czwartek, 10 września 2026

Eurocash – oszczędności są, ale co dalej?

Grupa Eurocash podjęła się bardzo ambitnego zadania w postaci głębokiej restrukturyzacji Grupy Kapitałowej. W ostatnich kwartałach dokonano sporo cięć kosztów, co już jest widoczne w rachunku zysków i strat. Z drugiej strony musiało się to negatywnie odbić na sprzedaży, co było po części świadomym działaniem zarządu. Bazowe założenie jest takie, że obecna sytuacja z I półrocza 2026 roku ma charakter przejściowy i spółce uda się odbudować wyniki w kolejnych kwartałach. W naszej ocenie, poprawa wyników jest realna w perspektywie kilku kwartałów, ale w skali zdecydowanie niższej niż zakłada zarząd. Z drugiej strony rynek FMCG pozostaje wysoce konkurencyjny, a wyzwania strukturalne, z którymi się zmaga Grupa Eurocash pozostały. W wyniku aktualizacji naszych prognoz, obniżamy wycenę z 6,3 zł na akcję do 5,7 zł i obniżamy rekomendację z AKUMULUJ do TRZYMAJ.

Wyniki I półrocza 2026 roku

Przychody Grupy Eurocash w I półroczu 2026 roku wyniosły ok. 13,9 mld zł i były niższe o 6,1% r/r, a w samym 2Q26 spadły o 8,7%. Zarząd wskazuje, że spadek w 1H26 po części jest wynikiem świadomych decyzji zarządczych, a po części deflacji i spadku rynku hurtowego. Rentowność brutto na sprzedaży spadła w 1H26 o 0,86 p.p. w ocenie zarządu m.in. w wyniku przejściowych zaburzeń związanych z integracją handlową. EBITDA raportowana (wg MSSF16) w 2Q26 wyniosła 202 mln zł (-12,2% r/r), a w całym I półroczu 323 mln zł (-7,9% r/r). EBITDA (przed MSSF16) w 2Q26 wyniosła 35 mln zł (-68% r/r) i w całym I półroczu 46 mln zł (-59,5% r/r). Zadłużenie netto (przed MSSF16) na koniec I półrocza 2026 roku wyniosło 500 mln zł i spadło w porównaniu do 1Q26 (640 mln zł), ale wzrosło w stosunku do poziomu z końca I półrocza 2025 roku (368 mln zł).

Oszczędności są widoczne, ale co dalej?

Zarząd wskazał, że Grupa realizuje jedną z najbardziej kompleksowych transformacji na polskim rynku detalicznym FMCG i rzeczywiście liczby związane m.in. ze zwolnieniami, zamykaniem nierentownych placówek i przekazywaniem sklepów franczyzobiorcom oraz spadkiem kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu na to wskazują. Z drugiej jednak strony istotnie spadła sprzedaż, a przy wysokiej dźwigni operacyjnej i finansowej najtrudniej jest zaprognozować jak ostatecznie restrukturyzacja przełoży się na wyniki operacyjne. W naszej ocenie wyniki w najbliższych kwartałach ulegną poprawie m.in. z uwagi na niską bazę, ale nie w skali w jakiej zakłada to zarząd (cel to 600 mln zł EBIT w 2027 roku).

Problem strukturalny pozostaje bez zmian

Konkurencja na rynku FMCG pozostaje zawzięta. Największe sieci mają ambitne plany ekspansji i walczą agresywnie cenowo. Dlatego mimo restrukturyzacji Eurocash w naszej ocenie dalej będzie musiał dostosowywać organizację do topniejącej sprzedaży. Szansę dla spółki stanowi odwrócenie deflacji żywności, które może mieć miejsce w przyszłym roku, ale to w naszej ocenie raczej tylko lekka ulga niż zmiana fundamentalna.

Wartość akcji Eurocash SA oszacowana została na podstawie wyceny metodami: DCF (5,2 zł) oraz porównawczą (5,0 zł), co po zważeniu powyższych wycen równymi wagami dało 12-miesięczną cenę docelową równą 5,7 zł.

mln zł	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Przychody ze sprzedaży	32 241	30 024	27 771	27 596	27 458
EBITDA	934	542	747	699	695
EBIT	285	-43	219	181	197
zysk netto	-27	-336	-49	-50	-49
P/E (x)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
EV/EBITDA (x)	3,4	5,0	3,4	3,6	3,7

Źródło: Eurocash (2024-25), Noble Securities (prognozy 2026-2028)

TRZYMAJ
(Aktualizacja - obniżona)

Kurs	5,76 zł
Wycena (12M)	5,7 zł
Potencjał wzrostu	-1%
Kapitalizacja	801 mln zł
Free float	55,6 %
Śr. Wolumen 6M	228 046

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	43,55%
OFE Generali	7,09%
OFE Allianz Polska	5,10%
FMR LLC	5,01%
Pozostali	39,25%

Źródło: Spółka, serwis informacyjny biznes.pap.pl

Krzysztof Radojewski
Zastępca Dyr. Dep. Analiz i Doradztwa
krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl
+48 22 213 22 35

Zakończenie sporządzania Raportu nastąpiło 10.09.2026 o godz. 08:30. Pierwsze rozpowszechnienie raportu nastąpiło 10.09.2026 godz. 08:40.

Spis treści

WYCENA....3
WYCENA METODĄ DCF....3
WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ....4
OSTATNIE WYDARZENIA....5
PODSUMOWANIE ZMIAN PROGNOZ....5
WYNIKI 1H26....6
ZAAWANSOWANIE REALIZACJI STRATEGII 2026-2027....7
PŁYNNOŚĆ FINANSOWA....7
POLITYKA DYWIDENDOWA....8
CZYNNIKI RYZYKA....8
ŚRODOWISKO, SPOŁECZNA ODPOWIEDZIALNOŚĆ, ŁAD KORPORACYJNY (ESG)....8

WYCENA

Akcje Eurocash wyceniliśmy przy wykorzystaniu 2 metod: DCF oraz porównawczej przypisując im równe wagi (0,5) wyznaczając 12-miesięczną cenę docelową równą 5,7 zł (vs poprzednio 6,3 zł). W tabeli poniżej prezentujemy podsumowanie wyceny:

Podsumowanie wyceny	Waga (x)	Wycena 1 akcji (zł)	Poprzednio	Zmiana
Wycena DCF	0,5	5,2	5,4	-4%
Wycena porównawcza	0,5	5,0	5,9	-15%
Średnia ważona metod		5,1	5,7	-9%
Cena docelowa (12m)		**5,7**	**6,3**	**-9%**
Cena aktualna		5,8	5,4	7%
Potencjał		-1%	13%	

Źródło: Noble Securities

WYCENA METODĄ DCF

Założenia do modelu:

- Wartość przepływów pieniężnych dyskontowana na początek września 2026 r. (poprzednio 19 maja 2026 r.),
- Do wyceny wykorzystujemy EBIT (NOPAT) i amortyzację przed uwzględnieniem wpływu MSSF16 (poprzednio wykorzystywaliśmy EBIT i amortyzację z uwzględnieniem MSSF16 i korygowaliśmy te wartości m.in. o płatności leasingowe)
- Dług netto (przed MSSF16) na dzień 31.12.2025 r. w wysokości 233 mln zł (bez zmian),
- Udziałowcy mniejszościowi – założono w wartości księgowej – 114 mln zł (poprzednio szacowano proporcjonalnie na 226,7 mln zł)
- Długoterminowa stopa wzrostu po okresie prognozy równa 0% (poprzednio 1%), stopa wolna od ryzyka na poziomie 5,65% (poprzednio 5,55%), premia za ryzyko w wysokości 5,25% (poprzednio 5,33%), beta na poziomie 1,1 (poprzednio: dla DN/EBITDA >3 przyjęto 1,2; dla >2 i <=3 przyjęto 1,1; dla <=2 przyjęto 1,0), koszt długu 8,0% (bez zmian).

DCF (mln zł)	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Przychody ze sprzedaży	27 771	27 596	27 458	27 321	27 184	27 048	26 913	26 779	26 645	26 511
NOPAT (przed MSSF16)	57	81	95	94	94	94	95	96	96	97
Amortyzacja (przed MSSF16)	185	175	165	155	145	135	125	115	105	95
Zmiany KON	-101	-13	-7	-7	-7	-7	-7	-7	-7	-7
CAPEX	-100	-100	-100	-100	-100	-100	-100	-100	-100	-95
FCFF	42	143	153	141	132	122	113	103	94	90
WACC	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%
Współczynnik dyskonta	0,97	0,88	0,79	0,72	0,65	0,59	0,53	0,48	0,44	0,40
DFCFF	40	125	121	101	86	72	60	50	41	36
SUMA DFCFF do 2035	733									
Wzrost FCFF po okresie prognozy	0,0%			**Analiza wrażliwości**						
Wartość rezydualna na 2035	862					Stopa wzrostu rezydualna				
Zdyskontowana wartość rezydualna	341					-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%
Wartość Firmy (EV)	1 074			WACC - 1,0%		5,6	5,8	5,9	6,1	6,3
Dług netto (przed MSSF16) 31.12.2025	233			WACC - 0,5%		5,3	5,4	5,6	5,7	5,9
Udziały mniejszości	114			WACC		5,0	5,1	5,2	5,4	5,5
Wartość kapitałów własnych	727			WACC + 0,5%		4,7	4,8	4,9	5,0	5,2
Liczba akcji (w tys.)	139,2			WACC + 1,0%		4,5	4,5	4,6	4,7	4,9
Wartość na 1 akcję (zł)	**5,2**									
Źródło: Noble Securities										

Poniżej prezentujemy kalkulację kosztu kapitału własnego oraz WACC:

WACC	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Stopa wolna od ryzyka	5,66%	5,66%	5,66%	5,66%	5,66%	5,66%	5,66%	5,66%	5,66%	5,66%
Premia za ryzyko	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%
Beta	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Koszt kapitału własnego	**11,4%**	**11,4%**	**11,4%**	**11,4%**	**11,4%**	**11,4%**	**11,4%**	**11,4%**	**11,4%**	**11,4%**
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
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	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Dług netto/EV	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
WACC	**10,4%**	**10,4%**	**10,4%**	**10,4%**	**10,4%**	**10,4%**	**10,4%**	**10,4%**	**10,4%**	**10,4%**
Źródło: Noble Securities										

WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Analizę porównawczą oparliśmy o wybrane spółki polskie i zagraniczne. Poprzednio wykorzystywaliśmy wskaźniki P/E, PEG oraz EV/EBIT w latach 2026-2028. Z uwagi na prognozę generowanych strat netto wykorzystujemy obecnie wyłącznie wskaźnik EV/EBIT. Z uwagi na restrukturyzację prowadzoną w 2026 roku, przypisaliśmy wynikom tegorocznym niższą wagę (poprzednio równe wagi).

Podsumowanie wyceny porównawczej:

Spółka	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBIT (x)		
		2026P	2027P	2028P	2026P	2027P	2028P
AXFOOD AB	20 162	20,5	18,4	17,2	17,7	16,1	15,2
BIM BIRLESIK MAGAZALAR AS	38 565	14,6	11,9	10,3	18,1	12,8	10,0
CARREFOUR SA	52 872	9,7	9,0	8,3	7,8	7,0	6,2
CASINO GUICHARD PERRACHON	317			9,2	9,3	8,2	7,0
COLRUYT GROUP N.V	20 391	14,0	13,0	13,0	10,8	10,4	10,1
EUROCASH SA	793		10,4	6,8	13,7	8,7	8,4
PEPCO GROUP NV	24 172	15,7	13,0	11,9	12,1	11,0	10,2
JERONIMO MARTINS	49 976	15,7	13,8	12,5	11,3	10,3	9,5
KESKO OYJ-B SHS	38 505	19,4	17,1	15,8	17,9	16,1	15,3
KONINKLIJKE AHOLD DELHAIZE N	118 863	11,4	10,6	9,9	11,2	11,0	10,6
B&M EUROPEAN VALUE RETAIL PL	11 464	11,2	10,4	9,7	7,3	6,9	6,5
CENTRAL RETAIL CORP PCL	19 218	18,9	17,4	16,1	16,7	15,4	13,7
SAINSBURY (J) PLC	37 727	15,2	14,3	12,8	13,0	12,5	11,2
SONAE	17 375	13,6	13,7	12,6	9,8	9,0	8,5
TESCO PLC	149 462	16,6	15,3	14,2	12,6	12,3	11,5
TARGET CORP	273 868	22,4	16,2	16,9	17,1	13,3	14,1
EUROPRIS ASA	5 849	15,4	12,4	10,1	12,7	10,6	8,6
Mediana		**15,4**	**13,4**	**12,5**	**12,6**	**11,0**	**10,1**
Eurocash	793				11,5	14,1	13,1
Premia/dyskonto do mediany (%)					-9%	28%	30%
Implikowana wartość Eurocash					3,4	4,9	5,5
Waga		0,0%	0,0%	0,0%	10,0%	45,0%	45,0%
Implikowana wartość godziwa Eurocash					**5,0**		

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities, dane na 09.09.2026 r. godz. 8:06

OSTATNIE WYDARZENIA

Uchwały ZWZA z 10 czerwca 2026 roku

Na ZWZ 10 czerwca 2026 r. zatwierdzono sprawozdania finansowe za 2025 r., udzielono absolutorium członkom Zarządu i Rady Nadzorczej oraz pozytywnie zaopiniowano raport o wynagrodzeniach. Walne zdecydowało o nieprzeznaczaniu zysku na dywidendę - cały zysk netto za 2025 r. w wysokości 67,5 mln zł został przekazany na kapitał zapasowy. W Radzie Nadzorczej doszło do odnowienia składu po wygaśnięciu kadencji. Do RN powołano Luisa Pais do Amaral, Ritę Pais do Amaral, Jorge Mora, Iwonę Srokę oraz Przemysława Budkowskiego.

Zmiany w zarządzie

Tomasz Polański został powołany 10 czerwca na kolejną kadencję członka zarządu. Z kolei Marcin Celejowski zrezygnował 28 lipca 2026 roku z funkcji członka Zarządu z powodów osobistych, a jego miejsce jako osoby odpowiedzialnej za zakupy w Grupie objęła Małgorzata Obrębska-Foltyn. Dodatkowo Rada Nadzorcza spółki 25 sierpnia 2026 r. powołała Adama Galka na Członka Zarządu odpowiedzialnego za logistykę.

Postanowienie Sądu Najwyższego

W dniu 31 sierpnia 2026 r. Sąd Najwyższy odmówił przyjęcia do rozpoznania skargi kasacyjnej Prezesa UOKiK od wyroku Sądu Apelacyjnego w Warszawie z 27 stycznia 2026 r., który oddalił apelację UOKiK od wcześniejszego wyroku Sądu Ochrony Konkurencji i Konsumentów z 19 lutego 2024 r. Wyrokiem z 19 lutego 2024 r. SOKiK w całości uchylił decyzję Prezesa UOKiK z 30 listopada 2021 r., na mocy której na Eurocash S.A. nałożono karę w wysokości 76 019 901,23 zł za rzekome nieuczciwe wykorzystywanie przewagi kontraktowej poprzez pobieranie od dostawców produktów rolnych i spożywczych opłat za wybrane usługi; stanowisko to następnie podzielił Sąd Apelacyjny w wyroku z 27 stycznia 2026 r.

Sąd Najwyższy uznał, że skarga kasacyjna Prezesa UOKiK nie spełniała ustawowych przesłanek jej rozpoznania, wskazując m.in., że przedstawione zagadnienie prawne było oderwane od realiów sprawy, a sama skarga była nieuzasadniona. W konsekwencji postępowanie zostało definitywnie zakończone, wyrok Sądu Apelacyjnego stał się ostateczny, a Eurocash nie tworzył rezerw związanych z kwestionowaną karą i dlatego informacja pozostaje bez wpływu na wyniki finansowe.

PODSUMOWANIE ZMIAN PROGNOZ

Celem Grupy jest czterokrotny wzrost wyniku EBIT w ciągu najbliższych dwóch lat, ze 160 mln zł w 2025 roku do 600 mln zł w 2027 roku. Poziom 600 mln zł stanowi cel Zarządu określony w ramach Programu Opcji Menedżerskich (MSOP), zatwierdzonego przez ZWZ Eurocash SA w dniu 15 maja 2025 roku. W naszych prognozach zakładamy niższe wartości zysku EBIT w 2027 roku. Restrukturyzacja wpływa na redukcję kosztów i to jest mierzalne i już widoczne w rachunku zysków i strat, ale z drugiej strony restrukturyzacja wpływa też na spadek sprzedaży, a wpływ tego efektu na przyszłe wyniki finansowe jest w naszej ocenie zdecydowanie mniej mierzalny.

Wyniki sprzedażowe i operacyjne za 2Q26 po skorygowaniu o czynnik jednorazowy (59 mln zł jednorazowego wpływu ze standardu MSSF 16 z rozwiązania umów leasingowych po zamkniętych sklepach) były niższe od naszych oczekiwań. Dodatkowo przeprowadzona w spółce restrukturyzacja spowodowała zmianę miksu sprzedażowego, co wpłynęło na większy spadek marży niż pierwotnie zakładaliśmy. Po uwzględnieniu wyników 2Q26 dokonujemy niewielkiej korekty w dół sprzedaży i większej korekty w zakresie oczekiwanej rentowności. 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	28 280	27 771	-2%	27 572	27 596	0%	27 157	27 458	1%
EBITDA (wg MSSF16)	762	747	-2%	811	699	-14%	854	695	-19%
marża EBITDA	2,69%	2,69%	-0,0 pp.	2,94%	2,53%	-0,4 pp.	3,15%	2,53%	-0,6 pp.
EBIT (wg MSSF16)	245	219	-10%	288	181	-37%	318	197	-38%
zysk netto	35	-50		54	-50		63	-49	

Źródło: Spółka, Noble Securities

WYNIKI 1H26

Oszczędności są widoczne, ale sprzedaż spada

W II kw. 2026 r. Eurocash odnotował ok. 7,2 mld zł przychodów (spadek o 8,7%r/r), EBITDA 202 mln zł (-12,2% r/r), EBIT 68 mln zł oraz zysk netto 1 mln zł. Marża brutto na sprzedaży w 2Q26 wyniosła 11,79% vs 12,84% w 2Q25. Spadek marży brutto na sprzedaży wynika m.in. ze zmiany miksu sprzedażowego (zamknięcie i konwersja części sklepów własnych na model franczyzowy) oraz przejściowego negatywnego efektu spadku marży pokrycia, który spółka szacuje na około 25 mln zł, będącego efektem restrukturyzacji i integracji handlowej. Pozytywny wpływ na EBIT w 2Q26 miał również jednorazowy wpływ wynikający ze standardu MSSF 16 - rozwiązanie umów leasingowych po zamkniętych sklepach w wysokości 59 mln zł. Efekt oczyszczony o MSSF16 pokazuje rzeczywisty wpływ restrukturyzacji na bieżące wyniki – EBIT przed MSSF16 w 2Q26 wyniósł -15 mln zł vs +63 mln zł przed rokiem, a w całym 1H26 wyniósł -52 mln zł vs +14 mln zł przed rokiem.

Wybrane skons. dane (mln zł)	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	r/r
Przychody	7 886	7 937	7 326	6 657	7 202	-8,7%
Zysk brutto na sprzedaży	1 013	1 031	1 014	864	849	-16,1%
marża brutto na sprzedaży	12,84%	12,99%	13,84%	12,99%	11,79%	
Koszty sprzedaży	804	818	824	729	716	-11,0%
Koszty ogólnego zarządu	134	143	101	147	133	-0,8%
EBITDA	230	232	-41	121	202	-12,2%
EBITDA (przed MSSF16)	111	109	-81	10	35	-68,4%
EBIT	82	86	-183	-12	68	-17,6%
EBIT (przed MSSF16)	63	61	-129	-37	-15	
Wynik netto	-13	7	-244	-86	1	

Źródło: Eurocash

- **Segment Hurtowy**: Sprzedaż spadła o 7,5% r/r do 5 436 mln zł. Największy regres zanotowano w Dystrybucji (-16,2% r/r) i Cash & Carry (-13,6% r/r, LFL: -10,9%) z powodu optymalizacji bazy klientów i zamykania placówek. Eurocash Service (tytoń i impulsy) wzrósł o 0,3% r/r. Raportowana EBITDA segmentu spadła o 44,9% r/r do 135,6 zł.

- **Segment Detaliczny**: Sprzedaż spadła o 14,5% r/r do 1 462 mln zł z powodu wyjścia z prowadzenia sklepów własnych (sprzedaż sklepów własnych spadła o 29,7%). Jednak rentowność segmentu uległa skokowej poprawie – EBITDA wzrosła o 77 mln zł r/r (do 173,8 mln zł). Wynik ten zawiera 59 mln zł jednorazowego wpływu ze standardu MSSF 16 (rozwiązanie umów leasingowych po zamkniętych sklepach). Po wyłączeniu wpływu MSSF16, EBITDA detalu wzrosła r/r o 18 mln zł.

- **Platformy Wzrostu**: Sprzedaż segmentu wzrosła o **1,6% r/r** do 282 mln zł, a EBITDA wyniosła 2,2 mln zł (wobec 7,6 mln zł przed rokiem).
    - **Frisco** utrzymało dynamikę wzrostu – sprzedaż zwiększyła się o 11% r/r (do 171 mln zł) przy średnim koszyku 343 zł. Spółka poprawiła EBITDA o 3,6 mln zł r/r do poziomu +1,5 mln zł, realizując cel wyjścia na próg rentowności w 2026 r.
    - **Duży Ben** zanotował spadek przychodów o 9,9% r/r, a jego strata EBITDA pogłębiła się o 7,3 mln zł r/r (do -11,3 mln zł). Słabość wynikała z kryzysu na rynku piwa i alkoholi, podwyżki akcyzy (+5% od stycznia 2026 r.), wdrożenia systemu kaucyjnego (DRS) w październiku 2025 r. oraz trwającej transformacji sieci w kierunku franczyzy.

(mln zł - przed MSSF16)	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26*	2Q26*	r/r
Przychody	**7 866**	**7 917**	**7 305**	**6 637**	**7 180**	-8,7%
Hurt	5 879	5 944	5 333	4 886	5 436	-7,5%
Detal	1 710	1 712	1 668	1 469	1 462	-14,5%
Projekty	277	261	304	282	282	1,6%
Inne						
EBIT	**63**	**61**	**-129**	**-37**	**-15**	
Hurt	127	118	36	98	68	
Detal	-14	4	-105	5	53	
Projekty	-19	-18	-8	-19	-16	
Inne	-31	-43	-52	-122	-119	
EBITDA	**111**	**109**	**-81**	**10**	**35**	-68,4%
Hurt	148	138	56	116	88	
Detal	3	19	-90	20	66	
Projekty	-13	-13	-2	-13	-12	
Inne	-26	-36	-45	-112	-107	

*Źródło: Eurocash, *wyniki segmentowe są nieporównywalne r/r (reklasyfikacja)*

ZAAWANSOWANIE REALIZACJI STRATEGII 2026-2027

W ocenie zarządu spółki, transformacja kosztowa przebiega szybciej niż pierwotny harmonogram. Z zaplanowanego do początku 2027 roku celu oszczędnościowego w kwocie 400 mln zł, Eurocash zabezpieczył już 279 mln zł (co stanowi 69% celu), w tym 200 mln zł (50%) oszczędności w pełni zrealizowanych i 79 mln zł (20%) oszczędności w aktywnej fazie wdrożenia.

Kluczowe etapy operacyjne zrealizowane w I półroczu 2026 roku:

- **Redukcja zatrudnienia**: Zwolniono **659 pracowników**, co stanowi aż 93% z całorocznego planu redukcji (707 etatów na 2026 r.). W centrali zatrudnienie zmniejszono o ok. 30% (zlikwidowano 600 z 2100 stanowisk), co dało 118 mln zł rocznych oszczędności na kosztach ogólnych.
- **Optymalizacja logistyki**: Zamknięto **4 centra dystrybucyjne**, realizując w 100% cel optymalizacji logistycznej na 2026 rok (biorąc pod uwagę 1 centrum dystrybucyjne zamknięcie w 2025 roku, sieć zmniejszyła się z 15 do 10 magazynów).
- **Sklepy własne Delikatesy Centrum**: Zamknięto **105 strukturalnie nierentownych sklepów własnych** (z czego aż 70 w samym II kwartale), co stanowi 73% celu na 2026 r. (144 sklepy) i przewyższyło plan o 31 placówek.
- **Konwersja na franczyzę**: Partnerom franczyzowym przekazano **53 sklepy** (z czego 49 w II kwartale), realizując 37% celu rocznego (145 sklepów). Na dzień 27 sierpnia 2027 roku liczba przekazanych sklepów wzrosła do 73.
- **Optymalizacja Cash & Carry**: Zamknięto **12 nierentownych hurtowni** w H1 2026 oraz kolejne 2 w lipcu (łącznie 14 z planowanych 16 na ten rok).
- **Asortyment**: Zredukowano długi ogon asortymentowy (unikalne SKU) w magazynach o 20–25% – do średnio 10 800 SKU na magazyn, co podniosło produktywność kompletacji.

Inmedio – działalność zaniechana

Inmedio zostało zaklasyfikowane do działalności zaniechanej. Przychody w 1H2026 roku tego podmiotu wyniosły 357,5 mln zł (vs 373 mln zł w 1H25), a wynik EBIT -8,2 mln zł vs -9,7 mln zł przed rokiem. W naszej ocenie trudno oczekiwać atrakcyjnej wyceny tego podmiotu bez poprawy wyników finansowych. Zamykanie nierentownych placówek może pomóc tymczasowo zmniejszyć straty operacyjne i zwiększyć atrakcyjność i wycenę dla potencjalnego przyszłego nabywcy.

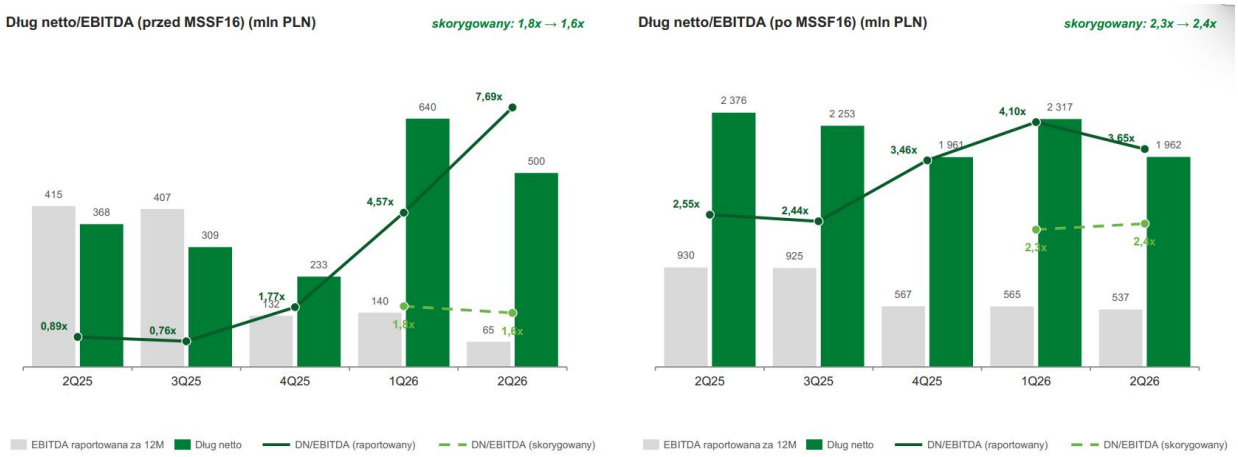
Frisco – systematycznie nabiera wartości

W 2Q26 sprzedaż Frisco wzrosła o 11% r/r. Wzrost wynikał z wyższej częstotliwości zamówień (+9% r/r) i większego średniego koszyka (+2% r/r, do 343 zł), wspieranych optymalizacją asortymentu, ekspansją w nowe kategorie produktowe i głębszą penetracją klientów. EBITDA Frisco poprawiła się o 3,6 mln zł r/r i wyniosła +1,5 mln zł w 2Q26, wobec straty 2,1 mln zł w 2Q25. Zarząd wskazuje, że Frisco jest na dobrej drodze do osiągnięcia progu rentowności w 2026 r. W ujęciu segmentowym Frisco więcej niż zniwelowało spadek przychodów Dużego Bena (−9,9% r/r), dzięki czemu całe „Platformy Wzrostu" zamknęły 2Q26 ze wzrostem sprzedaży o 1,6% r/do 282 mln zł. W naszej ocenie osiągnięcie dodatniej rentowności dodatkowo zwiększy wartość spółki Frisco.

PŁYNNOŚĆ FINANSOWA

Przepływy z działalności operacyjnej w I półroczu 2026 roku wyniosły +63 mln zł, a po uwzględnieniu wydatków dotyczących zobowiązań z tytułu leasingu, odsetek z tytułu leasingu finansowego i odsetek z tytułu umów kredytów i pożyczek wyniosły -197 mln zł. CAPEX pochłonął kolejne 45 mln zł. Grupa sfinansowała się zaciągnięciem kredytów. W ujęciu kwartalnym, przepływy z działalności operacyjnej w 1Q26 wyniosły -250 mln zł, a w 2Q26 wyniosły 313 mln zł. Zadłużenie netto na koniec półrocza wyniosło 500 mln zł (vs 640 mln zł na koniec 1Q26, 368 mln zł na koniec 1H25 i 233 mln zł na koniec 2025 roku).

Po części wzrost długu netto jest czynnikiem sezonowym, ale po części wynika z pogorszenia wyników w związku z prowadzoną restrukturyzacją. Nominalnie wskaźniki dług netto/EBITDA istotnie wzrosły w ostatnich dwóch kwartałach, spółka jednak przypisuje je trwającej restrukturyzacji i wskazuje, że skorygowane wskaźniki są na bezpiecznych poziomach. Niemniej jednak grupa stoi w obliczu odnowienia swoich limitów m.in. kredytowych – na koniec I półrocza 2026 roku zobowiązania krótkoterminowe z tytułu kredytów i pożyczek wynosiły 724 mln zł. W przypadku limitów faktoringowych warto pamiętać, że spółka wykorzystuje bardzo wysokie linie faktoringu odwrotnego (limit na koniec I półrocza 2026 roku wynosił 1 623 mln zł, a wykorzystanie 1 476 mln zł), a ewentualne zmniejszenie wykorzystania tych instrumentów może wywierać lekką presję na przepływy pieniężne w związku z koniecznością większego zaangażowania gotówki w kapitał obrotowy.



Źródło: Eurocash

POLITYKA DYWIDENDOWA

Walne zgromadzenie akcjonariuszy z dnia 10 czerwca 2026 roku zdecydowało o nieprzeznaczaniu zysku na dywidendę - cały zysk netto za 2025 r. w wysokości 67,5 mln zł został przekazany na kapitał zapasowy. Do 2025 roku spółka regularnie dzieliła się z akcjonariuszami. Obecnie jednak Eurocash przechodzi głęboką restrukturyzację i w naszym modelu nie zakładamy powrotu do dzielenia się zyskiem z akcjonariuszami w okresie wyceny.

CZYNNIKI RYZYKA

- **Ryzyko utrzymywania się wysokiej konkurencji i zmian strukturalnych na rynku** - utrzymanie trendu spadku liczby małoformatowych sklepów spożywczych w Polsce i silna konkurencja dyskontów, które odpowiadają już za blisko połowę sprzedaży FMCG w Polsce, ogranicza rynek dla małych sklepów, głównej bazy klientów Eurocash. Plany dalszego rozwoju innych przedstawicieli FMCG mogą powodować wzrost konkurencji w tym segmencie rynku.
- **Ryzyko presji kosztowej** - wzrost kosztów pracy, energii i usług zewnętrznych. Planowane podwyżki akcyzy (tytoń, alkohol) mogą obniżyć marże.
- **Ryzyko wzrostu kosztów finansowania** – wzrost stóp procentowych lub marż kredytowych może zwiększyć obciążenia finansowe dla spółki związane z finansowaniem działalności operacyjnej**.**

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_2, 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, przeciwdziała 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.

Wskaźnik	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
EPS, Adj+	0,71	-0,19	-2,42	-0,35	-0,36	-0,35
Revenue	32 452	32 241	30 024	27 771	27 596	27 458
Gross Margin %	13,6%	13,4%	13,3%	12,8%	12,9%	12,9%
Operating Profit	436	285	-43	219	181	197
EBIT	436	285	-43	219	181	197
EBITDA	1 066	934	542	747	699	695
Pre-Tax Profit	195	34	-297	-4	-42	-40
Net Income Adj+	99	-27	-336	-49	-50	-49
Net Debt	2 423	2 336	1 915	1 721	1 749	1 790
Net Debt (IRFS16)	320	251	200	287	280	255
BPS	5,7	5,3	2,7	2,4	2,0	1,6
CPS	8,2	7,3	5,7	3,9	4,4	4,3
DPS	0,44	0,90	0,21	0,00	0,00	0,00
Return on Equity %	14%	-3,4%	-45,6%	-13,0%	-15,4%	-17,6%
Return on Assets %	1,1%	-0,3%	-3,7%	-0,6%	-0,7%	-0,7%
Depreciation	559	579	524	472	468	453
Amortization	71	70	61	56	51	46
Free Cash Flow	368,0	221,6	-54,2	-87,0	6,6	25,1
CAPEX	185,3	195,8	167,7	100,0	100,0	100,0
Źródło: Eurocash, Noble Securities						

Rachunek zysków i strat	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Przychody ze sprzedaży	**32 452**	**32 241**	**30 024**	**27 771**	**27 596**	**27 458**
Zysk brutto na sprzedaży	**4 409**	**4 310**	**3 997**	**3 554**	**3 567**	**3 549**
Koszty sprzedaży	**3 481**	**3 563**	**3 284**	**2 856**	**2 856**	**2 822**
Koszty ogólnego zarzadu	**527**	**523**	**514**	**545**	**531**	**531**
Zysk ze sprzedaży	**401**	**224**	**199**	**153**	**181**	**197**
EBIT	**436**	**285**	**-43**	**219**	**181**	**197**
EBIT (przed MSSF16)	**365**	**198**	**-55**	**71**	**101**	**118**
Koszty i przychody finansowe netto	-241	-250	-253	-223	-223	-237
Zysk przed opodatkowaniem	195	34	-297	-4	-42	-40
Podatek dochodowy	-50	-32	3	29	-8	-8
Zysk netto	**99**	**-27**	**-336**	**-49**	**-50**	**-49**
Amortyzacja (MSSF16)	630	649	585	528	519	499
EBITDA	**1 066**	**934**	**542**	**747**	**699**	**695**
EBITDA (przed MSSF16)	**587**	**417**	**140**	**269**	**292**	**283**
Źródło: Eurocash (2023-25), Noble Securities (2026P-2028P)						

Bilans	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Aktywa	**9 056**	**9 159**	**8 160**	**7 529**	**7 497**	**7 509**
Aktywa trwałe	**5 148**	**4 989**	**4 532**	**4 204**	**4 185**	**4 187**
Wartosci niematerialne i prawne	2 440	2 368	2 354	2 324	2 298	2 277
Rzeczowe składniki majątku trwałego	2 583	2 509	2 055	1 758	1 765	1 787
Inne aktywa trwałe	125	113	122	122	122	122
Aktywa obrotowe	**3 908**	**4 170**	**3 628**	**3 325**	**3 312**	**3 323**
Zapasy	1 999	1 997	1 669	1 553	1 541	1 533
Należności handlowe	1 592	1 418	1 337	1 236	1 229	1 222
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	274	403	355	268	275	300
Inne aktywa obrotowe	44	352	267	267	267	267
Pasywa	**9 056**	**9 159**	**8 160**	**7 529**	**7 497**	**7 509**
Kapitał własny razem	**800**	**737**	**377**	**328**	**277**	**228**
Zobowiązania długookresowe	**2 147**	**2 046**	**1 489**	**1 207**	**1 242**	**1 309**
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	487	400	137	137	137	137
Leasing	1 628	1 633	1 309	1 027	1 062	1 129
Inne	32	13	43	43	43	43
Zobowiązania krótkookresowe	**5 990**	**6 251**	**6 181**	**5 864**	**5 831**	**5 810**
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	106	254	418	418	418	418
Leasing	475	452	407	407	407	407
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	4 655	4 840	4 562	4 245	4 212	4 191
Inne	754	704	794	794	794	794
Źródło: Eurocash (2023-25), Noble Securities (2026P-2028P)						

Rachunek przepływów pieniężnych	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Zysk netto przed opodatkowaniem	195	35	-296	-4	-42	-40
Amortyzacja	630	649	585	528	519	499
Zmiana kapitału obrotowego	173	207	324	-101	-13	-7
Inne	141	123	176	114	144	144
CF operacyjny	**1 139**	**1 014**	**789**	**538**	**607**	**595**
CAPEX	-185	-196	-168	-100	-100	-100
Dezinwestycje i inne	10	3	4	0	0	0

CF inwestycyjny	**-175**	**-193**	**-164**	**-100**	**-100**	**-100**
Podwyższenie kapitału	0	0	0	0	0	0
Zmiana zadłużenia odsetkowego	-220	71	32	0	0	0
Płatności z tytułu leasingu i inne	-585	-597	-676	-525	-500	-470
Dywidenda i inne wypłaty dla właścicieli	-62	-126	-29	0	0	0
CF finansowy	**-867**	**-651**	**-673**	**-525**	**-500**	**-470**
CF	**96**	**170**	**-48**	**-87**	**7**	**25**
Stan środków pieniężnych na początek okresu	178	274	403	355	268	275
Stan środków pieniężnych na koniec okresu	274	403	355	268	275	300
Źródło: Eurocash (2023-25), Noble Securities (2026P-2028P)						

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	19,09	4%	25.08.2026	12M	Michał Sztabler
Inter Cars	Akumuluj	1117,00	977,00	935,00	19%	13.08.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Auto Partner	Akumuluj	34,90	29,60	29,50	18%	06.08.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
XTB	Akumuluj	151,70	138,00	183,12	-17%	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	103,20	48%	23.07.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
PGE	Trzymaj	9,56	9,63	10,69	-11%	06.07.2026	12M	Michał Sztabler
11 bit studios	Redukuj	116,00	138,00	130,90	-11%	25.06.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Unibep	Kupuj	16,00	12,80	13,60	18%	24.06.2026	12M	Dariusz Nawrot
Ailleron	Trzymaj	16,80	16,10	15,54	8%	23.06.2026	12M	Dariusz Dadej
CD Projekt	Akumuluj	250,00	226,00	233,20	7%	18.06.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Pepco Group	Redukuj	27,90	34,30	42,83	-35%	09.06.2026	12M	Dariusz Dadej
Selvita	Kupuj	41,90	30,30	26,95	55%	09.06.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	31,40	17,40	18,24	72%	27.05.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	Akumuluj	21,52	18,65	21,00	2%	26.05.2026	12M	Michał Sztabler
Captor Therapeutics	Kupuj	110,80	78,00	71,50	55%	25.05.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Apator	Akumuluj	30,31	25,75	27,75	9%	21.05.2026	12M	Michał Sztabler
Eurocash	Akumuluj	6,30	5,40	5,38	17%	19.05.2026	12M	Dariusz Dadej
Amica	Kupuj	74,00	51,70	49,30	50%	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	403,50	13%	12.05.2026	12M	Dariusz Dadej
Creepy Jar	Trzymaj	616,00	598,00	528,00	17%	11.05.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Creotech Instruments	Trzymaj	667,00	640,00	712,00	-6%	08.05.2026	12M	Krzysztof Radojewski
MCI Capital ASI	Kupuj	39,90	26,90	29,10	37%	06.05.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Unibep	Akumuluj	17,50	14,74			21.04.2026	12M	Dariusz Nawrot
Answear.com	Akumuluj	20,70	17,98	21,55	-4%	21.04.2026	12M	Dariusz Dadej
Molecure	Kupuj	7,50	5,20	6,05	24%	20.04.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Huuuge Games	Akumuluj	25,60	23,00	21,15	21%	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	29,50	-17%	16.04.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Tauron PE	Redukuj	9,37	10,33	8,29	13%	09.04.2026	12M	Michał Sztabler
LPP	Akumuluj	26300,00	22500,00	20760,00	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	9,47	64%	27.03.2026	12M	Dariusz Nawrot
Dino Polska	Akumuluj	46,90	41,50	35,57	32%	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	3,78	32%	16.03.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Bioton	Kupuj	4,98	4,10	3,78	32%	16.03.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Budimex	Sprzedaj	619,00	785,00	714,80	-13%	05.03.2026	12M	Dariusz Nawrot
Bogdanka	Sprzedaj	13,97	20,00	24,25	-42%	26.02.2026	12M	Michał Sztabler
Wielton	Akumuluj	7,25	6,07	5,30	37%	16.02.2026	12M	Michał Sztabler
Forte	Redukuj	19,60	23,30	15,95	23%	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
Answear.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

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
Ifl – 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 WPŁYNĄĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ RAPORTU

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

Analityk nie jest stroną jakiejkolwiek 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.noblesecuritis.pl w zakładce: *Dom maklerski/Regulamin maklerski/Dokumenty.*

Na życzenie Klienta, NS przekaże 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 regulująca 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

Analitycy sporządzający Raport: Krzysztof Radojewski - Zastępca Dyr. Dep. Analiz i Doradztwa Noble Securities S.A.
Zakończenie sporządzania Raportu nastąpiło 10.09.2026 o godz. 08:30. Pierwsze rozpowszechnienie raportu nastąpiło 10.09.2026 godz. 08:40.
Autorskie prawa majątkowe do Raportu przysługują Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Rozpowszechnianie lub powielanie Raportu (w całości lub w jakiejkolwiek części) bez uprzedniej pisemnej zgody Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. jest zabronione.
Noble Securities S.A. podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

Ostatnio wydana rekomendacja/aktualizacja dla Eurocash S.A.							
Rekomendacja/aktualizacja	Kupuj	Trzymaj	Trzymaj	Redukuj	Akumuluj	Akumuluj	Akumuluj
Data wydania	2023-03-21	2023-09-19	2024-03-19	2024-09-09	2025-03-19	2025-09-15	2026-05-19
Kurs z dnia rekomendacji	13,8	14,8	15,01	9,62	9,32	8,1	5,4
Cena docelowa	18,7	15	15,7	8,1	9,9	9,5	6,3
WIG w dniu rekomendacji	57317,98	66136,36	79698,76	81968,31	98439,39	107484,1	131727,2

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

Michał Sztabler
michal.sztabler@noblesecurities.pl
tel.: +48 667 852 196
Spółki przemysłowe, energetyka, wydobycie

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

Mateusz Chrzanowski, DI
mateusz.chrzanowski@noblesecurities.pl
tel.: +48 785 904 686
Przemysł, automotive, gamedev, XTB

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