

## Eurocash – kluczem skuteczna redukcja kosztów

Aktualizując prognozy, nie oczekujemy poprawy po przychodowej stronie. Jednocześnie, biorąc pod uwagę trwające w spółce działania zwiększające efektywność kosztową, poprawy należy spodziewać się na poziomie EBITDA. Dane za 1Q26, opublikowane w maju br., zdają się stanowić pierwszą małą oznakę tej tendencji. W wyniku aktualizacji obniżamy wycenę z 9,5 zł do 6,3 zł na akcję i ze względu na 17% potencjał wzrostowy, podtrzymujemy rekomendację AKUMULUJ.

### Prognozy wyników 2026 – planowane 400 mln oszczędności kosztowych

Kluczowym filarem działań Zarządu jest program poprawy efektywności kosztowej i strukturalnej, którego skala docelowa ma wynieść ok. 400 mln zł poprawy kosztowej do 2027 r. Do końca Q1 2026 uruchomiono już inicjatywy odpowiadające za ok. 24% tego celu (ok. 96 mln zł efektu rocznego), obejmujące m.in. redukcję zatrudnienia, zamykanie nierentownych punktów sprzedaży, optymalizację logistyki oraz uproszczenie struktur centralnych. Zarząd podkreśla, że pierwsze efekty są już widoczne w poprawie EBITDA i obniżeniu kosztów, choć pełny efekt będzie rozłożony w czasie.

### Program restrukturyzacyjny

Grupa Eurocash realizuje szeroki program restrukturyzacyjny, którego głównym celem jest zmiana modelu biznesowego w kierunku systemu franczyzowego oraz poprawa efektywności kosztowej. W IV kwartale 2025 ujęto istotne jednorazowe odpisy i rezerwy restrukturyzacyjne o łącznej wartości ok. 290 mln zł, obejmujące przede wszystkim zamknięcie ok. 150 sklepów własnych Delikatesy Centrum (ok. 152 mln zł) oraz optymalizację łańcucha dostaw (ok. 111 mln zł), w tym redukcję liczby centrów logistycznych i hal cash&carry. Dodatkowo uwzględniono koszty związane z redukcją zatrudnienia w centrali (ok. 26 mln zł).

### Założenia Zarządu Grupy

W szerszym kontekście strategicznym działania Zarządu są odpowiedzią na trudniejsze otoczenie rynkowe (spowolnienie wzrostu FMCG, presja dyskontów, zmiany konsumenckie). Dlatego nacisk kładziony jest na poprawę efektywności operacyjnej, stabilizację płynności i utrzymanie bezpiecznego poziomu zadłużenia, przy jednoczesnym zwiększaniu lojalności partnerów franczyzowych i wykorzystaniu ich jako głównego kanału wzrostu.

**Wartość akcji Eurocash SA oszacowana została na podstawie wyceny metodami: DCF (5,40 zł) oraz porównawczą (5,90 zł), co po zważeniu powyższych wycen równymi wagami dało 12-miesięczną cenę docelową równą 6,30 zł.**

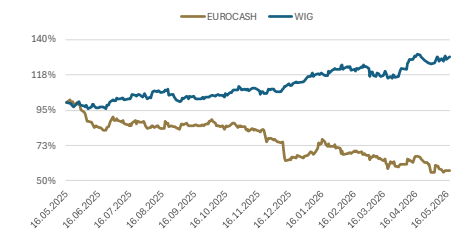
Wyniki (mln zł)	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Przychody ze sprzedaży	32 452	32 241	30 024	28 280	27 572	27 157
EBITDA	1 066	934	542	762	811	854
zysk netto przyp. jedn. dom.	99	-27	-336	40	61	72
DPS (zł)	0,4	0,9	0,2	0,0	0,0	0,0
P/E (x)	23,4	-37,1	-2,6	18,8	12,2	10,4
P/E/G (x)	21,9	-42,3	-4,5	13,3	11,5	9,9
EV/EBITDA (x)	4,7	3,8	5,6	4,0	3,9	3,7
EV/EBIT (x)	11,4	12,5	-70,1	12,4	10,9	9,9

Źródło: Eurocash, Noble Securities (wskaźniki, P-prognozy)

## AKUMULUJ

(Aktualizacja - podtrzymana)

Kurs	5,4 zł
<b>Wycena (12M)</b>	<b>6,3 zł</b>
Potencjał wzrostu	17%
Kapitalizacja	751 mln zł
Free float	55,59 %
Śr. Wolumen 6M	252 962



Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities

### PROFIL SPÓŁKI

Grupa Eurocash SA zajmuje się hurtową i detaliczną dystrybucją produktów FMCG w Polsce. Zarządza sieciami franczyzowymi i partnerskimi takimi jak abc, Groszek, Euro Sklep, Gama i Lewiatan, prowadzi supermarkety Delikatesy Centrum, rozwija e-commerce (Frisco) oraz specjalistyczne sklepy Duży Ben.

### STRUKTURA AKCJONARIATU

Luis Amaral	44,04%
OFE Generali	7,06%
OFE Allianz Polska	5,11%
FMR LLC	5,02%
Pozostali	38,77%

Źródło: Spółka, serwis informacyjny biznes.pap.pl

**Dariusz Dadej**  
Analityk akcji  
dariusz.dadej@noblesecurities.pl  
+48 602 445 334

## Spis treści

WYCENA.....	3
WYCENA METODĄ DCF .....	3
ANALIZA WRAŻLIWOŚCI.....	4
WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ .....	5
OSTATNIE ISTOTNE WYDARZENIA .....	5
PROGNOZY WYNIKÓW FINANSOWYCH .....	6
PODSUMOWANIE PROGNOZ .....	8
WYNIKI 1Q26 .....	8
KWARTALNA CYKLICZNOŚĆ .....	8
ROZWÓJ SEGMENTU PROJEKTY .....	9
POLITYKA DYWIDENDOWA .....	9
ZAGROŻENIA I RYZYKA .....	10
ŚRODOWISKO, SPOŁECZNA ODPOWIEDZIALNOŚĆ, ŁAD KORPORACYJNY (ESG).....	11
DANE RYNKOWE I OPERACYJNE .....	12
TABELE Z PROGNOZAMI.....	13

## WYCENA

Akcje Eurocash wyceniliśmy przy wykorzystaniu 2 metod: DCF oraz porównawczej przypisując im równe wagi (0,5) wyznaczając 12-miesięczną cenę docelową równą 6,30 zł. Konsekwentnie zwracamy uwagę na wysoką wrażliwość wyceny nawet na niewielką poprawę w obszarze marży czy kosztów. W tabeli poniżej prezentujemy podsumowanie wyceny:

Podsumowanie wyceny	Waga (x)	Wycena 1 akcji (zł)	Poprzednio	Zmiana %
Wycena DCF	0,5	5,4	9,3	-41%
Wycena porównawcza	0,5	5,9	8,7	-32%
Średnia ważona metod		5,7	9,0	-37%
<b>Cena docelowa (12M)</b>		<b>6,3</b>	9,5	-33%
Cena aktualna		5,4	8,1	-33%
Potencjał		17%	17%	

Źródło: Noble Securities

## WYCENA METODĄ DCF

Założenia do modelu:

- Wartość przepływów pieniężnych dyskontowana na 19 maja 2026 r. (poprzednio 15 września 2025 r.),
- CAPEX powiększamy o wydatki dotyczące zobowiązań z tytułu leasingu,
- Dług netto (MSR17) na dzień 31.12.2025 r. w wysokości 233 mln zł,
- Udziałowcy mniejszościowi – udziały oszacowane łącznie na 228,3 mln zł (poprzednio 218 mln zł),
- Długoterminowa stopa wzrostu po okresie prognozy równa 1% (bez zmian), stopa wolna od ryzyka na poziomie 5,56% (poprzednio 5,461%), premia za ryzyko w wysokości 5,33% (poprzednio 5,46%), beta na poziomie 1,0-1,2 (dla DN/EBITDA >3 przyjmujemy 1,2; dla >2 i <=3 przyjmujemy 1,1; dla <=2 przyjmujemy 1,0), koszt długu 8,0% (bez zmian).

DCF (mln. zł)	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Przychody ze sprzedaży	28 280	27 572	27 157	27 044	26 945	26 861	26 793	26 743	26 712	26 703
NOPAT	184	216	239	211	215	208	202	194	186	176
Amortyzacja	517	524	536	523	532	538	542	545	547	548
Zmiany KON	-140	-93	-66	-51	-50	-49	-48	-47	-46	-45
CAPEX+płatności leasingowe	-569	-570	-569	-564	-560	-558	-556	-555	-554	-548
FCFF	-8	77	140	120	137	139	140	137	134	132
WACC	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%
Współczynnik dyskonta	0,94	0,85	0,77	0,70	0,63	0,58	0,52	0,47	0,43	0,39
DFCF	-8	65	109	84	87	80	73	65	57	51
SUMA DFCFF do 2035	663									
Wzrost FCFF po okresie prognozy	1,00%									
Wartość rezydualna na 2035	1 423									
Zdyskontowana wartość rezydualna	552									
Wartość Firmy (EV)	1 216									
Dług netto (MSR17) 31.12.2025	233									
Udziałowcy mniejszościowi	228,3									
Wartość kapitałów własnych	754									
Liczba akcji (w mln.)	139,16									
<b>Wartość na 1 akcję</b>	<b>5,4</b>									

Źródło: Noble Securities

Analiza wrażliwości					
Stopa wzrostu rezydualna					
	0,00%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%
WACC - 1,0%	5,8	6,1	6,3	6,5	6,8
WACC - 0,5%	5,5	5,6	5,8	6,0	6,3
WACC	5,1	5,3	5,4	5,6	5,8
WACC + 0,5%	4,8	4,9	5,1	5,2	5,4
WACC + 1,0%	4,5	4,6	4,7	4,9	5,0

Poniżej prezentujemy kalkulację kosztu kapitału własnego oraz WACC:

WACC	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Stopa wolna od ryzyka	5,56%	5,56%	5,56%	5,56%	5,56%	5,56%	5,56%	5,56%	5,56%	5,56%
Premia za ryzyko	5,33%	5,33%	5,33%	5,33%	5,33%	5,33%	5,33%	5,33%	5,33%	5,33%
Beta	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>11,4%</b>	<b>11,4%</b>	<b>11,4%</b>	<b>11,4%</b>	<b>11,4%</b>	<b>12,0%</b>	<b>12,0%</b>	<b>12,0%</b>	<b>12,0%</b>	<b>12,0%</b>
Efektywna stopa podatkowa	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Koszt długu	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Koszt długu po tarczy	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Dług netto/EV	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
<b>WACC</b>	<b>10,3%</b>	<b>10,3%</b>	<b>10,3%</b>	<b>10,3%</b>	<b>10,3%</b>	<b>10,8%</b>	<b>10,8%</b>	<b>10,8%</b>	<b>10,8%</b>	<b>10,8%</b>
Źródło: Noble Securities										

## ANALIZA WRAŻLIWOŚCI

Poniżej prezentujemy analizę wrażliwości modelu DCF w zależności od  $\Delta$  marża brutto od 2029 oraz  $\Delta$  dynamiki kosztów zarządu od 2029:

Analiza wrażliwości						
$\Delta$ marża brutto od 2029						
		0,03%	0,00%	-0,03%	-0,07%	-0,10%
$\Delta$ dynamiki kosztów zarządu od 2029	1,1%	6,8	5,3	3,8	2,2	0,7
	0,8%	7,7	6,1	4,6	3,1	1,6
	0,5%	8,5	6,9	5,4	3,9	2,4
	0,2%	9,2	7,7	6,2	4,6	3,1
	-0,1%	9,9	8,4	6,9	5,3	3,8

Poniżej prezentujemy analizę wrażliwości modelu DCF w zależności od  $\Delta$  marża brutto od 2029 oraz  $\Delta$  koszty sprzedaży /przychody od 2029:

Analiza wrażliwości						
$\Delta$ marża brutto od 2029						
		-0,03%	0,00%	-0,03%	-0,07%	-0,10%
$\Delta$ koszty sprzedaży /przychody od 2029	0,1%	0,7	2,2	0,7	-0,8	-2,4
	0,1%	3,1	4,6	3,1	1,5	0,0
	0,0%	5,4	6,9	5,4	3,9	2,4
	-0,1%	7,8	9,3	7,8	6,3	4,7
	-0,1%	10,2	11,7	10,2	8,6	7,1

## WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Analizę porównawczą oparliśmy o wybrane spółki polskie i zagraniczne. Z przeprowadzonej analizy z wykorzystaniem wskaźników P/E, PEG oraz EV/EBIT na lata 2026-2028 wynika, spółka na bazie naszych prognoz notowana jest obecnie z lekkim dyskontem do spółek porównywalnych. Przy czym zwracamy uwagę, że na potrzeby wyliczeń wskaźnika PEG za G przyjmujemy roczną dynamikę EBITDA. Do wyceny uwzględniamy wskaźniki w równych wagach.

### Podsumowanie wyceny porównawczej:

Spółka	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBIT (x)			P/E/G (x)		
		2026P	2027P	2028P	2026P	2027P	2028P	2026P	2027P	2028P
AXFOOD AB	23 112	22,0	19,6	18,6	18,6	16,9	16,1	20,2	18,5	17,8
BIM BIRLESIK MAGAZALAR AS	37 670	15,2	11,1	8,0	20,8	14,3	11,5	10,0	8,5	6,4
CARREFOUR SA	54 523	10,2	9,5	8,8	7,7	7,5	6,6	9,9	9,2	8,3
CASINO GUICHARD PERRACHON	388			5,7	18,6	13,9	9,9			4,9
COLRUYT GROUP N.V	16 935	11,8	11,1	10,8	9,2	8,9	8,7	11,7	10,8	10,5
DINO POLSKA SA	31 696	18,4	15,5	13,2	14,2	11,9	9,8	17,1	13,4	11,1
PEPCO GROUP NV	18 525	15,5	13,7	12,6	9,0	8,9	7,8	14,4	13,0	11,6
JERONIMO MARTINS	50 082	15,1	13,4	12,5	11,0	10,2	9,3	14,0	12,4	11,6
KESKO OYJ-B SHS	35 153	18,0	16,1	15,1	16,8	15,5	14,7	17,0	15,1	14,5
KONINKLIJKE AHOLD DELHAIZE N	141 162	13,4	12,6	11,7	12,7	12,3	11,8	13,3	12,3	11,3
B&M EUROPEAN VALUE RETAIL SA	7 929	8,0	7,4	6,8	5,7	5,3	4,9	9,6	7,1	6,4
CENTRAL RETAIL CORP PCL	13 398	15,1	13,7	12,7	14,5	13,4	12,4	16,2	13,1	12,2
SAINSBURY (J) PLC	34 323	13,9	13,0	11,5	12,5	12,2	11,4	14,1	12,6	11,1
SONAE	16 394	13,2	11,8	11,2	10,4	9,2	8,6	12,1	11,4	10,7
TESCO PLC	143 662	16,1	14,9	14,1	12,5	12,2	11,6	15,7	14,4	13,5
TARGET CORP	204 297	17,0	15,2	14,3	13,5	13,2	12,6	17,6	14,9	13,7
EUOPRIS ASA	5 947	14,9	11,9	9,7	12,6	10,2	8,3	13,7	10,6	8,6
<b>MEDIANA</b>		<b>15,1</b>	<b>13,2</b>	<b>11,7</b>	<b>12,6</b>	<b>12,2</b>	<b>9,9</b>	<b>14,1</b>	<b>12,5</b>	<b>11,2</b>
<b>Eurocash</b>	758	<b>18,9</b>	<b>12,4</b>	<b>10,5</b>	<b>12,5</b>	<b>10,9</b>	<b>10,0</b>	<b>13,5</b>	<b>11,6</b>	<b>10,0</b>
Premia/dyskonto do mediany (%)		26%	-6%	-10%	-1%	-11%	0%	-4%	-7%	-11%
Implikowana wartość godziwa Eurocash		4,3	5,8	6,0	5,6	8,1	5,4	5,7	5,9	6,1
Implikowana wartość godziwa Eurocash		<b>5,9</b>								

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities, dane na 2026.05.19 godz. 7:48

## OSTATNIE ISTOTNE WYDARZENIA

### 9 grudnia 2025

Eurocash przyjął strategię rozwoju na lata 2026–2027 pod hasłem „Sieć Ludzi Stąd – Budujemy organizację franczyzową nr 1 w Polsce”. Zakłada ona transformację grupy w zintegrowany system franczyzowy, dynamiczny rozwój sieci, poprawę sprzedaży LfL, rozwój e-grocery (Frisco) oraz ekspansję formatu Duży Ben. Spółka wskazała cel osiągnięcia 600 mln zł znormalizowanego EBIT w 2027 r., przy wsparciu działań poprawiających efektywność kosztową (łącznie ok. 400 mln zł efektu EBIT). Strategia przewiduje również istotną restrukturyzację, w tym zamknięcie ok. 150 sklepów Delikatesy Centrum oraz redukcję zatrudnienia o ok. 3 tys. osób.

**16 stycznia 2026**

Eurocash zawarł umowę ustanawiającą program emisji obligacji o łącznej wartości do 500 mln zł. Obligacje będą emitowane w PLN, z terminem zapadalności do 10 lat i oferowane inwestorom kwalifikowanym. Spółka rozważa przeprowadzenie pierwszej emisji obligacji w ciągu 6 miesięcy od ustanowienia programu, z przewidywaną zapadalnością 3–5 lat oraz oprocentowaniem zmiennym (ostateczne warunki zależne od sytuacji rynkowej).

**21 stycznia 2026**

Frisco jako pierwszy sklep e-grocery w Polsce kompleksowo wdrożył rozwiązania związane z systemem kaucyjnym. Obejmują one naliczanie kaucji przy sprzedaży napojów oraz odbiór opakowań przez kurierów przy dostawie zakupów w największych miastach.

**27 stycznia 2026**

Sąd Apelacyjny w Warszawie oddalił apelację Prezesa UOKiK w sprawie kary 76 mln zł nałożonej na Eurocash. Tym samym prawomocnie uchylono decyzję UOKiK, która dotyczyła zarzutów nadużywania przewagi kontraktowej wobec dostawców.

**29 stycznia 2026**

Eurocash podjął decyzję o zmianie modelu biznesowego sieci Duży Ben z agencyjnej na franczyzową. Transformacja realizowana w latach 2026–2027 ma przyspieszyć rozwój sieci, a wszystkie nowe sklepy będą już otwierane wyłącznie w modelu franczyzowym.

**13 maja 2026**

Eurocash podjął zamiar utworzenia Podatkowej Grupy Kapitałowej (PGK) na lata 2026–2028, obejmującej spółkę dominującą oraz spółki zależne (m.in. Delikatesy Centrum, Duży Ben, Eurocash Franczyza, sieci Lewiatan). Umowa została zawarta na okres od 1 lipca 2026 r. do 31 grudnia 2028 r., z potencjałem przedłużenia. Celem projektu jest uproszczenie rozliczeń podatkowych oraz obniżenie obciążeń podatkowych w grupie.

**14 maja 2026**

Zarząd Eurocash zaproponował przeznaczenie całego zysku netto za 2025 r. (67,5 mln zł) na kapitał zapasowy. Decyzja ma na celu wsparcie dalszego wzrostu sprzedaży oraz wzmocnienie stabilności finansowej spółki w obecnym otoczeniu makroekonomicznym. Propozycja została pozytywnie zaopiniowana przez radę nadzorczą i trafi pod obrady WZ zaplanowanego na 10 czerwca 2026 r.

**PROGNOZY WYNIKÓW FINANSOWYCH**

Zarząd Eurocash sygnalizuje, że priorytetem na najbliższe lata jest głęboka transformacja modelu biznesowego w kierunku bardziej rentownego i stabilnego formatu franczyzowego. Strategia zakłada koncentrację na tzw. „franchise core” – czyli rozwijaniu sieci partnerskich i ograniczaniu działalności o niższej rentowności, w szczególności sklepów własnych oraz mniej efektywnych hurtowni. W praktyce oznacza to selektywne zmniejszanie przychodów, ale jednocześnie powinno powodować poprawę jakości biznesu i marż w dłuższym horyzoncie.

Kluczowym filarem działań Zarządu jest program poprawy efektywności kosztowej i strukturalnej, którego skala docelowa to ok. 400 mln zł poprawy EBIT do 2027 r.. Na koniec Q1 2026 uruchomiono już inicjatywy odpowiadające za ok. 24% tego celu (ok. 96 mln zł efektu rocznego), obejmujące m.in. redukcję zatrudnienia, zamykanie nierentownych punktów sprzedaży, optymalizację logistyki oraz uproszczenie struktur centralnych. Zarząd podkreśla, że pierwsze efekty są już widoczne w poprawie EBITDA i obniżeniu kosztów, choć pełny efekt będzie rozłożony w czasie.

Równolegle spółka rozwija nowe obszary wzrostu, przede wszystkim e-commerce (Frisco) i wybrane formaty detaliczne, które mają stanowić uzupełnienie tradycyjnej działalności hurtowej i franczyzowej. Kluczowe jest jednak bardziej selektywne podejście do inwestycji – Zarząd akcentuje poprawę rentowności projektów oraz gotowość do wygaszania inicjatyw niespełniających oczekiwań.

W szerszym kontekście strategicznym działania Zarządu są odpowiedzią na trudniejsze otoczenie rynkowe (spowolnienie wzrostu FMCG, presja dyskontów, zmiany konsumenne). Dlatego nacisk kładziony jest na poprawę efektywności operacyjnej, stabilizację płynności i utrzymanie

wtorek, 19 maja 2026

bezpiecznego poziomu zadłużenia, przy jednoczesnym zwiększaniu lojalności partnerów franczyzowych i wykorzystaniu ich jako głównego kanału wzrostu.

Wybrane dane finansowe (mln zł)	1Q26	2Q26P	3Q26P	4Q26P	1Q27P	2Q27P	3Q27P	4Q27P	1Q28P	2Q28P	3Q28P	4Q28P
<b>Przychody</b>	<b>6656,8</b>	<b>7367,0</b>	<b>7423,0</b>	<b>6833,1</b>	<b>6255,3</b>	<b>6995,2</b>	<b>7396,1</b>	<b>6925,7</b>	<b>6108,9</b>	<b>6935,1</b>	<b>7289,3</b>	<b>6823,9</b>
<i>Hurt</i>	4885,6	5577	5642	5052	4656	5254	5543	5089	4532	5219	5463	5014
<i>Detal</i>	1469,0	1512	1513	1475	1330	1436	1535	1535	1311	1415	1512	1512
<i>Projekty i inne</i>	302,2	278	267	306	270	306	319	302	265	301	314	298
zysk brutto na sprzedaży	864,4	943,3	941,0	929,6	826,0	909,0	951,5	956,2	800,4	894,2	930,5	934,9
marża	13,0%	12,8%	12,7%	13,6%	13,2%	13,0%	12,9%	13,8%	13,1%	12,9%	12,8%	13,7%
koszty sprzedaży	728,7	763,4	751,8	741,9	728,1	724,9	749,1	752,0	704,9	713,8	716,9	719,0
koszty ogólnego zarządu	146,8	121,2	113,1	102,0	111,3	115,1	112,7	103,4	102,0	114,1	111,1	101,9
zysk netto na sprzedaży	-11,1	58,6	76,0	85,6	-13,5	69,0	89,7	100,8	-6,5	66,3	102,5	114,0
pozostałe przychody i koszty oper.	-0,6	-6,4	10,3	32,1	4,8	-6,1	10,3	32,6	4,7	-6,0	10,1	32,1
<b>EBIT</b>	<b>-11,7</b>	<b>52,3</b>	<b>86,4</b>	<b>117,8</b>	<b>-8,7</b>	<b>62,9</b>	<b>100,0</b>	<b>133,4</b>	<b>-1,9</b>	<b>60,3</b>	<b>112,6</b>	<b>146,1</b>
<b>EBITDA</b>	<b>121,4</b>	<b>182,2</b>	<b>211,1</b>	<b>247,0</b>	<b>123,4</b>	<b>194,9</b>	<b>232,5</b>	<b>260,6</b>	<b>129,9</b>	<b>195,0</b>	<b>247,2</b>	<b>281,1</b>
<i>Hurt</i>	164,1	205,6	210,0	199,5	136,4	193,6	206,3	200,9	132,8	192,4	203,3	198,0
<i>Detal</i>	68,1	75,1	76,9	95,5	44,4	71,3	78,0	99,4	43,8	70,2	76,9	97,9
<i>Projekty i inne</i>	-110,8	-98,4	-75,9	-48,0	-57,4	-70,0	-51,8	-39,7	-46,7	-67,6	-33,0	-14,7
przychody i koszty finansowe	-59,7	-59,7	-59,7	-59,7	-65,9	-65,9	-65,9	-65,9	-71,5	-71,5	-71,5	-71,5
Udział w z/s jedn. wyc. mpw	-0,2	-0,6	-0,9	0,0	-0,7	-0,6	-0,9	0,0	-0,7	-0,6	-0,9	0,0
zysk brutto	-71,5	-8,0	25,8	58,1	-75,2	-3,5	33,2	67,5	-74,0	-11,7	40,3	74,6
podatek	-11,3	2,6	-7,2	-14,8	-6,2	1,1	-9,3	-17,1	-6,1	3,8	-11,2	-19,0
Działalność zaniechana	-6,6											
<b>zysk netto</b>	<b>-89,4</b>	<b>-10,6</b>	<b>33,0</b>	<b>72,8</b>	<b>-69,0</b>	<b>-4,7</b>	<b>42,5</b>	<b>84,7</b>	<b>-67,8</b>	<b>-15,5</b>	<b>51,5</b>	<b>93,6</b>

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

Wybrane dane finansowe (mln zł)	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P	26r/r	27r/r	28r/r
<b>Przychody</b>	<b>32452,0</b>	<b>32241,1</b>	<b>30023,9</b>	<b>28279,9</b>	<b>27572,3</b>	<b>27157,2</b>	<b>-6%</b>	<b>-3%</b>	<b>-2%</b>
<i>Hurt</i>	23411	23128	22137	21157	20542	20229	-4%	-3%	-2%
<i>Detal</i>	7995	7925	6690	5969	5835	5750	-11%	-2%	-1%
<i>Projekty i inne</i>	1046	1189	1197	1154	1196	1178	-4%	4%	-1%
zysk brutto na sprzedaży	4409,2	4309,9	3997,1	3678,2	3642,7	3560,0	-8%	-1%	-2%
marża	13,6%	13,4%	13,3%	13,0%	13,2%	13,1%			
koszty sprzedaży	3481,1	3562,8	3284,2	2985,8	2954,0	2854,6	-9%	-1%	-3%
koszty ogólnego zarządu	527,2	523,1	513,5	483,2	442,6	429,1	-6%	-8%	-3%
zysk netto na sprzedaży	400,9	224,0	199,4	209,3	246,1	276,3	5%	18%	12%
pozostałe przychody i koszty oper.	35,1	60,5	-242,7	35,4	41,5	40,9		17%	-2%
<b>EBIT</b>	<b>436,0</b>	<b>284,6</b>	<b>-43,4</b>	<b>244,7</b>	<b>287,6</b>	<b>317,1</b>		<b>18%</b>	<b>10%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>1065,5</b>	<b>933,5</b>	<b>541,9</b>	<b>761,7</b>	<b>811,5</b>	<b>853,2</b>	<b>41%</b>	<b>7%</b>	<b>5%</b>
<i>Hurt</i>	841,9	759,5	657,5	779,1	737,3	726,5	18%	-5%	-1%
<i>Detal</i>	399,1	307,0	101,6	315,6	293,1	288,8	211%	-7%	-1%
<i>Projekty i inne</i>	-175,5	-182,4	-217,2	-333,0	-218,9	-162,1	53%	-34%	-26%
przychody i koszty finansowe	-241,1	-250,2	-253,2	-238,7	-263,5	-285,8	-6%	10%	8%
Udział w z/s jedn. wyc. mpw	0,1	1,1	0,5	-1,7	-2,2	-2,2			
zysk brutto	195,0	35,5	-296,1	4,3	22,0	29,2			
podatek	-50,3	-31,6	3,0	-30,6	-31,5	-32,5		3%	3%
Działalność zaniechana			-18,6	-6,6					
<b>zysk netto</b>	<b>144,7</b>	<b>3,8</b>	<b>-311,7</b>	<b>5,8</b>	<b>53,5</b>	<b>61,7</b>		<b>822%</b>	<b>15%</b>

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

## PODSUMOWANIE PROGNOZ

Korekta dotyczy głównie założeń w prognozach wyników segmentów. Ze względu na koncentrację Grupy na poprawie rentowności, nawet przy utrzymaniu stałych lub niższych poziomów przychodów, zastosowano bardziej konserwatywne podejście do prognozowania przychodów segmentów Hurt i Detal i utrzymano nieco mniej pesymistyczne do marży EBITDA.

Założenia do prognozy wyników:

- Sprzedaż: w 2026, 2027 i 2028 roku zakładamy spadki odpowiednio 6%, 3% i 2% r/r oraz stabilne/lekko spadające przychody w okresie 2029-2035 – dynamiki średnio na poziomie -0,2% r/r i stabilną marżę brutto ~13,0% w okresie prognozy, wskazując iż średnia wartość od 2018 do 2025 roku wynosiła 13,2%.
- Marża EBITDA: biorąc pod uwagę działania Zarządu utrzymujemy lekki wzrost w okresie prognozy (średnio 2,98% vs 2,90% średnio w latach 2019-2025).

Uwzględniając występujące w spółce tendencje oraz biorąc pod uwagę zapowiedzi zarządu, dotyczące planowanego rozwoju spółki poniżej przedstawiamy podsumowanie zmian prognoz dotyczące trzech najbliższych lat (2026-2028).

	2026 Stara	2026 Nowa	zmiana	2027 Stara	2027 Nowa	zmiana	2028 Stara	2028 Nowa	zmiana
Przychody	30 495	28 280	-7%	30 049	27 572	-8%	30 100	27 157	-10%
Hurt	22 027	21 157	-4%	21 724	20 542	-5%	21 507	20 229	-6%
Detal	7 346	5 969	-19%	7 213	5 835	-19%	7 285	5 750	-21%
EBITDA	974	762	-22%	965	811	-16%	998	854	-14%
Hurt	794	779	-2%	781	737	-6%	773	726	-6%
Detal	368	316	-14%	361	293	-19%	365	289	-21%
Projekty i inne	-187	-333	78%	-177	-219	24%	-140	-162	16%
marża EBITDA	3,19%	2,69%	-0,5 pp.	3,21%	2,94%	-0,3 pp.	3,32%	3,15%	-0,2 pp.
Hurt	3,60%	3,68%	+0,1 pp.	3,59%	3,59%	-0,0 pp.	3,59%	3,59%	-0,0 pp.
Detal	5,00%	5,29%	+0,3 pp.	5,01%	5,02%	+0,0 pp.	5,01%	5,02%	+0,0 pp.
EBIT	361	245	-32%	353	288	-18%	333	318	-4%
zysk netto	61	35	-43%	83	54	-35%	97	63	-35%

Źródło: Spółka, Noble Securities

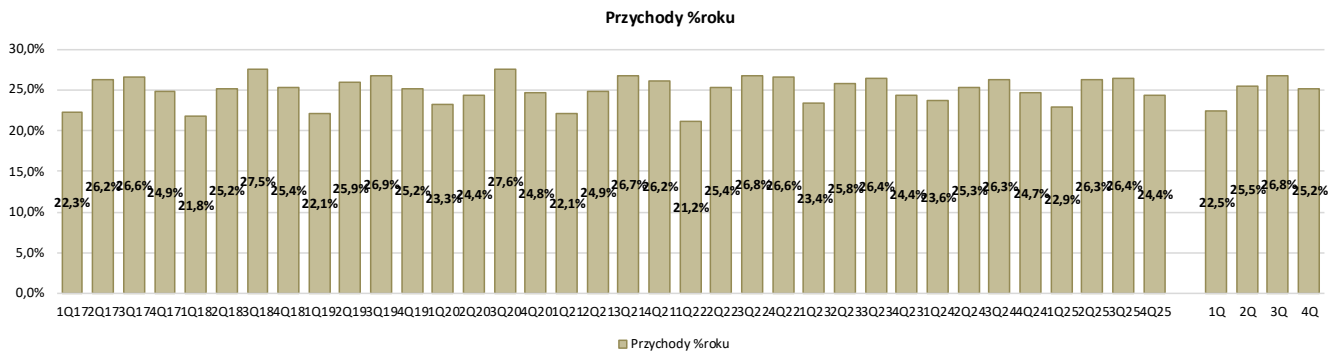
## WYNIKI 1Q26

### Spadająca sprzedaż, ale i pierwsze widoczne oszczędności kosztowe – lekko negatywnie

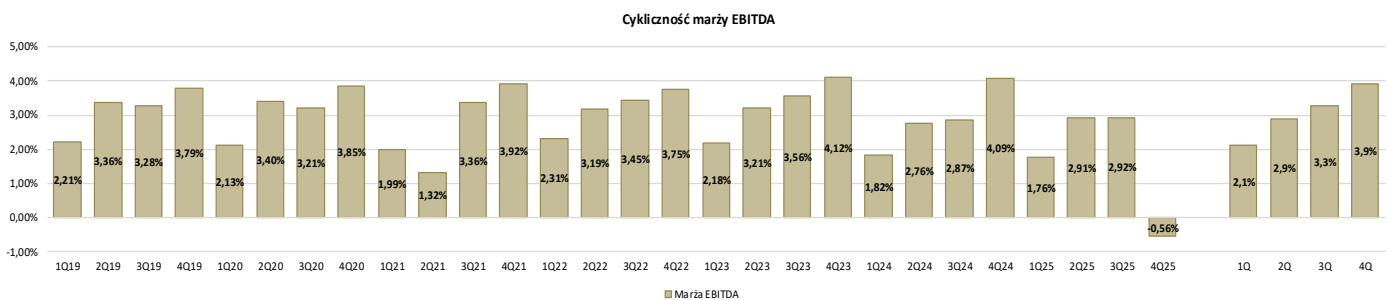
Raportowane wyniki za 1Q26 oceniamy lekko negatywnie. Poza przychodami dane plasują się poniżej naszej prognozy. W dalszym ciągu zwraca uwagę wciąż słaba sprzedaż porównywalna, co należy wiązać z dalszą utratą udziałów rynkowych. LFL dla hurtowni dyskontowych Eurocash Cash&Carry wyniosły -9,8% w 1Q26. 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 marżę 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. Wzdźwięk konferencji wynikowej oceniamy neutralnie.

## KWARTALNA CYKLICZNOŚĆ

W dotychczasowej działalności spółki występowała zauważalna standardowa sezonowość związana z wartościami sprzedaży w poszczególnych porach roku polegająca na tym, że najwyższe przychody były osiągane w trzecim kwartale roku, najniższe natomiast w pierwszym. Średnio (od 1Q17 do 4Q25) pierwszy kwartał odpowiadał za 22,5% rocznych przychodów, drugi za 25,5%, trzeci 26,8% a czwarty za 25,2%. Najwyższa sprzedaż w 3 i 4 kwartale generuje najwięcej gotówki. Wtedy widać również trend spadkowy w poziomie długu. Zakładamy, że podobna tendencja wystąpi również w kolejnych latach.



Źródło: Eurocash, oprac. NobleSecurities



Źródło: Eurocash, oprac. NobleSecurities

## ROZWÓJ SEGMENTU PROJEKTY

Segment Projekty w Grupie Eurocash obejmuje nowe inicjatywy biznesowe i formaty w fazie rozwoju, przede wszystkim działalność e-commerce (Frisco), sieć Duży Ben oraz wybrane projekty testowe i innowacyjne. Jego rola strategiczna polega na budowaniu nowych źródeł wzrostu, dywersyfikacji modelu biznesowego oraz dostosowaniu Grupy do zmian w zachowaniach konsumentów (zwłaszcza rozwój sprzedaży online i nowych formatów detalicznych).

Rozwój segmentu wpisuje się w strategię transformacji Grupy na lata 2026–2027, która zakłada m.in. skalowanie działalności e-commerce (Frisco), rozwój konceptu Duży Ben oraz testowanie nowych modeli sprzedażowych i logistycznych. Segment pełni funkcję „inkubatora” nowych formatów, które w przyszłości mogą zostać rozwinięte lub włączone do głównego modelu franczyzowego.

Jednocześnie segment obciążony jest podwyższonym ryzykiem – zarówno pod względem rentowności (straty operacyjne), jak i niepewności co do docelowej skali oraz sukcesu poszczególnych projektów. Przykładem jest wcześniejsze wygaszanie nierentownych inicjatyw (np. Kontigo). W efekcie rozwój segmentu Projekty należy postrzegać jako długoterminową inwestycję w nowe obszary wzrostu, kosztem bieżącej rentowności.

W 1Q26 segment Projekty wygenerował relatywnie niewielkie przychody (ok. 285 mln zł, czyli kilka procent sprzedaży Grupy), i pozostaje nierentowny operacyjnie (ok. –16,5 mln zł EBIT). Wyniki są jednak lepsze niż rok wcześniej (poprawa straty segmentu), co sugeruje stopniowe zwiększanie skali i efektywności działalności.

## POLITYKA DYWIDENDOWA

W przedstawionej strategii na lata 2022–2025 Eurocash zakładał powrót do regularnych dywidend, jeżeli pozwolą na to warunki rynkowe i sytuacja finansowa spółki. Wynik wypracowany przez spółkę w 2024 roku wykluczył jednak wypłatę dywidendy w 2025 roku – Zwyczajne Walne Zgromadzenie zdecydowało o przeznaczeniu całego zysku netto za 2024 rok w kwocie 79 199 586 zł na kapitał zapasowy.

Analogiczne podejście spółka przyjęła w odniesieniu do zysku za 2025 rok. Zarząd Eurocash zaproponował, aby cały zysk netto za rok obrotowy 2025 w wysokości ok. 67,5 mln zł został przeznaczony na kapitał zapasowy, co ma wspierać finansowanie wzrostu oraz wzmocnić stabilność finansową w obecnym otoczeniu makroekonomicznym, a propozycja ta uzyskała pozytywną opinię rady nadzorczej.

W naszym modelu nie zakładamy powrotu do dzielenia się zyskiem z akcjonariuszami w okresie wyceny.

Wcześniej akcjonariusze Eurocash zdecydowali, że spółka wypłaci w formie dywidendy 100,2 mln zł z zysku netto za 2023 rok, co dało 0,72 zł na akcję. Pozostała część zysku netto z 2023 roku, w wysokości 21,6 mln zł przeznaczona została na kapitał zapasowy.

W 2023 roku Walne zgromadzenie Eurocashu podjęło uchwałę o wypłacie dywidendy za 2022 rok w kwocie 50 mln zł, co daje 0,36 zł na akcję. 2022 był rokiem przerwy od dzielenia się zyskiem z akcjonariuszami. W 2021 roku kwota dywidendy wyniosła 66 798 377 zł (0,48 zł /akcję). Zarząd poprzednio w 2020 roku postanowił przedstawić ZWZ propozycję niewypłacania dywidendy z zysku za rok 2019. W konsekwencji kwota 174 612 455 zł została przeniesiona na kapitał zapasowy. Wcześniej dywidendę wypłacono za rok 2018, z kapitału zapasowego spółki w wysokości 1 zł na jedną akcję. Wtedy łączna kwota wypłaconej dywidendy wyniosła 139 163 286 zł.

## ZAGROŻENIA I RYZYKA

- Spowolnienie tempa gospodarczego, spadek siły nabywczej i zmniejszenie wydatków domowych na konsumpcję mogą mieć negatywny wpływ na wielkość sprzedaży.
- Ryzyka związane z otoczeniem regulacyjnym. Wprowadzenie systemu kaucyjnego, rosnące wymagania środowiskowe, ryzyko związane z przepisami podatkowymi, akcyzowymi i handlowymi.
- Ryzyko geopolityczne – toczące się konflikty zbrojne mogą zaburzać łańcuchy dostaw i wpływać na nastroje konsumenckie.
- Silna konkurencja dyskontów – odpowiadają już za blisko połowę sprzedaży FMCG w Polsce, co ogranicza rynek dla małych sklepów, głównej bazy klientów Eurocash.
- Utrzymanie trendu spadku liczby małowartościowych sklepów spożywczych w Polsce.
- Presja kosztowa – wzrost kosztów pracy, energii i usług zewnętrznych.
- Planowane podwyżki akcyzy (tytoń, alkohol) mogą obniżyć marże.
- Ryzyka związane z działaniami bezpośredniej konkurencji. Plany dalszego rozwoju innych przedstawicieli FMCG mogą powodować wzrost konkurencji w tym segmencie rynku.
- Optymalizacja sieci detalicznej – ryzyko związane z zamykaniem nierentownych placówek.
- Ryzyko wzrostu stopy procentowej.
- Ryzyko walutowe.
- Potrzeba inwestycji – dalsza cyfryzacja i rozwój nowych projektów (Frisco, Duży Ben) generują koszty i mogą obciążać wyniki.
- Potrzeba cyfryzacji – konieczność inwestycji w systemy IT, logistykę i e-commerce.
- Bezpieczeństwo danych i operacji – rosnące znaczenie zarządzania ryzykiem cybernetycznym.
- Spór z Fundacją Rogala – potencjalne roszczenie o zapłatę ponad 152 mln zł w arbitrażu.
- Przegląd opcji strategicznych – możliwe zmiany strukturalne, reorganizacje lub pozyskanie inwestora. Niepewność co do docelowego modelu biznesowego i struktury grupy.
- Transformacja modelu (franczyza, redukcja działalności własnej). Zależność od franczyzy i partnerów – ryzyko utraty lojalności lub zmiany warunków współpracy.

## ŚRODOWISKO, SPOŁECZNA ODPOWIEDZIALNOŚĆ, ŁAD KORPORACYJNY (ESG)

Eurocash integruje zrównoważony rozwój z modelem biznesowym. W obszarze środowiskowym koncentruje się na redukcji emisji, efektywności energetycznej i gospodarce cyrkularnej. W sferze społecznej wspiera pracowników i przedsiębiorców, promując bezpieczeństwo, edukację i różnorodność. W obszarze ładu korporacyjnego buduje kulturę etyki, przejrzystości i odpowiedzialności. Dzięki temu Grupa wzmacnia odporność na wyzwania regulacyjne i rynkowe, a jednocześnie zwiększa zaufanie interesariuszy i konkurencyjność na rynku FMCG.

### E – Environmental (Środowisko)

Grupa Eurocash ogranicza wpływ na klimat poprzez redukcję emisji CO<sub>2</sub>, modernizację logistyki i rozwój zielonej floty. W centrach dystrybucyjnych i sklepach funkcjonują instalacje fotowoltaiczne, a udział energii ze źródeł odnawialnych systematycznie rośnie. Wdrażane są rozwiązania poprawiające efektywność energetyczną – modernizacja chłodnictwa, oświetlenia LED i systemów zarządzania budynkami. W obszarze gospodarki o obiegu zamkniętym firma ogranicza zużycie plastiku, rozwija ekologiczne opakowania i przygotowuje się do systemu kaucyjnego, prowadząc edukację franczyzobiorców. Kampania „Szanujemy, nie marnujemy” wspiera ograniczanie strat żywności, a nadwyżki trafiają do potrzebujących we współpracy z organizacjami społecznymi. Grupa monitoruje wpływ na bioróżnorodność, w tym ryzyka deforestacji w łańcuchu dostaw.

### S – Social (Społeczeństwo)

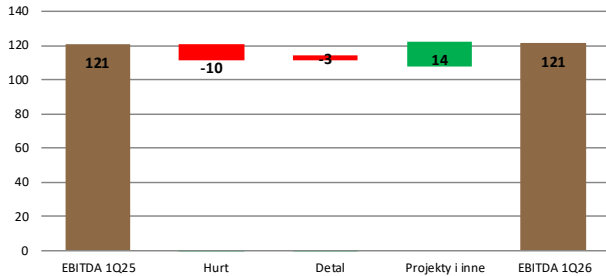
Eurocash zapewnia stabilne warunki pracy dla ponad 16 tys. osób, promując kulturę różnorodności, równości i równowagi między życiem zawodowym a prywatnym. Prowadzi programy rozwojowe i edukacyjne, m.in. Akademię Umiejętności Eurocash, wspierając zarówno pracowników, jak i franczyzobiorców. Priorytetem jest bezpieczeństwo – funkcjonują systemy BHP, szkolenia oraz audyty, które podnoszą standard ochrony zdrowia i życia. W łańcuchu wartości obowiązuje Kodeks Dostawców, zapewniający poszanowanie praw pracowniczych i zasad etyki. W relacjach z konsumentami Grupa dba o jakość i bezpieczeństwo produktów, rzetelne oznakowanie oraz przestrzeganie regulacji dotyczących alkoholu i tytoniu. Eurocash angażuje się w projekty społeczne, wolontariat pracowniczy i działania charytatywne, wspierając lokalne społeczności.

### G – Governance (Ład korporacyjny)

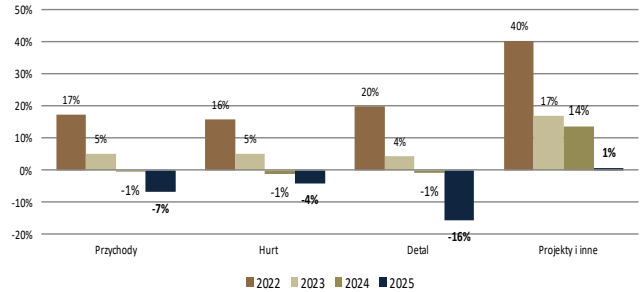
Eurocash buduje kulturę przejrzystości i etyki. Tematy ESG znajdują się pod stałym nadzorem Zarządu i Rady Nadzorczej, a dedykowany Zespół ds. ESG raportuje bezpośrednio do Prezesa. Za kluczowe obszary odpowiadają wyznaczeni członkowie Zarządu – od klimatu i energii, po prawa pracownicze, relacje z dostawcami czy prawa konsumentów. W organizacji obowiązuje system ochrony sygnalistów zapewniający anonimowość i uczciwość zgłoszeń. Grupa rozwija procesy należytej staranności w całym łańcuchu wartości, przeciwdziałając korupcji i dba o terminowe płatności wobec partnerów. Funkcjonuje zintegrowany system zarządzania ryzykiem ESG, który wspiera podejmowanie decyzji strategicznych oraz minimalizuje zagrożenia regulacyjne i reputacyjne.

## DANE RYNKOWE I OPERACYJNE

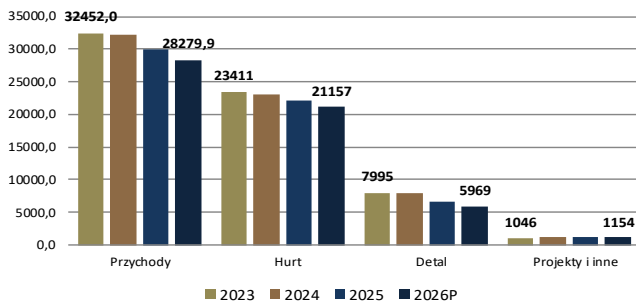
Ewolucja EBITDA w Grupie Eurocash w 1Q26



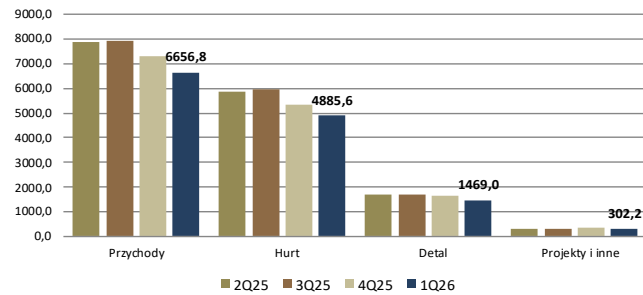
Eurocash dynamika sprzedaży wg. formatów 2022-2025 r/r



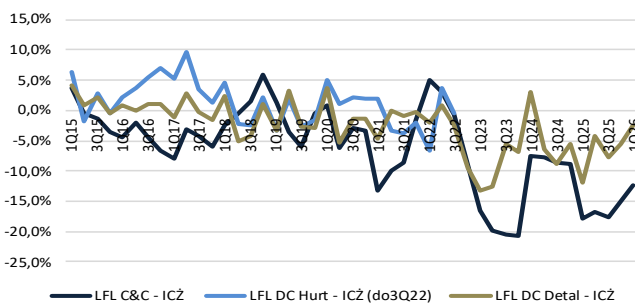
Eurocash sprzedaż wg. formatów 2023-2026P



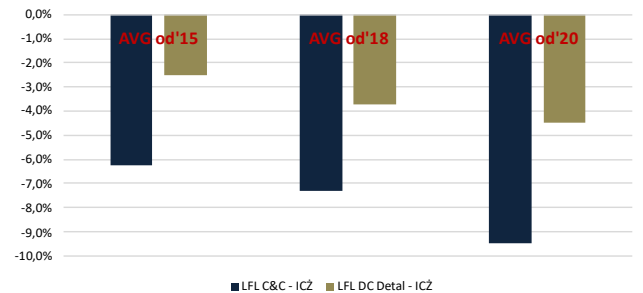
Eurocash sprzedaż wg formatów Q



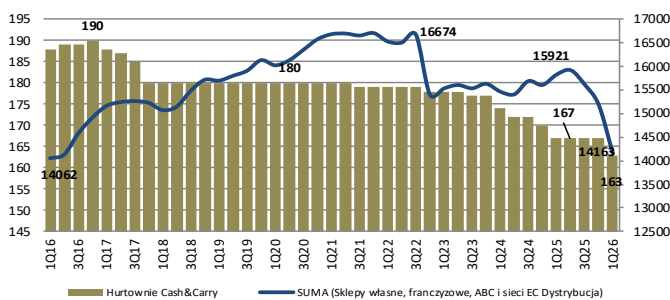
Różnica LFL vs inflacja cen żywności



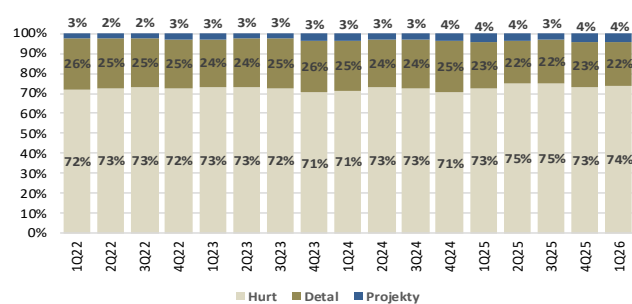
Średnie różnice LFL vs inflacja cen żywności



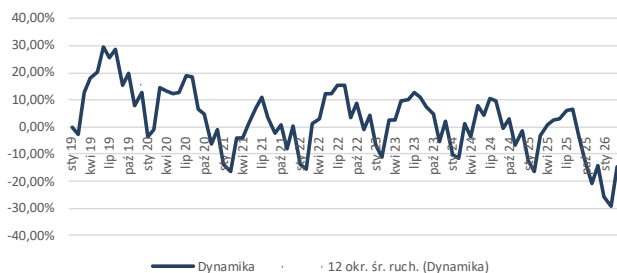
Hurtownie i sklepy sieci Eurocash



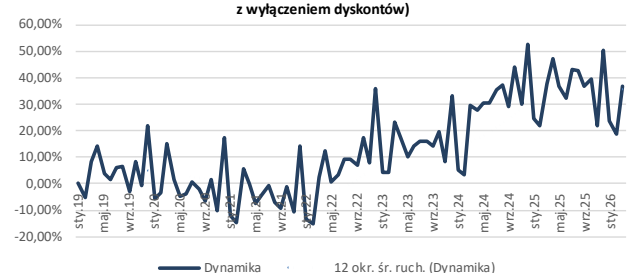
Udział segmentów w przychodach od 1Q22



Sprzedaż - sklepy do 300 m2 mdm (dane skumulowane)



Sprzedaż - supermarkety 301 -2500 m2 (dane skumulowane z wyłączeniem dyskontów)



Źródło: Eurocash za Nielsen, Eurocash, Bloomberg, P-prognozy NobleSecurities.

**TABELE Z PROGNOZAMI**

Rachunek zysków i strat	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>32 452,0</b>	<b>32 241,1</b>	<b>30 023,9</b>	<b>28 279,9</b>	<b>27 572,3</b>	<b>27 157,2</b>
<b>Zysk brutto na sprzedaży</b>	<b>4 409,2</b>	<b>4 309,9</b>	<b>3 997,1</b>	<b>3 678,2</b>	<b>3 642,7</b>	<b>3 560,0</b>
Koszty sprzedaży	-3 481,1	-3 562,8	-3 284,2	-2 985,8	-2 954,0	-2 854,6
Koszty ogólnego zarządu	-527,2	-523,1	-513,5	-483,2	-442,6	-429,1
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	35,1	60,5	-242,7	35,4	41,5	41,9
<b>EBIT</b>	<b>436,0</b>	<b>284,6</b>	<b>-43,4</b>	<b>244,7</b>	<b>287,6</b>	<b>318,1</b>
Koszty i przychody finansowe netto	-241,1	-250,2	-253,2	-238,7	-263,5	-285,8
Udział w zyskach jedn. wyc. metodą praw wł.	0,1	1,1	0,5	-1,7	-2,2	-2,2
Podatek dochodowy	-50,3	-31,6	3,0	30,6	31,5	32,5
<b>Zysk/strata netto</b>	<b>144,7</b>	<b>3,8</b>	<b>-293,1</b>	<b>34,9</b>	<b>53,5</b>	<b>62,7</b>
<b>Zysk/strata netto przyp. akc. jedn. dominującej</b>	<b>99,2</b>	<b>-26,9</b>	<b>-336,1</b>	<b>40,0</b>	<b>61,4</b>	<b>71,9</b>
Amortyzacja	629,5	649,0	585,2	517,0	523,9	536,0
<b>EBITDA</b>	<b>1 065,5</b>	<b>933,5</b>	<b>541,9</b>	<b>761,7</b>	<b>811,5</b>	<b>854,2</b>
<b>EBITDA skoryg. o płatności leas.fin. i odsetki poz.</b>	<b>555,5</b>	<b>394,1</b>	<b>49,8</b>	<b>273,2</b>	<b>326,5</b>	<b>372,7</b>

Źródło: Spółka, Noble Securities

Bilans	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
<b>Aktywa</b>	<b>9 056,3</b>	<b>9 159,4</b>	<b>8 160,1</b>	<b>7 881,9</b>	<b>7 893,6</b>	<b>7 934,4</b>
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>5 147,9</b>	<b>4 989,0</b>	<b>4 532,0</b>	<b>4 583,8</b>	<b>4 629,9</b>	<b>4 662,5</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	662,3	580,2	551,7	650,0	737,9	810,2
Wartość firmy	2 138,3	2 091,2	2 091,2	2 091,2	2 091,2	2 091,2
Wartości niematerialne	301,3	276,3	263,2	263,2	263,2	263,2
Inne aktywa trwałe	2 046,0	2 041,3	1 625,8	1 579,4	1 537,6	1 497,8
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>3 908,4</b>	<b>4 170,4</b>	<b>3 628,1</b>	<b>3 298,0</b>	<b>3 263,7</b>	<b>3 271,9</b>
Zapasy	1 998,8	1 996,7	1 668,8	1 599,7	1 577,6	1 577,1
Należności handlowe	1 331,9	1 199,6	1 135,7	1 069,8	1 043,0	1 027,3
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	273,8	403,4	355,3	298,7	313,2	337,7
Inne aktywa obrotowe	304,0	570,8	468,3	329,8	329,8	329,8
<b>Pasywa</b>	<b>9 056,3</b>	<b>9 159,4</b>	<b>8 160,1</b>	<b>7 881,9</b>	<b>7 893,6</b>	<b>7 934,4</b>
<b>Kapitał własny razem</b>	<b>919,5</b>	<b>862,5</b>	<b>490,7</b>	<b>525,6</b>	<b>579,1</b>	<b>641,8</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>2 147,2</b>	<b>2 046,4</b>	<b>1 488,6</b>	<b>1 518,6</b>	<b>1 568,6</b>	<b>1 598,6</b>
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	487,2	400,4	136,8	166,8	216,8	246,8
Inne	1 660,0	1 646,0	1 351,8	1 351,8	1 351,8	1 351,8
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>5 989,6</b>	<b>6 250,5</b>	<b>6 180,8</b>	<b>5 837,7</b>	<b>5 745,9</b>	<b>5 694,0</b>
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	106,3	254,2	441,7	471,7	521,7	551,7
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	4 654,7	4 840,2	4 562,3	4 287,1	4 145,3	4 063,4
Inne	1 228,6	1 156,1	1 176,9	1 078,8	1 078,8	1 078,8

Źródło: Spółka, Noble Securities

wtorek, 19 maja 2026

Rachunek przepływów pieniężnych	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Zysk netto przed opodatkowaniem	195,0	35,5	-296,1	4,3	22,0	30,2
Amortyzacja	629,5	649,0	585,2	517,0	523,9	536,0
Inne	157,3	157,3	195,2	127,9	141,1	152,3
Zmiana kapitału obrotowego	172,4	207,2	325,3	-140,1	-92,9	-65,6
Zapłacony podatek dochodowy	-15,5	-34,8	-20,2	30,6	31,5	32,5
<b>CF operacyjny</b>	<b>1 138,7</b>	<b>1 014,2</b>	<b>789,5</b>	<b>539,8</b>	<b>625,6</b>	<b>685,4</b>
CAPEX	-136,8	-147,3	-126,7	-126,8	-126,8	-126,9
Inne	-38,4	-45,8	-37,4	-49,1	-52,2	-55,3
<b>CF inwestycyjny</b>	<b>-175,3</b>	<b>-193,1</b>	<b>-164,1</b>	<b>-175,9</b>	<b>-179,0</b>	<b>-182,2</b>
Podwyższenie kapitału	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana zadłużenia odsetkowego	-224,4	66,6	-95,4	60,0	100,0	60,0
Wydatki dot. zobowiązań z tytułu leasingu fin.	-407,2	-427,2	-389,2	-386,4	-383,6	-380,8
Odsetki	-71,4	-52,5	-56,7	-32,4	-47,1	-57,3
Dywidenda i inne wypłaty dla właścicieli	-61,7	-125,6	-29,4	0,0	0,0	0,0
Inne	-102,8	-112,2	-102,9	-102,1	-101,4	-100,7
<b>CF finansowy</b>	<b>-867,5</b>	<b>-651,0</b>	<b>-673,5</b>	<b>-460,9</b>	<b>-432,1</b>	<b>-478,8</b>
<b>CF</b>	<b>96,0</b>	<b>170,1</b>	<b>-48,1</b>	<b>-97,0</b>	<b>14,5</b>	<b>24,5</b>
Stan środków pieniężnych na początek okresu	177,8	273,8	443,8	395,7	298,7	313,2
Stan środków pieniężnych na koniec okresu	273,8	443,8	395,7	298,7	313,2	337,7

Źródło: Spółka, Noble Securities

Wybrane wskaźniki	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
marża EBITDA	3,3%	2,9%	1,8%	2,7%	2,9%	3,1%
marża EBIT	1,3%	0,9%	-0,1%	0,9%	1,0%	1,2%
marża netto	0,4%	0,0%	-1,0%	0,1%	0,2%	0,2%
Dług netto bez MSSF16	364	456	233	340	425	461
Dług netto	2 423	2 336	1 938	2 061	2 147	2 182
Dług netto/EBITDA	2,3	2,5	3,6	2,7	2,6	2,6
Liczba akcji	139,2	139,2	139,2	139,2	139,2	139,2
Dywidenda na akcję	0,4	0,9	0,2	0,0	0,0	0,0
P/BV	0,8	0,9	1,5	1,4	1,3	1,2

Źródło: Spółka, Noble Securities

Roczne stopy wzrostu	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Przychody	5%	-1%	-7%	-6%	-3%	-2%
EBITDA	7%	-12%	-42%	41%	7%	5%
EBIT	8%	-35%	-115%	-664%	18%	11%
Zysk netto	62%	-97%	-7730%	-112%	53%	17%

Źródło: Spółka, Noble Securities

wtorek, 19 maja 2026

Wskaźnik	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
EPS, GAAP	1,0	0,0	-2,1	0,3	0,4	0,5
Revenue	32 452,0	32 241,1	30 023,9	28 279,9	27 572,3	27 157,2
Gross Margin %	13,6%	13,4%	13,3%	13,0%	13,2%	13,1%
EBIT	436,0	284,6	-43,4	244,7	287,6	318,1
EBIT Margin %	1,3%	0,9%	-0,1%	0,9%	1,0%	1,2%
EBITDA	1 065,5	933,5	541,9	761,7	811,5	854,2
EBITDA Margin %	3,3%	2,9%	1,8%	2,7%	2,9%	3,1%
Net Income, GAAP	144,7	3,8	-293,1	34,9	53,5	62,7
NET Margin %	0,4%	0,0%	-1,0%	0,1%	0,2%	0,2%
Net Debt	2 423,1	2 336,3	1 938,3	2 061,0	2 146,5	2 182,0
Net Debt / EBITDA	2,3	2,5	3,6	2,7	2,6	2,6
BPS	6,6	6,2	3,5	3,8	4,2	4,6
DPS	0,4	0,9	0,2	0,0	0,0	0,0
P/BV	0,8	0,9	1,5	1,4	1,3	1,2
Return on Equity %	15,7%	0,4%	-59,7%	6,6%	9,2%	9,8%
Return on Assets %	1,6%	0,0%	-3,6%	0,4%	0,7%	0,8%
Depreciation	630	649	585	517	524	536
Amortization	0	0	0	0	0	0
Free Cash Flow	1 001,9	866,9	662,8	413,0	498,8	558,5
CAPEX	137	147	127	127	127	127

Źródło: Wyczenia Noble Securities

**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)
Sonel	Trzymaj	14,84	14,95	14,70	1%	12.05.2026	12M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Kupuj	456,90	347,50	360,00	27%	12.05.2026	12M	Dariusz Dadej
Creepy Jar	Trzymaj	616,00	598,00	520,00	18%	11.05.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Creotech Instruments	Trzymaj	667,00	640,00	765,00	-13%	08.05.2026	12M	Krzysztof Radojewski
MCI Capital ASI	Kupuj	39,90	26,90	28,00	43%	06.05.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Unibep	Akumuluj	17,50	14,74	13,30	32%	21.04.2026	12M	Dariusz Nawrot
Answer.com	Akumuluj	20,70	17,98	17,98	15%	21.04.2026	12M	Dariusz Dadej
Molecure	Kupuj	7,50	5,20	5,40	39%	20.04.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Huuuge Games	Akumuluj	25,60	23,00	21,80	17%	17.04.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Inter Cars	Kupuj	892,00	722,00	794,00	12%	16.04.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Auto Partner	Akumuluj	24,60	21,40	24,50	0%	16.04.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Tauron PE	Redukuj	9,37	10,33	9,29	1%	09.04.2026	12M	Michał Sztabler
LPP	Akumuluj	26300,00	22500,00	21300,00	23%	08.04.2026	12M	Dariusz Dadej
Ryvu Therapeutics	Kupuj	43,10	20,70	22,50	92%	31.03.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Toya	Kupuj	15,50	8,90	8,80	76%	27.03.2026	12M	Dariusz Nawrot
Dino Polska	Akumuluj	46,90	41,50	32,33	45%	18.03.2026	12M	Dariusz Dadej
Torpol	Sprzedaj	53,00	66,20	70,30	-25%	18.03.2026	12M	Dariusz Nawrot
Bioton	Kupuj	4,98	4,10	4,31	16%	16.03.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Budimex	Sprzedaj	619,00	785,00	666,60	-7%	05.03.2026	12M	Dariusz Nawrot
Bogdanka	Sprzedaj	13,97	20,00	21,30	-34%	26.02.2026	12M	Michał Sztabler
Wielton	Akumuluj	7,25	6,07	5,57	30%	16.02.2026	12M	Michał Sztabler
Forte	Redukuj	19,60	23,30	19,90	-2%	16.02.2026	12M	Dariusz Dadej
XTB	Kupuj	95,70	75,00	104,70	-9%	16.01.2026	9M	Mateusz Chrzanowski
MO-BRUK	Kupuj	424,80	352,50			14.01.2026	9M	Dariusz Dadej
Creepy Jar	Trzymaj	802,00	798,00			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	17,34	0%	23.12.2025	9M	Dariusz Dadej
11bit studios	Trzymaj	156,00	142,00	148,00	5%	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	765,00	-49%	17.12.2025	9M	Krzysztof Radojewski
PGE	Trzymaj	8,95	8,64	10,30	-13%	11.12.2025	9M	Michał Sztabler
CD Projekt	Akumuluj	283,00	253,00	262,90	8%	11.12.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Ryvu 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	20,85	66%	27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Captor Therapeutics	Kupuj	94,40	60,40	77,90	21%	27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Selvita	Kupuj	63,90	44,00	32,20	98%	26.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	nd	20,45	17,95	18,45	11%	25.11.2025	9M	Michał Sztabler
Apator	Kupuj	29,60	22,70	24,25	22%	21.11.2025	9M	Michał Sztabler
Amica	Kupuj	97,90	22,00	50,60	93%	21.11.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Pepco Group	Trzymaj	25,50	26,83	32,08	-21%	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			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			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	5,36	77%	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
Ryvu 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	1,27	192%	21.05.2025	9M	Michał Sztabler

(1) Data wydania jest równocześnie datą pierwszego rozpowszechnienia, (2) rekomendacja obowiązuje przez 12 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

**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 wpływów 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 jakakolwiek 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 osiągniętych 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 zgodzie 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 19.05.2026 o godz. 15:38. Pierwsze rozpowszechnienie Raportu nastąpiło: 19.05.2026 godz. 15:50.

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

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

Ostatnio wydana rekomendacja/aktualizacja dotycząca EUROCASH S.A.

Rekomendacja/aktualizacja	Akumuluj	Akumuluj	Kupuj	Trzymaj	Trzymaj	Redukuj	Akumuluj	Akumuluj
Data wydania	03.12.2021	10.08.2022	21.03.2023	19.09.2023	19.03.2024	9.09.2024	19.03.2025	15.09.2025
Kurs z dnia rekomendacji	10,90	12,10	13,80	14,83	15,01	9,62	9,32	8,10
Cena docelowa	12,2	13,0	18,7	15,0	15,7	8,1	9,9	9,5
WIG w dniu rekomendacji (godz. 8:30)	68 203,9	54 725,0	56 451,0	66 439,4	79 997,2	83 274,2	98 770,4	107 484

**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

**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

**Mateusz Chrzanowski, DI**

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

tel.: +48 785 904 686

Przemysł, automotive, gamedev, XTB

**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