

## EUROCASH (AKUMULUJ TP 9,5 zł z dnia 15.09.2025 r.) - Wyniki 1Q26 – Spadająca sprzedaż ale i pierwsze widoczne oszczędności kosztowe – lekko negatywnie

Raportowane wyniki za 1Q26 oceniamy lekko negatywnie. Poza przychodami dane plasują się poniżej naszej prognozy. W dalszym ciągu zwraca uwagę wciąż słaba sprzedaż porównywalna, co należy wiązać z dalszą utratą udziałów rynkowych. LFL dla hurtowni dyskontowych Eurocash Cash&Carry wyniosły -9,8% w 1Q26. Sprzedaż detaliczna realizowana przez sklepy „Delikatesy Centrum” w ujęciu LFL wzrosła o 0,04%. Kluczowe pozytywy to poprawa EBITDA, silna dynamika Frisco oraz pierwsze efekty programu oszczędnościowego. Negatywne czynniki to spadki sprzedaży, presja na marże oraz nadal ujemna rentowność netto. Wg Zarządu pierwszy kwartał 2026 r. stał pod znakiem rozpoczęcia programu optymalizacji i efektywności kosztowej grupy w ramach realizacji przyjętej na lata 2026-2027 strategii. W ramach czterech kluczowych projektów kosztowych grupa planuje uzyskać w roku 2027 oszczędności kosztowe ok. 400 mln zł. W pierwszym kwartale 2026 r. projekty dały łączną kwotę oszczędności powyżej 21 mln zł. Zarząd szacuje, że ich annualizowany efekt wynosi ok. 96 mln zł. 1Q 2026 to kwartał w trakcie głębokiej transformacji – przy trudnym otoczeniu rynkowym spółka świadomie ogranicza skalę działalności, koncentrując się na rentowności i stabilnym modelu franczyzowym. Wydzwięk konferencji wynikowej oceniamy neutralnie.

Wybrane dane finansowe (mln zł)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	r/r	Δ	1Q26P	1QvsNS	Kons.1Q	1Q vs. kons.
<b>Przychody</b>	<b>6873,8</b>	<b>7886,5</b>	<b>7937,4</b>	<b>7326,2</b>	<b>6656,8</b>	-3%	-217,0	<b>6689,0</b>	-0,5%	<b>6600,7</b>	<b>1%</b>
Hurt	4982	5879	5944	5333	4885,6	-2%	-96	4675			
Detal	1600	1710	1712	1668	1469,0	-8%	-131	1735			
Projekty i inne	292	298	282	325	302,2	3%	10	279			
zysk brutto na sprzedaży	939,8	1012,7	1030,8	1014,0	864,4	-8%	-75,4	886,8			
marża	13,7%	12,8%	13,0%	13,8%	13,0%		-0,7 pp.	13,3%			
koszty sprzedaży	838,1	804,2	818,3	823,7	728,7	-13%	-109,4	772,1			
koszty ogólnego zarządu	136,0	133,7	143,0	100,7	146,8	8%	10,8	117,5			
zysk netto na sprzedaży	-34,3	74,8	69,4	89,5	-11,1	-68%	23,3	-2,8			
pozostałe przychody i koszty oper.	5,5	7,6	17,0	-272,9	-0,6	-111%	-6,1	7,1			
<b>EBIT</b>	<b>-28,9</b>	<b>82,4</b>	<b>86,4</b>	<b>-183,3</b>	<b>-11,7</b>	<b>-60%</b>	<b>17,2</b>	<b>4,3</b>		<b>-22,7</b>	
<b>EBITDA</b>	<b>121,1</b>	<b>229,5</b>	<b>232,1</b>	<b>-40,9</b>	<b>121,4</b>	<b>0%</b>	<b>0,3</b>	<b>161,3</b>	<b>-25%</b>	<b>120,9</b>	<b>0%</b>
Hurt	174,5	197,6	189,2	96,3	164,1	-6%	-10,4	137,0			
Detal	71,3	56,6	76,7	-103,1	68,1	-4%	-3,2	57,9			
Projekty i inne	-124,7	-24,7	-33,7	-34,1	-110,8	-11%	13,9	-33,7			
przychody i koszty finansowe	-62,3	-72,5	-64,3	-54,1	-59,7	-4%	2,7	-61,8			
Udział w z/s jedn. wyc. mpw	0,3	-0,3	-0,2	0,7	-0,2			-0,7			
zysk brutto	-90,9	9,7	21,9	-236,8	-71,5	-21%	19,4	-58,2			
podatek	8,8	-7,6	-1,8	3,6	-11,3	-228%	-20,1	4,8			
Działalność zaniechana	-5,0	-6,4	-4,6	-2,6	-6,6						
<b>zysk netto</b>	<b>-87,1</b>	<b>-4,4</b>	<b>15,6</b>	<b>-235,8</b>	<b>-89,4</b>	<b>3%</b>	<b>-2,3</b>	<b>-63,0</b>		<b>*</b>	<b>-77,5</b>

Źródło: Eurocash, P - prognozy Noble Securities, \* - jedn.dom.

### Wyniki 4Q24/25:

**Przychody** ze sprzedaży Eurocash w 1Q26 wyniosły 6656,8 mln zł co oznacza spadek o 3% rok do roku wg danych raportowanych.

W 1 kwartale 2026 r. sprzedaż zewnętrzna towarów segmentu Hurt wyniosła 4885,6 mln zł i spadła o 2% w porównaniu do 1 kwartału 2025 r.

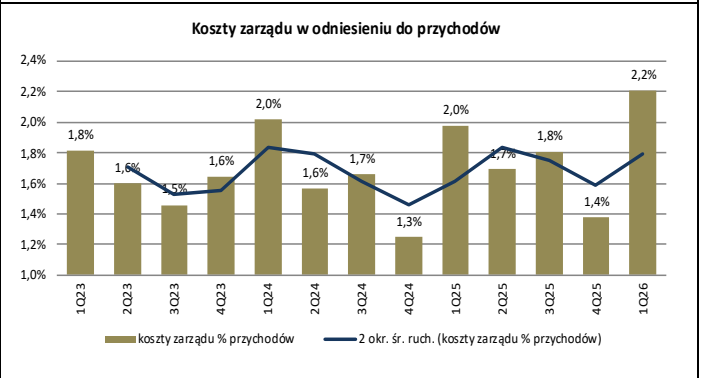
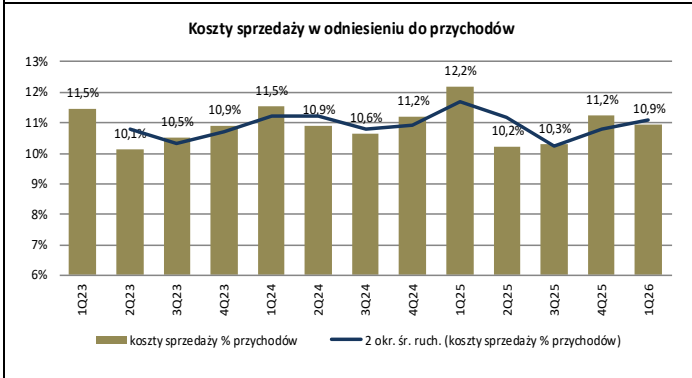
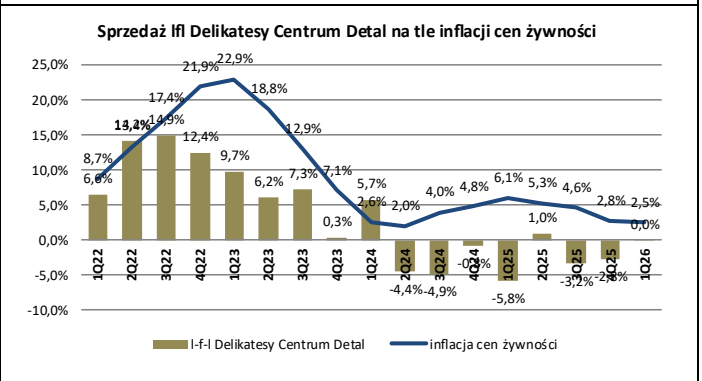
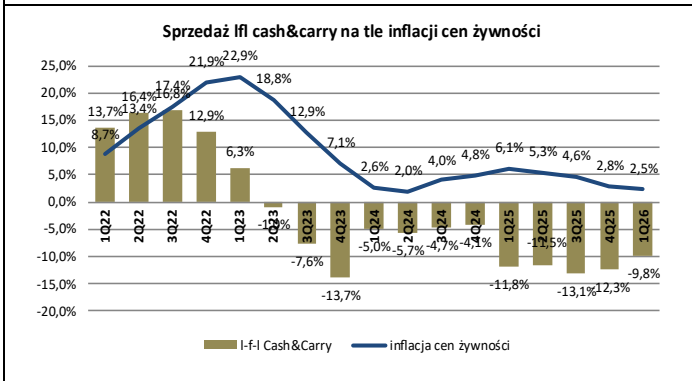
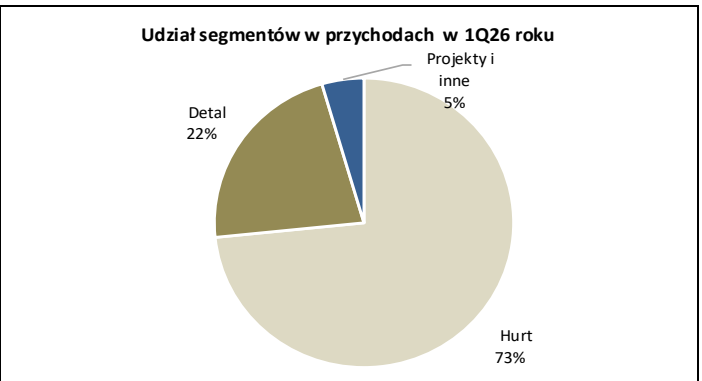
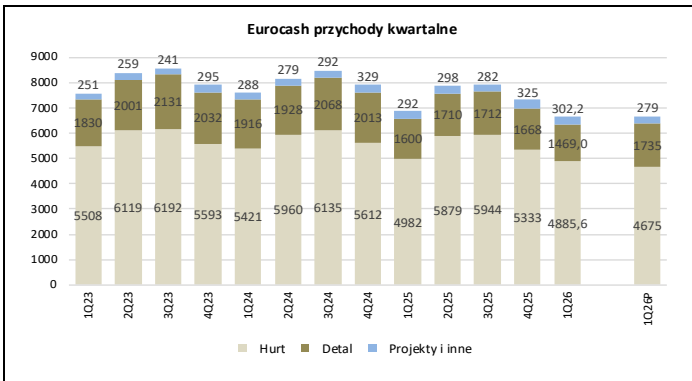
Sprzedaż zewnętrzna towarów realizowana przez segment Detal w 1 kwartale 2026 r. wyniosła 1469,0 mln zł i spadła o 8% r/r.

Sprzedaż towarów w segmencie projektów osiągnęła 282,2 mln zł w 1 kwartale 2026 r., w porównaniu do 273,7 mln zł rok wcześniej, co przełożyło się na wzrost o 3% r/r. W obszarze tzw. „growth platforms” kluczowym pozytywnym był Frisco (e-grocery), które rosło o ponad 16% r/r i poprawiało rentowność, podczas gdy Duży Ben pozostawał pod presją słabości kategorii alkoholowej.

Dynamika sprzedaży LFL dla stałej liczby hurtowni dyskontowych Eurocash Cash&Carry była ujemna w I kw. i wyniosła -9,8%. Sprzedaż detaliczna realizowana przez sklepy „Delikatesy Centrum” w ujęciu LFL w I kwartale wzrosła o 0,4% (drugi dodatni wynik od 1Q24).

Marża brutto spadła o 0,7 p.p. do 13,0%, głównie przez niekorzystny miks sprzedaży (większy udział tytoniu) oraz zmiany strukturalne w biznesie.

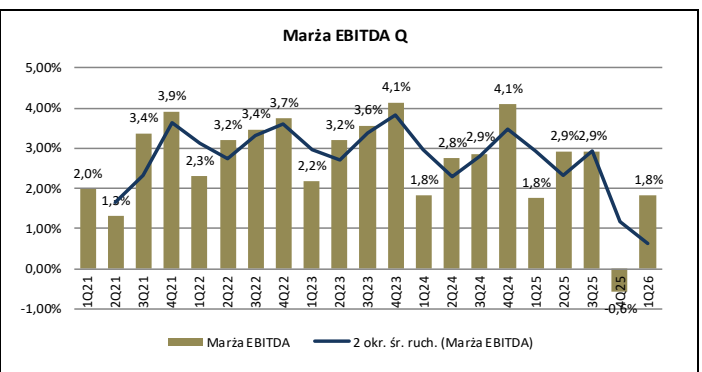
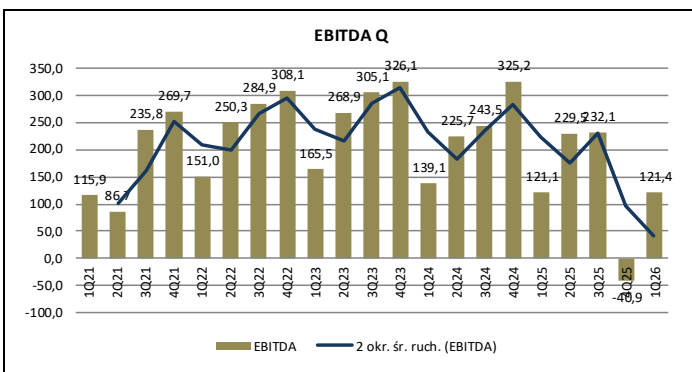
Spółka wskazuje, że pierwszy kwartał 2026 r. upłynął pod znakiem wyraźnego pogorszenia dynamiki rynku FMCG w Polsce. Wzrost całego rynku spowolnił do 3,0% r/r z 5,2% rok wcześniej, co było efektem dezinflacji, słabszego ruchu klientów, niekorzystnych warunków pogodowych oraz zmian regulacyjnych (m.in. akcyza i system kaucyjny). Istotnym negatywnym zjawiskiem dla Eurocash był spadek tzw. Wholesale Relevant Market (WRM) o 5,0% r/r, czyli segmentu szczególnie istotnego dla hurtu i małych sklepów. Jednocześnie dyskonty pozostawały głównym motorem wzrostu rynku, głównie dzięki ekspansji sieci, a franczyzowe sieci Eurocash zachowywały relatywnie lepszą dynamikę niż cały WRM.



Źródło: Spółka, oprac. Noble Securities

Na dzień 31 marca 2025 r. sieć handlu hurtowego Grupy Eurocash obejmowała 163 hurtowni Cash&Carry. W 1Q26 zamknięto 4 kolejne hurtownie.

Łączna liczba sklepów partnerskich, franczyzowych oraz własnych koordynowanych przez Eurocash liczyła na koniec marca 14 163 sklepów. **Oznacza to spadek liczby obsługiwanych sklepów o 1664 sklepów rok do roku i spadek o 1024 sklepów q/q.**



Źródło: Eurocash, oprac. Noble Securities

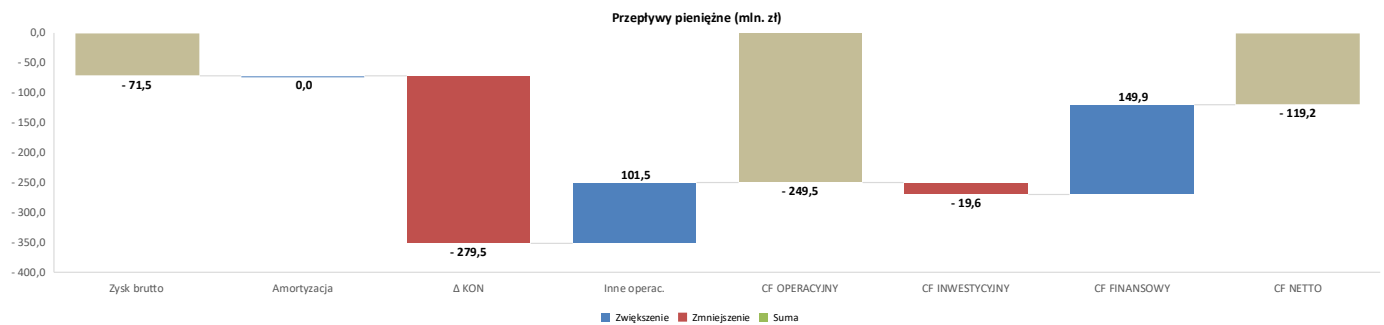
**EBITDA** skonsolidowana Eurocash w 1Q26 wyniosła 121,4 (+0,3% r/r). Konsensus PAP zakładał 120,9 mln zł zysku EBITDA. EBITDA segmentu Hurt wyniosła 164,1 mln zł w porównaniu do 174,5 mln zł w I kwartale 2025 r. (-6% r/r). EBITDA segmentu wyniosła 68,1 mln zł, w porównaniu do 71,3 mln zł w analogicznym okresie 2025 roku (-4% r/r). Strata EBITDA segmentu Projekty wyniosła 0,8 mln zł wobec 4,3 mln zł straty rok wcześniej. W segmencie Inne strata EBITDA wyniosła -111,56 mln zł w I kw., w porównaniu do -120,39 mln zł straty w analogicznym okresie 2025 r.

Marża EBITDA wzrosła w 1Q26 o 0,1 pp. rok do roku do 1,82%.

Mimo spadku sprzedaży, EBITDA lekko wzrosła (+0,3 mln zł r/r), co wskazuje na poprawę efektywności operacyjnej i presję kosztową częściowo skompensowaną działaniami optymalizacyjnymi.

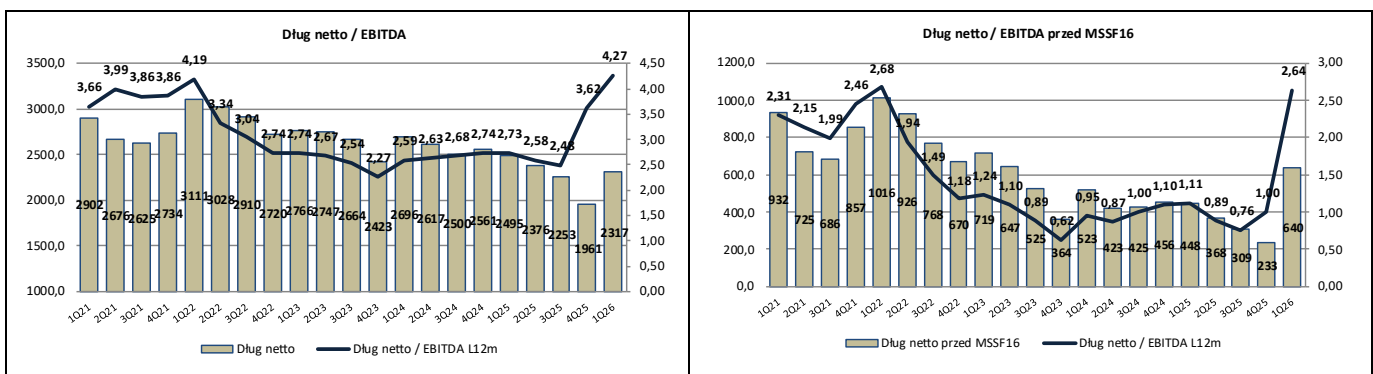
**Skonsolidowany wynik netto.** Grupa odnotowała w 1Q26 stratę netto z kontynuowanej działalności w wysokości -71,54 mln zł. Uwzględniając działalność zaniechaną całkowita strata netto wyniosła (89,4) mln zł. Natomiast strata netto przypadająca akcjonariuszom jednostki dominującej w 1Q26 to -86,4 mln zł.

W I kwartale 2026 r. **przepływy pieniężne** Grupy Eurocash były wyraźnie słabe na poziomie operacyjnym – przepływy z działalności operacyjnej wyniosły -249,5 mln zł, co oznacza istotne pogorszenie o ponad 300 mln zł r/r i wskazuje na silne zużycie gotówki w kapitale obrotowym (m.in. zmiany zobowiązań). Jednocześnie działalność inwestycyjna generowała relatywnie niewielki odpływ (-19,6 mln zł), natomiast działalność finansowa była dodatnia (+149,9 mln zł) dzięki finansowaniu długiem (kredyty, leasing), co częściowo kompensowało słabe CFO. W efekcie łączna zmiana gotówki była ujemna (ok. -119 mln zł), a poziom środków pieniężnych spadł, co potwierdza presję płynnościową, choć nadal kontrolowaną dzięki dostępowi do finansowania zewnętrznego.



Źródło: Spółka, Noble Securities

**Zadłużenie finansowe netto** Grupy wg Zarządu na koniec 1 kwartału 2026 r. wyniosło 2317 mln zł. Przed MSSF16 zadłużenie netto wyniosło 640 mln zł wobec 448 mln zł rok wcześniej. Wskaźnik dług netto/EBITDA wyniósł 4,27x, policzony zgodnie z zasadami kowenantów bankowych wyniósł 4,10x, skorygowany 2,7x. Przed MSSF16 wyniósł 2,64x vs. 1,11x przed rokiem, wg kowenantów 4,57x i 1,8x po korekcie. Nie stwierdzono naruszeń kowenantów, a Zarząd wskazuje na brak ryzyka utraty płynności w horyzoncie 12 miesięcy.



Źródło: Eurocash, oprac. Noble Securities

**Zdarzenia jednorazowe:**

- W 1Q 2026 jedynym wskazanym elementem jednorazowym były zdarzenia podatkowe (tax one-offs) o wartości ok. 15 mln zł, które pogłębiły raportowaną stratę netto. W efekcie strata raportowana wyniosła ok. -89 mln zł, podczas gdy wynik skorygowany (bardziej reprezentatywny dla działalności operacyjnej) był lepszy i wyniósł ok. -74 mln zł.
- Poza tym spółka nie raportuje klasycznych, dużych jednorazowych zdarzeń operacyjnych, natomiast wyniki są nadal obciążone kosztami transformacji i restrukturyzacji (np. zamykanie sklepów, redukcje zatrudnienia, optymalizacja logistyki), które mają charakter przejściowy.

**Podsumowanie konferencji:**

- Eurocash konsekwentnie realizuje strategię przesunięcia ciężaru działalności w stronę stabilnego, rentownego modelu franczyzowego. Sprzedaż do klientów franczyzowych była stabilna (+0,2% r/r), przy wysokiej lojalności partnerów, podczas gdy sprzedaż do niezależnych sklepów spadła aż o ponad 30% r/r w wyniku świadomej optymalizacji portfela klientów. Równolegle spółka intensywnie zamyka nierentowne sklepy własne i przekształca je we franczyzę.
- Kluczowym elementem poprawy wyników jest szeroki program redukcji kosztów, którego docelowy wpływ na EBIT w 2027 r. ma wynieść 400 mln zł.
- W 1Q26 uruchomiono działania odpowiadające 24% tego celu (ok. 96 mln zł w ujęciu rocznym). Widoczne są pierwsze efekty: koszty operacyjne spadły o ponad 10% r/r, w tym koszty pracownicze o ponad 17%. Działania obejmują m.in. redukcję zatrudnienia, zamykanie centrów dystrybucyjnych oraz restrukturyzację sieci sklepów.
- Zarząd oczekuje, że efekty restrukturyzacji będą widoczne stopniowo w kolejnych kwartałach, choć pełne korzyści pojawią się dopiero w 2027 roku. Rok 2026 ma być okresem intensywnej realizacji strategii i monitorowania postępów, m.in. w zakresie franczyzowania sklepów, zamykania nierentownych lokalizacji oraz ograniczania infrastruktury logistycznej.
- W kolejnych kwartałach kluczowe będzie tempo materializacji oszczędności oraz stabilizacja rynku małych sklepów.
- Wydzwięk konferencji oceniamy neutralnie.

Wycenę i rekomendacja w trakcie aktualizacji.

Ostatnia rekomendacja: AKUMULUJ z dnia 15.09.2025 r. z ceną docelową 9,50 zł. Cena w dniu wydania 8,10 zł.

**Dariusz Dadej**

**Analityk, Dep. Analiz i Doradztwa Noble Securites**

[dariusz.dadej@noblesecurities.pl](mailto:dariusz.dadej@noblesecurities.pl)

**+48 602 445 334**

**OBJAŚNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ ZASTOSOWANEJ W RAPORCIE ANALITYCZNYM**

**BV** – wartość księgowa  
**EV** – wycena rynkowa spółki powiększona o wartość długu odsetkowego netto  
**EBIT** – zysk operacyjny  
**CF (CFO)** – przepływy pieniężne z działalności operacyjnej  
**NOPAT** – zysk operacyjny pomniejszony o hipotetyczny podatek od tego zysku  
**EBITDA** – zysk operacyjny powiększony o amortyzację  
**EPS** – zysk netto przypadający na 1 akcję  
**DPS** – dywidenda przypadająca na 1 akcję  
**Ifi** – dynamika sprzedaży porównywalnej w ujęciu r/r  
**P** – prognozy analityka lub analityków Noble Securities S.A. sporządzających rekomendację  
**P/E** – stosunek ceny akcji do zysku netto przypadającego na 1 akcję  
**P/EBIT** – stosunek ceny akcji do zysku operacyjnego przypadającego na 1 akcję  
**P/EBITDA** – stosunek ceny akcji do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację przypadającą na 1 akcję  
**P/BV** – stosunek ceny akcji do wartości księgowej przypadającej na 1 akcję  
**EV/EBIT** – stosunek wyceny rynkowej spółki powiększonej o dług netto do zysku operacyjnego  
**EV/EBITDA** – stosunek wyceny rynkowej spółki powiększonej o dług netto do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację  
**ROE** – stopa zwrotu z kapitału własnego  
**ROA** – stopa zwrotu z aktywów  
**WACC** – średni ważony koszt kapitału  
**FCFF** – wolne przepływy pieniężne dla właścicieli kapitału własnego i wierzycieli  
**Beta** – współczynnik uwzględniający zależność zmiany ceny akcji danej spółki od zmiany wartości indeksu  
**SG&A** – suma kosztów ogólnego zarządu i sprzedaży  
**LTM** – za okres ostatnich 12 miesięcy (ang. Last Twelve Months)

**ZASTRZEŻENIA PRAWNE**

**PODSTAWOWE ZASADY WYDAWANIA RAPORTU ANALITYCZNEGO**

Niniejszy raport analityczny, zwany dalej „Raportem” został przygotowany przez Noble Securities S.A. („NS”) z siedzibą w Warszawie.

Podstawą do opracowania Raportu były publicznie dostępne informacje w dniu jego sporządzenia. Wykorzystaliśmy między innymi raporty bieżące i okresowe, które publikuje Emitent w ramach wykonywania swoich obowiązków informacyjnych.

Raport wyraża wyłącznie wiedzę oraz poglądy Analityka, według stanu na dzień jego sporządzenia.

Przedstawione w Raporcie prognozy oraz elementy ocenne, oparte są wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Analityka. Nie były one uzgadniane z Emitentem ani z innymi podmiotami. Opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne.

NS ani Analityk nie gwarantują, że prognozy się sprawdzą.

Raport wydawany przez NS obowiązuje przez okres 12 miesięcy, chyba że zostanie wcześniej zaktualizowany. Częstotliwość aktualizacji wynika z terminu publikacji przez Emitenta wyników finansowych za dany okres sprawozdawczy, sytuacji rynkowej lub subiektywnej oceny Analityka.

**System wydawania informacji kierunkowych ma poniższą charakterystykę:**

Kupuj – oznacza, co najmniej +20% potencjał zmiany ceny docelowej wobec kursu odniesienia,  
 Akumuluj – oznacza, między +5% a +20% potencjału zmiany ceny docelowej wobec kursu odniesienia,  
 Trzymaj – oznacza, między -5% a +5% potencjału zmiany ceny docelowej wobec kursu odniesienia,  
 Redukuj – oznacza, między -5% a -20% potencjału zmiany ceny docelowej wobec kursu odniesienia,  
 Sprzedaj – oznacza, co najmniej -20% potencjału zmiany ceny docelowej wobec kursu odniesienia.

**SILNE I SŁABE STRONY METOD WYCENY STOSOWANYCH PRZEZ NS W RAPORCIE**

**Metoda DCF** (ang. *discounted cash flow*) – to jedna z głównych technik wyceny firm. Polega na obliczeniu wartości spółki na podstawie przyszłych przepływów pieniężnych, czyli wptywów i wydatków. Te przepływy „dyskontuje się”, czyli przelicza na obecną wartość.

- **Zalety Metody DCF:** uwzględnia wszystkie przepływy pieniężne w firmie i pokazuje koszt pieniądza w czasie (to, że dziś złotówka ma większą wartość niż w przyszłości).
- **Wady Metody DCF:** wymaga wielu założeń i szacunków, wycena mocno zależy od zmian w przyjętych parametrach.

**Metoda porównawcza** – polega na zestawieniu ocenianej firmy z innymi spółkami z tej samej branży. Porównuje się tzw. mnożniki wyceny, czyli wskaźniki finansowe.

- **Zalety Metody porównawczej:** dobrze pokazuje bieżący stan rynku, wymaga mniej założeń niż inne metody, jest łatwa w użyciu, bo dostępnych jest wiele wskaźników do porównań.
- **Wady Metody porównawczej:** wyniki są zmienne, bo zależą od cen akcji i indeksów giełdowych, dobór firm porównawczych bywa subiektywny, metoda upraszcza obraz spółki i może pomijać ważne czynniki, np.: tempo wzrostu, zasady zarządzania (corporate governance), aktywa nieużywane w działalności, różnice w standardach rachunkowości.

**Metoda sum częściowych** – polega na oddzielnej wycenie każdego segmentu działalności firmy. Następnie sumuje się wyniki, aby otrzymać łączną wartość spółki.

- **Wady Metody sum częściowych:** duża wrażliwość na zmiany założeń co do wyceny poszczególnych segmentów.

**INTERESY LUB KONFLIKTY INTERESÓW, KTÓRE MOGŁYBY WPŁYNAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ RAPORTU**

Raport został sporządzony przez NS odpłatnie, na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.

Analityk nie jest stroną jakiegokolwiek umowy zawartej z Emitentem i nie otrzymuje wynagrodzenia od Emitenta. Wynagrodzenie przysługujące Analitykowi z tytułu sporządzenia Raportu, należne od NS:

- nie jest bezpośrednio powiązane z transakcjami dotyczącymi usług maklerskich świadczonych przez NS;
- nie zależy od innych transakcji, które prowadzi NS lub jakkolwiek inna osoba prawna będąca częścią grupy, do której należy NS;
- nie jest związane z opłatami za transakcje, które otrzymują NS lub te osoby.

Wynagrodzenie Analityka (które może przysługiwać w przyszłości od NS z innego tytułu), może być w sposób pośredni uzależnione od wyników finansowych NS, w tym z uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej dotyczących instrumentów finansowych Emitenta.

Jest możliwe, że NS ma lub będzie miał zamiar złożenia oferty świadczenia usług na rzecz Emitenta.

#### **ROZWIĄZANIA ORGANIZACYJNE I ADMINISTRACYJNE ORAZ BARIERY INFORMACYJNE USTANOWIONE W CELU ZAPOBIEGANIA KONFLIKTOM INTERESÓW ORAZ ICH UNIKANIA**

Ogólny opis *Regulaminu zarządzania konfliktami interesów w Noble Securities S.A.* zawarty jest w Pkt. XIV dokumentu *Szczegółowe informacje dotyczące Noble Securities S.A.* zamieszczonego na stronie internetowej: [www.noblesecurities.pl](http://www.noblesecurities.pl) w zakładce: *Dom maklerski/Regulamin maklerski/Dokumenty*.

*Na życzenie Klienta, NS przekaze przy użyciu trwałego nośnika informacji lub za pośrednictwem strony internetowej NS [www.noblesecurities.pl](http://www.noblesecurities.pl), dodatkowe informacje na temat Regulaminu zarządzania konfliktami interesów w Noble Securities S.A.*

NS zapewnia organizacyjne oddzielenie od siebie Analityków od osób (zespołów) wykonujących czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów. Zapobiegamy powstawaniu konfliktów interesów. W przypadku powstania takiego konfliktu umożliwiamy ochronę interesów Klienta przed jego szkodliwym wpływem. Analitycy nie posiadają dostępu do informacji o transakcjach zawieranych na rachunek własny NS oraz do zleceń Klientów. NS dba o to, by nie istniała możliwość wywierania przez osoby trzecie jakiegokolwiek niekorzystnego wpływu na sposób wykonywania pracy przez Analityków. NS dba, aby wynagrodzenia jednej jednostki organizacyjnej:

- nie były powiązane z wysokością wynagrodzeń pracowników innej jednostki organizacyjnej lub
- nie zależały od przychodów osiąganych przez inną jednostkę organizacyjną, jeżeli jednostki te wykonują czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów.

NS posiada wdrożony regulamin wewnętrzny dotyczący przepływu informacji poufnych oraz stanowiących tajemnicę zawodową. Ma on na celu zabezpieczenie informacji poufnej lub tajemnicy zawodowej oraz zapobieganie nieuzasadnionemu ich przepływowi bądź niewłaściwemu ich wykorzystaniu. NS ogranicza do niezbędnego minimum krąg osób mających dostęp do informacji poufnej lub tajemnicy zawodowej. W celu kontrolowania dostępu do istotnych informacji o charakterze niepublicznym, w ramach NS funkcjonują wewnętrzne ograniczenia i bariery w przekazywaniu informacji. Są to tzw. chińskie mury, czyli zasady, procedury i fizyczne rozwiązania mające na celu uniemożliwienie przepływu i wykorzystania informacji poufnej oraz stanowiących tajemnicę zawodową. NS stosuje ograniczenia w fizycznym dostępie (odrębne pokoje, szafy zamykane na klucz) oraz w zakresie dostępu do systemów informatycznych.

Regulamin świadczenia przez Noble Securities S.A. usług maklerskich oraz prowadzenia rachunków papierów wartościowych i rachunków pieniężnych określa:

- zasady wykonywania czynności polegających na sporządzaniu analiz oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych, a także
- procedurę wewnętrzną regulującą przedmiotowy zakres.

NS ujawnia w treści sporządzanych przez siebie Raportów wszelkie powiązania i okoliczności, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzanych Raportów.

Zakazane jest:

- przyjmowanie przez NS lub Analityka korzyści materialnych lub niematerialnych od podmiotów posiadających istotny interes w treści Raportu,
- proponowanie Emitentowi przez NS lub Analityka treści korzystnej dla tego Emitenta,
- udostępnianie Emitentowi lub innym osobom niż Analitycy, Raportu, zawierającego treść zalecenia lub cenę docelową, przed rozpoczęciem jego dystrybucji w celach innych niż weryfikacja zgodności działania NS z jego zobowiązaniami prawnymi.

NS posiada wdrożony regulamin wewnętrzny dotyczący zasad zawierania transakcji osobistych przez osoby zaangażowane, który m.in. zabrania wykorzystywania do transakcji osobistych informacji uzyskanych w związku z wykonywanymi czynnościami służbowymi.

Analitycy nie mogą:

- zawierać transakcji osobistych dotyczących instrumentów finansowych Emitenta bądź powiązanych instrumentów finansowych przed rozpoczęciem rozpowszechniania Raportu,
- zawierać transakcji osobistych sprzecznych z treścią Raportu oraz
- zawierać transakcji osobistych w przypadku, gdy NS rozpoczyna lub prowadzi prace nad emisją instrumentów finansowych Emitenta od czasu powzięcia przez Analityka informacji w tym zakresie do czasu opublikowania prospektu – w przypadku oferty publicznej albo do uruchomienia oferty.

#### **POZOSTAŁE INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA**

NS zapewnia, że Raport został przygotowany z należytą starannością i rzetelnością. Analityk oparł ją o ogólnodostępne fakty i informacje, które uznał za wiarygodne, rzetelne i obiektywne. Jednak NS ani Analityk nie gwarantują, że są one w pełni dokładne i kompletne. W przypadku gdy Raport wskazuje adresy stron internetowych, z których korzystano przy sporządzeniu Raportu ani Analityk ani NS nie biorą odpowiedzialności za zawartość tych stron.

Inwestowanie może wiązać się z dużym ryzykiem inwestycyjnym. Raport analityczny nie może być traktowany jako zapewnienie lub gwarancja uniknięcia strat, lub osiągnięcia potencjalnych lub spodziewanych rezultatów, (zysków lub innych korzyści z transakcji realizowanych na jego podstawie), lub w związku z powstrzymaniem się od realizacji takich transakcji. Ogólny opis instrumentów finansowych oraz ryzyka związanego z inwestowaniem w poszczególne instrumenty finansowe jest przedstawiony na [www.noblesecurities.pl](http://www.noblesecurities.pl) w zakładce Dom maklerski/Rachunek maklerski/Dokumenty. NS zwraca uwagę, że powyższe informacje zostały sporządzone z należytą starannością, w sposób rzetelny oraz zgodnie z najlepszą wiedzą NS, jednak mogą nie być wyczerpujące. W konkretnej sytuacji, w jakiej znajduje się lub będzie znajdować się inwestor, mogą zaistnieć lub zaktualizować się inne czynniki ryzyka, niż te, które zostały wskazane w powyższej informacji przez NS. Inwestor powinien mieć na uwadze, że inwestycje w poszczególne instrumenty finansowe mogą pociągnąć za sobą utratę części lub całości zainwestowanych środków, a nawet wiązać się z koniecznością poniesienia dodatkowych kosztów.

**Inwestorzy korzystający z Raportu nie mogą zrezygnować z przeprowadzenia niezależnej oceny i uwzględnienia innych okoliczności niż wskazywane przez Analityka czy przez NS.**

Raport został przygotowany zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność, w szczególności z zgodnieniem z Rozporządzeniem delegowanym Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów. Raport stanowi badanie inwestycyjne, o którym mowa w art. 36 ust. 1 Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

**Raport ani żaden z jego fragmentów nie stanowi:**

- oferty w rozumieniu art. 66 ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. - Kodeks cywilny,
- podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania,
- publicznego proponowania nabycia instrumentów finansowych ani oferty publicznej instrumentów finansowych w rozumieniu art. 3 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych,
- zaproszenia do subskrypcji lub zakupu papierów wartościowych Emitenta,
- usługi doradztwa inwestycyjnego, ani usługi zarządzania portfelami, o których mowa w ustawie z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi,
- porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju.

**Raport:**

- sporządzany jest bez uwzględnienia indywidualnej sytuacji oraz potrzeb inwestora i nie stanowi usługi doradztwa inwestycyjnego,
- jest upubliczniony na stronie internetowej NS: <https://noblesecurities.pl/dom-maklerski/analizy2/program-wsparcia-pokrycia-analitycznego-gpw>
- jest przeznaczony do rozpowszechniania wyłącznie na terenie Rzeczypospolitej Polskiej, a nie jest przeznaczony do rozpowszechniania lub przekazywania, bezpośrednio ani pośrednio, na terenie Stanów Zjednoczonych Ameryki, Kanady, Japonii lub Australii, ani obszaru żadnej innej jurysdykcji, gdzie rozpowszechnianie takie stanowiłoby naruszenie odpowiednich przepisów danej jurysdykcji lub wymagało zarejestrowania w tej jurysdykcji,

- nie zawiera wszystkich informacji o Emitencie i nie umożliwia pełnej oceny Emitenta, w tym w zakresie sytuacji finansowej Emitenta, ponieważ do Raportu zostały wybrane tylko niektóre dane dotyczące Emitenta,
- ma wyłącznie charakter informacyjny, więc nie jest możliwa kompleksowa ocena Emitenta na podstawie Raportu,
- nie został ujawniony Emitentowi, do którego się bezpośrednio lub pośrednio odnosi przed pierwszym rozpowszechnieniem.

#### **UWAGI KOŃCOWE**

Analitycy sporządzający Raport: Dariusz Dadej – Analityk, Dep. Analiz i Doradztwa Noble Securities S.A.

Zakończenie sporządzania Raportu nastąpiło 12.05.2026 o godz. 7:50. Pierwsze rozpowszechnienie Raportu nastąpiło: 12.05.2026 godz. 7:55.

Autorskie prawa majątkowe do Raportu przysługują Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Rozpowszechnianie lub powielanie Raportu (w całości lub w jakiegokolwiek części) bez uprzedniej pisemnej zgody Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. jest zabronione.

Noble Securities S.A. podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

**Wykaz wszystkich rekomendacji rozpowszechnionych w ostatnich 12 miesiącach**

Spółka	Zalecenie	Cena docelowa (4)	Cena przy wydaniu	Cena bieżąca	Różnica do Ceny Docelowej	Data wydania (1)	Data ważności (2)	Sporządził (3)
Unibep	Akumuluj	17,50	14,74	14,92	17%	21.04.2026	12M	Dariusz Nawrot
Answer.com	Akumuluj	20,70	17,98	19,28	7%	21.04.2026	12M	Dariusz Dadej
Molecure	Kupuj	7,50	5,20	5,60	34%	20.04.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Huuuge Games	Akumuluj	25,60	23,00	21,95	17%	17.04.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Inter Cars	Kupuj	892,00	722,00	769,00	16%	16.04.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Auto Partner	Akumuluj	24,60	21,40	22,60	9%	16.04.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Tauron PE	Redukuj	9,37	10,33	9,50	-1%	09.04.2026	12M	Michał Sztabler
LPP	Akumuluj	26300,00	22500,00	20820,00	26%	08.04.2026	12M	Dariusz Dadej
Ryv Therapeutics	Kupuj	43,10	20,70	23,20	86%	31.03.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Toya	Kupuj	15,50	8,90	9,06	71%	27.03.2026	12M	Dariusz Nawrot
Dino Polska	Akumuluj	46,90	41,50	30,39	54%	18.03.2026	12M	Dariusz Dadej
Torpol	Sprzedaj	53,00	66,20	72,00	-26%	18.03.2026	12M	Dariusz Nawrot
Bioton	Kupuj	4,98	4,10	4,18	19%	16.03.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Budimex	Sprzedaj	619,00	785,00	660,00	-6%	05.03.2026	12M	Dariusz Nawrot
Bogdanka	Sprzedaj	13,97	20,00	23,85	-41%	26.02.2026	12M	Michał Sztabler
Wielton	Akumuluj	7,25	6,07	5,58	30%	16.02.2026	12M	Michał Sztabler
Forte	Redukuj	19,60	23,30	19,95	-2%	16.02.2026	12M	Dariusz Dadej
XTB	Kupuj	95,70	75,00	100,52	-5%	16.01.2026	9M	Mateusz Chrzanowski
MO-BRUK	Kupuj	424,80	352,50	357,00	19%	14.01.2026	9M	Dariusz Dadej
Creepy Jar	Trzymaj	802,00	798,00	598,00	34%	12.01.2026	9M	Mateusz Chrzanowski
Creepy Jar	Trzymaj	416,00	414,00			05.01.2026	9M	Mateusz Chrzanowski
Ailleron	Akumuluj	17,30	15,40	17,20	1%	23.12.2025	9M	Dariusz Dadej
11bit studios	Trzymaj	156,00	142,00	153,70	1%	22.12.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Budimex	Redukuj	590,00	648,00			22.12.2025	9M	Dariusz Nawrot
Creotech Instruments	Akumuluj	390,00	355,00	633,00	-38%	17.12.2025	12M	Krzysztof Radojewski
PGE	Trzymaj	8,95	8,64	10,54	-15%	11.12.2025	9M	Michał Sztabler
CD Projekt	Akumuluj	283,00	253,00	260,80	9%	11.12.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Ryv Therapeutics	Kupuj	45,40	28,20			27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Molecure	Kupuj	9,20	6,50			27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Celon Pharma	Kupuj	34,60	21,60	21,30	62%	27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Captor Therapeutics	Kupuj	94,40	60,40	79,00	19%	27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Selvita	Kupuj	63,90	44,00	31,60	102%	26.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	nd	20,45	17,95	18,50	11%	25.11.2025	9M	Michał Sztabler
Apator	Kupuj	29,60	22,70	24,75	20%	21.11.2025	9M	Michał Sztabler
Amica	Kupuj	97,90	22,00	52,10	88%	21.11.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Pepco Group	Trzymaj	25,50	26,83	31,79	-20%	19.11.2025	9M	Dariusz Dadej
Dino Polska	Trzymaj	41,00	41,79			19.11.2025	9M	Dariusz Dadej
PGE	Redukuj	9,95	11,37			12.11.2025	9M	Michał Sztabler
Answer.com	Akumuluj	33,70	29,00			20.10.2025	9M	Dariusz Dadej
MCI Capital	Kupuj	43,20	29,30	28,50	52%	14.10.2025	9M	Krzysztof Radojewski
LPP	Kupuj	23000,00	17495,00			06.10.2025	9M	Dariusz Dadej
Bioton	Akumuluj	4,86	4,40			06.10.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Toya	Kupuj	14,50	9,96			03.10.2025	9M	Dariusz Nawrot
Sonel	Redukuj	14,67	17,50	15,10	-3%	03.10.2025	9M	Michał Sztabler
Torpol	Redukuj	46,20	49,60			30.09.2025	9M	Dariusz Nawrot
Unibep	Kupuj	15,00	10,00			26.09.2025	9M	Dariusz Nawrot
Huuuge	Akumuluj	27,30	23,10			24.09.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Dino Polska	Redukuj	40,00	46,03			23.09.2025	9M	Dariusz Dadej
Budimex	Akumuluj	560,00	518,20			18.09.2025	9M	Dariusz Nawrot
Huuuge	Kupuj	27,80	22,00			18.09.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Creepy Jar	Trzymaj	495,00	455,00			16.09.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Eurocash	Akumuluj	9,50	8,10	5,52	72%	15.09.2025	9M	Dariusz Dadej
Creotech Instruments	Akumuluj	371,00	324,00			15.09.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Tauron PE	Sprzedaj	7,17	9,35			08.09.2025	9M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Akumuluj	338,00	295,00			08.09.2025	9M	Dariusz Dadej
Bogdanka	Redukuj	19,22	23,20			19.08.2025	9M	Michał Sztabler
Forte	Kupuj	33,90	27,30			18.08.2025	9M	Dariusz Dadej
Apator	Akumuluj	23,20	20,40			22.07.2025	9M	Michał Sztabler
Selvita	Kupuj	51,10	31,90			18.07.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Auto Partner	Kupuj	31,30	20,40			03.07.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
InterCars	Kupuj	774,10	568,00			30.06.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Ailleron	Kupuj	24,10	19,70			25.06.2025	9M	Dariusz Dadej
Captor Therapeutics	Kupuj	86,00	32,50			24.06.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Celon Pharma	Kupuj	33,70	21,80			24.06.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Molecure	Kupuj	11,90	5,70			24.06.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Ryv Therapeutics	Kupuj	59,70	30,10			24.06.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Pepco Group	Akumuluj	21,90	19,36			13.06.2025	9M	Dariusz Dadej
MO-BRUK	Akumuluj	321,00	270,00			30.05.2025	9M	Dariusz Dadej
Photon Energy	nd	3,70	3,50	1,36	172%	21.05.2025	9M	Michał Sztabler
Noctiluca	nd	184,00	98,00	100,60	83%	15.05.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Mabion	nd	15,00	10,30	7,58	98%	15.05.2025	9M	Krzysztof Radojewski

(1) Data wydania jest równocześnie datą pierwszego rozpowszechnienia, (2) rekomendacja obowiązuje przez 9 miesięcy lub do momentu aktualizacji

(3) Opis stanowisk: Dariusz Nawrot - Dyrektor Departamentu Analiz i Doradztwa, Krzysztof Radojewski - Zastępca Dyrektora Departamentu Analiz i Doradztwa, Michał Sztabler - Analityk Akcji, Dariusz Dadej - Analityk Akcji, Mateusz Chrzanowski - Analityk Akcji

**DEPARTAMENT ANALIZ I DORADZTWA**

**Dariusz Nawrot**

[dariusz.nawrot@noblesecurities.pl](mailto:dariusz.nawrot@noblesecurities.pl)

tel. +48 783 931 515

Przemysł, budownictwo, deweloperzy, chemia

**Krzysztof Radojewski**

[krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl](mailto:krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl)

tel.: +48 669 102 509

Biotechnologia

**Mateusz Chrzanowski, DI**

[mateusz.chrzanowski@noblesecurities.pl](mailto:mateusz.chrzanowski@noblesecurities.pl)

tel.: +48 785 904 686

Przemysł, automotive, gamedev, XTB

**Michał Sztabler**

[michal.sztabler@noblesecurities.pl](mailto:michal.sztabler@noblesecurities.pl)

tel.: +48 667 852 196

Spółki przemysłowe, energetyka, wydobywanie

**Dariusz Dadej**

[dariusz.dadej@noblesecurities.pl](mailto:dariusz.dadej@noblesecurities.pl)

tel.: +48 602 445 334

Handel detaliczny, przemysł

**Krzysztof Ojczyk, MPW**

[krzysztof.ojczyk@noblesecurities.pl](mailto:krzysztof.ojczyk@noblesecurities.pl)

tel.: +48 12 422 31 00

Analiza techniczna

**Jacek Borawski**

[jacek.borawski@noblesecurities.pl](mailto:jacek.borawski@noblesecurities.pl)

tel.: +48 697 970 113

Analiza techniczna

**Szymon Pogoda**

[szymon.pogoda@noblesecurities.pl](mailto:szymon.pogoda@noblesecurities.pl)

tel. +48 785 925 184

**DEPARTAMENT OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH**

**Jacek Paszkowski, CFA**

[jacek.paszowski@noblesecurities.pl](mailto:jacek.paszowski@noblesecurities.pl)

tel: +48 22 244 13 02

mobile: +48 783 934 027

**Piotr Dudziński**

[piotr.dudzinski@noblesecurities.pl](mailto:piotr.dudzinski@noblesecurities.pl)

tel: +48 22 244 13 04