

UNIBEP (KUPUJ TP 15,0 zł, z 26.09.2025)

Podsumowanie wyników 4Q'25

Wyniki 4Q'25 są zgodne ze wstępnymi, opublikowanymi 16 lutego br. – ocenialiśmy je pozytywnie: przychody były nieco niższe od naszych szacunków, zyski wyraźnie powyżej naszych prognoz. Najbardziej pozytywnym zaskoczeniem była wysoka marża brutto na sprzedaży, osiągnięta w segmencie budowlanym. W ostatnim kwartale wyniki poprawiła też ugoda z Umicore, w wyniku której Umicore wycofał karę umowną na 6,1 mln zł oraz wypłacił Unibepowi 5,3 mln zł środków pieniężnych.

Skonsolidowane wyniki i prognozy Unibep

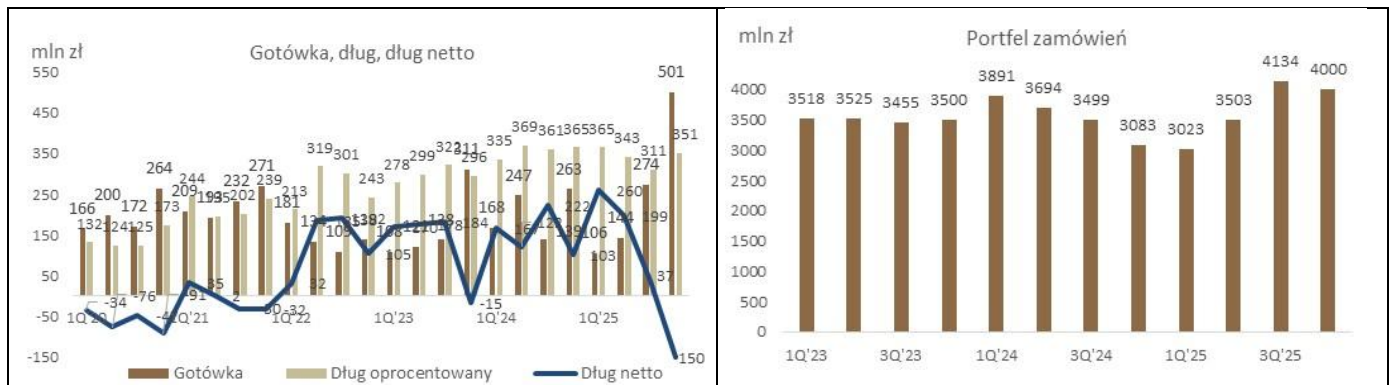
mln zł	4Q'24	1Q'25	2Q'25	3Q'25	4Q'25	Zmiana 4Q'25/4Q'24	4Q'25P Noble Securities
Przychody ze sprzedaży	781,1	429,8	605,7	579,3	743,6	-5%	789,0
Zysk brutto na sprzedaży	52,0	30,0	51,7	64,0	83,8	61%	79,7
Koszty sprzedaży	-1,0	3,1	3,8	3,1	5,6	-	3,0
Koszty ogólnego zarządu	37,6	23,3	23,4	30,1	38,9	4%	41,0
Pozostała operacyjna	-5,9	0,7	7,0	-0,6	7,3	-	-3,0
EBIT	9,5	4,3	31,4	30,2	46,6	389%	32,7
Saldo finansowe	-6,2	-8,8	-14,1	-10,0	-12,1	96%	-10,0
Zysk przed podatkiem	3,3	-4,4	17,3	18,4	36,3	985%	22,7
Podatek	1,7	-0,4	6,8	2,5	9,4	449%	4,3
Zysk netto	1,6	-4,0	10,5	15,9	26,8	1551%	18,4
Zysk netto przypisany akcj. j.d.	-1,6	-5,6	6,0	14,8	26,1	-	18,2
Marża zysku brutto ze sprzedaży	6,7%	7,0%	8,5%	11,0%	11,3%	4,6%	10,1%
Marża EBIT	1,2%	1,0%	5,2%	5,2%	6,3%	5,0%	4,1%
Marża netto	-0,2%	-1,3%	1,0%	2,6%	3,5%	3,7%	2,3%

mln zł	4Q'24	1Q'25	2Q'25	3Q'25	4Q'25	Zmiana 4Q'25/4Q'24	4Q'25P Noble Securities
Budownictwo ogólnobudowlane							
Przychody	304,1	182,2	216,9	189,0	211,7	-30%	252,0
Zysk brutto na sprzedaży	30,3	12,1	21,6	22,0	17,4	-43%	22,0
Marża brutto na sprzedaży	10,0%	6,6%	10,0%	11,6%	8,2%	-1,7%	8,7%
Budownictwo infrastrukturalne							
Przychody	244,2	87,3	222,5	234,1	253,6	4%	280,0
Zysk brutto na sprzedaży	17,9	0,6	9,7	22,5	27,4	53%	25,3
Marża brutto na sprzedaży	7,3%	0,7%	4,4%	9,6%	10,8%	3,5%	9,0%
Budownictwo energetyczne							
Przychody	153,9	85,3	111,6	86,6	121,9	-21%	125,0
Zysk brutto na sprzedaży	-9,7	7,2	11,4	9,2	11,2	-	11,2
Marża brutto na sprzedaży	-6,3%	8,4%	10,2%	10,6%	9,2%	15,5%	9,0%
Budownictwo modułowe							
Przychody	43,2	27,5	42,1	54,6	67,3	56%	57,0
Zysk brutto na sprzedaży	-0,8	-1,8	1,7	5,5	7,5	-1009%	4,5
Marża brutto na sprzedaży	-1,9%	-6,5%	4,0%	10,1%	11,1%	13,0%	7,9%
Deweloperka							
Przychody	54,9	62,8	28,1	32,0	101,3	85%	90,0
Zysk brutto na sprzedaży	16,5	15,8	6,7	7,2	21,8	33%	20,7
Marża brutto na sprzedaży	30,0%	25,2%	24,0%	22,4%	21,6%	-8,5%	23,0%

• Źródło: Unibep S.A. do 4Q'25, 4Q'25P - prognoza Noble Securities

- W ujęciu segmentowym spadki przychodów wystąpiły w segmencie ogólnobudowlanym oraz energetycznym. Przychody z działalności budowlanej we wszystkich 3 segmentach były niższe od naszych szacunków. Większe przychody zrealizowały z kolei spółki zależne: Unihouse (budownictwo modułowe) i Unidevelopment (deweloper).
- Marże brutto na sprzedaży we wszystkich segmentach były dość wysokie – bardzo wysoka była marża w Unihouse (efekt dużych przychodów i rozłożenia kosztów stałych na większą sprzedaż) i w segmencie infrastrukturalnym (relatywnie wysokomarżowy kontrakt na budowę drogi technicznej wzdłuż granicy z Białorusią).
- Koszty ogólnego zarządu zwiększyły się o 4%, nieco mniej niż zakładaliśmy.
- Saldo na pozostałej działalności operacyjnej wyniosło aż +7,3 mln zł, a zakładaliśmy -3,0 mln zł. Na tą pozycję głównie wpłynęły końcowe rozliczenia zawartej ugody z Umicore: ten klient wycofał karę umowną na 6,1 mln zł oraz wypłacił Unibepowi 5,3 mln zł środków pieniężnych.
- Saldo na działalności finansowej, łącznie z oczekiwanyymi stratami kredytowymi było nieco gorsze od naszych szacunków: -12,1 mln zł vs szacowane -10 mln zł. Wyższa od naszych założeń była też stopa podatku CIT: 26% vs 19%.

- Bardzo wysoki był poziom środków pieniężnych na koniec roku – aż 500,6 mln zł. Było to konsekwencją wypłaty znaczących zaliczek przez klientów pod koniec ub. r. – szacujemy je na nieco ponad 200 mln zł. Gotówka netto (z pominięciem długoterminowych zobowiązań leasingowych z tytułu umów najmu) zwiększyła się do imponujących 150 mln zł. Po skorygowaniu o wypłacone zaliczki, naszym zdaniem, grupa Unibep na koniec 2025 r. miała ok. 60 mln zł długu netto. Poziom gotówki będzie się obniżał w najbliższych miesiącach wraz z postępem prac budowlanych i płatnościami na rzecz podwykonawców.
- Portfel zamówień na koniec roku obniżył się do 4,0 mld zł, z 4 134 mln zł na koniec 3Q'25. Unibep ma złożone jednak oferty o wartości ponad 2 mld zł, w tym w 2 przypadku znajduje się na pierwszym lub drugim miejscu z wartościami ofert rzędu wysokich kilkuset mln zł.



Źródło: Unibep S.A., opracowanie Noble Securities

Najważniejsze informacje z konferencji:

- zarząd ostrożnie podchodzi do wyników w 2026 r., ze względu na relatywnie wysoką bazę z 2025 r. – realizacja wyżej marżowych kontraktów na budowę ambasady w Mińsku i drogi technicznej wzdłuż granicy z Białorusią,
- w 2026 r. więcej kontraktów będzie realizowanych w formule „projektuj i buduj”, co wpłynie na wolniejsze przekładanie backlogu na przychody,
- kiepskie warunki pogodowe przełożyły się lekko negatywnie na działalność Unibep S.A. w styczniu i lutym, ale może cały kwartał nie okaże się gorszy r/r,
- Unibep uważa, że przyczyny wypowiedzenia umowy przez Wojskową Akademię Techniczną (komunikat z 23 marca br.) są bezzasadne, a naliczona kara umowna (15,6 mln zł) jest nienależna – umowa realizowana od maja 2025 r. znajduje się nadal w fazie projektowej,
- wzrosty cen stali (ok. 14% od początku br.) i produktów ropopochodnych (ok. +20% od początku br.) mogą z czasem przekładać się na ograniczanie marża firm budowlanych, Unibep stara się jednak pozyskiwać kontrakty z wbudowanymi klauzulami waloryzacyjnymi,
- wyniki Unihouse w 2026 r. w dużej mierze będą zależeć od realizacji dużego kontraktu (152 mln zł) z dostawami modułów do Frankfurtu nad Menem, jest szansa na wyjście w tej spółce z wynikiem netto powyżej zera w 2026 r., ale początek roku jest relatywnie słaby – niska produkcja, a marża dociążona kosztami stałymi,
- backlog potencjalnie może się zwiększyć – Unibep w dwóch dużych postępowaniach jest na pierwszym i drugim miejscu: potencjalne zlecenia po kilkaset mln zł każde w części przypadającej na Unibep,
- Unidevelopment w 2026 r. planuje sprzedać i zaksiegować ok. 300 lokali, podobne ilości jak w 2025 r., marże też mogą być zbliżone do osiągniętych w 2025 r., obecnie w ofercie spółki znajduje się 5 projektów z 631 lokalami (187 mieszkań znajduje się w zakończonych inwestycjach): 337 w Warszawie, 175 w Gdańsku, 119 w Radomiu, w 2026 r. do oferty może być wprowadzony jeszcze 1 etap projektu w Radomiu.

Naszym zdaniem wymowa konferencji miała neutralny charakter – w 2026 r. należy spodziewać prawdopodobnie nieco niższych zysków niż w 2025 r., głównie ze względu na wysoką bazę wynikową z poprzedniego roku. Bilans grupy jednak mocno się poprawił, co jest pozytywnym elementem. W ciągu ostatnich 4 tygodni kurs akcji skorygował się o blisko 20%, osiągając poziomy atrakcyjne do akumulacji akcji – są wyceniane z wyraźnym dyskontem do innych krajowych spółek budowlanych.

Dariusz Nawrot
Dyrektor Departamentu Analiz i Doradztwa
dariusz.nawrot@noblesecurities.pl
+48 783 931 515

OBJAŚNIENIE 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
Ifl – dynamika sprzedaży porównywalnej w ujęciu r/r
P – prognozy analityka lub analityków Noble Securities S.A. sporządzających rekomendację
P/E – stosunek ceny akcji do zysku netto przypadającego na 1 akcję
P/EBIT – stosunek ceny akcji do zysku operacyjnego przypadającego na 1 akcję
P/EBITDA – stosunek ceny akcji do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację przypadającą na 1 akcję
P/BV – stosunek ceny akcji do wartości księgowej przypadającej na 1 akcję
EV/EBIT – stosunek wyceny rynkowej spółki powiększonej o dług netto do zysku operacyjnego
EV/EBITDA – stosunek wyceny rynkowej spółki powiększonej o dług netto do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację
ROE – stopa zwrotu z kapitału własnego
ROA – stopa zwrotu z aktywów
WACC – średni ważony koszt kapitału
FCFF – wolne przepływy pieniężne dla właścicieli kapitału własnego i wierzycieli
Beta – współczynnik uwzględniający zależność zmiany ceny akcji danej spółki od zmiany wartości indeksu
SG&A – suma kosztów ogólnego zarządu i sprzedaży
LTM – za okres ostatnich 12 miesięcy (ang. Last Twelve Months)

ZASTRZEŻENIA PRAWNE**PODSTAWOWE ZASADY WYDAWANIA RAPORTU ANALITYCZNEGO**

Niniejszy raport analityczny, zwany dalej „Raportem” został przygotowany przez Noble Securities S.A. („NS”) z siedzibą w Warszawie.

Podstawą do opracowania Raportu były publicznie dostępne informacje w dniu jego sporządzenia. Wykorzystaliśmy między innymi raporty bieżące i okresowe, które publikuje Emitent w ramach wykonywania swoich obowiązków informacyjnych.

Raport wyraża wyłącznie wiedzę oraz poglądy Analityka, według stanu na dzień jego sporządzenia.

Przedstawione w Raporcie prognozy oraz elementy ocen, 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 MOGĘBY WPŁYNAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ RAPORTU

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

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

- nie jest bezpośrednio powiązane z transakcjami dotyczącymi usług maklerskich świadczonych przez NS;
- nie zależy od innych transakcji, które prowadzi NS lub 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 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, 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 osiągniętych przez inną jednostkę organizacyjną, jeżeli jednostki te wykonują czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów.

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

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

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

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

Zakazane jest:

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

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

Analitycy nie mogą:

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

POZOSTAŁE INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

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

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

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

Raport został przygotowany zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność, w szczególności z zgodnie z Rozporządzeniem delegowanym Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partycularnych lub wskazań konfliktów interesów. Raport stanowi badanie inwestycyjne, o którym mowa w art. 36 ust. 1 Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Raport ani żaden z jego fragmentów nie stanowi:

- oferty w rozumieniu art. 66 ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. - Kodeks cywilny,
- podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania,
- publicznego proponowania nabycia instrumentów finansowych ani oferty publicznej instrumentów finansowych w rozumieniu art. 3 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych,
- zaproszenia do subskrypcji lub zakupu papierów wartościowych Emitenta,
- usługi doradztwa inwestycyjnego, ani usługi zarządzania portfelami, o których mowa w ustawie z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi,
- porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju.

Raport:

- sporządzany jest bez uwzględnienia indywidualnej sytuacji oraz potrzeb inwestora i nie stanowi usługi doradztwa inwestycyjnego,
- jest upubliczniony na stronie internetowej NS: <https://noblesecurities.pl/dom-maklerski/analizy2/program-wsparcia-pokrycia-analitycznego-gpw>
- jest przeznaczony do rozpowszechniania wyłącznie na terenie Rzeczypospolitej Polskiej, a nie jest przeznaczony do rozpowszechniania lub przekazywania, bezpośrednio ani pośrednio, na terenie Stanów Zjednoczonych Ameryki, Kanady, Japonii lub Australii, ani obszaru żadnej innej jurysdykcji, gdzie rozpowszechnianie takie stanowiłoby naruszenie odpowiednich przepisów danej jurysdykcji lub wymagało zarejestrowania w tej jurysdykcji,

- nie zawiera wszystkich informacji o Emitencie i nie umożliwia pełnej oceny Emitenta, w tym w zakresie sytuacji finansowej Emitenta, ponieważ do Raportu zostały wybrane tylko niektóre dane dotyczące Emitenta,
- ma wyłącznie charakter informacyjny, więc nie jest możliwa kompleksowa ocena Emitenta na podstawie Raportu,
- nie został ujawniony Emitentowi, do którego się bezpośrednio lub pośrednio odnosi przed pierwszym rozpowszechnieniem.

UWAGI KOŃCOWE

Analityk sporządzający Raport: Dariusz Nawrot – Dyrektor Departamentu Analiz i Doradztwa.

Zakończenie sporządzania Raportu nastąpiło 01.04.2026 o godz. 16:42. Pierwsze rozpowszechnienie raportu nastąpiło 01.04.2026 godz. 16:45. 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.

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)
Dino Polska	Akumuluj	46,90	41,50	33,38	41%	18.03.2026	12M	Dariusz Dadej
Torpol	Sprzedaj	53,00	66,20	64,00	-17%	18.03.2026	12M	Dariusz Nawrot
Bioton	Kupuj	4,98	4,10	4,32	15%	16.03.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Budimex	Sprzedaj	619,00	785,00	661,00	-6%	05.03.2026	12M	Dariusz Nawrot
Bogdanka	Sprzedaj	13,97	20,00	34,05	-59%	26.02.2026	12M	Michał Sztabler
Welton	Akumuluj	7,25	6,07	5,55	31%	16.02.2026	12M	Michał Sztabler
Forte	Redukuj	19,60	23,30	20,70	-5%	16.02.2026	12M	Dariusz Dadej
XTB	Kupuj	95,70	75,00	94,68	1%	16.01.2026	9M	Mateusz Chrzanowski
MO-BRLUK	Kupuj	424,80	352,50	340,00	25%	14.01.2026	9M	Dariusz Dadej
Creepy Jar	Trzymaj	802,00	798,00	612,00	31%	12.01.2026	9M	Mateusz Chrzanowski
Creepy Jar	Trzymaj	416,00	414,00			05.01.2026	9M	Mateusz Chrzanowski
Ailleron	Akumuluj	17,30	15,40	17,52	-1%	23.12.2025	9M	Dariusz Dadej
11bit studios	Trzymaj	156,00	142,00	131,00	19%	22.12.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Budimex	Redukuj	590,00	648,00			22.12.2025	9M	Dariusz Nawrot
PGE	Trzymaj	8,95	8,64	10,53	-15%	11.12.2025	9M	Michał Sztabler
CD Projekt	Akumuluj	283,00	253,00	236,60	20%	11.12.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	45,40	28,20	22,60	101%	27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Molecure	Kupuj	9,20	6,50	5,14	79%	27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Celon Pharma	Kupuj	34,60	21,60	19,78	75%	27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Captor Therapeutics	Kupuj	94,40	60,40	80,00	18%	27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Selvita	Kupuj	63,90	44,00	35,10	82%	26.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	nd	20,45	17,95	17,55	17%	25.11.2025	9M	Michał Sztabler
Apator	Kupuj	29,60	22,70	22,30	33%	21.11.2025	9M	Michał Sztabler
Amica	Kupuj	97,90	22,00	51,30	91%	21.11.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Pepco Group	Trzymaj	25,50	26,83	26,69	-4%	19.11.2025	9M	Dariusz Dadej
Dino Polska	Trzymaj	41,00	41,79			19.11.2025	9M	Dariusz Dadej
PGE	Redukuj	9,95	11,37			12.11.2025	9M	Michał Sztabler
Answear.com	Akumuluj	33,70	29,00	19,68	71%	20.10.2025	9M	Dariusz Dadej
MCI Capital	Kupuj	43,20	29,30	27,30	58%	14.10.2025	9M	Krzysztof Radojewski
LFP	Kupuj	23000,00	17495,00	22300,00	3%	06.10.2025	9M	Dariusz Dadej
Bioton	Akumuluj	4,86	4,40			06.10.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Toya	Kupuj	14,50	9,96	8,50	71%	03.10.2025	9M	Dariusz Nawrot
Sonel	Redukuj	14,67	17,50	13,50	9%	03.10.2025	9M	Michał Sztabler
Torpol	Redukuj	46,20	49,60			30.09.2025	9M	Dariusz Nawrot
Unibep	Kupuj	15,00	10,00	13,95	8%	26.09.2025	9M	Dariusz Nawrot
Huuuge	Akumuluj	27,30	23,10	23,00	19%	24.09.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Dino Polska	Redukuj	40,00	46,03			23.09.2025	9M	Dariusz Dadej
Budimex	Akumuluj	560,00	518,20			18.09.2025	9M	Dariusz Nawrot
Huuuge	Kupuj	27,80	22,00			18.09.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Creepy Jar	Trzymaj	495,00	455,00			16.09.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Eurocash	Akumuluj	9,50	8,10	5,73	66%	15.09.2025	9M	Dariusz Dadej
Creotech Instruments	Akumuluj	371,00	324,00	708,00	-48%	15.09.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Tauron PE	Sprzedaj	7,17	9,35	10,27	-30%	08.09.2025	9M	Michał Sztabler
MO-BRLUK	Akumuluj	338,00	295,00	340,00	-1%	08.09.2025	9M	Dariusz Dadej
Bogdanka	Redukuj	19,22	23,20			19.08.2025	9M	Michał Sztabler
Forte	Kupuj	33,90	27,30	20,70	64%	18.08.2025	9M	Dariusz Dadej
Apator	Akumuluj	23,20	20,40			22.07.2025	9M	Michał Sztabler
Selvita	Kupuj	51,10	31,90			18.07.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Auto Partner	Kupuj	31,30	20,40	18,00	74%	03.07.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
InterCars	Kupuj	774,10	568,00	664,00	17%	30.06.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Ailleron	Kupuj	24,10	19,70	17,52	38%	25.06.2025	9M	Dariusz Dadej
Captor Therapeutics	Kupuj	86,00	32,50			24.06.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Celon Pharma	Kupuj	33,70	21,80			24.06.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Molecure	Kupuj	11,90	5,70			24.06.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	59,70	30,10			24.06.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Pepco Group	Akumuluj	21,90	19,36			13.06.2025	9M	Dariusz Dadej
MO-BRLUK	Akumuluj	321,00	270,00			30.05.2025	9M	Dariusz Dadej
Photon Energy	nd	3,70	3,50	1,24	198%	21.05.2025	9M	Michał Sztabler
Noctiluca	nd	184,00	98,00	88,80	107%	15.05.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Mabion	nd	15,00	10,30	8,92	68%	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
Answear.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			11.04.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Budimex	Trzymaj	510,00	529,00			07.04.2025	9M	Dariusz Nawrot
Aplisens	nd	24,30	19,60			02.04.2025	9M	Michał Sztabler

(1) Data wydania jest równocześnie datą pierwszego rozpowszechnienia, (2) rekomendacja obowiązuje przez 9 miesięcy lub do momentu aktualizacji

(3) Opis stanowisk: Dariusz Nawrot - Dyrektor Departamentu Analiz i Doradztwa, Krzysztof Radojewski - Zastępca Dyrektora Departamentu Analiz i Doradztwa, Michał Sztabler - Analityk Akcji, Dariusz Dadej - Analityk Akcji, Mateusz Chrzanowski - Analityk Akcji

DEPARTAMENT ANALIZ I DORADZTWA

Dariusz Nawrot

dariusz.nawrot@noblesecurities.pl

tel. +48 783 931 515

Przemysł, budownictwo, deweloperzy, chemia

Krzysztof Radojewski

krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl

tel.: +48 669 102 509

Biotechnologia

Mateusz Chrzanowski, DI

mateusz.chrzanowski@noblesecurities.pl

tel.: +48 785 904 686

Przemysł, automotive, gamedev, XTB

Michał Sztabler

michal.sztabler@noblesecurities.pl

tel.: +48 667 852 196

Spółki przemysłowe, energetyka, wydobywanie

Dariusz Dadej

dariusz.dadej@noblesecurities.pl

tel.: +48 602 445 334

Handel detaliczny, przemysł

Krzysztof Ojczyk, MPW

krzysztof.ojczyk@noblesecurities.pl

tel.: +48 12 422 31 00

Analiza techniczna

Jacek Borawski

jacek.borawski@noblesecurities.pl

tel: +48 697 970 113

Analiza techniczna

Szymon Pogoda

szymon.pogoda@noblesecurities.pl

tel. +48 785 925 184

DEPARTAMENT OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH

Jacek Paszkowski, CFA

jacek.paszkowski@noblesecurities.pl

tel: +48 22 244 13 02

mobile: +48 783 934 027

Piotr Dudziński

piotr.dudzinski@noblesecurities.pl

tel: +48 22 244 13 04