

EUROCASH (AKUMULUJ TP 6,3 zł z dnia 19.05.2026 r.) - Wyniki 2Q26

– Powyżej oczekiwań oraz widoczne pewne oszczędności kosztowe ale mocno spadająca sprzedaż i marże – neutralnie

Raportowane wyniki za 2Q26 oceniamy neutralnie, pomimo że poza przychodami dane plasują się powyżej naszej prognozy. Pozytywnie oceniamy realizację programu oszczędnościowego, poprawę rentowności segmentu detalicznego oraz utrzymanie dwucyfrowego wzrostu sprzedaży Frisco. Jednocześnie nadal widoczna pozostaje presja na sprzedaż porównywalną i marże, szczególnie w segmencie hurtowym. Szczególną uwagę zwraca utrzymująca się słabość wskaźników LFL. Dynamika sprzedaży dla stałej liczby hurtowni Eurocash Cash&Carry wyniosła -10,9% w 2Q26, natomiast sprzedaż porównywalna sieci Delikatesy Centrum spadła o 1,7% r/r. Negatywnie oceniamy również spadek rentowności. Marża brutto obniżyła się o 1,05 p.p. r/r do 11,8%, a marża EBITDA spadła do 2,8% z 2,9% rok wcześniej. Presja marżowa pozostaje efektem niekorzystnego miksu sprzedaży, słabego rynku FMCG oraz zmian zachodzących w strukturze działalności grupy. Pozytywnym elementem pozostaje skuteczna kontrola kosztów. Koszty sprzedaży spadły o 11% r/r, a na koniec pierwszego półrocza spółka zabezpieczyła już 279 mln zł z planowanych 400 mln zł oszczędności rocznych, z czego 200 mln zł zostało już wdrożonych. Zwracamy uwagę, że wynik operacyjny w 2Q26 był wsparty jednorazowym dodatnim efektem MSSF 16 o wartości 59 mln zł, związanym z przyspieszonym zamykaniem sklepów własnych. W rezultacie raportowany EBIT na poziomie 67,9 mln zł nie odzwierciedla w pełni bieżącej rentowności operacyjnej Grupy. 2Q26 był kolejnym kwartałem intensywnej transformacji Eurocash. Korzyści wynikające z restrukturyzacji i redukcji kosztów są widoczne, jednak w dalszym ciągu równoważone przez słabe trendy sprzedażowe i presję na marże. Wydzwięk konferencji wynikowej również oceniamy neutralnie.

Wybrane dane finansowe (mln zł)	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	r/r	Δ	2Q26P	2QvsNS	Kons.2Q	2Q vs. kons.
Przychody	7886,5	7937,4	7326,2	6656,8	7202,3	-9%	-684,2	7367,0	-2,2%	7272,3	-1%
Hurt	5879	5944	5333	4886	5436,2	-8%	-442	5577			
Detal	1710	1712	1668	1469	1462,0	-14%	-248	1512			
Projekty i inne	298	282	325	302	304,2	2%	6	278			
zysk brutto na sprzedaży	1012,7	1030,8	1014,0	864,4	849,3	-16%	-163,4	943,3			
marża	12,8%	13,0%	13,8%	13,0%	11,8%		-0,010	12,8%			
koszty sprzedaży	804,2	818,3	823,7	728,7	715,6	-11%	-88,6	763,4			
koszty ogólnego zarządu	133,7	143,0	100,7	146,8	132,6	-1%	-1,1	121,2			
zysk netto na sprzedaży	74,8	69,4	89,5	-11,1	1,1	-99%	-73,7	58,6			
pozostałe przychody i koszty oper.	7,6	17,0	-272,9	-0,6	66,9	776%	59,2	-6,4			
EBIT	82,4	86,4	-183,3	-11,7	67,9	-18%	-14,5	52,3	30%	8,3	719%
EBITDA	229,5	232,1	-40,9	121,4	201,6	-12%	-27,9	182,2	11%	135,8	48%
Hurt	197,6	189,2	96,3	164,1	135,6	-31%	-62,0	205,6			
Detal	56,6	76,7	-103,1	68,1	173,8	207%	117,1	75,1			
Projekty i inne	-24,7	-33,7	-34,1	-110,8	-107,8	337%	-83,1	-98,4			
przychody i koszty finansowe	-72,5	-64,3	-54,1	-59,7	-53,0	-27%	19,5	-59,7			
Udział w z/s jedn. wyc. mpw	-0,3	-0,2	0,7	-0,2	-0,1			-0,6			
zysk brutto	9,7	21,9	-236,8	-71,5	14,8	53%	5,2	-8,0			
podatek	-7,6	-1,8	3,6	-11,3	-4,5	-40%	3,1	2,6			
Działalność zaniechana	-6,4	-4,6	-2,6	-6,6	-3,5						
zysk netto	-4,4	15,6	-235,8	-89,4	6,8	-255%	11,1	-9,8	*	-46,1	

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

Wyniki 2Q26:

Przychody Grupy Eurocash w 2Q26 wyniosły 7 202,3 mln zł, co oznacza spadek o 8,7% r/r. Spadek sprzedaży był rezultatem zarówno słabszego otoczenia rynkowego, jak i świadomych działań restrukturyzacyjnych podejmowanych przez spółkę w ramach realizowanej strategii transformacji. Zarząd wskazuje, że negatywny wpływ na przychody miały przede wszystkim deflacja cen żywności, kurczący się rynek hurtowy oraz optymalizacja portfela klientów i sieci sklepów własnych.

W segmencie Hurt sprzedaż wyniosła 5 436,2 mln zł i była niższa o 8% r/r. Największy wpływ na spadek miały słabsze wyniki działalności dystrybucyjnej Eurocash Distribution (-16,2% r/r) oraz Cash&Carry (-13,6% r/r), co było konsekwencją optymalizacji sieci sprzedaży, zamknięć części placówek oraz ograniczania współpracy z najmniej rentownymi klientami niezależnymi. Relatywnie stabilny pozostawał natomiast segment Eurocash Serwis, którego sprzedaż wzrosła o 0,3% r/r.

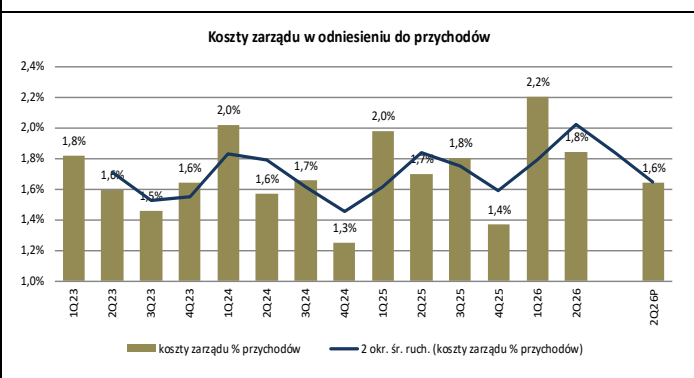
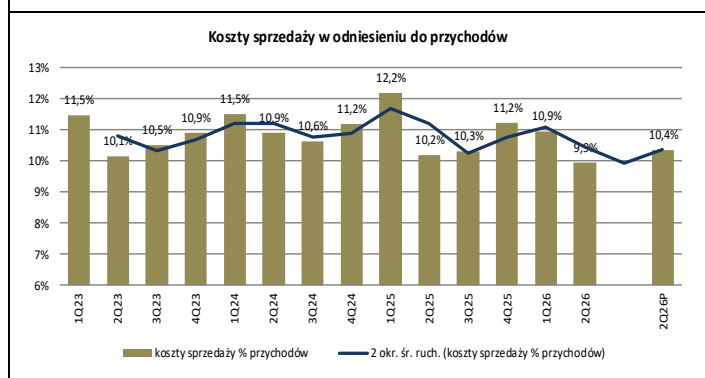
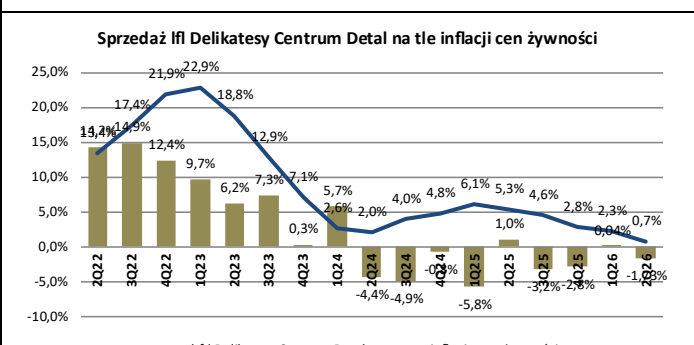
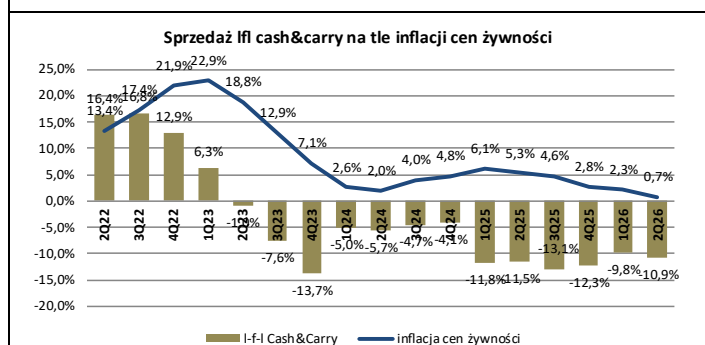
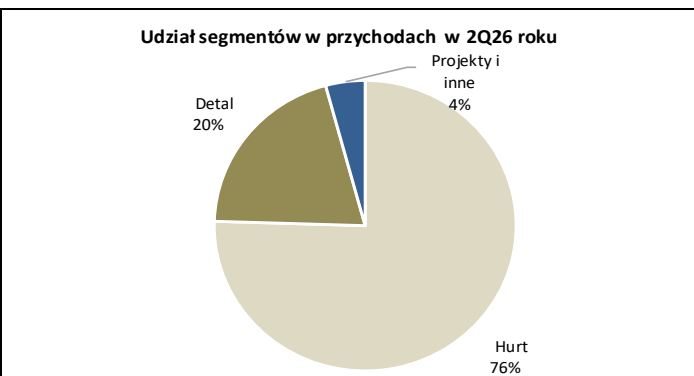
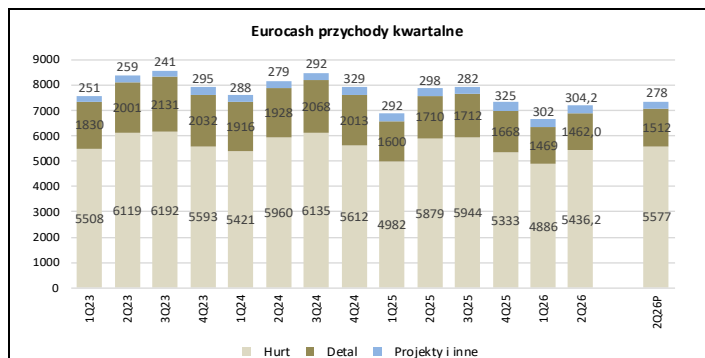
Sprzedaż w segmencie Detal spadła o 14% r/r do 1 462,0 mln zł. Głównym powodem była kontynuacja programu restrukturyzacji sieci własnych sklepów Delikatesy Centrum. W drugim kwartale zamknięto 70 nierentownych placówek, a od początku roku 105 sklepów, co ograniczyło skalę przychodów segmentu, ale jednocześnie poprawiło jego rentowność.

Segment Projekty i inne osiągnął przychody na poziomie 304,2 mln zł, co oznacza wzrost o 2% r/r. Pozytywny wpływ miał przede wszystkim rozwój platformy e-grocery Frisco, która zwiększyła sprzedaż o 11% r/r. Z kolei sieć alkoholowa Duży Ben pozostawała pod presją trudnej sytuacji na rynku alkoholu, odnotowując spadek sprzedaży o około 10% r/r.

Dynamika sprzedaży LFL dla stałej liczby hurtowni dyskontowych Eurocash Cash&Carry pozostała wyraźnie ujemna i wyniosła -10,9% w 2Q26 wobec -11,5% rok wcześniej. Jednocześnie sprzedaż porównywalna sieci Delikatesy Centrum wyniosła -1,7%, co było wynikiem lepszym od obserwowanego spowolnienia rynku hurtowego, choć słabszym niż dodatnie LFL odnotowane w 1Q26.

Marża brutto na sprzedaży obniżyła się o 1,1 p.p. r/r do 11,8%, a zysk brutto na sprzedaży wyniósł 849,3 mln zł, co oznacza spadek o 16% r/r. Negatywnie na rentowność wpływał przede wszystkim przejściowy spadek marży handlowej związany z integracją organizacji zakupowych, zwiększony udział sprzedaży wyrobów tytoniowych o niższej rentowności oraz presja deflacyjna w wybranych kategoriach produktowych. Zarząd podkreśla jednak, że zaburzenia marży miały głównie charakter przejściowy i pod koniec kwartału widoczny był powrót rentowności do poziomów zbliżonych do ubiegłorocznych.

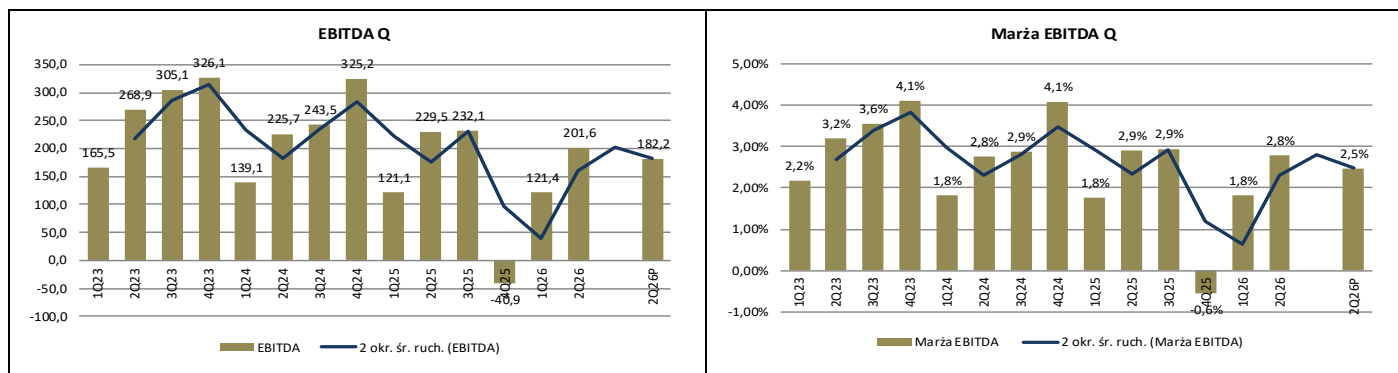
Eurocash wskazuje, że 2Q26 upłynął pod znakiem dalszego osłabienia rynku FMCG w Polsce. Dynamika całego rynku spowolniła do zaledwie 0,5% r/r wobec 5,9% r/r rok wcześniej, co było efektem postępującej dezinflacji oraz słabszych wyników sprzedaży porównywalnej w większości formatów handlowych. Dodatkowo negatywnie oddziaływały zmiany zachowań konsumentów, podwyżki akcyzy na alkohol oraz funkcjonowanie systemu kaucyjnego. Szczególnie trudna sytuacja panowała w segmencie Wholesale Relevant Market (WRM), który skurczył się o 7,6% r/r, odzwierciedlając spadek liczby małych sklepów oraz słabnący popyt.



Źródło: Spółka, oprac. Noble Securities

Na dzień 30 czerwca 2026 r. sieć handlu hurtowego Grupy Eurocash obejmowała 155 hurtowni Cash&Carry. W 2Q26 zamknięto 8 kolejnych hurtowni.

Łączna liczba sklepów partnerskich, franczyzowych oraz własnych koordynowanych przez Eurocash liczyła na koniec czerwca 13 763 sklepy. **Oznacza to spadek liczby obsługiwanych sklepów o 2158 sklepów rok do roku i spadek o 400 sklepów q/q.**



Źródło: Eurocash, oprac. Noble Securities

EBITDA skonsolidowana Grupy Eurocash w 2Q26 wyniosła 201,6 mln zł, co oznacza spadek o 12% r/r wobec 229,5 mln zł rok wcześniej. Na wynik negatywnie wpłynęło przede wszystkim pogorszenie rentowności segmentu hurtowego, koszty związane z realizacją programu transformacji oraz utrzymująca się słabość sieci Duży Ben. Częściowo zostało to skompensowane poprawą wyników segmentu detalicznego oraz efektami wdrażanego programu oszczędnościowego.

W segmencie Hurt EBITDA wyniosła 135,6 mln zł, wobec 197,6 mln zł w 2Q25, co oznacza spadek o 31% r/r. Gorsze wyniki były efektem niższej sprzedaży wynikającej z optymalizacji portfela klientów niezależnych, przejściowej presji na marżę podczas integracji organizacji zakupowych oraz wzrostu udziału produktów tytoniowych charakteryzujących się niższą rentownością. Zarząd podkreśla jednak, że pod koniec kwartału widoczna była stopniowa odbudowa marży handlowej, podczas gdy korzyści wynikające z redukcji kosztów mają ujawniać się w kolejnych okresach.

Segment Detal wypracował 173,8 mln zł EBITDA, wobec 56,6 mln zł rok wcześniej, co oznacza wzrost o 207% r/r. Tak znacząca poprawa była wspierana jednorazowym dodatnim efektem księgowym związanym z szybszym niż zakładano wygaszaniem zobowiązań leasingowych po zamknięciu części sklepów własnych. Po wyeliminowaniu tego wpływu rentowność segmentu również uległa poprawie, odzwierciedlając pierwsze korzyści płynące z restrukturyzacji sieci oraz zwiększania udziału modelu franczyzowego.

W segmencie Projekty i inne strata EBITDA wyniosła 107,8 mln zł, wobec 110,8 mln zł w 1Q26 oraz 24,7 mln zł rok wcześniej. Na wyniki nadal negatywnie oddziaływała trudna sytuacja rynkowa w segmencie alkoholi, obciążająca rezultaty sieci Duży Ben. Jednocześnie pozytywnie wyróżniało się Frisco, które utrzymało dwucyfrowy wzrost sprzedaży, poprawiło wynik EBITDA i osiągnęło dodatnią rentowność operacyjną.

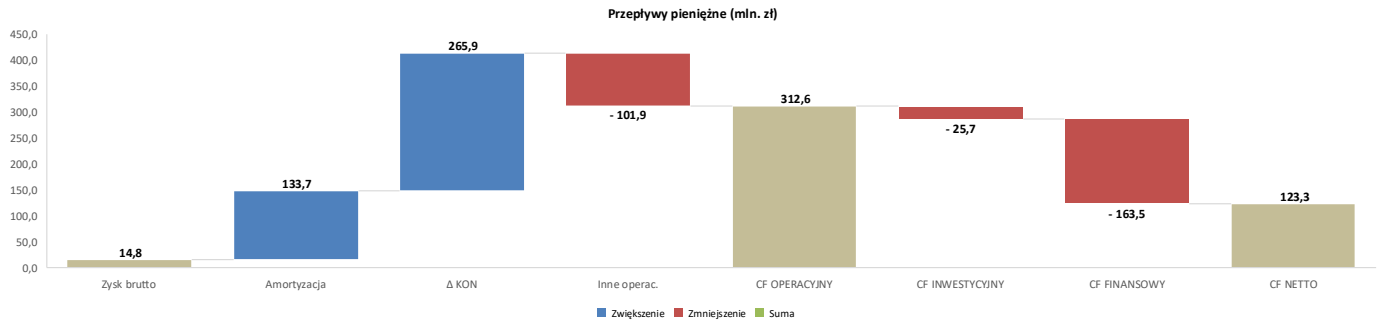
Na poziomie operacyjnym EBIT wyniósł 67,9 mln zł, co oznacza spadek o 18% r/r. Rentowność grupy pozostawała pod wpływem kosztów transformacji, reorganizacji działalności hurtowej oraz zmian w strukturze zatrudnienia. Mimo tych obciążeń widoczne były pierwsze efekty działań naprawczych, szczególnie w obszarze detalicznym.

Zarząd podkreśla, że na koniec pierwszego półrocza 2026 r. zabezpieczono już 279 mln zł z planowanych 400 mln zł rocznych oszczędności, z czego 200 mln zł zostało już wdrożonych, a kolejne 79 mln zł znajduje się w fazie realizacji.

Według spółki raportowana EBITDA była obciążona jednorazowymi kosztami restrukturyzacji oraz przejściowymi efektami integracji biznesu o łącznej wartości około 49 mln zł. Po ich wyeliminowaniu skorygowana EBITDA za 2Q26 wyniosła 250,6 mln zł, istotnie przewyższając poziom raportowany.

Skonsolidowany wynik netto. Grupa zakończyła kwartał z zyskiem netto 6,8 mln zł, wobec straty 4,4 mln zł rok wcześniej. Poprawę wyniku netto wspierały niższe koszty finansowe, dodatni wpływ pozostałych przychodów operacyjnych oraz korzyści związane z procesem restrukturyzacji, choć skala poprawy pozostaje ograniczona przez trudne warunki rynkowe i trwającą transformację biznesu. Wynik netto przypadający akcjonariuszom jednostki dominującej wyniósł w 2Q26 1,3 mln zł, wobec straty 13,5 mln zł rok wcześniej.

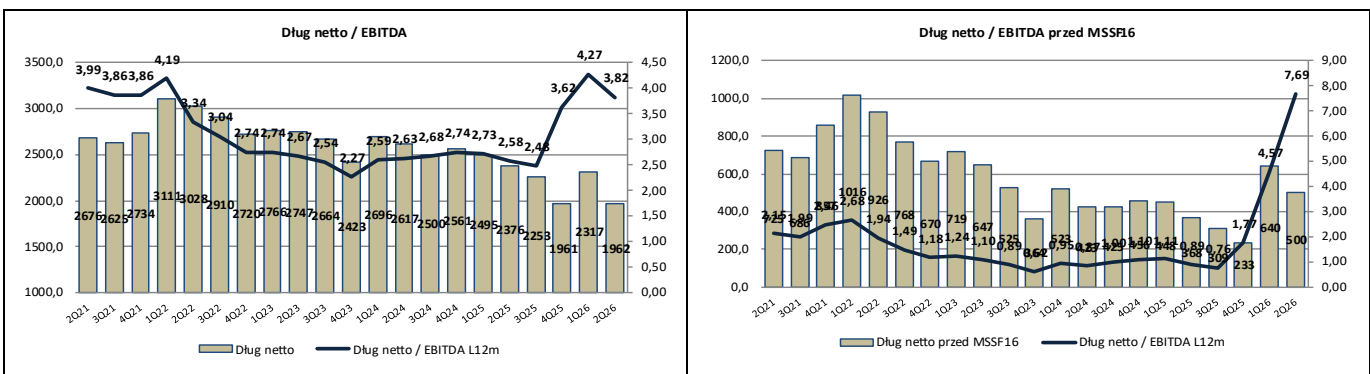
W II kwartale 2026 r. **przepływy pieniężne** Grupy Eurocash były lepsze r/r na poziomie operacyjnym przepływy z działalności operacyjnej wyniosły 312,6 mln zł, wobec 242,9 mln zł w 2Q25, co oznacza wzrost o 29% r/r. Głównym czynnikiem poprawy była korzystna zmiana kapitału obrotowego, która miała dodatni wpływ na przepływy w wysokości 265,9 mln zł wobec 114,2 mln zł rok wcześniej. Jednocześnie działalność inwestycyjna generowała relatywnie niewielki odpływ gotówki na poziomie -25,7 mln zł, wobec -21,9 mln zł rok wcześniej, natomiast działalność finansowa pozostawała ujemna i wygenerowała przepływy w wysokości -163,5 mln zł, wobec -172,1 mln zł w 2Q25. Odpływ środków był związany głównie z obsługą zadłużenia i zobowiązań leasingowych. W efekcie łączna zmiana gotówki była dodatnia i wyniosła 123,3 mln zł, wobec 49,0 mln zł rok wcześniej.



Źródło: Spółka, Noble Securities

Zadłużenie finansowe netto Grupy Eurocash na koniec 2Q26 wyniosło 1 962 mln zł, wobec 2 376 mln zł rok wcześniej oraz 2 317 mln zł na koniec 1Q26. Zadłużenie netto przed MSSF16 wyniosło 500 mln zł, wobec 368 mln zł rok wcześniej, jednak było wyraźnie niższe niż 640 mln zł na koniec 1Q26. Wskaźnik dług netto/EBITDA (po MSSF16) wyniósł 3,82x wobec 2,58x przed rokiem i 4,27x kwartał wcześniej. Z kolei dług netto/EBITDA przed MSSF16 ukształtował się na poziomie 7,69x, wobec 0,89x rok wcześniej oraz 4,57x na koniec 1Q26, odzwierciedlając spadek EBITDA w ujęciu ostatnich 12 miesięcy.

Jednocześnie Zarząd podkreśla, że po uwzględnieniu korekt związanych z restrukturyzacją i zdarzeniami jednorazowymi wskaźnik skorygowanego długu netto do EBITDA przed MSSF16 poprawił się do 1,6x z 1,8x na koniec 1Q26, natomiast po MSSF16 wskaźnik utrzymał się na poziomie około 2,4x.



Źródło: Eurocash, oprac. Noble Securities

Zdarzenia jednorazowe:

- Raportowana EBITDA segmentu detalicznego została podwyższona o ok. 59 mln zł dzięki jednorazowemu dodatniemu efektowi MSSF 16 związanemu z przyspieszonym wygaszaniem umów leasingowych.

Podsumowanie konferencji:

- Eurocash podkreślił, że pierwsze półrocze 2026 r. było okresem intensywnej transformacji organizacyjnej i restrukturyzacji kosztowej. Spółka zrealizowała lub wdraża działania odpowiadające za 279 mln zł rocznych oszczędności, co stanowi 69% celu 400 mln zł planowanego na 2027 r. Zarząd ocenia, że realizacja programu przebiega szybciej od założeń, a osiągnięcie pełnego celu nie jest zagrożone.
- Wg Zarządu największy wpływ na wyniki sprzedażowe w pierwszej połowie roku miały świadome działania strategiczne, takie jak zamykanie nierentownych sklepów własnych, ograniczenie współpracy z niskomargowymi klientami hurtowymi oraz redukcja asortymentu. Według spółki około 59% spadku przychodów było efektem decyzji zarządczych, a nie pogorszenia pozycji konkurencyjnej.
- Zarząd wskazał, że najtrudniejszy etap transformacji jest już za spółką. Negatywny wpływ integracji organizacji zakupowej i zmian operacyjnych był szczególnie widoczny w kwietniu i maju, jednak od czerwca marże i dynamika sprzedaży wróciły do poziomów zbliżonych do ubiegłorocznych. Początek trzeciego kwartału potwierdza obserwowaną stabilizację biznesu.
- Od drugiego półrocza 2026 r. priorytetem staje się wzrost sprzedaży i ekspansja sieci franczyzowych. Eurocash zamierza rozwijać biznes hurtowy, pozyskiwać nowych klientów oraz wspierać sklepy partnerskie w zwiększaniu sprzedaży detalicznej. Długoterminowo spółka chce budować zintegrowany ekosystem franczyzowy, którego kierunkiem jest projekt Sieci Sklepów STĄD.

- Mimo trudnego otoczenia rynkowego Eurocash ocenia swoją pozycję konkurencyjną pozytywnie. Rynek hurtowy WRM skurczył się w I półroczu o 6%, podczas gdy sprzedaż do kluczowych klientów franczyzowych spadła jedynie o 1,3%. W efekcie udział sieci Eurocash w rynku WRM wzrósł w ciągu dwóch lat z 33,2% do 35,7%, co zdaniem zarządu potwierdza odporność modelu franczyzowego.
- Zarząd podtrzymał ambicję osiągnięcia 600 mln zł EBIT przed MSSF 16 w 2027 r. Cel ma zostać zrealizowany dzięki pełnemu efektowi programu oszczędnościowego, odbudowie sprzedaży sieci franczyzowych, ekspansji sklepów oraz rozwojowi nowych źródeł przychodów. Jednocześnie spółka zaznaczyła, że tempo dojścia do celu będzie zależne również od czynników zewnętrznych, takich jak sytuacja konsumencka, inflacja i warunki rynkowe.
- Wydźwięk konferencji oceniamy neutralnie.

Wycenę i rekomendacja w trakcie aktualizacji.

Ostatnia rekomendacja: AKUMULUJ z dnia 19.05.2026 r. z ceną docelową 6,30 zł. Cena w dniu wydania 5,40 zł.

Dariusz Dadej

Analitik, Dep. Analiz i Doradztwa Noble Securites

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
fl – 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 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 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, 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 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 zgodnie 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

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

Zakończenie sporządzania Raportu nastąpiło 27.08.2026 o godz. 17:10. Pierwsze rozpowszechnienie Raportu nastąpiło: 27.08.2026 godz. 17:30.

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)
Enea	Trzymaj	19,94	19,67	19,67	1%	25.08.2026	12M	Michał Sztabler
Inter Cars	Akumuluj	1117,00	977,00	962,00	16%	13.08.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Auto Partner	Akumuluj	34,90	29,60	30,15	16%	06.08.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
XTB	Akumuluj	151,70	138,00	173,24	-12%	29.07.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Celon Pharma	Kupuj	29,30	20,60	22,20	32%	23.07.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Ten Square Games	Kupuj	152,70	89,40	105,50	45%	23.07.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
PGE	Trzymaj	9,56	9,63	10,54	-9%	06.07.2026	12M	Michał Sztabler
11 bit studios	Redukuj	116,00	138,00	132,00	-12%	25.06.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Unibep	Kupuj	16,00	12,80	13,90	15%	24.06.2026	12M	Dariusz Nawrot
Ailleron	Trzymaj	16,80	16,10	15,46	9%	23.06.2026	12M	Dariusz Dadej
CD Projekt	Akumuluj	250,00	226,00	242,90	3%	18.06.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Pepco Group	Redukuj	27,90	34,30	42,40	-34%	09.06.2026	12M	Dariusz Dadej
Selvita	Kupuj	41,90	30,30	28,60	47%	09.06.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	31,40	17,40	18,40	71%	27.05.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	Akumuluj	21,52	18,65	20,60	4%	26.05.2026	12M	Michał Sztabler
Captor Therapeutics	Kupuj	110,80	78,00	74,00	50%	25.05.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Apator	Akumuluj	30,31	25,75	28,20	7%	21.05.2026	12M	Michał Sztabler
Eurocash	Akumuluj	6,30	5,40	5,15	22%	19.05.2026	12M	Dariusz Dadej
Amica	Kupuj	74,00	51,70	49,80	49%	14.05.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Sonel	Trzymaj	14,84	14,95	13,40	11%	12.05.2026	12M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Kupuj	456,90	347,50	362,50	26%	12.05.2026	12M	Dariusz Dadej
Creepy Jar	Trzymaj	616,00	598,00	536,00	15%	11.05.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Creotech Instruments	Trzymaj	667,00	640,00	730,00	-9%	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			21.04.2026	12M	Dariusz Nawrot
Answer.com	Akumuluj	20,70	17,98	21,60	-4%	21.04.2026	12M	Dariusz Dadej
Molecure	Kupuj	7,50	5,20	6,03	24%	20.04.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Huuuge Games	Akumuluj	25,60	23,00	21,70	18%	17.04.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Inter Cars	Kupuj	892,00	722,00			16.04.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Auto Partner	Akumuluj	24,60	21,40	30,15	-18%	16.04.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Tauron PE	Redukuj	9,37	10,33	8,43	11%	09.04.2026	12M	Michał Sztabler
LPP	Akumuluj	26300,00	22500,00	20700,00	27%	08.04.2026	12M	Dariusz Dadej
Ryvu Therapeutics	Kupuj	43,10	20,70			31.03.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Toya	Kupuj	15,50	8,90	9,55	62%	27.03.2026	12M	Dariusz Nawrot
Dino Polska	Akumuluj	46,90	41,50	36,18	30%	18.03.2026	12M	Dariusz Dadej
Torpol	Sprzedaj	53,00	66,20	68,70	-23%	18.03.2026	12M	Dariusz Nawrot
Bioton	Kupuj	4,98	4,10	3,76	32%	16.03.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Bioton	Kupuj	4,98	4,10	3,76	32%	16.03.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Budimex	Sprzedaj	619,00	785,00	709,00	-13%	05.03.2026	12M	Dariusz Nawrot
Bogdanka	Sprzedaj	13,97	20,00	25,10	-44%	26.02.2026	12M	Michał Sztabler
Wielton	Akumuluj	7,25	6,07	5,36	35%	16.02.2026	12M	Michał Sztabler
Forte	Redukuj	19,60	23,30	15,50	26%	16.02.2026	12M	Dariusz Dadej
XTB	Kupuj	95,70	75,00			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			23.12.2025	9M	Dariusz Dadej
11bit studios	Trzymaj	156,00	142,00			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			17.12.2025	9M	Krzysztof Radojewski
PGE	Trzymaj	8,95	8,64			11.12.2025	9M	Michał Sztabler
CD Projekt	Akumuluj	283,00	253,00			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			27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Captor Therapeutics	Kupuj	94,40	60,40			27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Selvita	Kupuj	63,90	44,00			26.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	nd	20,45	17,95			25.11.2025	9M	Michał Sztabler
Apator	Kupuj	29,60	22,70			21.11.2025	9M	Michał Sztabler
Amica	Kupuj	97,90	55,00			21.11.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Pepco Group	Trzymaj	25,50	26,83			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

(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

DEPARTAMENT ANALIZ I DORADZTWA

Dariusz Nawrot

dariusz.nawrot@noblesecurities.pl

tel. +48 783 931 515

Przemysł, budownictwo, deweloperzy, chemia

Krzysztof Radojewski

krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl

tel.: +48 669 102 509

Biotechnologia

Mateusz Chrzanowski, DI

mateusz.chrzanowski@noblesecurities.pl

tel.: +48 785 904 686

Przemysł, automotive, gamedev, XTB

Michał Sztabler

michal.sztabler@noblesecurities.pl

tel.: +48 667 852 196

Spółki przemysłowe, energetyka, wydobywanie

Dariusz Dadej

dariusz.dadej@noblesecurities.pl

tel.: +48 602 445 334

Handel detaliczny, przemysł

Krzysztof Ojczyk, MPW

krzysztof.ojczyk@noblesecurities.pl

tel.: +48 12 422 31 00

Analiza techniczna

Jacek Borawski

jacek.borawski@noblesecurities.pl

tel: +48 697 970 113

Analiza techniczna

Szymon Pogoda

szymon.pogoda@noblesecurities.pl

tel. +48 785 925 184

DEPARTAMENT OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH

Jacek Paszkowski, CFA

jacek.paszkowski@noblesecurities.pl

tel: +48 22 244 13 02

mobile: +48 783 934 027

Piotr Dudziński

piotr.dudzinski@noblesecurities.pl

tel: +48 22 244 13 04