

## Eurocash SA (AKUMULUJ TP 9,50 zł)

### Wyniki 3Q25: spadająca sprzedaż, dyscyplina kosztowa i zdarzenia jednorazowe

Raportowane wyniki za 3Q25 oceniamy negatywnie. Pomimo oczekiwania na wyraźniejszą poprawę, dane 3Q poza wynikiem operacyjnym plasują się 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 -13,1% w 3Q25. Sprzedaż detaliczna realizowana przez sklepy „Delikatesy Centrum” w ujęciu LFL spadła o 3,2%. Z drugiej spółka utrzymuje dyscyplinę kosztową (koszty sprzedaży -9% r/r), co pozwala na lekką poprawę marży EBIT i EBITDA. Wynik operacyjny i EBITDA plasuje się poniżej naszej prognozy i rynkowego konsensusu. Dodatkowo w raportowanych danych widoczny jest jednorazowy wpływ w wysokości 11 mln zł z tytułu działań optymalizacyjnych związanych z zamknięciem nierentownych sklepów Delikatesy Centrum (30 w 3 kw. '25, co łącznie daje 65 sklepów w 3 kwartałach). Wg Zarządu działania te powinny przełożyć się na roczne oszczędności w wysokości ok. 35 mln zł. Wskaźnik zadłużenia Netto / EBITDA lekko spada - wyniósł 0,76x przed IFRS16 i 2,48x po IFRS16 w 3 kw. '25. Grupa ocenia, że nie jest zagrożona dodatnia rentowność projektu Frisco w 2026 r., zaś Duży Ben powinien zanotować dwucyfrową dynamikę przychodów ze sprzedaży i również dodatnią rentowność. Eurocash planuje publikację nowej 3-letniej strategii 9 grudnia br.

Wybrane dane finansowe (mln zł)	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	r/r	q/q	Δ	3Q25P	3QvsNS	Kons.3Q	3Q vs. kons.
<b>Przychody</b>	<b>8 495</b>	<b>7 954</b>	<b>6 874</b>	<b>7 886</b>	<b>7 937</b>	<b>-7%</b>	<b>1%</b>	<b>-558</b>	<b>8 459</b>	<b>-6%</b>	<b>8 212,4</b>	<b>-3%</b>
Hurt	6 135	5 612	4 982	5 879	5 944	-3%	1%	-191	6 231			
Detal	2 068	2 013	1 600	1 710	1 712	-17%	0%	-357	1 960			
Projekty i inne	292	329	292	298	282	-4%	-6%	-10	268			
<b>zysk brutto na sprzedaży</b>	<b>1 097</b>	<b>1 138</b>	<b>940</b>	<b>1 013</b>	<b>1 031</b>	<b>-6%</b>	<b>2%</b>	<b>-66</b>	<b>1 097</b>			
marża	12,9%	14,3%	13,7%	12,8%	13,0%			0,001	13,0%			
koszty sprzedaży	904	889	838	804	818	-9%	2%	-86	854			
koszty ogólnego zarządu	141	99	136	134	143	1%	7%	2	126			
zysk netto na sprzedaży	51	149	-34	75	69	35%	-7%	18	118			
pozostałe przychody i koszty oper.	32	11	5	8	17	-46%	123%	-15	13			
<b>EBIT</b>	<b>83</b>	<b>160</b>	<b>-29</b>	<b>82</b>	<b>86</b>	<b>4%</b>	<b>5%</b>	<b>3</b>	<b>131</b>	<b>-34%</b>	<b>93,3</b>	<b>-7%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>244</b>	<b>325</b>	<b>121</b>	<b>230</b>	<b>232</b>	<b>-5%</b>	<b>1%</b>	<b>-11</b>	<b>273</b>	<b>-15%</b>	<b>237,4</b>	<b>-2%</b>
Hurt	197	233	125	198	189	-4%	-4%	-8	232			
Detal	87	138	37	57	77	-12%	35%	-11	100			
Projekty i inne	-41	-46	-41	-25	-34	-17%	37%	7	-59			
przychody i koszty finansowe	-62	-63	-62	-72	-64	4%	-11%	-2	-68			
Udział w z/s jedn. wyc. mpw	0	0	0	0	0			0	-0,9			
zysk brutto	21	97	-91	10	22	5%	127%	1	62			
podatek	6	21	-9	8	2	-72%	-77%	-4	17			
<b>zysk netto</b>	<b>15</b>	<b>76</b>	<b>-87</b>	<b>-4</b>	<b>16</b>	<b>6%</b>	<b>-458%</b>	<b>1</b>	<b>45</b>	<b>-63%</b>	<b>8,5</b>	<b>-19%</b>

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

### Wyniki 3Q25:

**Przychody** ze sprzedaży Eurocash w 3Q25 wyniosły 7 937 mln zł co oznacza spadek o 7% rok do roku wg danych raportowanych.

W 3 kwartale 2025 r. sprzedaż zewnętrzna towarów segmentu Hurt wyniosła 5 944 mln zł i spadła o 3% w porównaniu do 3 kwartału 2024 r. Sprzedaż zewnętrzna towarów realizowana przez segment Detal w 3 kwartale 2025 r. wyniosła 1 720 mln zł i spadła o 17% r/r.

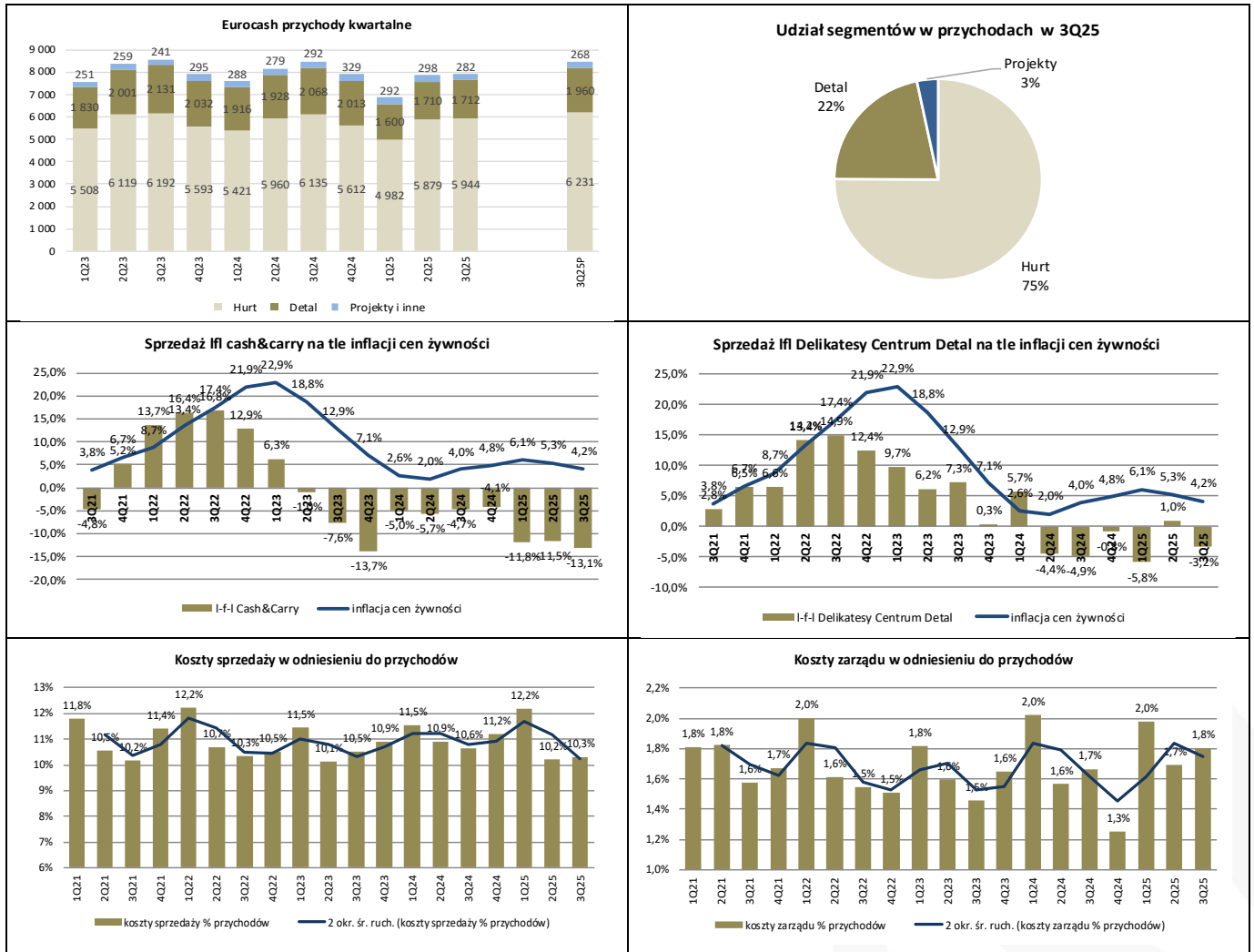
Sprzedaż towarów w segmencie projektów osiągnęła 260,7 mln zł w 3 kwartale 2025 r., w porównaniu do 256,8 mln zł rok wcześniej, co przełożyło się na wzrost o 1% r/r.

Dynamika sprzedaży LFL dla stałej liczby hurtowni dyskontowych Eurocash Cash&Carry była ujemna w III kw. i wyniosła -13,0% oraz -12,2% w 9 miesiącach 2025 r. Sprzedaż detaliczna realizowana przez sklepy „Delikatesy Centrum” w ujęciu LFL w III kwartale spadła o 3,65%, a po 9 miesiącach spadła o 2,82%.

Skonsolidowana marża brutto na sprzedaży w 3 kw. 2025 r. wyniosła 13,0%, co oznacza wzrost o 0,1 pp. r/r.

Spółka wskazuje na utrzymujące się wymagające warunki rynkowe, z istotnie słabszą dynamiką w kluczowych kategoriach oraz z powodu zmian w zachowaniach konsumentów.

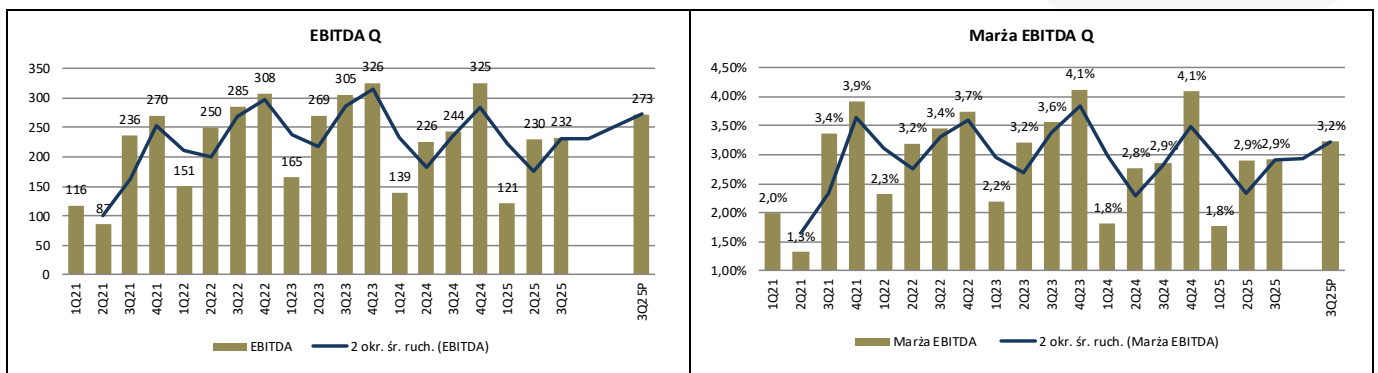
# NOTATKA WYNIKOWA



Źródło: Eurocash, oprac. Noble Securities

Na dzień 30 września 2025 r. sieć handlu hurtowego Grupy Eurocash obejmowała 167 hurtowni Cash&Carry. Bez zamknięt hurtowni w 3Q25.

Łączna liczba sklepów partnerskich, franczyzowych oraz własnych koordynowanych przez Eurocash liczyła na koniec roku 15 617 sklepów. Oznacza to spadek o 304 sklepów rok do roku i spadek o 74 sklepów q/q.



Źródło: Eurocash, oprac. Noble Securities

## NOTATKA WYNIKOWA

**EBITDA** skonsolidowana Eurocash w 3 kwartale 2025 r. wyniosła 232 mln zł (-5% r/r). EBITDA segmentu Hurt wyniosła 189 mln zł (-4% r/r) w 3 kwartale 2025 r., w porównaniu do 244 mln zł w 3 kwartale 2024 r. EBITDA segmentu Detal spadła do 77 mln zł (-12% r/r) z 87 mln zł rok wcześniej.

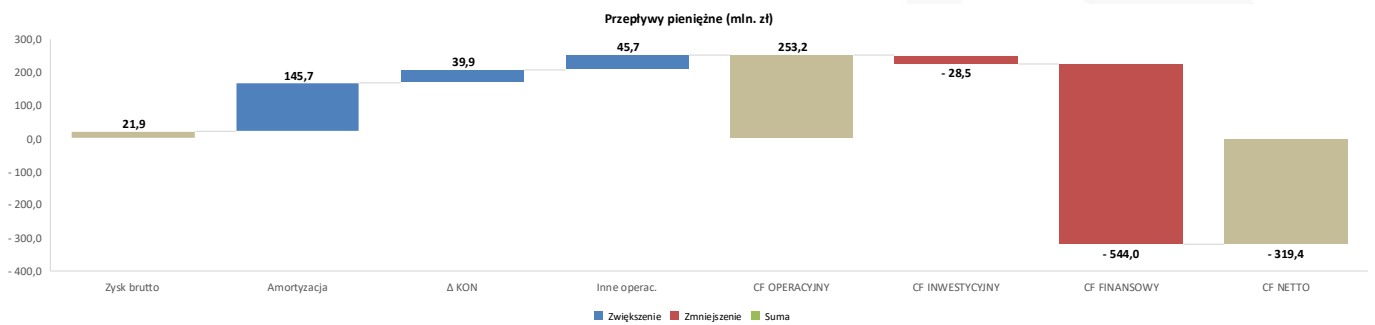
Zysk EBITDA segmentu Projekty w III kwartale wyniósł 2,3 mln zł, w porównaniu do straty na poziomie -10,5 mln zł w III kwartale 2024 r. Strata EBITDA segmentu po trzech kw. wyniosła 7,5 mln zł wobec 27,4 mln zł straty rok wcześniej.

W segmencie Inne strata EBITDA wyniosła 36 mln zł w III kw., w porównaniu do 30,3 mln zł straty w analogicznym okresie 2024 r. Po trzech kw. strata EBITDA wyniosła 92,1 mln zł wobec 109,1 mln zł straty przed rokiem.

Marża EBITDA wzrosła w 3Q25 o 0,06 pp. rok do roku do 2,92%. Wartość EBITDA przed MSSF spadła o 6% do 109 mln zł.

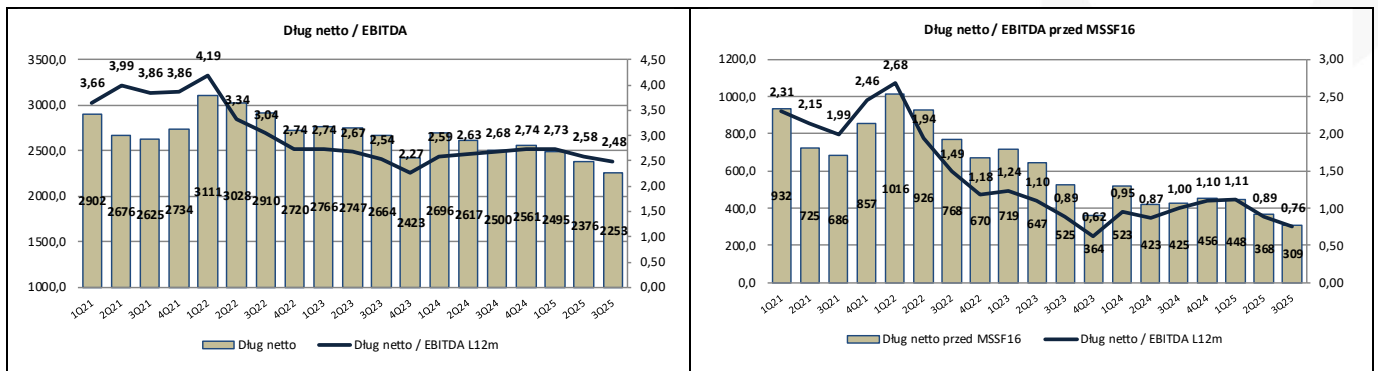
**Skonsolidowany wynik netto.** Grupa odnotowała w 3Q25 zysk netto z kontynuowanej działalności w wysokości 20,2 mln zł. Uwzględniając działalność zaniechaną całkowity zysk netto wyniósł (15,6) mln zł. Natomiast zysk netto przypadający akcjonariuszom jednostki dominującej w 3Q25 to 6,9 mln zł.

**Przepływy pieniężne** łączne w 3 kwartale 2025 r. wyniosły -319,4 mln zł, a przepływy z działalności operacyjnej osiągnęły poziom 253,2 mln zł (-6% r/r). Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej wyniosły w 3 kwartale 2025 r. -28,5 mln zł, a przepływy pieniężne z działalności finansowej: -544,0 mln zł.



Źródło: Eurocash, oprac. Noble Securities

**Zadłużenie finansowe netto** Grupy Eurocash na koniec 3 kwartału 2025 r. wyniosło 2 253 mln zł. Przed MSSF16 zadłużenie netto wyniosło 30+ mln zł wobec 362 mln zł rok wcześniej. Wskaźnik dług netto/EBITDA policzony zgodnie z zasadami kowenantów bankowych wyniósł (przed MSSF16) 0,76x vs. 0,85x przed rokiem. Po MSSF16 wyniósł 2,48x vs. 2,68 w poprzednim roku.



Źródło: Eurocash, oprac. Noble Securities

## NOTATKA WYNIKOWA

**Zdarzenia jednorazowe:**

- Na wyniki 3 kw. 2025 r. wpłynęło 11 mln zł kosztów jednorazowych, związanych z optymalizacją portfela nierentownych sklepów Delikatesy Centrum (30 zamknięć w 3 kw. 2025 r.). Łącznie w tym roku zostało zamkniętych 65 nierentownych sklepów, co powinno przełożyć się na roczne oszczędności w wysokości ok. 35 mln zł (w tym 15,4 mln zł dzięki zamknięciom sklepów w 3 kw. 25 r.). Planowana jest dalsza optymalizacja sieci.

**Podsumowanie:**

- Według Prezesa trzeci kwartał nie przyniósł satysfakcjonujących rezultatów. Wyniki wciąż pozostają poniżej założeń spółki. Wpływ na to miało zarówno niekorzystne lato – z mniejszą liczbą słonecznych dni – jak i zmiany w zachowaniach konsumentów.
- Eurocash ocenia, że sytuacja rynkowa pozostaje wymagająca, a szczególnie trudnym obszarem jest sprzedaż w handlu niezależnym. Kierownictwo podkreśla, że mimo wzrostu EBITDA i wyniku netto w ujęciu rok do roku, poprawa ta wynika przede wszystkim z konsekwentnej dyscypliny kosztowej oraz kontroli marż, a nie z wyższej sprzedaży, która nadal utrzymuje się na zbyt niskim poziomie.
- Sprzedaż pozostaje wyzwaniem dla całego rynku niezależnego, a nie tylko dla formatów Eurocashu.
- Szczególnie widoczne jest osłabienie tzw. wholesalowego rynku hurtowego, który ma spaść o około 3 proc. w skali roku, podczas gdy cały rynek FMCG rośnie o 4–5 proc. Ta znacząca rozbieżność zdaniem prezesa świadczy o narastającej różnicy w kondycji „głównych graczy” względem reszty rynku. Dodatkowo negatywnie działa utrzymująca się różnica cenowa.
- Osłabienie widoczne jest także w kategoriach impulsowych, takich jak piwo, które tradycyjnie wspierały handel niezależny. Oprócz złej pogody, wpływ może mieć także zmiana pokoleniowa i spadek konsumpcji alkoholu. Trend ten może zostać potwierdzony lub zanegowany dopiero w kolejnych latach, a sytuację pogarsza rosnąca akcyza.
- Grupa ocenia, że nie jest zagrożona dodatnia rentowność projektu Frisco w 2026 r., zaś Duży Ben powinien zanotować dwucyfrową dynamikę przychodów ze sprzedaży i również dodatnią rentowność.
- Spółka chce 9 grudnia przedstawić nową strategię, która ma być odpowiedzią na wyzwania rynkowe.
- Wypowiedzi Prezesa sugerują, że Eurocash założy w nowej strategii na lata 2026-2027 osiągnięcie 600 mln zł zysku EBIT w 2027 r. i zaakcentuje w niej wyzwania, które stoją przed Grupą, jeżeli chodzi o rynek, konsumenta, przychody, marże i koszty.
- Wg Zarządu, przy uwzględnieniu poprawiających się wyników Frisco, solidnej pozycji Eurocash Serwis na rynku oraz stabilnego generowanie gotówki w modelu franczyzowym, obecna kapitalizacja rynkowa nie odzwierciedla w pełni wartości sumy poszczególnych segmentów Grupy.
- Grupa zamierza kontynuować prace w obszarze dyscypliny kosztowej. Obniżenie wskaźnika długu do EBITDA oraz zmniejszenie kosztów finansowych pozostają priorytetami w obszarze finansów w 2025 roku. CFO zapowiadał pracę nad tym przez cały rok, zarówno z punktu widzenia rotacji należności i zobowiązań, jak i zarządzania poziomem zapasu w grupie.

Podtrzymujemy naszą wycenę i rekomendację.

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

**Dariusz Dadej**  
**Analitik akcji**  
**+48 602 445 334**

# NOTATKA WYNIKOWA

## OBIAŚNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ ZASTOSOWANEJ W RAPORCIE ANALITYCZNYM

**BV** – wartość księgową  
**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  
**IIR** – 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 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.

### System wydawania informacji kierunkowych ma poniższą charakterystykę:

Kupuj – oznacza, co najmniej +20% potencjału zmiany ceny docelowej wobec kursu odniesienia,  
 Akumuluj – oznacza, między +5% a +15% 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 WPLYNAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ RAPORTU

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Zakazane jest:

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

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

Analitycy nie mogą:

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

**POZOSTAŁE INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA**

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

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

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

Raport został przygotowany zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność, w szczególności z 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,

## NOTATKA WYNIKOWA

---

- ma wyłącznie charakter informacyjny, więc nie jest możliwa kompleksowa ocena Emitenta na podstawie Raportu,
- nie został ujawniony Emitentowi, do którego się bezpośrednio lub pośrednio odnosi przed pierwszym rozpowszechnieniem.

### **UWAGI KOŃCOWE**

Analitycy sporządzający Raport: Dariusz Dadej – Analityk, Noble Securities S.A.

Data i godzina zakończenia sporządzania Raportu: 28.11.2025, godz. 10.30. Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia Raportu: 28.11.2025, godz. 10.45.

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



## Rekomendacje Noble Securities, które zostały rozpowszechnione w okresie ostatnich 12 m-cy:

Spółka	Zalecenie	Cena docelowa (4)	Cena przy wydaniu	Cena bieżąca	Różnica do Ceny Docelowej	Data wydania (1)	Data ważności (2)	Sporządził (3)
Pepco Group	Trzymaj	25,50	26,83	27,91	-9%	19.11.2025	9M	Dariusz Dadej
Dino Polska	Trzymaj	41,00	41,79	41,99	-2%	19.11.2025	9M	Dariusz Dadej
PGE	Redukuj	9,95	11,37	9,70	3%	12.11.2025	9M	Michał Sztabler
Answeare.com	Akumuluj	33,70	29,00	26,50	27%	20.10.2025	9M	Dariusz Dadej
LPP	Kupuj	23000,00	17495,00	16830,00	37%	06.10.2025	9M	Dariusz Dadej
Bioton	Akumuluj	4,86	4,40	3,93	24%	06.10.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Toya	Kupuj	14,50	9,96	9,55	52%	03.10.2025	9M	Dariusz Nawrot
Sonel	Redukuj	14,67	17,50	16,50	-11%	03.10.2025	9M	Michał Sztabler
Torpol	Redukuj	46,20	49,60	58,80	-21%	30.09.2025	9M	Dariusz Nawrot
Unibep	Kupuj	15,00	10,00	12,80	17%	26.09.2025	9M	Dariusz Nawrot
Huuuge	Akumuluj	27,30	23,10	23,20	18%	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	629,00	-11%	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	434,00	14%	16.09.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Eurocash	Akumuluj	9,50	8,10	7,25	31%	15.09.2025	9M	Dariusz Dadej
Creotech Instruments	Akumuluj	371,00	324,00	359,00	3%	15.09.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Tauron PE	Sprzedaj	7,17	9,35	9,10	-21%	08.09.2025	9M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Akumuluj	338,00	295,00	299,00	13%	08.09.2025	9M	Dariusz Dadej
Bogdanka	Redukuj	19,22	23,20	20,30	-5%	19.08.2025	9M	Michał Sztabler
Forte	Kupuj	33,90	27,30	23,50	44%	18.08.2025	9M	Dariusz Dadej
Aparator	Akumuluj	23,20	20,40	22,70	2%	22.07.2025	9M	Michał Sztabler
Selvita	Kupuj	51,10	31,90	44,00	16%	18.07.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Auto Partner	Kupuj	31,30	20,40	16,20	93%	03.07.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
InterCars	Kupuj	774,10	568,00	543,00	43%	30.06.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Ailleron	Kupuj	24,10	19,70	15,14	59%	25.06.2025	9M	Dariusz Dadej
Captor Therapeutics	Kupuj	86,00	32,50	54,00	59%	24.06.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Celon Pharma	Kupuj	33,70	21,80	20,70	63%	24.06.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Molecure	Kupuj	11,90	5,70	6,07	96%	24.06.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	59,70	30,10	25,55	134%	24.06.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Pepco Group	Akumuluj	21,90	19,36			13.06.2025	9M	Dariusz Dadej
MO-BRUK	Akumuluj	321,00	270,00			30.05.2025	9M	Dariusz Dadej
Photon Energy	nd	3,70	3,50	1,92	93%	21.05.2025	9M	Michał Sztabler
Noctiluca	nd	184,00	98,00	85,00	116%	15.05.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Mabion	nd	15,00	10,30	7,56	98%	15.05.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Sonel	nd	15,14	16,50			08.05.2025	9M	Michał Sztabler
Unibep	nd	14,30	10,60			06.05.2025	9M	Dariusz Nawrot
Budimex	Sprzedaj	515,00	640,00			29.04.2025	9M	Dariusz Nawrot
Answeare.com	Akumuluj	31,30	27,85			22.04.2025	9M	Dariusz Dadej
TOYA	nd	12,40	6,37			17.04.2025	9M	Dariusz Nawrot
MCI Capital	nd	42,20	23,90	29,40	44%	11.04.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Budimex	Trzymaj	510,00	529,00			07.04.2025	9M	Dariusz Nawrot
Aplisens	nd	24,30	19,60	17,95	35%	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			19.03.2025	9M	Dariusz Dadej
Eurocash	Akumuluj	9,90	9,32			19.03.2025	9M	Dariusz Dadej
Budimex	Sprzedaj	510,00	632,00			13.03.2025	9M	Dariusz Nawrot
Bioton	nd	4,52	3,50			05.03.2025	9M	Krzysztof Radojewski
LPP	Kupuj	23300,00	18140,00			03.03.2025	9M	Dariusz Dadej
Huuuge	Kupuj	25,40	17,32			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			12.02.2025	9M	Dariusz Nawrot
XTB	Kupuj	81,30	64,90	69,24	17%	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
Answeare.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	156,00	56%	19.12.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Ailleron	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	231,50	-4%	02.12.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Bogdanka	Trzymaj	22,34	23,00			02.12.2024	9M	Michał Sztabler
Wielton	Trzymaj	5,31	5,50	6,29	-16%	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
Molecure	Kupuj	17,60	10,30			29.11.2024	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 - Młodszy Analityk Akcji, Dariusz Nawrot - Starszy Analityk Akcji

## DEPARTAMENT ANALIZ I DORADZTWA

### **Sobiesław Kozłowski, MPW**

[sobieslaw.kozlowski@noblesecurities.pl](mailto:sobieslaw.kozlowski@noblesecurities.pl)

tel.: +48 22 213 22 39

Modelowe portfele w ramach doradztwa inwestycyjnego

### **Krzysztof Radojewski**

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

tel.: +48 22 213 22 35

Biotechnologia

### **Michał Sztabler**

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

tel.: +48 22 213 22 36

Spółki przemysłowe, energetyka, wydobywanie

### **Dariusz Dadej**

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

tel.: +48 602 445 334

Handel detaliczny, spółki przemysłowe

### **Krzysztof Ojczyk, MPW**

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

tel.: +48 12 422 31 00

Analiza techniczna

### **Mateusz Chrzanowski**

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

tel.: +48 785 904 686

Przemysł, automotive, gaming, XTB

### **Dariusz Nawrot**

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

tel.: +48 783 391 515

Przemysł, budownictwo, deweloperzy, chemia

### **Jacek Borawski**

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

Analiza techniczna

## DEPARTAMENT OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH

### **Jacek Paszkowski, CFA**

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

tel.: +48 22 244 13 02

mobile: +48 783 934 027

### **Piotr Dudziński**

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

tel.: +48 22 244 13 04