenów w segmencie makaronów: obniżenie prognoz wobec poprzednich założeń wynika głównie z bardziej ostrożnych założeń dotyczących tempa wzrostu wolumenów (spadek CAGR przychodów 2025–30P o ok. 100 pb), przy zachowaniu podobnych założeń cenowych. Presja ze strony głównych konkurentów wydaje się większa niż pierwotnie przyjęliśmy, zwłaszcza w momencie gdy rynek podlega cały czas procesom konsolidacyjnym.
- Lepsze perspektywy dla przetworów mięsno-warzywnych: wzrost prognoz przychodów w tym segmencie odzwierciedla korektę w górę efektu wolumenowego (CAGR +70 pb w perspektywie 2030P), wspieraną przez korzystne trendy popytowe związanych m.in. ze zmianą nawyków żywieniowych czy też starzeniem się społeczeństwa.

**Tab. 27. Założenia parametrów sprzedażowych w ujęciu segmentowym (2/2)**

	Przychody CAGR 2025-30P		Delta (bps)
	Aktualny model	Poprzedni model	
Makarony	7.3%	8.3%	-100
Przetwory mięsno - warzywne	5.9%	5.2%	70
Przetwory warzywne i owocowe	2.7%	2.6%	12
Pozostałe	2.7%	2.6%	12

Źródło: Spółka, szacunki Erste Biuro Maklerskie

- Niższe prognozy EBIT i wyników netto: obniżenie prognoz finansowych na lata 2026–28P (EBIT, EBITDA i zysk netto) wynika głównie z zakładanego wolniejszego wzrostu skali działalności w segmencie makaronów i powiązanej z tym presji cenowej na przychody jednostkowe, bardziej konserwatywnych założeń kosztów operacyjnych (m.in. w obszarze funduszu płac), a także wolniejszego oczekiwanego tempa uruchamiania nowych mocy produkcyjnych.

**Tab. 28. Dekompozycja oczekiwanej dynamiki przychodów w przekroju segmentowym**

		Przychody CAGR 2025-30P		delta (bps)
		Aktualny model	Poprzedni model	
Makarony	Efekt wolumenowy	31.1%	38.2%	-712
	Efekt cenowy	9.0%	8.4%	62
Przetwory mięsno - warzywne	Efekt wolumenowy	22.8%	20.3%	247
	Efekt cenowy	9.0%	8.4%	62
Przetwory warzywne i owocowe	Efekt wolumenowy	5.1%	5.1%	0
	Efekt cenowy	9.0%	8.4%	62
Pozostałe	Efekt wolumenowy	5.1%	5.1%	0
	Efekt cenowy	9.0%	8.4%	62

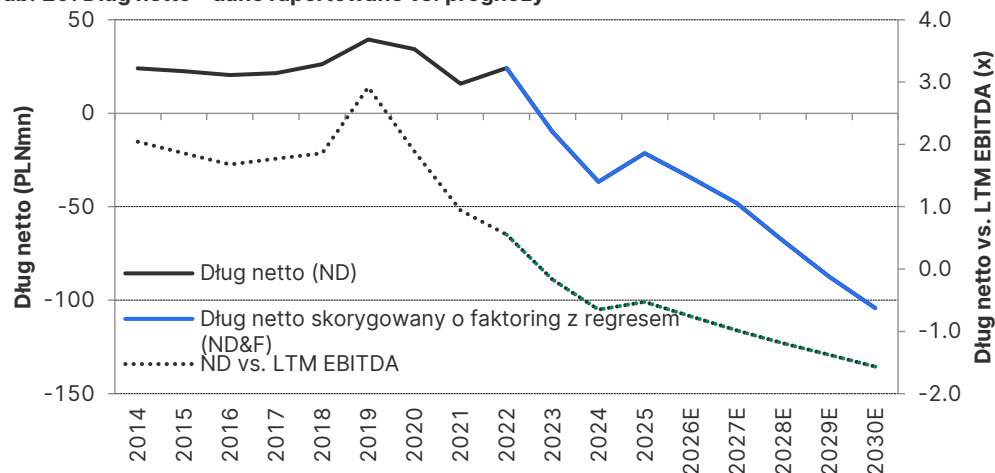
Źródło: Spółka, Erste Biuro Maklerskie

**Nasze bieżące podejście do potencjału długoterminowego Grupy Makarony Polskie odzwierciedla większy nacisk na jakość i trwałość wzrostu, kosztem maksymalizacji**

krótkoterminowych wolumenów. W efekcie skutkuje to rewizją w dół dynamiki prognoz operacyjnych i finansowych w średnim terminie, przy jednoczesnym, potencjalnym zwiększeniu ich odporności na negatywne scenariusze makroekonomiczne.

## Zadłużenie i konwersja EBITDA na przepływy operacyjne

Tab. 29. Dług netto – dane raportowane vs. prognozy



Źródło: Spółka, szacunki Erste Biuro Maklerskie

W latach 2020-2025 wskaźnik konwersji EBITDA na przepływy operacyjne Makaronów Polskich wyniósł średnio 73%, co w naszej opinii wskazuje na dobre fundamenty modelu biznesowego. Historycznie, firma finansowała nakłady inwestycyjne głównie ze środków własnych. Zakładamy, że tendencje te zostaną utrzymane w kolejnych latach. Nasza prognoza na lata 2026-30E zakłada średni wskaźnik konwersji EBITDA na przepływy operacyjne na poziomie ok. 74% (tj. nieco mniej niż pierwotnie zakładane 83%). Podobnie jak w naszym modelu inicjującym wycenę, zakładamy, że środki te, powinny umożliwić kontynuację polityki regularnych wypłat dywidendy z zysku, a także wspierać realizację strategii dalszej dywersyfikacji biznesowej.

## Prognozy finansowe – tabele

**Tab. 30. Rachunek zysków i strat**

PLNmn	2022	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Przychody skonsolidowane	329	355	303	294	305	325	358
KWS	256	257	216	223	225	241	261
Zysk brutto	73	98	87	71	79	83	96
SG&A	38	45	46	49	51	52	58
Pozostałe przychody operacyjne netto	0	-8	0	3	2	2	2
EBITDA	44	58	56	40	45	49	57
Zysk operacyjny	35	44	41	25	30	33	41
Przychody (koszty) finansowe netto	-2	-2	0	1	0	0	0
Zysk przed opodatkowaniem	32	43	41	25	30	33	41
Podatek dochodowy	-6	-9	-8	-5	-6	-5	-4
Zysk netto	26	33	33	20	24	28	37
Marża brutto	22.3%	27.6%	28.7%	24.1%	26.0%	25.7%	27.0%
Marża EBITDA	13.3%	16.5%	18.6%	13.7%	14.9%	15.1%	16.0%
Marża operacyjna	10.6%	12.5%	13.6%	8.4%	9.9%	10.2%	11.5%
Marża zysku netto	8.0%	9.4%	11.0%	6.9%	7.9%	8.7%	10.3%

Źródło: Spółka, szacunki Erste Biuro Maklerskie

**Tab. 31. Bilans**

PLNmn	2022	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Aktywa obrotowe	95	102	121	121	132	152	179
Aktywa trwałe	144	136	128	129	137	141	142
Aktywa razem	239	238	254	250	268	293	321
Zobowiązania krótkoterminowe	75	53	52	43	43	46	49
zadłużenie bankowe	14	3	3	2	2	1	1
Zobowiązania długoterminowe	42	35	28	22	22	21	20
zadłużenie bankowe	13	9	6	4	3	3	3
Kapitał własny	123	149	174	185	203	226	251
Zobowiązania ogółem	239	238	254	250	268	293	321
Dług netto (DN)	24	-10	-37	-21	-34	-48	-68
DN / LTM EBITDA	0.6	-0.2	-0.7	-0.5	-0.8	-1.0	-1.2

Źródło: Spółka, szacunki Erste Biuro Maklerskie

**Tab. 32. Rachunek przepływów pieniężnych**

PLNmn	2022	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Przepływy z działalności operacyjnej	17	51	52	8	42	40	49
Przepływy z inwestycji	-20	-10	-11	-20	-23	-20	-17
Przepływy z tytułu finansowania	-15	-20	-16	-8	-7	-7	-12
W tym dywidendy	-3	-7	-8	-8	-6	-6	-11
Zmiana środków pieniężnych netto	-18	21	24	-20	12	13	19

Źródło: Spółka, szacunki Erste Biuro Maklerskie

## Wyniki kwartalne

### Prognoza wyników za I kw. 2026 r.

#### Przychody

W 1Q26E prognozujemy sprzedaż na poziomie ok. 73,7 mln PLN, co oznacza spadek o 3% r/r, ale jednocześnie lekki wzrost o 1% q/q. Dynamika r/r pozostaje pod presją wysokiej bazy z 1Q25 oraz słabszego wolumenu w segmencie makaronów, natomiast poprawa q/q wskazuje na stopniową stabilizację popytu po słabszym 4Q25. Segment makaronów może zanotować niewielki spadek przychodów zarówno w ujęciu r/r (-3.6%) jak i kw / kw (-5.0%). Sprzedaż segmentu przetworów mięsno-warzywnych może również wykazać spadek r/r (-11.9%), głównie z uwagi na efekt wysokiej bazy. Uważamy jednak, że w porównaniu do ostatniego kwartału 2025, przychody tej linii biznesowej powinny zanotować dynamikę dodatnią.

#### Koszty SiOZ

W 1Q26P oczekujemy kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu na poziomie ok. PLN12.4mn w, czyli o 5% wyższych r/r, przy jednoczesnym spadku o 4% q/q. W efekcie udział KSiOZ w przychodach może spaść, w ujęciu q/q, do poziomu ok. 16.8%.

#### Rentowność operacyjna

EBITDA w 1Q26P szacujemy na PLN10.7mn, tj. -18% r/r lub +10% q/q. Spadek r/r wynika głównie z niższej skali działalności oraz utrzymujących się wyższych kosztów stałych w relacji do przychodów, które pozostają pod presją konkurencyjną. Na poziomie EBIT oczekujemy wyniku w wysokości ok. PLN6.7mn(-27% r/r, +15% q/q), natomiast zysk netto szacujemy na ok. PLN5.7mn (-25% r/r, +20% q/q).

**Tab. 33. Wybrane elementy sprawozdań finansowych w ujęciu kwartalnym / prognoza wyników 1Q26P (1/2)**

PLNmn	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	y/y	q/q	2025	LTM
Przychody	75.7	73.3	71.8	72.8	73.7	-3%	1%	294	292
EBITDA	13.1	9.4	9.5	9.7	10.7	-18%	10%	42	39
EBITDA %	17.3%	12.8%	13.2%	13.3%	14.5%	-276.6	120.5	14.2%	13.5%
EBIT	9.2	5.4	5.6	5.8	6.7	-27%	15%	26	24
EBIT %	12.1%	7.4%	7.8%	8.0%	9.1%	-300.3	108.0	8.8%	8.1%
Zysk netto	7.6	4.6	4.5	4.8	5.7	-25%	20%	21	20
ZN %	10.1%	6.2%	6.3%	6.6%	7.8%	-226.9	119.7	7.3%	6.7%
OCF	1.3	2.0	5.3	13.0	7.3	479%	-44%	22	28
Dług netto	-33	-33	-27	-21	-21	-36%	0%	-21	-21
DN / LTM EBITDA	-0.6	-0.9	-0.8	-0.7	-0.7	-0.1	0.0	-0.7	-0.7
KSiOZ	11.8	12.3	12.2	12.9	12.4	5%	-4%	49.1	49.7
KSiOZ %	15.5%	16.7%	17.0%	17.7%	16.8%	1.3	-0.9	16.7%	17.1%
Przychody w podziale na segmenty									
Produkcja makaronu	58	50	53	59	56	-3.6%	-5.0%	220	217
Przetwory mięsno-warzywne	14	20	15	10	13	-11.9%	24.0%	60	59
Przetwory warzywne i owocowe	2	1	1	1	2	21.0%	31.4%	6	6
Pozostałe segmenty	2	2	2	2	3	88.9%	41.2%	8	9

Źródło: Spółka, szacunki Erste Biuro Maklerskie

**Przepływy pieniężne i bilans**

Oczekujemy, że operacyjne przepływy pieniężne w 1Q26P mogą wynieść ok PLN7.3mn w okresie styczeń-marzec 2026P, istotnie powyżej bardzo niskiego poziomu z 1Q25. Mogą się jednak okazać istotnie niższe q/q, m.in. z uwagi na sezonowość. Zakładamy utrzymanie bardzo dobrej pozycji gotówkowej (brak długu netto; wskaźnik gotówki netto / LTM EBITDA na poziomie 0,7x), wspierającej wysoką elastyczność finansową.

**Tab. 34. Wybrane elementy sprawozdań finansowych w ujęciu kwartalnym / prognoza wyników 1Q26P (2/2)**

PLNm	1Q26E	y/y	q/q	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25	LTM
Przychody	73.7	-3%	1%	170	329	355	303	294	292
EBITDA	10.7	-18%	10%	17	42	58	57	42	39
EBITDA %	14.5%	-276.6	120.5	9.8%	12.9%	16.3%	18.6%	14.2%	13.5%
EBIT	6.7	-27%	15%	9	33	44	41	26	24
EBIT %	9.1%	-300.3	108.0	5.0%	10.1%	12.3%	13.7%	8.8%	8.1%
Zysk netto	5.7	-25%	20%	6	24	33	34	21	20
ZN %	7.8%	-226.9	119.7	3.8%	7.4%	9.3%	11.1%	7.3%	6.7%
OCF	7.3	479%	-44%	13	22	53	49	22	28
Dług netto	-21	-36%	0%	34	16	-10	-37	-21	-21
DN / LTM EBITDA	-0.7	-0.1	0.0	1.8	1.0	-0.2	-0.6	-0.7	-0.7
KSiOZ	12.4	5%	-4%	26.6	38.2	45.1	45.7	49.1	49.7
KSiOZ %	16.8%	1.3	-0.9	15.7%	11.6%	12.7%	15.1%	16.7%	17.1%
Przychody w podziale na segmenty									
Produkcja makaronu	56	-3.6%	-5.0%	121	259	283	240	220	217
Przetwory mięsno-warzywne	13	-11.9%	24.0%	32	52	56	52	60	59
Przetwory warzywne i owocowe	2	21.0%	31.4%	8	9	8	6	6	6
Pozostałe segmenty	3	88.9%	41.2%	8	10	8	5	8	9

Źródło: Spółka, szacunki Erste Biuro Maklerskie

## 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 Dziętek, *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](https://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 następujących 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 adresatowi.

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 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, 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](http://www.erste.pl/inwestor) w sekcji zastrzeżenia i ryzyko - informacje o instrumentach finansowych i ryzyku.

Decyzja o zakupie wszelkich instrumentów finansowych powinna być podjęta wyłącznie na podstawie prospektu, oferty lub innych powszechnie dostępnych dokumentów i materiałów opublikowanych zgodnie z obowiązującymi przepisami polskiego prawa.

#### **Wyjaśnienia terminologii fachowej użytej w rekomendacji:**

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

#### **Definicje rekomendacji:**

**Przeważaj** - Całkowita oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji: 10% powyżej benchmarku. Zmiana o około  $\geq 15\%$ .

**Neutralnie** - Całkowita oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji: 0% - 10% wobec benchmarku. Zmiana o około 5%-15%.

**Niedoważaj** - Całkowita oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji poniżej benchmarku. Zmiana o około  $< 5\%$ .

UWAGA: Właściwym benchmarkiem dla akcji europejskich (w tym akcji CEE) jest stopa zwrotu z 1-letnich obligacji emitowanych przez rząd RFN +ERP (5,5%).

Definicje ocen mają charakter orientacyjny. Zalecenia mogą różnić się od ww. wytycznych, jeśli jest to uzasadnione ze względu na czynniki rynkowe, trendy branżowe, specyficzne wydarzenia w firmie itp. W takich przypadkach w raporcie znajduje się stosowne wyjaśnienie powstałych rozbieżności.

Ceny docelowe ustalone od stycznia do czerwca dotyczą 31 grudnia danego roku. Ceny docelowe ustalone od lipca do grudnia dotyczą są wyznaczane z terminem do grudnia kolejnego roku.

Okresowość: przeglądy naszych rekomendacji/cen docelowych dla każdego emitenta dokonujemy co najmniej raz w roku i zawsze, gdy uzasadniają to wydarzenia na rynku.

W opracowaniach analizy technicznej Erste Biuro Maklerskie nie stosuje bezpośrednich zaleceń inwestycyjnych (przeważaj / niedoważaj / neutralnie; lub równoważnych), a wszelkie opinie i elementy oceny analityków są zawarte w samym opracowaniu, w formie opisowej.

Przy sporządzaniu niniejszego raportu Erste 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 Bloombergu lub Damodarana). Zaletą jest prostota metody oraz uśredniona wartość dla całego cyklu, pozwalająca wychwytywać zarówno przewartościowanie jak i niedowartościowanie analizowanego waloru.

**Metoda zdyskontowanych dywidend (DDM)** bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych dywidendach wypłaconych przez spółkę. Do jej mocnych stron można zaliczyć uwzględnienie realnych przepływów pieniężnych do właścicieli kapitału akcyjnego oraz fakt, że metoda ta jest wykorzystywana w przypadku spółek z długą historią wypłacania dywidendy. Główną wadą metody zdyskontowanych dywidend jest oszacowywanie wielkości wypłacanej dywidendy na podstawie dużej ilości parametrów i założeń, w tym stopy wypłaty dywidendy.

**Metoda wartości rezydualnej** jest koncepcyjnie zbliżona do metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) stosowanej do wyceny spółek niefinansowych a główną różnicą jest to że bazuje na szacowanych wielkościach wartości rezydualnej (nadwyżka ROE nad kosztem kapitału) a nie zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Do jej mocnych stron zaliczyć można uwzględnienie nadwyżki zysku nad kosztem kapitału, która jest potencjalnie do dyspozycji akcjonariuszy oraz kosztu pieniądza w czasie. Wadami wyceny DCF są: duża ilość parametrów i założeń, które należy oszacować i wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

**Model uzasadnionej wyceny kapitałów własnych (WEV)** jest oparty na formule wartość księgowa = (ROE 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

Grupa Makarony Polskie

May 14, 2026

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