



AKUMULUJ
(Aktualizacja – podtrzymana)

Eurocash – nowa 3-letnia strategia w listopadzie br.

Aktualizując prognozy nie oczekujemy poprawy po przychodowej stronie. Natomiast biorąc pod uwagę trwające procesy w spółce pod kątem efektywności kosztowej, większej poprawy należałoby oczekiwać na poziomie EBITDA. Dane za 2Q25 opublikowane pod koniec sierpnia br. zdają się potwierdzać taką tezę. W wyniku aktualizacji obniżamy wycenę z 9,9 zł do 9,5 zł na akcję i ze względu na 17% potencjał wzrostowy, podtrzymujemy rekomendację AKUMULUJ. Równocześnie rozpoczynamy pokrycie analityczne spółki w ramach Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego GPW.

Prognozy wyników 2025 roku

Ze względu na utrzymującą się przewagę dyskontów nad mniejszymi sklepami oraz uwzględniając zamiar Zarządu skupienia się na poprawie rentowności nawet przy przychodach, które byłyby stałe albo niższe, uważamy, że nawet przy nieco rosnącym w siłę konsumencie Eurocashowi trudno będzie istotnie poprawiać sprzedaż. Dlatego też, uwzględniając wyniki 1H25 obniżamy prognozy przychodów na 2025 rok do poziomu 31 130 mln zł (-3% r/r). Uwzględniając presję na rentowność szczególnie w pierwszej połowie roku, zakładamy 13,3% marży brutto i 2,9% marży EBITDA co oznacza osiągnięcie 917 mln zł wyniku EBITDA w całym roku. Przy naszych założeniach wynik netto powinien wynieść 21,5 mln zł.

Cele i założenia Zarządu Grupy

Zarząd koncentruje się na zwiększeniu rentowności niezależnie od poziomu przychodów, poprzez dyscyplinę kosztową, optymalizację operacyjną i wzrost efektywności. Celem jest wyższa EBITDA i wynik netto rok do roku. Zarząd sygnalizuje obawy o możliwość budowania wzrostu sprzedaży w 2026 r. z uwagi na planowane podwyżki akcyzy na alkohole oraz wdrożenie systemu kaucyjnego, co może wpłynąć na konsumpcję i wolumen.

Planowane nakłady inwestycyjne

Na 2025 rok Grupa Eurocash planuje nakłady inwestycyjne (CAPEX) na poziomie zbliżonym do roku poprzedniego, czyli około 200 mln zł. Wartość ta uwzględnia m.in. wewnętrzną akwizycję – przejście dodatkowych 30% udziałów w spółce Rogala, co kosztowało ponad 50 mln zł. Dodatkowo, w ramach strategii wzmacniania efektywności operacyjnej, Eurocash inwestuje 40 mln zł w modernizację 4 tys. sklepów partnerskich (ABC, Groszek, Euro Sklep), rozwój narzędzi cyfrowych oraz działania promocyjne pod marką „Moje Sklepy”. Grupa zamierza podać więcej informacji na temat wielkości CAPEX w latach kolejnych przy okazji publikacji nowej strategii.

Nowa 3-letnia strategia zapowiedziana na 4Q25

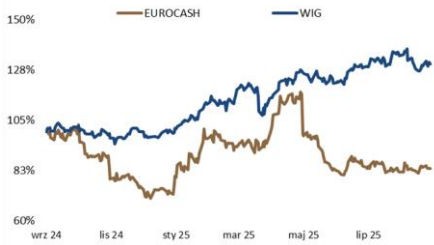
Grupa Eurocash planuje publikację nowej strategii w listopadzie 2025 roku, koncentrując się na poprawie rentowności, niezależnie od poziomu przychodów. Jak podkreśla Zarząd, celem jest zwiększenie efektywności operacyjnej i wypracowanie wyższej EBITDA oraz wyniku netto, nawet przy stabilnych lub niższych obrotach. Strategia ma odpowiadać na wyzwania związane z presją kosztową i zmieniającym się otoczeniem rynkowym, stawiając na optymalizację działań w segmentach Hurt i Detal. W nowej strategii Eurocash zamierza kontynuować działania wspierające rozwój Frisco i Dużego Bena, przy jednoczesnym nacisku na rentowność.

Wartość akcji Eurocash SA oszacowaliśmy na podstawie wyceny metodami: DCF (9,3 zł) oraz porównawczą (8,7 zł), co po zważeniu równymi wagami dało 9-miesięczną cenę docelową równą 9,5 zł.

Wyniki (mln zł)	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży	30 858	32 452	32 241	31 130	30 495	30 049
EBITDA	1 000	1 066	934	917	974	965
zysk netto przyp. na akcj. jedn. dom.	67	99	-27	20	56	77
DPS (zł)	0,08	0,44	0,90	0,00	0,00	0,00
P/E (x)	28,2	23,4	-37,1	56,7	20,0	14,7
P/E/G (x)	20,0	21,9	-42,3	57,7	18,8	14,8
EV/EBITDA (x)	4,8	4,7	3,8	3,9	3,7	3,8
EV/EBIT (x)	12,0	11,4	12,5	10,7	10,0	10,3

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

Cena bieżąca	8,10 zł
Cena docelowa (9M)	9,50 zł
Potencjał wzrostu	+17%
Kapitalizacja	1 127 mln zł
Free float	54,8%
Śr. wolumen 6M	233 673



Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities

PROFIL SPÓŁKI

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

STRUKTURA AKCJONARIATU

Luis Amaral	44,04%
Pozostali	55,96%

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg,

Dariusz Dadej

Analityk

dariusz.dadej@noblesecurities.pl

+48 602 445 334

SPIS TREŚCI

WYCENA..... 3

WYCENA METODĄ DCF 3

WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ..... 5

MODEL BIZNESOWY I STRATEGIA..... 6

PODSUMOWANIE ZMIAN PROGNOZ..... 7

KWARTALNA CYKLICZNOŚĆ..... 10

SZACUNKOWE WYNIKI 4Q24 i 2024 ROKU..... 7

ROZWÓJ SEGMENTU PROJEKTY 10

POLITYKA DYWIDENDOWA 11

40 MLN ZŁ NA MODERNIZACJĘ I ROZWÓJ SIECI PARTNERSKICH 11

ZAGROŻENIA I RYZYKA..... 11

ŚRODOWISKO, SPOŁECZNA ODPOWIEDZIALNOŚĆ, ŁAD KORPORACYJNY (ESG)..... 12

DANE RYNKOWE I OPERACYJNE..... 13

TABELE Z PROGNOZAMI..... 14

WYCENA

Akcje Eurocash wyceniliśmy przy wykorzystaniu 2 metod: DCF oraz porównawczej przypisując im równe wagi (0,5) wyznaczając 9-miesięczną cenę docelową równą 9,50 zł. Konsekwentnie zwracamy uwagę na wysoką wrażliwość wyceny nawet na niewielką poprawę w obszarze marży czy kosztów.

W tabeli poniżej prezentujemy podsumowanie wyceny:

Podsumowanie wyceny	Waga (x)	Wycena 1 akcji (zł)	Poprzednio	Zmiana %
Wycena DCF	0,50	9,3	9,7	-5%
Wycena porównawcza	0,50	8,7	9,0	-4%
Średnia ważona metod		9,0	9,4	-4%
Cena docelowa (9M)		9,5	9,9	-4%
Cena aktualna		8,1	9,3	-13%
Potencjał		17%	6%	

Źródło: Noble Securities

WYCENA METODĄ DCF

Założenia do modelu:

- Wartość przepływów pieniężnych dyskontowana na 15 września 2025 r. (poprzednio 19 marca 2025 r.),
- CAPEX powiększamy o wydatki dotyczące zobowiązań z tytułu leasingu,
- Dług netto (MSR17) na dzień 31.12.2024 r. w wysokości 456 mln zł,
- Udziałowcy mniejszościowi – udziały oszacowane łącznie na 218 mln zł (poprzednio 203 mln zł),
- Długoterminowa stopa wzrostu po okresie prognozy równa 1% (bez zmian), stopa wolna od ryzyka na poziomie 5,461% (poprzednio 5,902%), premia za ryzyko w wysokości 5,46% (poprzednio 5,46%), beta na poziomie 1,0-1,2 (dla DN/EBITDA >3 przyjmujemy 1,2; dla >2 i <=3 przyjmujemy 1,1; dla <=2 przyjmujemy 1,0), koszt długu 8,0% (bez zmian).

WYCENA DCF

DCF (mln. zł)	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przychody ze sprzedaży	31 130	30 495	30 049	30 100	30 188	30 319	30 500	30 740	31 049	31 437
NOPAT	251	271	265	250	250	252	244	237	229	221
Amortyzacja	582	613	613	666	655	644	635	626	618	611
Zmiany KON	-14	-104	-93	-67	-66	-64	-63	-62	-61	-60
CAPEX+płatności leasingowe	-631	-626	-621	-618	-610	-603	-597	-593	-588	-611
FCFF	188	153	163	230	229	228	218	208	197	162
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	0,80	0,72	0,65	0,59	0,54	0,49	0,44	0,40
DFCFF	183	134	130	166	150	135	117	101	87	65
SUMA DFCFF do 2034	1 269									
Wzrost FCFF po okresie prognozy	1%									
Wartość rezydualna na 2034	1 741									
Zdyskontowana wartość rezydualna	696									
Wartość Firmy (EV)	1 965									
Dług netto (MSR17) 31.12.2024	456									
Udziałowcy mniejszościowi	219									
Wartość kapitałów własnych	1 289									
Liczba akcji (w mln.)	139,2									
Wartość na 1 akcję	9,3									

Analiza wrażliwości

	Stopa wzrostu rezydualna				
	0%	0,5%	1%	1,5%	2%
WACC - 1,0%	9,9	10,2	10,5	10,8	11,2
WACC - 0,5%	9,3	9,6	9,8	10,1	10,5
WACC	8,8	9,0	9,3	9,5	9,8
WACC + 0,5%	8,3	8,5	8,7	9,0	9,2
WACC + 1,0%	7,9	8,1	8,2	8,4	8,7

Źródło: Noble Securities

Poniżej prezentujemy analizę wrażliwości modelu DCF w zależności od stopy wolnej od ryzyka oraz premii za ryzyko:

Analiza wrażliwości					
	Stopa wolna od ryzyka				
	3,5%	4,5%	5,5%	6,5%	7,5%
MRP - 1,0%	12,9	11,5	10,3	9,3	8,5
MRP - 0,5%	12,1	10,8	9,8	8,9	8,1
Premia za ryzyko	11,4	10,2	9,3	8,4	7,7
MRP + 0,5%	10,7	9,7	8,8	8,0	7,4
MRP + 1,0%	10,1	9,2	8,4	7,7	7,1

Źródło: Noble Securities

Poniżej prezentujemy analizę wrażliwości modelu DCF w zależności od stopy wolnej od ryzyka oraz premii za ryzyko:

Analiza wrażliwości						
		Δ marża brutto od 2028				
		-0,03%	0,00%	-0,03%	-0,07%	-0,10%
Δ koszty sprzedaży /przychody od 2028	0,10%	2,9	5,0	2,9	0,9	-1,2
	0,05%	6,1	8,1	6,1	4,0	2,0
	0,00%	9,3	11,3	9,3	7,2	5,2
	-0,05%	12,4	14,5	12,4	10,4	8,3
	-0,10%	15,6	17,6	15,6	13,5	11,5

Źródło: Noble Securities

Poniżej prezentujemy kalkulację kosztu kapitału własnego oraz WACC:

WACC	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Stopa wolna od ryzyka	5,46%	5,46%	5,46%	5,46%	5,46%	5,46%	5,46%	5,46%	5,46%	5,46%
Premia za ryzyko	5,46%	5,46%	5,46%	5,46%	5,46%	5,46%	5,46%	5,46%	5,46%	5,46%
Beta	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Koszt kapitału własnego	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%
Efektywna stopa podatkowa	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Koszt długu	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Koszt długu po tarczy	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Dług netto/EV	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
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. Z przeprowadzonej analizy z wykorzystaniem wskaźników P/E, PEG oraz EV/EBIT lata 2025-2027 wynika, spółka na bazie naszych prognoz notowana jest obecnie z premią do spółek porównywalnych. Przy czym zwracamy uwagę, że na potrzeby wyliczeń wskaźnika PEG za G przyjmujemy roczną dynamikę EBITDA. Do wyceny uwzględniamy lata 2025-2027 (bez zmian) i wskaźniki w równych wagach.

Poniżej prezentujemy podsumowanie wyceny porównawczej:

Spółka	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBIT (x)			P/E/G (x)		
		2025P	2026P	2027P	2025P	2026P	2027P	2025P	2026P	2027P
AXFOOD AB	25 545	26,6	22,9	20,5	25,6	19,2	17,4	23,1	21,2	19,5
BIM	27 300	13,1	8,8	9,2	29,0	12,4	7,6	9,8	5,8	7,1
CARREFOUR SA	38 241	8,0	6,9	6,2	6,9	6,4	5,8	7,9	6,7	6,0
CASINO GUICHARD	876				28,1	33,1				
COLRUYT SA	19 951	13,6	12,4	11,8	11,0	10,4	9,7	13,1	12,0	11,3
DINO POLSKA SA	45 755	25,5	20,2	16,8	19,6	15,7	12,8	20,8	16,5	14,0
PEPCO GROUP NV	11 618	19,7	10,2	9,1	53,7	9,5	8,4	20,6	9,3	8,8
JERONIMO MARTINS	58 068	18,8	16,4	14,3	13,4	11,8	10,6	17,2	14,9	13,2
KESKO OYJ-B	31 654	16,7	14,9	13,7	16,0	14,5	13,5	16,4	13,8	13,1
KONINKLIJKE AHOL	132 250	13,2	12,3	11,4	12,7	12,5	11,8	12,9	12,0	11,1
B&M EUROPEAN	12 129	7,3	7,6	7,1	5,6	5,6	5,3	7,3	7,5	6,9
CENTRAL RETAIL C	16 135	17,0	15,3	14,1	15,8	14,6	13,6	17,2	14,6	13,6
SAINSBURY PLC	36 338	14,5	14,4	12,4	11,6	12,6	11,3	14,0	14,4	11,9
SONAE	11 233	10,2	9,3	8,8	9,8	9,4	6,4	9,1	8,8	8,4
TESCO PLC	141 090	16,4	16,2	14,6	12,3	13,0	12,3	15,9	16,3	14,0
TARGET CORP	147 749	10,3	12,1	11,3	9,8	10,9	10,8	9,9	12,7	11,1
EUROPRIS ASA	6 344	19,6	15,1	12,9	14,7	12,2	9,9	16,9	13,2	11,8
ŚREDNIA		15,7	13,4	12,2	16,7	12,9	11,8	14,5	12,5	11,4
Eurocash	1 127	56,7	20,0	14,7	10,7	10,0	10,3	57,7	18,8	14,8
Premia/dyskonto do średniej (%)		262%	49%	21%	-36%	-22%	-12%	298%	51%	31%
Implikowana wartość godziwa Eurocash		2,2	5,5	6,7	22,7	15,4	11,8	2,0	5,4	6,2
Implikowana wartość godziwa Eurocash		8,7								

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities, dane na 2025.09.15 godz. 13:02

MODEL BIZNESOWY I STRATEGIA

Grupa Eurocash jest największym w Polsce dystrybutorem produktów szybkozbywalnych (FMCG – Fast Moving Consumer Goods), łączącym działalność hurtową i detaliczną. Grupa opiera swój model na połączeniu skali działania w hurtowej dystrybucji z bliskością lokalnych sklepów niezależnych. Strategia spółki ukierunkowana jest na integrację hurtu, rozwój franczyzy, transformację cyfrową oraz zrównoważony rozwój. Pomimo niesprzyjających w ostatnim czasie warunków makroekonomicznych, Eurocash konsekwentnie buduje fundamenty pod długoterminowy wzrost i utrzymanie pozycji lidera w polskim handlu FMCG.

Model biznesowy Grupy Eurocash

Model biznesowy Grupy Eurocash opiera się na synergii działalności hurtowej i detalicznej, które wzajemnie się uzupełniają. Kluczowym elementem jest wsparcie niezależnych detalistów poprzez dostarczanie towarów, usług logistycznych oraz nowoczesnych narzędzi technologicznych.

Struktura działalności. Eurocash działa w czterech głównych segmentach:

- Hurt (72% przychodów, 23,1 mld zł w 2024 r.),
- Detal (25% przychodów, 7,9 mld zł),
- Platformy Wzrostu, czyli innowacyjne projekty jak Frisco i Duży Ben (3% przychodów),
- Inne – działalność wspierająca i serwisowa.

Sieć sprzedaży i skala działania. Na koniec 2024 r. Grupa posiadała 170 hurtowni Cash & Carry oraz ponad 15,6 tys. sklepów własnych, franczyzowych i partnerskich, działających m.in. pod markami ABC, Groszek, Euro Sklep, Lewiatan, Delikatesy Centrum, Inmedio oraz Duży Ben.

Oferta i wartość dodana. Model biznesowy nie ogranicza się wyłącznie do sprzedaży towarów. Eurocash buduje ekosystem usług dla detalistów, obejmujący rozwiązania technologiczne (EuroPlatforma, systemy POS), wsparcie marketingowe, szkolenia (Akademia Umiejętności Eurocash) oraz grupy zakupowe.

Struktura przychodów. W 2024 r. 59% przychodów Grupy pochodziło z żywności i napojów, 38% z artykułów impulsowych (tytoń, karty, doładowania), a 2% z produktów nieżywnościowych.

Strategia Grupy Eurocash

Grupa Eurocash planuje publikację **nowej 3-letniej strategii w listopadzie 2025 r.** Według zapowiedzi przedstawicieli spółki w nowej strategii Grupa będzie się skupiała m.in. na tym jak poprawić rentowność, nawet przy przychodach, które byłyby stałe albo niższe. Aktualnie obowiązująca Strategia Eurocash na lata 2023–2025 koncentruje się na utrwaleniu pozycji lidera w segmencie hurtowym i dalszym wspieraniu handlu niezależnego poprzez rozwój franczyzy i inwestycje w transformację cyfrową.

Cele strategiczne. Strategia na lata 2023–2025 zakłada trzy główne kierunki rozwoju:

1. Rozwój hurtu i modelu omnichannel B2B,
2. Wzmacnianie sieci franczyzowych i partnerskich,
3. Transformacja cyfrowa i rozwój e-commerce.

Dodatkowo, spółka dąży do poprawy rentowności działalności niestrategicznej, utrzymania bezpiecznej struktury finansowania (1,5x Dług Netto/EBITDA) i powrotu do regularnej dywidendy.

Kierunki rozwoju

Hurt: integracja Cash & Carry i Eurocash Dystrybucja, digitalizacja zamówień.

Franczyza: rozwój marek ABC, Lewiatan, Euro Sklep, Gama i Delikatesy Centrum.

E-commerce: rozwój Frisco jako lidera e-grocery.

Projekty: ekspansja sieci Duży Ben.

Zrównoważony rozwój (ESG). Eurocash zaktualizował strategię ESG, koncentrując się na redukcji emisji CO2, optymalizacji logistyki, etyce w łańcuchu dostaw, różnorodności i wsparciu społeczności lokalnych. Raportowanie ESG odbywa się zgodnie z dyrektywą CSRD oraz standardami ESRS.

Ryzyka strategiczne.

Najważniejsze wyzwania obejmują: presję ze strony dyskontów (47% rynku FMCG w Polsce), spadek liczby niezależnych sklepów, wzrost kosztów pracy i energii, potencjalny wzrost akcyzy i podatków oraz konieczność dalszych inwestycji w cyfryzację.

PODSUMOWANIE PROGNOZ

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

Założenia do prognozy wyników:

- **Sprzedaż:** w 2025, 2026 i 2027 roku zakładamy spadki odpowiednio 3%, 2% i 1% r/r oraz stabilny/lekko rosnący wzrost sprzedaży w okresie 2028-2034 – dynamiki średnio na poziomie 0,6% r/r i stabilną marżę brutto ~13,2% w okresie prognozy, wskazując iż średnia wartość od 2018 do 2024 roku wynosiła właśnie 13,2%.
- **Marża EBITDA:** biorąc pod uwagę działania Zarządu zakładamy lekki wzrost w okresie prognozy (średnio 3,12% vs 3,08% średnio w latach 2019-2024).

	2025 Stara	2025 Nowa	zmiana	2026 Stara	2026 Nowa	zmiana	2027 Stara	2027 Nowa	zmiana
Przychody	33 648	31 130	-7%	34 833	30 495	-12%	35 958	30 049	-16%
Hurt	23 748	22 832	-4%	24 123	22 027	-9%	24 433	21 724	-11%
Detal	8 513	7 304	-14%	8 988	7 346	-18%	9 387	7 213	-23%
EBITDA	1 049	917	-13%	1 088	974	-10%	1 100	965	-12%
Hurt	853	781	-8%	863	794	-8%	874	781	-11%
Detal	428	314	-27%	448	368	-18%	467	361	-23%
Projekty i inne	-232	-178	-23%	-223	-187	-16%	-241	-177	-27%
marża EBITDA	3,12%	2,95%	-5%	3,12%	3,19%	2%	3,06%	3,21%	5%
Hurt	3,59%	3,42%		3,58%	3,60%		3,58%	3,59%	
Detal	5,02%	4,30%		4,99%	5,00%		4,98%	5,01%	
EBIT	395	335	-15%	400	361	-10%	413	353	-15%
zysk netto	64	21	-67%	79	61	-23%	124	83	-33%

Źródło: Spółka, Noble Securities

Wybrane dane finansowe (mln zł)	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25P	1Q26P	2Q26P	3Q26P	4Q26P	1Q27P	2Q27P	3Q27P	4Q27P
Przychody	6 874	7 886	8 459	7 911	6 689	7 602	8 326	7 878	6 801	7 412	8 146	7 690
Hurt	4 982	5 879	6 231	5 741	4 675	5 570	6 110	5 672	4 838	5 414	5 959	5 513
Detal	1 772	1 710	1 960	1 863	1 735	1 758	1 951	1 902	1 686	1 725	1 926	1 875
Projekty i inne	120	298	268	307	279	275	265	303	278	272	261	302
zysk brutto na sprzedaży	940	1 013	1 097	1 103	887	1 000	1 080	1 098	902	975	1 057	1 072
marża	13,7%	12,8%	13,0%	13,9%	13,3%	13,1%	13,0%	13,9%	13,3%	13,1%	13,0%	13,9%
koszty sprzedaży	838	804	854	854	772	790	840	850	785	770	822	830
koszty ogólnego zarządu	136	134	126	126	118	125	124	125	119	122	121	122
zysk netto na sprzedaży	-34	75	118	124	-3	85	116	123	-3	83	113	120
pozostałe przychody i koszty oper.	5	8	13	27	7	-7	13	27	7	-7	13	26
EBIT	-29	82	131	150	4	78	129	150	4	76	126	146
EBITDA	121	230	273	294	161	232	279	301	161	230	276	298
Hurt	125	198	232	227	137	205	227	224	142	200	222	218
Detal	37	56,6	100	121	58	87	99	123	56	86	98	121
Projekty i inne	-41	-25	-59	-54	-34	-60	-48	-46	-37	-55	-44	-41
przychody i koszty finansowe	-62	-72	-68	-68	-62	-62	-62	-62	-53	-53	-53	-53
Udział w z/s jedn. wyc. mpw	0	0	-0,9	0,0	-0,7	-0,6	-0,9	0,0	-0,7	-0,6	-0,9	0,0
zysk brutto	-91	10	62	83	-58	16	66	88	-50	22	72	93
podatek	-9	8	17	21	5	5	18	22	4	7	20	24
zysk netto	-87	-4	45	62	-63	11	48	66	-54	15	52	69

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

WYNIKI 2Q25:

Spadająca sprzedaż, dyscyplina kosztowa i zdarzenia jednorazowe.

Raportowane wyniki za 2Q25 oceniamy lekko negatywnie. Pomimo oczekiwania na wyraźniejszą poprawę, dane 2Q poza wynikiem operacyjnym plasują się generalnie poniżej analogicznego okresu roku poprzedniego. Zwraca uwagę wciąż słaba sprzedaż porównywalna, co najprawdopodobniej należy wiązać z dalszą utratą udziałów rynkowych. LFL dla hurtowni dyskontowych Eurocash Cash&Carry wyniosły -11,5% w 2Q25. Sprzedaż detaliczna realizowana przez sklepy „Delikatesy Centrum” w ujęciu LFL wzrosła jedynie o 1,5%. Z drugiej spółka utrzymuje dyscyplinę kosztową (koszty sprzedaży -11% r/r), co pozwala na poprawę marży EBIT i EBITDA. Wynik operacyjny i EBITDA plasuje się powyżej rynkowego konsensusu. Dodatkowo w raportowanych danych widoczny

jest jednorazowy wpływ w wysokości 9,0 mln zł z tytułu działań optymalizacyjnych związanych z zamknięciem nierentownych sklepów Delikatesy Centrum (19 w 2 kw. '25, oprócz 16 w 1Q'25). Zysk netto natomiast został obciążony negatywnym wpływem różnic kursowych w wysokości 4 mln zł (związanych z IFRS16). Wskaźnik zadłużenia Netto / EBITDA pozostaje stabilny - wyniósł 0,89x przed IFRS16 i 2,56x po IFRS16 w 2 kw. '25. Operacyjny CF jest 16% słabszy r/r ale cykl konwersji gotówki poprawił się o 4,09 dnia r/r do -25,4, zgodnie ze strategią optymalizacji kapitału obrotowego. Po raz pierwszy w historii segment projektów wzrostowych (Frisco, Duży Ben) osiągnął dodatni wynik EBITDA w 2Q (2 mln zł wobec -5 mln zł przed rokiem).

Wybrane dane finansowe (mln zł)	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	r/r	Δ	2Q25P	2QvsNS	Kons.2Q	2Q vs. kons.	2024	2025P	25r/r
Przychody	8 167	8 495	7 954	6 874	7 886	-3%	-281	8 563	-8%	8 287,8	-5%	32 241	32 306	0%
Hurt	5 960	6 135	5 612	4 982	5 879	-1%	-82	6 104				23 128	23 204	0%
Detal	1 928	2 068	2 013	1 772	1 710	-11%	-218	2 129				7 925	8 025	1%
Projekty i inne	279	292	329	120	298	7%	19	329				1 189	1 077	-9%
zysk brutto na sprzedaży	1 067	1 097	1 138	940	1 013	-5%	-54	1 126				4 310	4 356	1%
marża	13,1%	12,9%	14,3%	13,7%	12,8%		-0,002	13,1%				13,4%	13,5%	
koszty sprzedaży	891	904	889	838	804	-10%	-86	888				3 563	3 486	-2%
koszty ogólnego zarządu	128	141	99	136	134	4%	5	142				523	537	3%
zysk netto na sprzedaży	48	51	149	-34	75	56%	27	96				224	333	49%
pozostałe przychody i koszty oper.	15	32	11	5	8	-48%	-7	-8				61	39	-36%
EBIT	63	83	160	-29	82	32%	20	88	-6%	67,7	22%	285	372	31%
EBITDA	226	244	325	121	230	2%	4	253	-9%	223,6	3%	934	1 007	8%
Hurt	186	197	233	125	198	6%	12	225				759	814	7%
Detal	81	87	138	37	57	-30%	-25	106				307	381	24%
Projekty i inne	-42	-41	-46	-41	-25	-41%	17	-78				-182	-188	3%
przychody i koszty finansowe	-61	-62	-63	-62	-72	18%	-11	-68				-250	-266	6%
Udział w z/s jedn. wyc. mpw	1	0	0	0	0		-1	-0,6				1	-1	
zysk brutto	2	21	97	-91	10	378%	8	19				35	105	195%
podatek	2	6	21	-9	8	302%	6	6				32	44	39%
zysk netto	0	15	76	-87	-4		-4	13	*	4,6		3,8	55,5	

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

Przychody ze sprzedaży Eurocash w 2Q25 wyniosły 7 886 mln zł co oznacza spadek o 3 % rok do roku wg danych raportowanych.

W 2 kwartale 2025 r. sprzedaż zewnętrzna towarów segmentu Hurt wyniosła 5 879 mln zł i spadła o 1 % w porównaniu do 2 kwartału 2024 r. Sprzedaż zewnętrzna towarów realizowana przez segment Detal w 2 kwartale 2025 r. wyniosła 1 710 mln zł i spadła o 11% r/r.

Sprzedaż towarów w segmencie projektów osiągnęła 277,5 mln zł w 2 kwartale 2025 r., w porównaniu do 253,3 mln zł rok wcześniej, co przełożyło się na wzrost o 9,6% r/r.

Dynamika sprzedaży LFL dla stałej liczby hurtowni dyskontowych Eurocash Cash&Carry wyniosła -11,2% w 2 kwartale 2025 r. Wzrost sprzedaży detalicznej realizowanej przez sklepy „Delikatesy Centrum” w ujęciu LFL wyniósł 1,5% w 2 kwartale 2025 r.

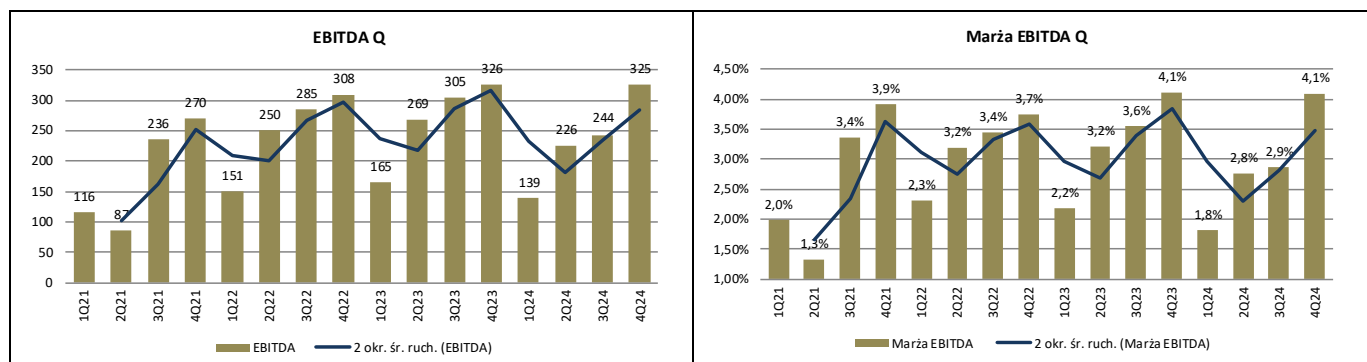
Skonsolidowana marża brutto na sprzedaży w 2 kw. 2025 r. wyniosła 12,8%, co oznacza wzrost o 0,06 p.p. r/r.

Spółka wskazuje na utrzymujące się wymagające warunki rynkowe, z istotnie słabszą dynamiką w kategoriach piwa, alkoholu i wyrobów tytoniowych z powodu zmian w zachowaniach konsumentów oraz podwyżek akcyzy.

EBITDA skonsolidowana Eurocash w 2 kwartale 2025 r. wyniosła 229,54 mln zł (+2% r/r). EBITDA segmentu Hurt wyniosła 197,56 mln zł w 2 kwartale 2025 r., w porównaniu do 185,93 mln zł w 2 kwartale 2024 r. EBITDA segmentu Detal spadła do 56,6 mln zł z 81,3 mln zł rok wcześniej.

EBITDA segmentu Projekty w 2 kwartale 2025 r. była pozytywna i wyniosła 1,7 mln zł, w porównaniu do straty na poziomie -4,7 mln zł w 2 kwartale 2024 r., co oznacza poprawę wyniku operacyjnego.

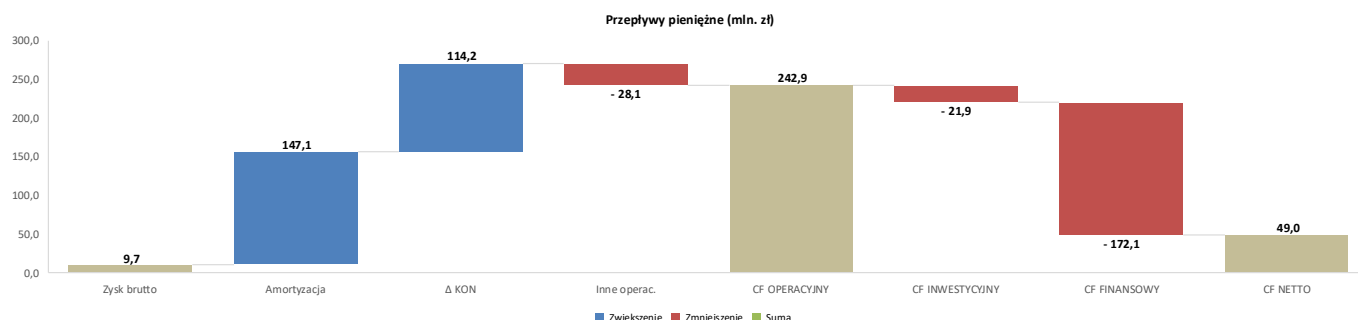
Marża EBITDA wzrosła w 2Q25 o 0,15 p.p. rok do roku do 2,91%. Wartość EBITDA przed MSSF wzrosła o 11% do 103 mln zł.



Źródło: Eurocash, oprac. Noble Securities

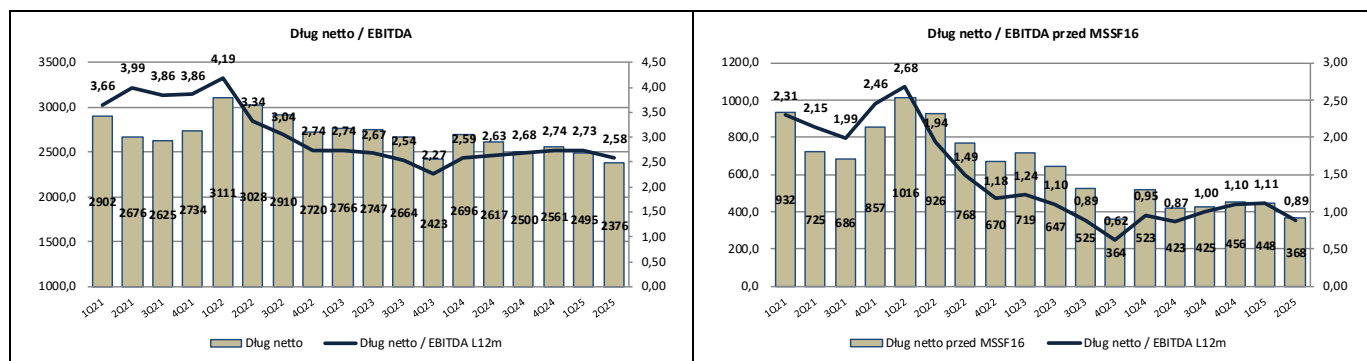
Skonsolidowany wynik netto Grupa odnotowała w 2Q25 zysk netto z kontynuowanej działalności w wysokości 2,06 mln zł. Uwzględniając działalność zaniechaną całkowita strata netto wyniosła (4,36) mln zł. W związku z przeglądem opcji strategicznych, Zarząd podjął decyzję o sprzedaży całości swoich udziałów w spółce Inmedio Sp. z o.o. Na dzień 30 czerwca 2025 Eurocash S.A. posiadał 51% udziałów w Inmedio Sp. z o.o., której wyniki zostały zaprezentowane w pozycji „Zysk (strata) netto z działalności zaniechanej”.

Przepływy pieniężne łączne w 2 kwartale 2025 r. wyniosły +49 mln zł, a przepływy z działalności operacyjnej osiągnęły poziom 242,9 mln zł (-16% r/r). Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej wyniosły w 2 kwartale 2025 r. -21,9 mln zł, a przepływy pieniężne z działalności finansowej: -172,1 mln zł.



Źródło: Eurocash, oprac. Noble Securities

Zadłużenie finansowe netto Grupy Eurocash na koniec 2 kwartału 2025 r. wyniosło 2 376 mln zł. Przed MSSF16 zadłużenie netto wyniosło 368 mln zł wobec 543 mln zł rok wcześniej. Wskaźnik dług netto/EBITDA policzony zgodnie z zasadami kowenantów bankowych wyniósł (przed MSSF16) 0,89x vs. 0,87x przed rokiem. Po MSSF16 wyniósł 2,58x vs. 2,63 w poprzednim roku.



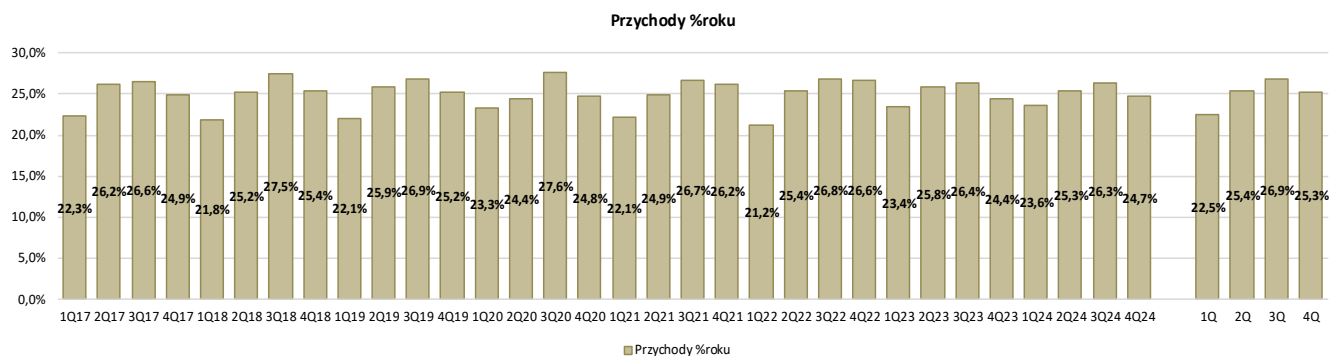
Źródło: Eurocash, oprac. Noble Securities

Zdarzenia jednorazowe:

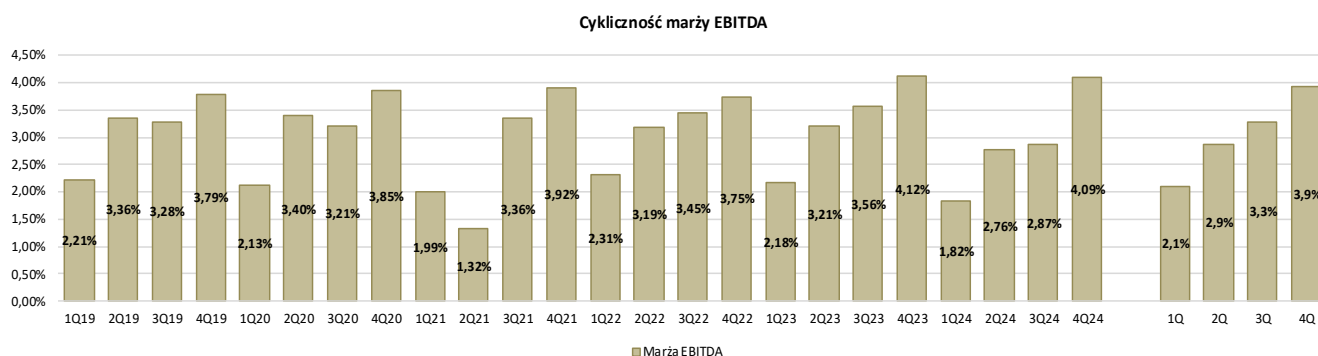
- W wynikach widoczny jest jednorazowy wpływ w wysokości 9,0 mln zł z działań optymalizacyjnych związanych z zamknięciem nierentownych sklepów Delikatesy Centrum (19 w 2 kw. '25, oprócz 16 w 1Q'25). Oczekiwane roczne oszczędności wynoszą ok. 19 mln zł, w tym dodatkowa korzyść 8,6 mln zł z zamknięć zrealizowanych w 2 kw. '25.
- Dodatkowo zysk netto został obciążony negatywnym wpływem różnic kursowych w wysokości 4 mln PLN (związanych z IFRS16).

KWARTALNA CYKLICZNOŚĆ

W dotychczasowej działalności spółki występowała zauważalna standardowa sezonowość związana z wartościami sprzedaży w poszczególnych porach roku polegająca na tym, że najwyższe przychody były osiągane w trzecim kwartale roku, najniższe natomiast w pierwszym. Średnio (od 1Q17 do 4Q24) pierwszy kwartał odpowiadał za 22,5% rocznych przychodów, drugi za 25,4%, trzeci 26,9% a czwarty za 25,3%. Najwyższa sprzedaż w 3 i 4 kwartale generuje najwięcej gotówki. Wtedy widać również trend spadkowy w poziomie długu. Zakładamy, że podobna tendencja wystąpi również w kolejnych latach.



Źródło: Eurocash, oprac. NobleSecurities



Źródło: Eurocash, oprac. NobleSecurities

ROZWÓJ SEGMENTU PROJEKTY

Grupa Eurocash kontynuuje inwestycje w projekty innowacyjne. Segment ten pełni funkcję inkubatora innowacji, testując nowe modele operacyjne i kanały sprzedaży. W skład segmentu Projekty wchodzi nowe pomysły oraz formaty detaliczne w początkowej fazie rozwoju, które mają potencjał do generowania przyszłego wzrostu i dywersyfikacji działalności. Segment obejmuje działalność spółek zależnych **Duży Ben** (sieć specjalistycznych sklepów alkoholowych) oraz **Frisco** (lider e-grocery w Polsce). Mobilny format handlowy ABC na kołach Sp. z o.o. to projekt zakończony. Również Kontigo Sp. z o.o. to projekt wygaszony do końca 2024 r.

Rezultaty tych projektów mają negatywny wpływ na bieżące wyniki Grupy. Jednak w ocenie Zarządu istnieje potrzeba kontynuacji tych inwestycji w celu zagwarantowania dalszego wzrostu w perspektywie długoterminowej. Segment Projekty pełni strategiczną rolę w dywersyfikacji działalności Grupy Eurocash, umożliwiając rozwój poza tradycyjny handel hurtowy i detaliczny oraz budowanie kompetencji technologicznych, szczególnie poprzez platformę Frisco. Dzięki obecności w kanałach nowoczesnych i modelu omnichannel, segment ten stanowi potencjalne źródło przyszłej rentowności i wzrostu wartości dla akcjonariuszy.

Grupa Eurocash planuje dalszy rozwój segmentu Projekty poprzez intensyfikację działań w ramach Frisco i Dużego Bena. Frisco koncentruje się na ekspansji geograficznej (m.in. Łódź), rozbudowie infrastruktury logistycznej oraz zwiększaniu liczby aktywnych klientów i średniej wartości koszyka, z celem osiągnięcia rentowności w 2026 roku. Duży Ben skupia się na optymalizacji sieci sklepów, selektywnej ekspansji w atrakcyjnych lokalizacjach oraz poprawie efektywności operacyjnej. Segment pełni również strategiczną rolę w transformacji Grupy, będąc potencjalnym obszarem reorganizacji lub pozyskania inwestora w ramach przeglądu opcji strategicznych.

POLITYKA DYWIDENDOWA

W przedstawionej strategii na lata 2022-2025 Eurocash zakładał powrót do regularnych dywidend, jeśli pozwolą na to warunki rynkowe i sytuacja finansowa. Wynik wypracowany przez spółkę w 2024 roku wykluczył wypłatę dywidendy w tym roku. Zwyczajne Walne Zgromadzenie EUROCASH S.A. postanowiło cały zysk netto za rok 2024 w kwocie 79 199 586 zł przeznaczyć na kapitał zapasowy. W naszym modelu zakładamy możliwość powrotu do dzielenia się zyskiem z akcjonariuszami dopiero za 2027 rok.

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

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

40 MLN ZŁ NA MODERNIZACJĘ I ROZWÓJ SIECI PARTNERSKICH

Grupa Eurocash intensyfikuje działania wspierające rozwój modelu franczyzowego i partnerskiego, przeznaczając 40 milionów złotych na modernizację infrastruktury oraz wsparcie operacyjne dla zrzeszonych sklepów. Inwestycja obejmuje sieci takie jak Lewiatan, Eurocash Sieci Partnerskie oraz Partnerski Serwis Detaliczny, które odgrywają kluczową rolę w strategii rozwoju Grupy w segmencie detalicznym.

Środki te mają na celu poprawę efektywności operacyjnej, zwiększenie lojalności sklepów oraz wzmocnienie ich pozycji konkurencyjnej na lokalnych rynkach. W ramach inwestycji planowane są działania związane z digitalizacją, optymalizacją logistyki oraz wsparciem marketingowym, co ma przełożyć się na wzrost sprzedaży i rentowności.

Eurocash podkreśla, że model miękkiej franczyzy zyskuje na znaczeniu, czego dowodem jest wzrost liczby sklepów w tym formacie o 428 placówek w pierwszym półroczu 2025 roku. Jednocześnie udział sieci franczyzowych w rynku hurtowym WRM wzrósł do 31,6%, co potwierdza skuteczność strategii rozwoju sieci partnerskich.

Inwestycja w wysokości 40 mln zł stanowi element szerszego planu transformacji Grupy, który ma zostać zaprezentowany w listopadzie 2025 roku. Eurocash traktuje rozwój sieci partnerskich jako fundament stabilnego wzrostu i budowania wartości dla akcjonariuszy, szczególnie w kontekście trudnych warunków rynkowych i zmieniających się zachowań konsumentów.

PEŁNA KONTROLA NAD FIRMĄ ROGALA

W lutym 2025 roku Eurocash S.A. uzyskał zgodę Prezesa UOKiK na przejęcie wyłącznej kontroli nad spółką Firma Rogala Sp. z o.o. W wyniku zawartej umowy przyrzeczonej sprzedaży, Eurocash nabył dodatkowe 30% udziałów, zwiększając swój udział kapitałowy do 80%. Dodatkowo, strony ustaliły możliwość sprzedaży pozostałych 20% udziałów przez RHI w trybie opcji put, co oznacza, że Eurocash może w przyszłości stać się właścicielem 100% udziałów. W ramach transakcji uchylono wcześniejszą opcję put i zmieniono umowę spółki, usuwając uprawnienia osobiste dotychczasowych wspólników, co potwierdza pełną kontrolę operacyjną Eurocash nad Firmą Rogala. Na dzień bilansowy 30.06.2025 r. Eurocash posiada 80% udziałów i ma możliwość przejęcia pozostałych 20%, co oznacza faktyczną kontrolę nad spółką.

ZAGROŻENIA I RYZYKA

- Spowolnienie tempa gospodarczego, spadek siły nabywczej i zmniejszenie wydatków domowych na konsumpcję mogą mieć negatywny wpływ na wielkość sprzedaży.
- Ryzyka związane z otoczeniem regulacyjnym. Wprowadzenie systemu kaucyjnego, rosnące wymagania środowiskowe, ryzyko związane z przepisami podatkowymi, akcyzowymi i handlowymi.
- Ryzyko geopolityczne – wojna w Ukrainie może zaburzać łańcuchy dostaw i wpływać na nastroje konsumenckie.
- Silna konkurencja dyskontów – odpowiadają już za blisko połowę sprzedaży FMCG w Polsce, co ogranicza rynek dla małych sklepów, głównej bazy klientów Eurocash.
- Utrzymanie trendu spadku liczby małaformatowych sklepów spożywczych w Polsce.
- Presja kosztowa – wzrost kosztów pracy, energii i usług zewnętrznych.

- Planowane podwyżki akcyzy (tytoń, alkohol) mogą obniżyć marże.
- Ryzyka związane z działaniami bezpośredniej konkurencji. Plany dalszego rozwoju innych przedstawicieli FMCG mogą powodować wzrost konkurencji w tym segmencie rynku.
- Optymalizacja sieci detalicznej – ryzyko związane z zamykaniem nierentownych placówek.
- Ryzyko wzrostu stopy procentowej.
- Ryzyko walutowe.
- Potrzeba inwestycji – dalsza cyfryzacja i rozwój nowych projektów (Frisco, Duży Ben) generują koszty i mogą obciążać wyniki.
- Potrzeba cyfryzacji – konieczność inwestycji w systemy IT, logistykę i e-commerce.
- Bezpieczeństwo danych i operacji – rosnące znaczenie zarządzania ryzykiem cybernetycznym.
- Spór z Fundacją Rogala – potencjalne roszczenie o zapłatę ponad 152 mln zł w arbitrażu.
- Przegląd opcji strategicznych – możliwe zmiany strukturalne, reorganizacje lub pozyskanie inwestora.
- Zależność od franczyzy i partnerów – ryzyko utraty lojalności lub zmiany warunków współpracy.

ŚRODOWISKO, SPOŁECZNA ODPOWIEDZIALNOŚĆ, ŁĄD 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 CO₂, modernizację logistyki i rozwój zielonej floty. W centrach dystrybucyjnych i sklepach funkcjonują instalacje fotowoltaiczne, a udział energii ze źródeł odnawialnych systematycznie rośnie. Wdrażane są rozwiązania poprawiające efektywność energetyczną – modernizacja chłodnictwa, oświetlenia LED i systemów zarządzania budynkami. W obszarze gospodarki o obiegu zamkniętym firma ogranicza zużycie plastiku, rozwija ekologiczne opakowania i przygotowuje się do systemu kaucyjnego, prowadząc edukację franczyzobiorców. Kampania „Szanujemy, nie marnujemy” wspiera ograniczanie strat żywności, a nadwyżki trafiają do potrzebujących we współpracy z organizacjami społecznymi. Grupa monitoruje wpływ na bioróżnorodność, w tym ryzyka deforestacji w łańcuchu dostaw.

S – Social (Społeczeństwo)

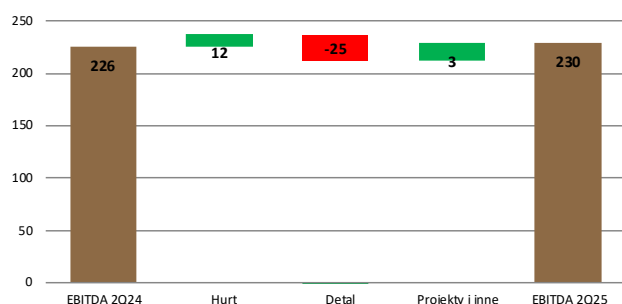
Eurocash zapewnia stabilne warunki pracy dla ponad 16 tys. osób, promując kulturę różnorodności, równości i równowagi między życiem zawodowym a prywatnym. Prowadzi programy rozwojowe i edukacyjne, m.in. Akademię Umiejętności Eurocash, wspierając zarówno pracowników, jak i franczyzobiorców. Priorytetem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

G – Governance (Ład korporacyjny)

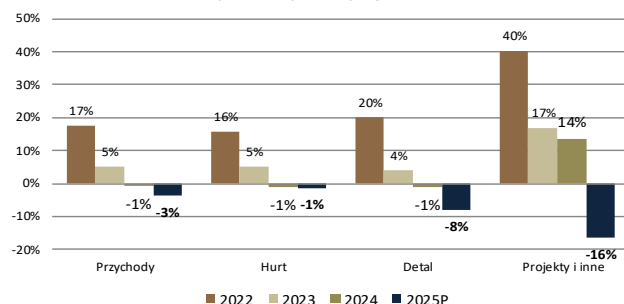
Eurocash buduje kulturę przejrzystości i etyki. Tematy ESG znajdują się pod stałym nadzorem Zarządu i Rady Nadzorczej, a dedykowany Zespół ds. ESG raportuje bezpośrednio do Prezesa. Za kluczowe obszary odpowiadają wyznaczeni członkowie Zarządu – od klimatu i energii, po prawa pracownicze, relacje z dostawcami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

DANE RYNKOWE I OPERACYJNE

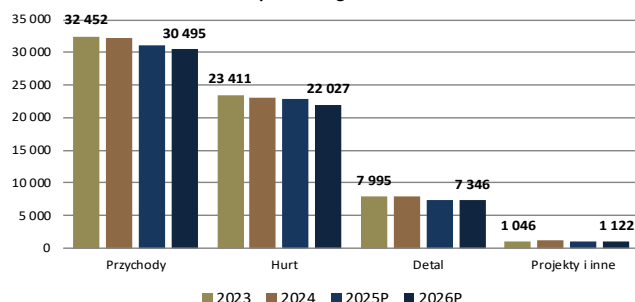
Ewolucja EBITDA w Grupie Eurocash w 2Q25



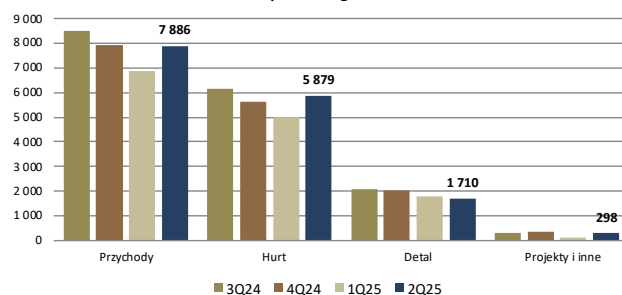
Eurocash dynamika sprzedaży wg. formatów 2022-2024P r/r



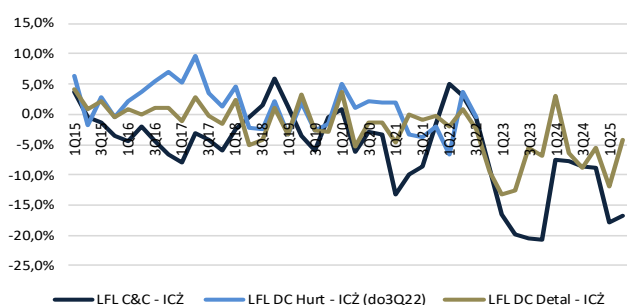
Eurocash sprzedaż wg. formatów 2023-2026P



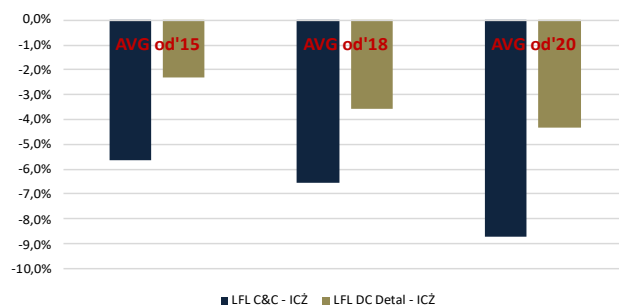
Eurocash sprzedaż wg. formatów Q



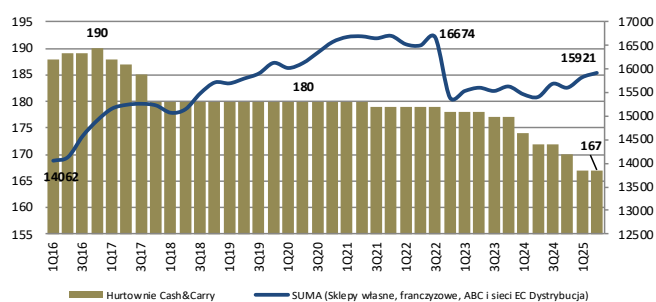
Różnica LFL vs inflacja cen żywności



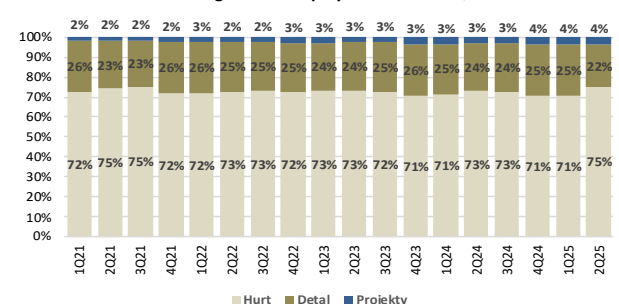
Średnie różnice LFL vs inflacja cen żywności



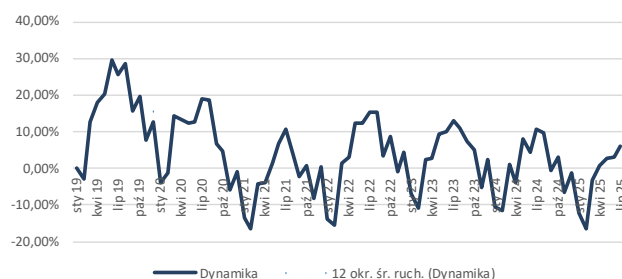
Hurtownie i sklepy sieci Eurocash



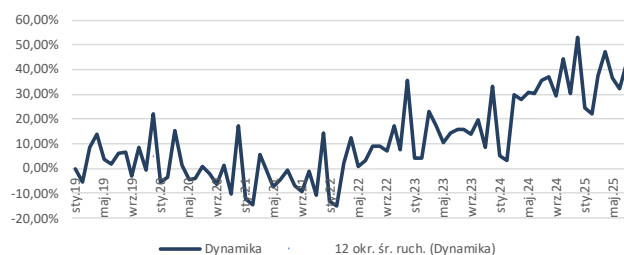
Udział segmentów w przychodach od 1Q19



Sprzedaż - sklepy do 300 m2 mdm (dane skumulowane)



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



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

TABELE Z PROGNOZAMI

Wskaźnik	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
EPS, GAAP	0,64	1,04	0,03	0,15	0,44	0,59
Revenue	30 858	32 452	32 241	31 130	30 495	30 049
Gross Margin %	13,7%	13,6%	13,4%	13,3%	13,3%	13,3%
EBIT	404	436	285	335	361	353
EBIT Margin %	1,3%	1,3%	0,9%	1,1%	1,2%	1,2%
EBITDA	1 000	1 066	934	917	974	965
EBITDA Margin %	3,2%	3,3%	2,9%	2,9%	3,2%	3,2%
Net Income, GAAP	89	145	4	21	61	83
NET Margin %	0,3%	0,4%	0,0%	0,1%	0,2%	0,3%
Net Debt	2 726	2 423	2 336	2 223	2 280	2 299
Net Debt / EBITDA	2,7	2,3	2,5	2,4	2,3	2,4
BPS	5,74	6,61	6,20	6,35	6,79	7,38
DPS	0,08	0,44	0,90	0,00	0,00	0,00
P/BV	1,41	1,23	1,31	1,28	1,19	1,10
Return on Equity %	11%	16%	0%	2%	6%	8%
Return on Assets %	1%	2%	0%	0%	1%	1%
Depreciation	597	630	649	582	613	613
Amortization	0	0	0	0	0	0
Free Cash Flow	722	1 002	867	548	518	536
CAPEX	167	137	147	195	191	186

Źródło: Wycenienia Noble Securities

Rachunek zysków i strat	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży	30 858	32 452	32 241	31 130	30 495	30 049
Zysk brutto na sprzedaży	4 233	4 409	4 310	4 152	4 065	4 005
Koszty sprzedaży	-3 348	-3 481	-3 563	-3 350	-3 252	-3 207
Koszty ogólnego zarządu	-508	-527	-523	-521	-491	-485
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	27	35	61	53	40	39
EBIT	404	436	285	335	361	353
Koszty i przychody finansowe netto	-221	-241	-250	-270	-247	-213
Udział w zyskach jedn. wyc. metodą praw wł.	0	0	1	-1	-2	-2
Podatek dochodowy	-93	-50	-32	-37	-51	-55
Zysk/strata netto	89	145	4	21	61	83
Zysk/strata netto przyp. akc. jedn. dominującej	67	99	-27	20	56	77

Amortyzacja	597	630	649	582	613	613
EBITDA	1 000	1 066	934	917	974	965
EBITDA skoryg. o płatności leas.fin. i odsetki poz.	570	555	394	439	499	494

Źródło: Spółka, Noble Securities

Bilans	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Aktywa	8 670	9 056	9 159	8 929	8 830	8 773
Aktywa trwałe	5 186	5 148	4 989	5 038	5 051	5 060
Rzeczowe aktywa trwałe	673	662	580	672	725	770
Wartość firmy	2 138	2 138	2 091	2 091	2 091	2 091
Wartości niematerialne	322	301	276	276	276	276
Inne aktywa trwałe	2 052	2 046	2 041	1 999	1 959	1 923
Aktywa obrotowe	3 484	3 908	4 170	3 891	3 779	3 713
Zapasy	1 636	1 999	1 997	1 929	1 889	1 862
Należności handlowe	1 446	1 332	1 200	1 168	1 162	1 162
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	178	274	403	501	434	395
Inne aktywa obrotowe	224	304	571	293	293	293

Pasywa	8 670	9 056	9 159	8 929	8 830	8 773
Kapitał własny razem	799	919	862	884	945	1 028
Zobowiązania długookresowe	2 058	2 147	2 046	2 036	2 031	2 021
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	300	487	400	390	385	375
Inne	1 758	1 660	1 646	1 646	1 646	1 646
Zobowiązania krótkookresowe	5 813	5 990	6 251	6 009	5 854	5 724
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	519	106	254	244	239	229
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	4 114	4 655	4 840	4 727	4 577	4 457
Inne	1 180	1 229	1 156	1 038	1 038	1 038

Źródło: Spółka, Noble Securities

Rachunek przepływów pieniężnych	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Zysk netto przed opodatkowaniem	183	195	35	64	112	138
Amortyzacja	597	630	649	582	613	613
Inne	150	157	157	148	139	119
Zmiana kapitału obrotowego	61	172	207	-14	-104	-93
Zapłacony podatek dochodowy	-102	-16	-35	-37	-51	-55
CF operacyjny	889	1 139	1 014	743	709	722

CAPEX	-167	-137	-147	-195	-191	-186
Inne	-23	-38	-46	68	-52	-54
CF inwestycyjny	-190	-175	-193	-127	-243	-240

Podwyższenie kapitału	0	0	0	0	0	0
Zmiana zadłużenia odsetkowego	-134	-224	67	-20	-10	-20
Wydatki dot. zobowiązań z tytułu leasingu fin.	-373	-407	-427	-379	-376	-374
Odsetki	-66	-71	-53	-60	-47	-29
Dywidenda i inne wypłaty dla właścicieli	-11	-62	-126	0	0	0
Inne	-57	-103	-112	-100	-99	-98
CF finansowy	-641	-867	-651	-559	-533	-521

CF	57	96	170	57	-67	-39
Stan środków pieniężnych na początek okresu	121	178	274	444	501	434
Stan środków pieniężnych na koniec okresu	178	274	444	501	434	395

Źródło: Spółka, Noble Securities

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
EBITDAA – EBITDA skorygowana o zmianę wartości godziwej portfeli
EPS – zysk netto przypadający na 1 akcję
DPS – dywidenda przypadająca na 1 akcję
IFI – dynamika sprzedaży porównywalnej w ujęciu r/r
P – prognozy analityka lub analityków Noble Securities S.A. sporządzających rekomendację
P/E – stosunek ceny akcji do zysku netto przypadającego na 1 akcję
P/EBIT – stosunek ceny akcji do zysku operacyjnego przypadającego na 1 akcję
P/EBITDA – stosunek ceny akcji do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację przypadającą na 1 akcję
P/BV – stosunek ceny akcji do wartości księgowej przypadającej na 1 akcję
EV/EBIT – stosunek wyceny rynkowej spółki powiększonej o dług netto do zysku operacyjnego
EV/EBITDA – stosunek wyceny rynkowej spółki powiększonej o dług netto do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację
ROE – stopa zwrotu z kapitału własnego
ROA – stopa zwrotu z aktywów
WACC – średni ważony koszt kapitału
FCFF – wolne przepływy pieniężne dla właścicieli kapitału własnego i wierzycieli
Beta – współczynnik uwzględniający zależność zmiany ceny akcji danej spółki od zmiany wartości indeksu
SG&A – suma kosztów ogólnego zarządu i sprzedaży

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 znane Analitykowi na dzień sporządzenia Raportu, w szczególności informacje przekazane przez Emitenta w raportach bieżących i okresowych sporządzanych w ramach wykonywania 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, bez uzgodnień z Emitentem ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne.

NS ani Analityk nie udzielają żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się.

Raport wydawany przez NS obowiązuje przez okres 9 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.

SILNE I SŁABE STRONY METOD WYCENY STOSOWANYCH PRZEZ NS W RAPORCIE

Metoda DCF (ang. *discounted cash flow*) – uważana jest za najbardziej właściwą metodologicznie technikę wyceny i polega na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez oceniany podmiot. Silne strony tej metody to uwzględnienie wszystkich strumieni gotówki, jakie wpływają i wypływają ze spółki oraz kosztu pieniądza w czasie. Wadami metody wyceny DCF są: duża ilość założeń i parametrów, które trzeba oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych czynników. Odmianą tej metody jest metoda zdyskontowanych dywidend.

Metoda porównawcza – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży, w której działa oceniany podmiot. Metoda ta bardzo dobrze odzwierciedla bieżący stan rynku, wymaga mniejszej liczby założeń oraz jest prostsza w zastosowaniu (stosunkowo duża dostępność wskaźników dla podmiotów porównywanych). Do jej wad można zaliczyć dużą zmienność związaną z wahaniami cen i indeksów giełdowych (w przypadku porównywania do spółek giełdowych), subiektywizm w doborze grupy porównywalnych firm oraz uproszczenie obrazu spółki prowadzące do pominięcia pewnych istotnych parametrów (np. tempo wzrostu, corporate governance, aktywa pozaoperacyjne, różnice w standardach rachunkowości).

INTERESY LUB KONFLIKTY INTERESÓW, KTÓRE MOGŁYBY WPLYNĄĆ 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 lub innymi rodzajami transakcji, które prowadzi NS lub jakkolwiek inna osoba prawna będąca częścią grupy, do której należy NS lub z opłatami za transakcje, które otrzymują NS lub te osoby. Nie można wykluczyć, że wynagrodzenie, które może przysługiwać w przyszłości Analitykowi 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. 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 lub innymi rodzajami transakcji, które prowadzi NS lub jakkolwiek inna osoba prawna będąca częścią grupy, do której należy NS lub z opłatami za transakcje, które otrzymują NS lub te osoby. Nie można wykluczyć, że wynagrodzenie, które może przysługiwać w przyszłości Analitykowi 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

Szczegółowe zasady postępowania w przypadku powstania konfliktów interesów zawarte są w „Regulaminie zarządzania konfliktami interesów w Noble Securities S.A.” dostępnym na stronie internetowej www.noblesecurities.pl w zakładce: „O nas”/„Regulacje”/„Polityka informacyjna”.

Struktura wewnętrzna NS zapewnia organizacyjne oddzielenie od siebie Analityków od osób (zespołów) wykonujących czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów oraz zapobiega powstawaniu konfliktów interesów, a w przypadku powstania takiego konfliktu umożliwia ochronę interesów Klienta przed szkodliwym wpływem tego konfliktu. W szczególności 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 o to, by nie istniały żadne powiązania pomiędzy wysokością wynagrodzeń pracowników jednej jednostki organizacyjnej oraz wysokością wynagrodzeń pracowników innej jednostki organizacyjnej lub wysokością przychodów osiąganych przez tę 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, który ma na celu zabezpieczenie informacji poufnej lub tajemnicy zawodowej oraz zapobieganie nieuzasadnionemu 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, tzw. chińskie mury, tj. 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.

NS posiada wdrożony regulamin w zakresie wykonywania czynności polegających na sporządzaniu analiz inwestycyjnych, analiz finansowych 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. Zakazane jest 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. Ponadto Analitycy nie mogą zawierać transakcji osobistych dotyczących instrumentów finansowych Emitenta bądź powiązanych instrumentów finansowych przed rozpoczęciem rozpowszechniania Raportu, a także transakcji osobistych sprzecznych z treścią Raportu oraz 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..

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. Ponadto Analitycy nie mogą zawierać transakcji osobistych dotyczących instrumentów finansowych Emitenta bądź powiązanych instrumentów finansowych przed rozpoczęciem rozpowszechniania Raportu, a także transakcji osobistych sprzecznych z treścią Raportu oraz 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 w oparciu o ogólnodostępne fakty i informacje uznane przez Analityka 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, w szczególności 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 choć powyższe informacje zostały sporządzone z należytą starannością, w szczególności w sposób rzetelny oraz zgodnie z najlepszą wiedzą NS, to jednak mogą nie być wyczerpujące i w konkretnej sytuacji, w jakiej znajduje się lub będzie znajdować się inwestor, mogą zaistnieć lub zaktualizować się inne czynniki ryzyka, aniżeli 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 zapisów nie stanowi:

- oferty w rozumieniu art. 66 ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. - kodeks cywilny,
- podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania,
- 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

- 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 szczególności 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.

UWAGI KOŃCOWE

Analityk sporządzający Rekomendację: Dariusz Dadej

Data i godzina zakończenia sporządzania Rekomendacji: 2025.09.15 15:28. Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia Rekomendacji: 2025.09.15 15:40.

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

NS podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

Ostatnio wydane rekomendacje/aktualizacje dotyczące Eurocash S.A.									
Rekomendacja/aktualizacja	Kupuj	Kupuj	Akumuluj	Akumuluj	Kupuj	Trzymaj	Trzymaj	Redukuj	Akumuluj
Data wydania	02.12.2020	06.05.2021	03.12.2021	10.08.2022	21.03.2023	19.09.2023	19.03.2024	9.09.2024	19.03.2025
Kurs z dnia rekomendacji	13,81	14,42	10,90	12,10	13,80	14,83	15,01	9,62	9,32
Cena docelowa	18,0	16,6	12,2	13,0	18,7	15,0	15,7	8,1	9,9
WIG w dniu rekomendacji (godz. 8:30)	52 932,4	60 936,8	68 203,9	54 725,0	56 451,0	66 439,4	79 997,2	83 274,2	98 770,4

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)
MO-BRUK	Akumuluj	338,00	295,00	291,50	16%	08.09.2025	9M	Dariusz Dadej
Bogdanka	Redukuj	19,22	23,20	22,80	-16%	19.08.2025	9M	Michał Sztabler
Forte	Kupuj	33,90	27,30	28,80	18%	18.08.2025	9M	Dariusz Dadej
Apator	Akumuluj	23,20	20,40	24,10	-4%	22.07.2025	9M	Michał Sztabler
Selvita	Kupuj	51,10	31,90	34,00	50%	18.07.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Auto Partner	Kupuj	31,30	20,40	19,06	64%	03.07.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
InterCars	Kupuj	774,10	568,00	543,00	43%	30.06.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Aiieron	Kupuj	24,10	19,70	18,94	27%	25.06.2025	9M	Dariusz Dadej
Captor Therapeutics	Kupuj	86,00	32,50	36,60	135%	24.06.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Celon Pharma	Kupuj	33,70	21,80	22,30	51%	24.06.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Molecule	Kupuj	11,90	5,70	6,98	70%	24.06.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	59,70	30,10	28,65	108%	24.06.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Pepco Group	Akumuluj	21,90	19,36	19,97	10%	13.06.2025	9M	Dariusz Dadej
MO-BRUK	Akumuluj	321,00	270,00			30.05.2025	9M	Dariusz Dadej
Photon Energy	nd	3,70	3,50	2,88	28%	21.05.2025	9M	Michał Sztabler
Noctiluca	nd	184,00	98,00	97,40	89%	15.05.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Mabion	nd	15,00	10,30	8,60	74%	15.05.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Sonel	nd	15,14	16,50	17,30	-12%	08.05.2025	9M	Michał Sztabler
Unibep	nd	14,30	10,60	9,86	45%	06.05.2025	9M	Dariusz Nawrot
Budimex	Sprzedaj	515,00	640,00	523,80	-2%	29.04.2025	9M	Dariusz Nawrot
Answer.com	Akumuluj	31,30	27,85	28,80	9%	22.04.2025	9M	Dariusz Dadej
TOYA	nd	12,40	6,37	9,44	31%	17.04.2025	9M	Dariusz Nawrot
MCI Capital	nd	42,20	23,90	30,50	38%	11.04.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Budimex	Trzymaj	510,00	529,00			07.04.2025	9M	Dariusz Nawrot
Aplisens	nd	24,30	19,60	18,50	31%	02.04.2025	9M	Michał Sztabler
Ryvu Therapeutics	Kupuj	59,80	19,30			24.03.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Dino Polska	Sprzedaj	35,84	48,82	46,70	-23%	19.03.2025	9M	Dariusz Dadej
Eurocash	Akumuluj	9,90	9,32	8,10	22%	19.03.2025	9M	Dariusz Dadej
Budimex	Sprzedaj	510,00	632,00			13.03.2025	9M	Dariusz Nawrot
Bioton	nd	4,52	3,50	4,17	8%	05.03.2025	9M	Krzysztof Radojewski
LPP	Kupuj	23 300,00	18 140,00	18190,00	28%	03.03.2025	9M	Dariusz Dadej
Huuge	Kupuj	25,40	17,32	21,50	18%	03.03.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Celon Pharma	Kupuj	37,50	23,20			21.02.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Budimex	Redukuj	510,00	557,00			14.02.2025	9M	Dariusz Nawrot
Torpol	Trzymaj	39,40	39,70	47,00	-16%	12.02.2025	9M	Dariusz Nawrot
XTB	Kupuj	81,30	64,90	75,72	7%	11.02.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Forte	Akumuluj	33,80	31,40			06.02.2025	9M	Dariusz Dadej
Photon Energy	nd	5,36	4,40			03.02.2025	9M	Michał Sztabler
Answer.com	Trzymaj	26,80	28,15			13.01.2025	9M	Dariusz Dadej
Unibep	nd	11,70	6,98			20.12.2024	9M	Dariusz Nawrot
11bit studios	Kupuj	242,90	162,00	179,50	35%	19.12.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Aiieron	Akumuluj	24,00	20,10			16.12.2024	9M	Dariusz Dadej
Budimex	Kupuj	550,00	460,00			12.12.2024	9M	Dariusz Nawrot
Sonel	nd	16,61	15,40			12.12.2024	9M	Michał Sztabler
CD Projekt	Kupuj	222,90	169,20	252,30	-12%	02.12.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Bogdanka	Trzymaj	22,34	23,00	22,80	-2%	02.12.2024	9M	Michał Sztabler
Wielton	Trzymaj	5,31	5,50	6,95	-24%	02.12.2024	9M	Michał Sztabler
XTB	Kupuj	88,60	70,70			29.11.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Toya	nd	12,40	7,50			29.11.2024	9M	Dariusz Nawrot
Molecule	Kupuj	17,60	10,30			29.11.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Selvita	Kupuj	70,60	53,50			27.11.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Tauron PE	Akumuluj	3,94	3,60	9,01	-56%	26.11.2024	9M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Akumuluj	394,70	332,00			22.11.2024	9M	Dariusz Dadej
Pepco Group	Kupuj	20,68	15,77			20.11.2024	9M	Dariusz Dadej
Torpol	Kupuj	36,00	29,90			15.11.2024	9M	Dariusz Nawrot
11 bit studios	Kupuj	423,00	269,00			14.11.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	74,40	48,60			14.11.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Budimex	Akumuluj	540,00	503,00			06.11.2024	9M	Dariusz Nawrot
Amica	Kupuj	82,30	58,00	54,20	52%	04.11.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
PGE	Redukuj	6,15	6,79	11,00	-44%	18.10.2024	9M	Michał Sztabler
Torpol	Akumuluj	36,50	32,40			14.10.2024	9M	Dariusz Nawrot
Captor Therapeutics	Kupuj	127,90	73,00			08.10.2024	9M	Krzysztof Radojewski
MCI Capital	nd	43,70	27,10			30.09.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Creepy Jar	Kupuj	575,40	359,00	449,00	28%	26.09.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
11bit studios	Kupuj	622,20	353,00			23.09.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Mabion	nd	17,30	16,90			18.09.2024	9M	Krzysztof Radojewski

(1) Data wydania jest równocześnie datą pierwszego rozpowszechnienia, (2) rekomendacja obowiązuje przez 9 miesięcy lub do momentu aktualizacji
(3) Opis stanowisk: Krzysztof Radojewski - Zastępca Dyrektora Departamentu Analiz i Doradztwa, Michał Sztabler - Analityk Akcji, Dariusz Dadej - Analityk Akcji
Mateusz Chrzanowski - Analityk Akcji, Dariusz Nawrot - Starszy Analityk Akcji

DEPARTAMENT ANALIZ I DORADZTWA

Sobiesław Kozłowski, MPWsobieslaw.kozlowski@noblesecurities.pl

tel.: +48 22 213 22 39

Modelowe portfele w ramach doradztwa inwestycyjnego

Krzysztof Radojewskikrzysztof.radojewski@noblesecurities.pl

tel.: +48 22 213 22 35

Biotechnologia

Michał Sztablermichal.sztabler@noblesecurities.pl

tel.: +48 22 213 22 36

Spółki przemysłowe, energetyka, wydobywanie

Dariusz Dadejdariusz.dadej@noblesecurities.pl

tel.: +48 602 445 334

Handel detaliczny, spółki przemysłowe

Krzysztof Ojczyk, MPWkrzysztof.ojczyk@noblesecurities.pl

tel.: +48 12 422 31 00

Analiza techniczna

Mateusz Chrzanowskimateusz.chrzanowski@noblesecurities.pl

tel.: +48 785 904 686

Przemysł, automotive, gaming, XTB

Dariusz Nawrotdariusz.nawrot@noblesecurities.pl

tel.: +48 783 391 515

Przemysł, budownictwo, deweloperzy, chemia

Jacek Borawskijacek.borawski@noblesecurities.pl

Analiza techniczna

DEPARTAMENT OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH

Jacek Paszkowski, CFAjacek.paszkowski@noblesecurities.pl

tel.: +48 22 244 13 02

mobile: +48 783 934 027

Piotr Dudzińskipiotr.dudzinski@noblesecurities.pl

tel.: +48 22 244 13 04