



Dom Maklerski BDM S.A.

SEZON WYNIKÓW

Q2 2025

FMCG

Ambra
Dino Polska
Eurocash
Żabka

Analitik:
Andrzej Wodecki

07 lipca 2025, 14:00 CEST

Dom Maklerski BDM S.A. • Wydział Analiz i Informacji • analizy@bdm.pl, tel.: 032 208 14 35 • ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice

Opracowanie jest przeznaczone wyłącznie dla klientów BDM, którzy otrzymali je bezpośrednio od BDM. Raport nie jest przeznaczony do rozpowszechniania za pomocą środków masowego przekazu.

Opracowanie nie jest podstawą żadnej rekomendacji kupna bądź sprzedaży w rozumieniu obowiązującego prawa i nie powinien być tak interpretowany. BDM nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego raportu ani za szkody poniesione w wyniku tych decyzji inwestycyjnych.

Materiał ma charakter czysto informacyjny, a podmioty opisywane w opracowaniu są dobrane subiektywnie przez autora.

Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatniej stronie dokumentu.

SPIS TREŚCI:

Q2 2025 FMCG	3
AMBRA	7
DINO POLSKA	8
EUROCASH	9
ŻABKA.....	10

Ambra



+0%

Sprzedaż Q2 2025 r/r

-17%

EBITDA Q2 2025 r/r

-17%

Stopa zwrotu 12M

Dino Polska



+19%

Sprzedaż Q2 2025 r/r

+26%

EBITDA Q2 2025 r/r

+33%

Stopa zwrotu 12M

Eurocash



+0%

Sprzedaż Q2 2025 r/r

-15%

EBITDA Q2 2025 r/r

-37%

Stopa zwrotu 12M

Zabka Group



+14%

Sprzedaż Q2 2025 r/r

+19%

EBITDA skor. Q2 2025 r/r

+1%

Stopa zwrotu od IPO

Q2 2025 FMCG

Prognozy BDM

Data publikacji wyników za Q2 2025		Przychody			EBITDA			EBIT			Wynik netto		
		Q2 24	Q2 25	r/r	Q2 24	Q2 25	r/r	Q2 24	Q2 25	r/r	Q2 24	Q2 25	r/r
Ambra	~połowa września	197	197	0%	23	19	-17%	16	11	-29%	13	8	-40%
Dino Polska	21.08.2025	7 243	8 603	19%	521	655	26%	422	532	26%	348	407	17%
Eurocash	28.08.2025	8 171	8 169	0%	226	193	-15%	63	43	-32%	0	0	---
Żabka	05.08.2025	7 127	8 150	14%	866	999	15%	447	509	14%	157	176	12%

Po wymagającym pierwszym kwartale bez świąt kalendarzowych wiele spółek z sektora liczyło na poprawę wyników w drugim kwartale, tak aby w całym pierwszym półroczu nadrobić niższą sprzedaż odnotowaną w Q1. **Ambra**, która w czerwcu zakończyła swój rok obrotowy naszym zdaniem odnotuje płaską dynamikę sprzedaży w Q2 ze względu na wyjątkowo zimny tegoroczny maj, natomiast wyniki operacyjne pod presją wzrostu kosztów działalności odnotują naszym zdaniem ujemną dynamikę r/r. Efekt pogodowy nie bez znaczenia pozostał również w przypadku przychodów **Dino Polska**. Sprzedażowy impuls w kwietniu związany ze świętami wielkanocnymi został w naszej symulacji przyhamowany przez chłodniejsze pozostałe miesiące Q2. W **Eurocash** również zakładamy, że pozytywny impuls świąt wielkanocnych został zanegowany niską temperaturą w maju i w konsekwencji mniejszą sprzedażą produktów impulsowych, w tym głównie napojów alkoholowych i bezalkoholowych. Ponadto, prognozujemy że **Żabka**, będąca najmniej podatna na efekt przesuniętych świąt wielkanocnych, za to najbardziej na niską temperaturę w maju, poprawi swój ubiegłoroczny wynik sprzedaży o ok +1 mld PLN (+ 14% r/r). Dodatkowo, ze względu na systematyczne wygaszanie kampanii marketingowej, zakładamy poprawę skor. marży EBITDA.

Ze wszystkich omawianych w dokumencie spółek, na dzień jego publikacji jedynie walory spółki Dino Polska radziły sobie lepiej niż szeroki indeks WIG, co jest konsekwencją trudnego położenia rynkowego spółek, których sprzedaż w deflacyjnym środowisku i ostrożnego konsumenta znajduje się ciągle pod presją. Co więcej, w przestrzeni publicznej pojawiły się informacje o rozpoczęciu prac przez rząd RP nad podatkiem od sprzedaży detalicznej (pot. podatek od marketów), poprzez zlecenie OSR-a. Podatek miałby potencjalnie zostać rozszerzony o sieci franczyzowe takie jak Żabka czy Eurocash. Na dzisiaj z omawianych spółek, jedynie Dino Polska jest płatnikiem tego podatku. W naszej opinii, był to czynnik najbardziej wpływający na wycenę akcji w ostatnich tygodniach Q2.

Data kursu		Stopy zwrotu				Stopa zwrotu (w %)			
04.07.2025		3M	6M	9M	12M	3M	6M	9M	12M
Ambra	21,3					0%	-10%	-18%	-17%
Dino Polska	516,0					15%	28%	43%	33%
Eurocash	8,5					-5%	17%	-13%	-37%
Żabka	21,6					5%	4%	8%	b/d

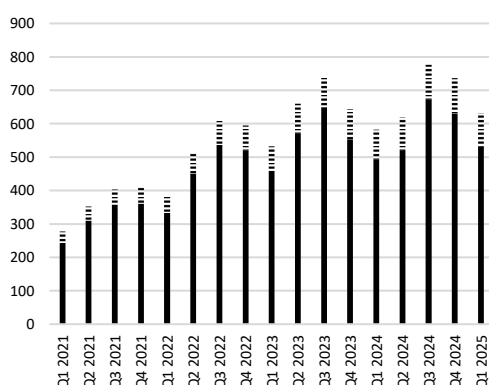
Data kursu		Stopy zwrotu względem WIG				Stopa zwrotu względem WIG (w %)			
04.07.2025		3M	6M	9M	12M	3M	6M	YTD	12M
Ambra	21,3					-18%	-39%	-46%	-36%
Dino Polska	516,0					-3%	-1%	15%	14%
Eurocash	8,5					-23%	-12%	-41%	-56%
Żabka	21,6					-13%	-25%	-20%	b/d

Podatek od marketów

Początek czerwca przyniósł rynkowi doniesienia nt. potencjalnego rozszerzenia obowiązującego już podatku od sprzedaży detalicznej (pot. podatek od marketów) na właścicieli sieci franczyzowych, co spowodowało relatywną słabość na tle silnego rynku takich podmiotów jak Żabka oraz Eurocash. Jak informują wiadomoscihandlowe.pl rząd opracowuje ocenę funkcjonowania ustawy (Ocenę Skutków Regulacji) o podatku od sprzedaży detalicznej (OSR ex post).

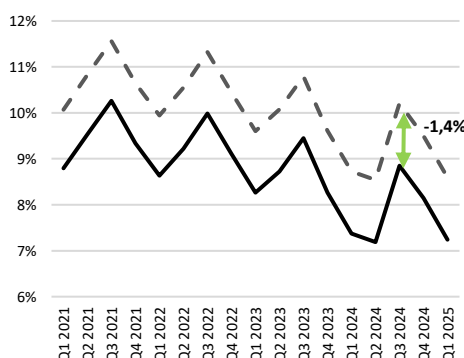
Obowiązujący od 2021 roku zobowiązuje podmioty o sprzedaży przekraczającej 17 mln PLN miesięcznie do zapłacenia dodatkowego podatku. Spółki są zobligowane do zapłaty kwoty 0,8% w przedziale od 17 mln do 170 mln PLN oraz kwoty 1,4% od nadwyżki ponad 170 mln PLN. W Polsce pod ten przepis podlega Dino Polska, która od 2021 roku zapłaciła z tego tytułu prawie 1,2 mld PLN.

Kwartale odczyty EBITDA [mln PLN] i wpływ podatku na wynik



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Raportowana marża EBITDA i pot. marża bez podatku



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Na dziś Żabka i Eurocash nie podlegają w/w opłatom ze względu na fakt, że każda placówka to osobne przedsiębiorstwo posiadające własny NIP i które w skali jednostkowej nie przekracza miesięcznego progu sprzedaży 17 mln PLN, a emitent traktowany jest jako sprzedawca hurtowy.

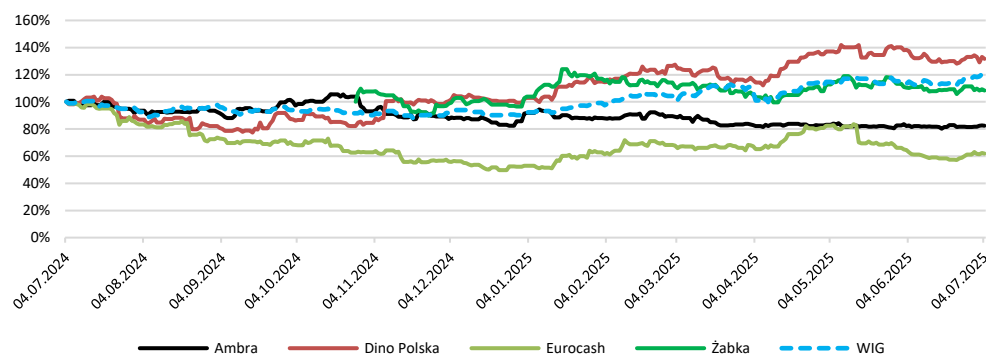
Teoretycznie, gdyby podatek miał obowiązywać w takim samym stopniu Eurocash i Żabkę, wówczas przy obecnie osiąganey sprzedaży przed te podmioty należałoby się liczyć z dodatkowymi kosztami rzędu ~ 440 mln PLN w skali roku, co zgodnie z naszymi symulacjami w przypadku Eurocash przełożyłoby obecnie osiągnane wyniki EBITDA uszczuplając marżę z ok 3% na 1,5%, natomiast w przypadku Żabki spowodowałoby erozję marży z 12,8% na ok. 11,4%.

Uważamy, że ze względu na brak przejrzystej definicji franczyzy w polskim prawie, **ryzyko ew. rozszerzenia podatku od sprzedaży detalicznej o właścicieli sieci franczyzowych na dziś oceniamy jako niewielkie**.

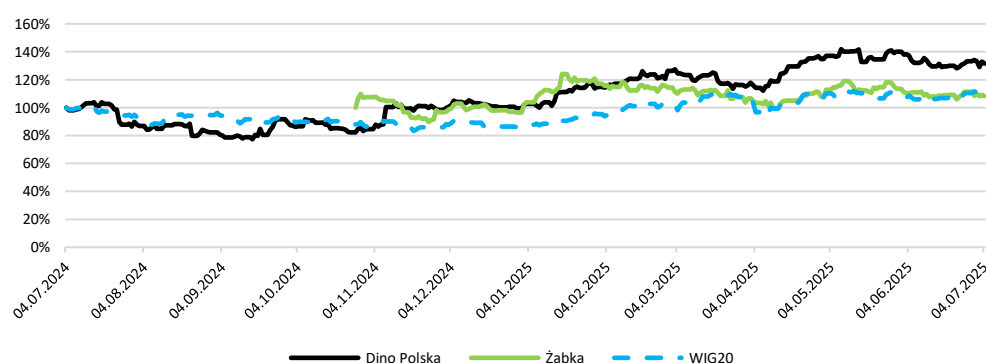
Powołany **zespół ds. franczyzy** działający w polskim sejmie, którego celem był/jest zaproponowanie projektu ustawy definiującej franczyzę, na przestrzeni ostatnich 4 lat spotkał się zaledwie 1 raz (reaktywacja miała miejsce tydzień temu 4.06.2025). Jak zaznaczają portale francyzawhandlu.pl oraz prawo.pl kodeks posiada obecnie ok. 50 sygnatariuszy, a prośba skierowana do Ministerstwa Rodziny, Pracy i Polityki społecznej o udzielenie informacji nt. prac dot. dalszych działań w obszarze rynku franczyzy oraz plany ewentualnego wznowienia prac nad projektem ustawy o franczyzie, która wpłynęła do resortu w ubiegłym roku, do dzisiaj nie doczekała się odpowiedzi. Podkreślimy również, że poprzedni rząd, który ten podatek wprowadził, również pracował nad rozszerzeniem listy podmiotów podlegających dodatkowemu opodatkowaniu, jednakże, z uwagi na niejasności interpretacji przepisów dot. franczyzy, zrezygnował z dalszych prac na tej płaszczyźnie. Nie możemy jednak wykluczyć, że w przyszłości sytuacja na tym polu ulegnie zmianie.

Update: zespół spotkał się ponownie 30 czerwca w celu kontynuacji prac nad projektem ustawy o franczyzie.

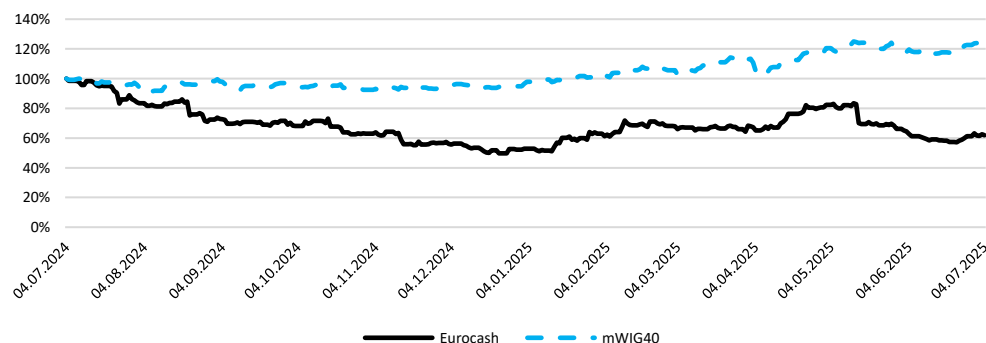
Stopa zwrotu omawianych spółek na tle poszczególnych indeksów



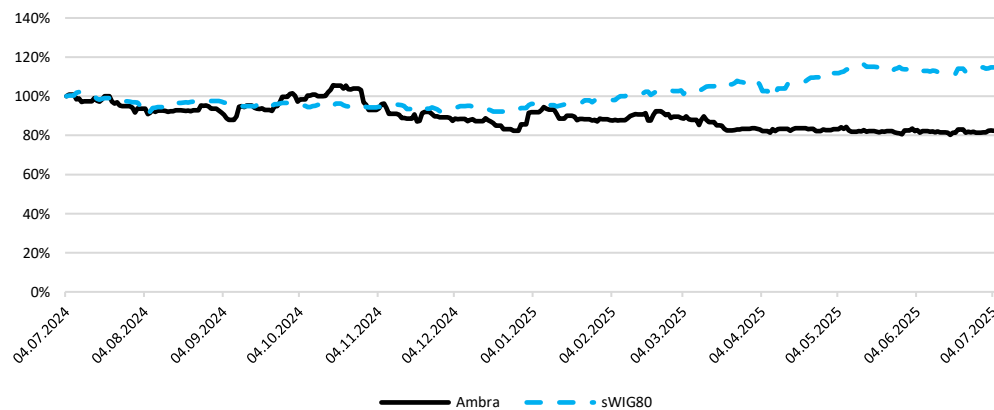
Źródło: Dom maklerski BDM S.A.



Źródło: Dom maklerski BDM S.A.

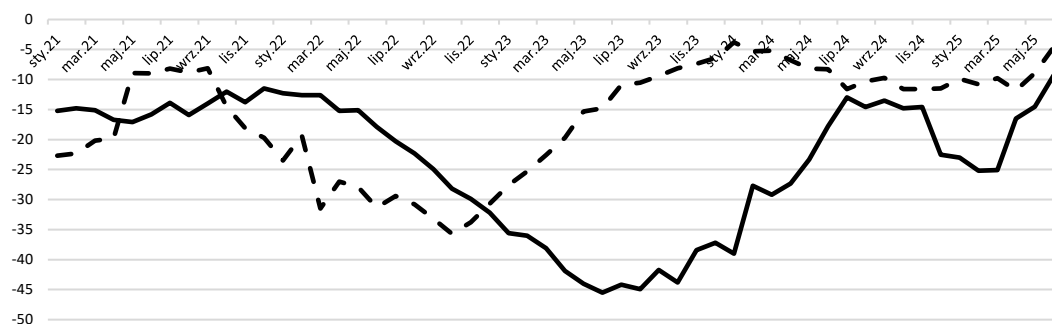


Źródło: Dom maklerski BDM S.A.



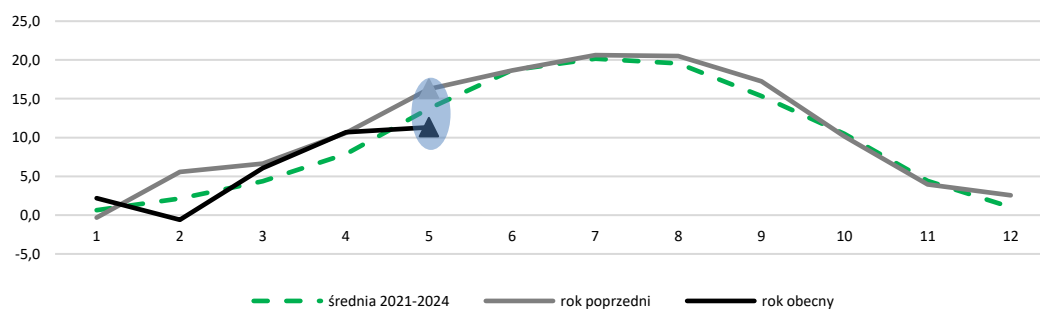
Źródło: Dom maklerski BDM S.A.

Wskaźnik ufności konsumenckiej (linia ciągła) i wyprzedzający wskaźnik ufności konsumenckiej



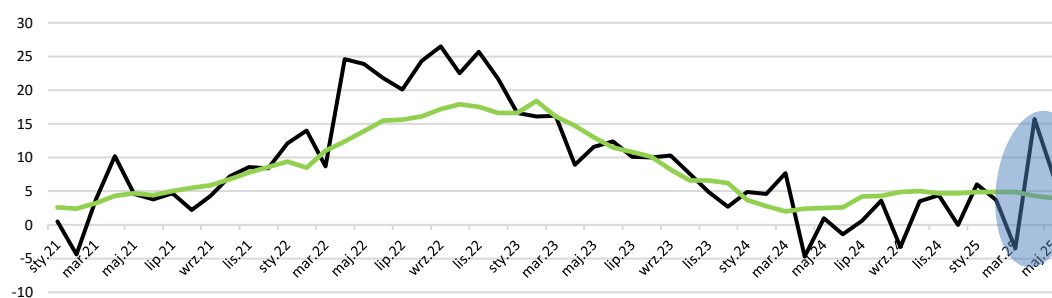
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Średnie temperatura powietrza w Polsce w poszczególnych miesiącach



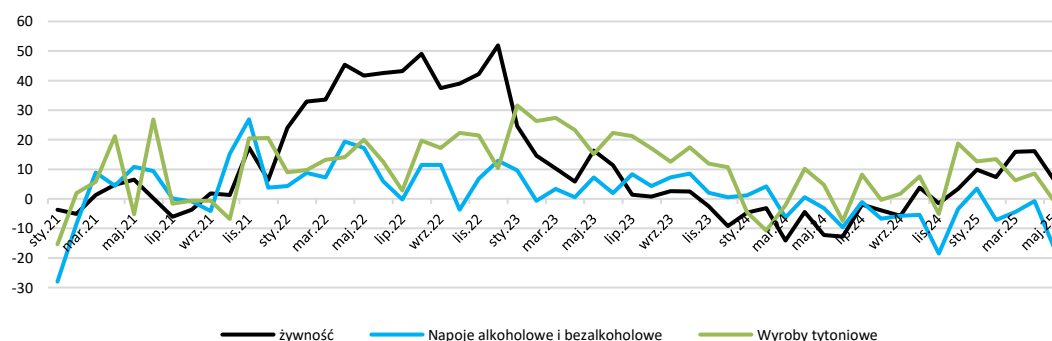
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Dynamika sprzedaży detalicznej (żywność, napoje i wyr. Tytoniowe) (kol. czarny) i inflacja CPI



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Dynamika sprzedaży hurtowej r/r [w %]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

AMBRA

			2024	2025E	2026E
Kurs [PLN]	21,0	P/E	7,2	10,0	7,6
Kapitalizacja [PLN m]	529,3	EV/EBITDA	4,6	5,0	4,6
EV [PLN m]	602,2	P/BV	1,1	1,0	0,8
Data publikacji raportu za Q2 2025 (raport roczny)	~połowa września	DPS [PLN]	1,1	1,1	1,1

Drugi kwartał kalendarzowy w spółce charakteryzował się z jednej strony pozytywnym impulsem sprzedażowym związanym ze świętami wielkanocnymi, z drugiej strony wyzwaniem, gdyż długi weekend majowy oraz wspomniane święta dzieliły od siebie w tym roku zaledwie 2 tygodnie. W naszej opinii, takie zagęszczenie okazji do świętowania nie sprzyjało, aby w majówkę klienci równie chętnie spożywali produkty spółki jak w poprzednich latach. Co więcej, maj w tym roku charakteryzował się wyjątkowo niską temperaturą -5 °C vs maj '24 i -2,5 °C vs średnia z lat '21-24, co w naszym odczuciu również miało wpływ na impulsowe decyzje konsumenckie w Q2 2025 w Polsce.

Przyjęliśmy wobec tego założenie, że pozytywny efekt świąt zostanie zanegowany, po pierwsze, krótkim odstępem czasu między Wielkanocą a Majówką, po drugie, kiepskim sprzedażowo majem i po trzecie trwającą nieustannie stagnacją na rynku wina w Polsce.

W naszej symulacji zakładamy płaską dynamikę przychodów netto ze sprzedaży, będącą wypadkową mniejszej ilości sprzedanych butelek oraz wyższej ceny jednostkowej, jak również przyjmujemy płaską marżę brutto i netto ze sprzedaży. Z uwagi, na wzrost kosztów wynagrodzeń w grupie (ok. +4% r/r) oraz powiększoną bazę o jednorazowy zwrot nadpłaty podatku cukrowego (dodatni wpływ na saldo operacyjne +2,4 mln PLN w Q2 2024), uważamy że w tym kwartale marża EBITDA powinna spaść poniżej 10% (-2p.p. r/r).

Przypominamy, że zakończony w czerwcu kwartał jest ostatnim kwartałem roku obrotowego spółki, co oznacza, że w nadchodzącym raporcie rocznym za 2024/25, podobnie jak w poprzednich latach padnie deklaracja zarządu co do wielkości dywidendy. W naszych symulacjach zakładamy utrzymanie poziomu z roku ubiegłego, czyli 1,1 PLN na 1 akcję.

Prognozy wyników Ambra Q2 2025 [PLN m]

	Q2 2024	Q2 2025	r/r	Q2 2024 LTM	Q2 2025 LTM	r/r
Sprzedane butelki [mln szt, 0,75L]	20,8	20,4	-2%	96,0	96,5	1%
Przychód/butelkę	9,47	9,65	2%	9,5	9,3	-3%
Przychody netto ze sprzedaży	196,9	196,8	0%	913,8	893,6	-2%
Wynik brutto na sprzedaży	88,1	88,1	0%	377,3	388,0	3%
EBITDA	23,3	19,3	-17%	125,8	118,5	-6%
EBIT	15,6	11,1	-29%	95,8	87,1	-9%
Zysk brutto	14,6	9,2	-37%	89,4	78,3	-12%
Zysk netto	12,6	7,5	-41%	73,5	61,9	-16%
ZN j.d.	10,6	6,3	-41%	51,4	36,0	-30%
EPS	0,42	0,25	-41%	2,04	1,43	-30%
marża brutto na sprzedaży	44,8%	44,8%	0,0%	41,3%	43,4%	2,1%
marża EBITDA	11,8%	9,8%	-2,0%	13,8%	13,3%	-0,5%
marża EBIT	7,9%	5,7%	-2,3%	10,5%	9,7%	-0,7%
marża zysku netto	6,4%	3,8%	-2,6%	8,0%	6,9%	-1,1%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. rok obrotowy w spółce Ambra kończy się na kalendarzowym Q2. LTM = Dane roczne

DINO POLSKA

			2024	2025E	2026E
Kurs [PLN]	523,4	P/E	34,1x	28,5x	22,1x
Kapitalizacja [PLN m]	51 314	EV/EBITDA	22,5x	18,3x	14,5x
EV [PLN m]	52 050	P/BV	7,2x	5,8x	4,6x
Data publikacji raportu za Q2 2025	21.08.2025	EPS	15,36	18,33	23,72

W naszych założeniach w wynikach dla Dino Polska zakładamy bardzo dobry kwiecień oraz słabszy maj i czerwiec pod kątem przychodów. Sprzedaż detaliczna żywności w kwietniu zanotowała ponad +16% dynamikę r/r, przede wszystkim z uwagi na tegoroczne święta wielkanocne. Jednakże maj, który był wyjątkowo chłodny w tym roku, zwłaszcza w porównaniu z rokiem ubiegłym, kiedy obserwowaliśmy odchylenie w drugą stronę, stanowi w naszej symulacji czynnik spowalniający dynamikę osiągniętą przez spółkę w kwietniu. Co więcej, nie bez znaczenia w naszej opinii pozostaje krótki okres przejściowy pomiędzy świętami a majówką.

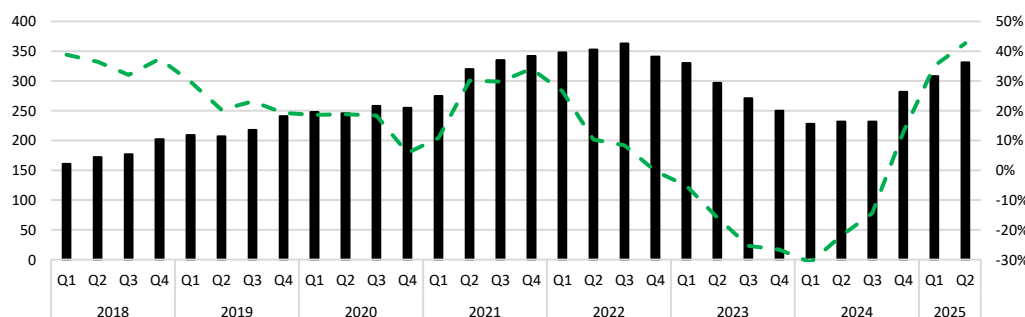
Według naszych obliczeń Dino w Q2 2025 odnotowało ok. +19% dynamikę sprzedaży (8% LFL), która w połączeniu z obserwowaną od ostatnich czterech kwartałów systematyczną poprawą marży brutto, powinna poprawić wynik brutto na sprzedaży spółki o ok. 21% r/r. Zgodnie z naszą symulacją poprawie powinna ulec również marża EBITDA o ok. 40pb, która w naszej ścieżce wynikowej poprawi ubiegłoroczny wynik EBITDA o ok. 26% r/r.

Prognozy wyników Dino Polska za Q2 25

	Q2 24	Q2 25P	r/r	H1 24	H1 25P	r/r	Q2 24 LTM	Q2 25P LTM	r/r
Przychody ze sprzedaży	7 243	8 603	19%	13 914	15 957	15%	27 488	31 317	14%
Zysk brutto ze sprzedaży	1 640	2 009	22%	3 180	3 796	19%	6 307	7 426	18%
EBITDA	521	655	26%	1 013	1 187	17%	2 216	2 492	12%
EBIT	422	532	26%	819	946	16%	1 837	2 035	11%
Zysk brutto	393	504	28%	757	889	17%	1 715	1 925	12%
Zysk netto	348	407	17%	643	718	12%	1 416	1 581	12%
EPS	3,55	4,15	17%	6,56	7,33	12%	14,44	16,13	12%
LFL	1,8%	8,0%	6,2%	6,7%	4,5%	-2,1%	6,0%	4,5%	-1,5%
marża brutto na sprzedaży	22,6%	23,3%	0,7%	22,9%	23,8%	0,9%	22,9%	23,7%	0,8%
marża EBITDA	7,2%	7,6%	0,4%	7,3%	7,4%	0,2%	8,1%	8,0%	-0,1%
marża EBIT	5,8%	6,2%	0,4%	5,9%	5,9%	0,0%	6,7%	6,5%	-0,2%
marża zysku netto	4,8%	4,7%	-0,1%	4,6%	4,5%	-0,1%	5,2%	5,0%	-0,1%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Liczba otwartych sklepów w ciągu ostatnich 12M (lewa oś) oraz dynamika r/r



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EUROCASH

			2024	2025E	2026E
Kurs [PLN]	8,53	P/E	309,0x	103,7x	17,0x
Kapitalizacja [PLN m]	1 187	EV/EBITDA	4,1x	3,7x	3,6x
EV [PLN m]	3 640	P/BV	1,6x	1,4x	1,3x
Data publikacji raportu za H1 2025	28.08.2025	EPS	0,03	0,08	0,50

W naszej symulacji pozytywne impulsy sprzedażowe związane m.in. z kwietniowymi świętami zostały zneutralizowane przez niską średnią temperaturę powietrza w maju i w konsekwencji niższą sprzedaż napoi chłodzących oraz alkoholi (odczyt sprzedaży hurtowej alkoholi za maj wskazał -16% dynamikę r/r).

Z uwagi na w/w czynniki zakładamy płaską dynamikę przychodów r/r oraz poprawę marży brutto na sprzedaży o ok. 20pb ze względu na mniejszy udział produktów niskomargowych w sprzedaży.

Dodatkowo, wysoki poziom przychodów > 8 mld PLN w naszej opinii spowoduje wzrost kosztów SG&A o ok. 3,5% r/r, co w konsekwencji spowoduje obniżenie marży EBITDA o 40pb do 2,4%. Przy podobnym poziomie przychodów r/r, oznacza to erozję wyniku EBITDA o ok. 30 mln PLN, co przy założeniu kosztów amortyzacji zbliżonych do ubiegłego kwartału oznacza ok. 43 mln PLN wyniku EBIT. W naszej opinii, wynik brutto przed opodatkowaniem oraz wynik netto za Q2 24 i Q2 25 rów powinny być do siebie zbliżone.

Pierwotnie, tzn. przy okazji publikacji naszych prognoz za Q1 zakładaliśmy zneutralizowanie ujemnego wyniku netto na poziomie -82 mln PLN po H1 25 oraz publikację nowej strategii Grupy wraz z terminem publikacji raportu półrocznego. Po weryfikacji naszych założeń nastawiamy się na premierę nowej strategii w późniejszym czasie (raport za Q3-Q4).

Prognoza wyników za Q2 2025 [mln PLN]

	Q2 24	Q2 25	r/r	H1 24	H1 25	r/r	Q2 24 LTM	Q2 25 LTM	r/r
Przychody ze sprzedaży	8 171	8 189	0%	15 796	15 063	-5%	32 281	31 508	-2%
Przychody ze sprzedaży towarów	8 141	8 171	0%	15 737	15 026	-5%	32 177	31 409	-2%
Hurt	5 960	5 845	-2%	11 385	10 826	-5%	23 170	23 060	0%
Detal	1 928	2 049	6%	3 843	3 649	-5%	8 007	7 905	-1%
Projekty	253	277	9%	508	551	8%	1 001	1 109	11%
Zysk brutto ze sprzedaży	1 067	1 085	2%	2 075	2 025	-2%	4 371	4 260	-3%
EBITDA	226	193	-15%	365	314	-14%	996	882	-11%
EBIT	63	43	-32%	42	14	-67%	351	257	-27%
Zysk (strata) przed opodatkowaniem	2	0	-81%	-83	-91	10%	90	28	-69%
Zysk (strata) netto	0	0	134%	-87	-82	-6%	57	9	-84%
przypadający akcjon. Jedn. Dominującej	-8	-8	-2%	-95	-93	-2%	18	-25	---
EPS	-0,06	-0,05	-2%	-0,68	-0,67	-2%	0,13	-0,18	---
		różnica			różnica			różnica	
Marża brutto na sprzedaży	13,1%	13,3%	0,2%	13,1%	13,4%	0,3%	13,5%	13,5%	0,0%
Marża EBITDA	2,8%	2,4%	-0,4%	2,3%	2,1%	-0,2%	3,1%	2,8%	-0,3%
Marża zysku netto	0,0%	0,0%	0,0%	-0,6%	-0,5%	0,0%	0,2%	0,0%	-0,1%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

ŻABKA

			2024	2025E	2026E
Kurs [PLN]	21,73	P/E	38,1x	32,0x	21,5x
Kapitalizacja [PLN m]	21 730	EV/EBITDA	9,2x	8,0x	6,9x
EV [PLN m]	30 940	P/BV	15,6x	10,0x	6,6x
Data publikacji raportu za Q2 2025	05.08.2025	EPS	0,6x	0,7x	1,0x

W nadchodzących wynikach za Q2 zakładamy średni jednocyfrowy wzrost sprzedaży porównywalnej LFL, z uwagi na wyjątkowo zimny maj zwłaszcza w porównaniu z rokiem ubiegłym. Lepszy pod tym względem czerwiec pozwoli spółce naszym zdaniem uplasować wynik LFL w granicach 5%.

W naszej opinii, dynamiczny organiczny rozwój sieci sprzedaży i nowych silników rozwoju doprowadzi łącznie wraz ze wzrostem sprzedaży w obecnej sieci do ok. 14% poprawy wyniku sprzedaży r/r. Przy utrzymaniu marży brutto na porównywalnym poziomie r/r, oznacza to wynik brutto na sprzedaży w okolicy 1,3 mld PLN.

Zakładamy również spowolnienia tempa wzrostu kosztów SG&A, co pozwoli spółce poprawić skor. marżę EBITDA o ok. 50pb i zgodnie z naszymi symulacjami, zaowocować wynikiem powyżej 1 mld PLN.

Wynik salda operacyjnego oraz finansowego w nadchodzącym raporcie będzie obciążony niepieniężnym kosztem związanym z i) Nagrodą IPO, gdzie szacujemy koszt na poziomie 18 mln PLN ; ii) Programem motywacyjnym w wys. 30 mln PLN oraz iii) rolowaniem długu i zamianą obligacji jako instrumentu dłużnego w miejsce dotychczasowych kredytów -50 mln PLN. Wyniki skorygowane są teoretycznymi wynikami spółki oczyszczonymi o wymienione powyżej koszty.

Prognozy na Q2 25 [PLN m]

	Q2 24	Q2 25P	r/r	Q2 24 LTM	Q2 25P LTM	r/r
Sprzedaż do klienta końcowego	7 127	8 150	14%	25 136	29 151	16%
Przychody	6 133	7 149	17%	21 777	25 464	17%
Zysk brutto na sprzedaży	1 110	1 304	17%	3 978	4 680	18%
EBITDA skor.	881	1 052	19%	3 185	3 754	18%
EBITDA	866	999	15%	3 119	3 528	13%
EBIT	447	509	14%	1 591	1 700	7%
Zysk brutto	196	229	17%	644	821	27%
Zysk netto	157	176	12%	495	585	18%
Zysk netto skor.	172	279	63%	495	736	49%
EPS	0,16	0,18	12%	0,50	0,59	18%
Nowe sklepy	271	283	4%	974	1 103	13%
LFL	9,3%	5,0%	-4,3%	11,0%	6,0%	-5,0%
Marża brutto na sprzedaży	15,6%	16,0%	0,4%	15,8%	16,1%	0,2%
Marża EBITDA skor.	12,4%	12,9%	0,5%	18,3%	18,4%	0,1%
Marża EBIT	7,3%	7,1%	-0,2%	12,7%	12,9%	0,2%
Marża zysku netto	2,6%	2,5%	-0,1%	14,3%	13,9%	-0,5%
Sklepy sop	10 369	11 460	11%	9 666	10 640	10%
otwarcia w okresie	271	283	4%	974	1 103	13%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**Maciej Bobrowski**

Dyrektor Wydziału
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 208 14 12
e-mail: maciej.bobrowski@bdm.pl
[strategia, przemysł, media/rozrywka, TMT](#)

Krzysztof Pado

Zastępca Dyrektora
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 208 14 32
e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl
[oil&gas, budownictwo, materiały budowlane, deweloperzy](#)

Anna Tobiasz

Młodszy analityk rynku akcji
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 208 14 35
e-mail: anna.tobiasz@bdm.pl

Andrzej Wodecki

Młodszy analityk rynku akcji
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 208 14 39
e-mail: andrzej.wodecki@bdm.pl

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:**Leszek Mackiewicz**

Dyrektor Wydziału
tel. (022) 62-20-848
e-mail: leszek.mackiewicz@bdm.pl

Maciej Fink-Finowicki

tel. (022) 62-20-855
e-mail: maciej.fink-finowicki@bdm.pl

Tomasz Grzeszczyk

tel. (022) 62-20-854
e-mail: tomasz.grzeszczyk@bdm.pl

Piotr Komorowski

tel. (022) 62-20-851
e-mail: piotr.komorowski@bdm.pl

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej
 EBITDA — wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację
 Dług netto – zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty
 WACC - średni ważony koszt kapitału
 CAGR - średnioroczny wzrost
 EPS - zysk netto na 1 akcję
 DPS - dywidenda na 1 akcję
 CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
 EV – suma kapitalizacji rynkowej i długu netto
 EV/S – stosunek EV do przychodów ze sprzedaży
 EV/EBITDA – stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację
 P/EBIT – stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej
 MC/S – stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży
 P/E – stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto
 P/BV – stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej
 P/CE – wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję
 ROE – stosunek zysku netto do kapitałów własnych
 ROA - stosunek zysku netto do aktywów
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów
 marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową;
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową;
 Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej;
 Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej;
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.
 Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka

Poszczególne rekomendacje powinny skłaniać inwestorów do odpowiedniego zachowania się na giełdzie. I tak odpowiednio:

Kupuj – inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;
 Akumuluj – proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;
 Trzymaj – inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;
 Redukuj – proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;
 Sprzedaj – inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

Słabe i silne strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).
 DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).
 Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w Q3 2025*:			, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:	
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	0	0%	0	0%
Akumuluj	0	0%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

* - w serwisie informacyjnym BDM na stronie: <https://www.bdm.pl/analizy-i-informacje/analizy/historia-rekomendacji> raportujemy szczegółowe zestawienie historycznych rekomendacji wydanych przez BDM w okresie nie krótszym niż ostatnie dwanaście miesięcy, zawierające m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposobu i daty przekazania wspomnianych materiałów analitycznych.

INFORMACJE ORAZ ZASTRZEŻENIA DOTYCZĄCE CHARAKTERU MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

Niniejszy raport (dalej również: opracowanie, dokument, analiza, materiał analityczny) został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Niniejszy raport stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Dokument może być przeznaczony dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych BDM, jak również innych kwalifikowanych klientów BDM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji ogólnych w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM.

Dokument został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

Data sporządzenia materiału: 2025-07-07.

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2025-07-07 (14:00 CET/CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2025-07-14.

Od momentu publikacji majątkowe prawa autorskie do niniejszego raportu przysługują BDM.

Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a BDM nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w raporcie lub jakichkolwiek elementów raportu. Opracowanie nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Raport, ani żadna jego kopia, nie mogą być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji raportu na stronach internetowych Emitenta, BDM lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

Osoby, które otrzymają niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej analizy powinny zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego, aby uzyskać potrzebne i niezbędne wyjaśnienia dotyczące zawartości niniejszego opracowania.

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora. Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obarczona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahanom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakakolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendację okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą. Tym samym w opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu informacyjnego GPW lub innych serwisów (m.in. Bloomberg). Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wczytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Sprawozdanie z wykazem rekomendacji o charakterze ogólnym opublikowanych w okresie nie krótszym niż ostatnie dwanaście miesięcy” zawierającym m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposobu i daty przekazania wspomnianych materiałów analitycznych. Przedmiotowe sprawozdanie znajduje się w serwisie informacyjnym BDM: <https://www.bdm.pl/analizy-i-informacje/analizy/historia-rekomendacji>

DODATKOWE INFORMACJE, KTÓRE MOGĄ WPŁYWAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ SPORZĄDZONEGO MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

BDM aby zapobiec konfliktom interesów lub nimi zarządzić wyznaczył bariery organizacyjne wymagane z punktu widzenia prawnego i nadzorczego, których przestrzeganie jest monitorowane przez Wydział Compliance. Podstawowym dokumentem regulującym zarządzanie potencjalnym konfliktem interesu w BDM jest „Regulamin zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. BDM stosuje wypracowane mechanizmy aby konflikty interesów były zarządzane przez bariery prawne oraz administracyjne mające na celu ograniczenie przepływu informacji pomiędzy jednostkami organizacyjnymi / poszczególnymi osobami zatrudnionymi w BDM lub innymi osobami. W szczególności Wydział Analiz i Informacji jest oddzielony od Wydziału Bankowości Inwestycyjnej oraz od innych jednostek sprzedażowych BDM (m.in. Wydział Sprzedaży, Wydział Doradztwa Inwestycyjnego).

Przyjęte rozwiązania organizacyjne w opinii BDM zapewniają, że przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analitik (analitiky) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe. Jednocześnie Zarząd BDM ma prawo przyznać analitikowi wynagrodzenie premiowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac analitycznych (rozpoczęcia stałego monitoringu analitycznego przez analityka) są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz i Informacji.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. Zaznaczamy, że na dzień 07.07.2025 roku:

	AMBRA	DINO POLSKA	EUROCASH	ŻABKA
Czy BDM jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.	NIE	NIE	TAK	TAK
Czy BDM znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem	NIE	NIE	NIE	NIE
Czy osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem	NIE	NIE	NIE	NIE
Czy emitent posiada pakiet udziałów przekraczający 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM	NIE	NIE	NIE	NIE
Czy BDM jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta	NIE	NIE	NIE	TAK
Czy BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy był gwarantem lub współgwarantem jakiegokolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta	NIE	NIE	NIE	NIE
Czy BDM jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi	NIE	NIE	NIE	NIE
Czy BDM jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE (dalej dyrektywa 2014/65/UE)	NIE	NIE	NIE	NIE
Czy BDM jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji	NIE	NIE	NIE	NIE
Czy występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane*	NIE	NIE	NIE	NIE
Czy istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych**	NIE	NIE	NIE	NIE
Czy osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji otrzymywała lub kupowała akcje emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.	NIE	NIE	NIE	NIE
Czy osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji oświadcza, że przestrzega regulacji wewnętrznych oraz podlega rozwiązaniom organizacyjnym, technicznym oraz barierom informacyjnym ustanowionym przez BDM, w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania.	TAK	TAK	TAK	TAK
Czy osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie była w jakiegokolwiek formie wynagradzana przez emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni, odnosi się rekomendacja oraz nie była bezpośrednio powiązana z ewentualnymi transakcjami dotyczącymi usług określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi	NIE	NIE	NIE	NIE

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomym, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zaistnieć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.