

## Mo-BRUK (KUPUJ TP 456,9 zł z dnia 12.05.2026 r.)

### - Wyniki 1Q26 – Powyżej naszej prognozy i rynkowego konsensusu - pozytywnie

Wyniki 1Q26 oceniamy pozytywnie. Dane raportowane plasują się powyżej naszej prognozy na wszystkich poziomach i poza wynikiem netto również rynkowego konsensusu. Wzrost wyników był wspierany zarówno przez większy wolumen przetworzonych odpadów (82,9 tys. ton, +13% r/r), jak i wzrost cen usług w kluczowych segmentach. W pierwszym kwartale Grupa zagospodarowała 82,9 tys. ton odpadów, wobec 73,3 tys. ton w analogicznym okresie roku poprzedniego. Z tego 57,8 tys. ton przypadało na segment zestalania i stabilizacji, 15,0 tys. ton na segment RDF, 6,3 tys. ton na spalanie, a 3,8 tys. ton na segment przetwarzania wód zaolejonych i olejów przemysłowych. W efekcie przychody ze sprzedaży w podziale na segmenty wyniosły odpowiednio 22,6 mln zł, 16,6 mln zł, 27,6 mln zł oraz 6,1 mln zł. Najsilniej rozwijał się segment produkcji paliw alternatywnych (+115% r/r) oraz spalania odpadów niebezpiecznych (+25,8%), głównie dzięki wzrostowi cen i realizacji kontraktów związanych z likwidacją tzw. „bomb ekologicznych”. Słabszy był segment stabilizacji odpadów nieorganicznych (-6% r/r), gdzie spadły ceny jednostkowe. Spadek marży EBITDA r/r (do ok. 38,4% z 40,7%) wynika przede wszystkim z wzrostu kosztów operacyjnych oraz dodatkowo negatywny efekt miał większy udział segmentów o relatywnie niższej marżowości (m.in. RDF) oraz rozruch i integracja nowego segmentu przetwarzania wód zaolejonych (Eco Point), co przejściowo obniża efektywność operacyjną. Na podstawie aktualnej wartości portfela zamówień i projektów można oczekiwać jednak, że przychody i wyniki za cały rok 2026 będą rekordowe podobnie jak 4Q25 i 1Q26. Wydzwięk konferencji oceniamy neutralnie.

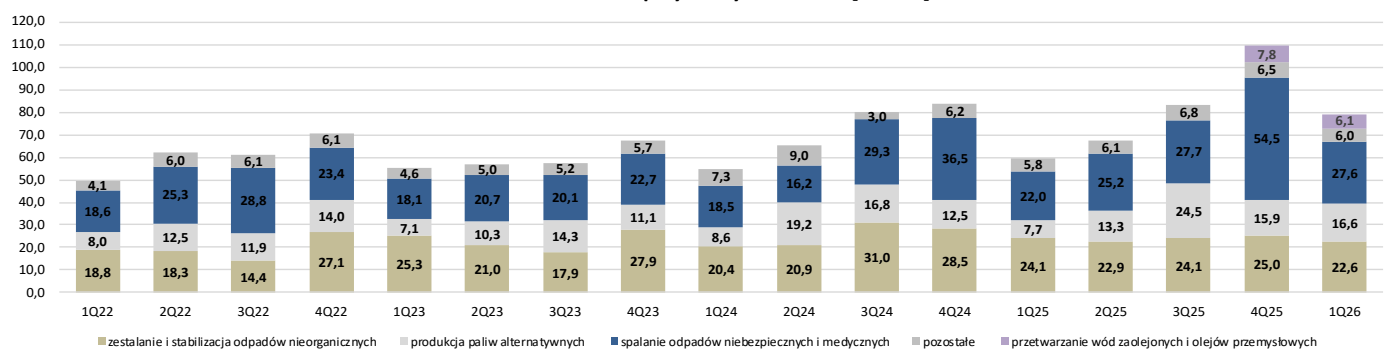
Wybrane dane finansowe (mln zł)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	1Q26P	1Q / P	Kons.1Q	1Q vs. kons.
<b>Przychody</b>	<b>59,6</b>	<b>67,5</b>	<b>83,1</b>	<b>109,7</b>	<b>79,0</b>	<b>69,5</b>	<b>14%</b>	<b>75,1</b>	<b>5%</b>
<i>dynamika r/r</i>	8,7%	3,3%	3,9%	31,1%	32,6%	16,7%			
Koszty operacyjne razem	43,3	49,0	54,7	67,0	56,8	50,6			
Zysk/ strata ze sprzedaży	16,3	18,5	28,4	42,7	22,3	18,9			
Pozostałe przychody operacyjne	1,4	2,4	1,6	2,2	1,1	1,4			
Pozostałe koszty operacyjne	0,6	0,9	53,3	3,7	0,6	0,9			
<b>EBIT</b>	<b>17,1</b>	<b>20,0</b>	<b>-23,3</b>	<b>41,3</b>	<b>22,8</b>	<b>19,4</b>	<b>17%</b>	<b>21,6</b>	<b>5%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>24,3</b>	<b>27,7</b>	<b>-15,0</b>	<b>50,5</b>	<b>30,4</b>	<b>27,6</b>	<b>10%</b>	<b>29,7</b>	<b>2%</b>
Przychody finansowe	0,5	0,5	5,2	0,1	0,2	0,2			
Koszty finansowe	2,3	3,2	14,6	5,9	3,4	3,7			
Zysk/ strata przed podatkiem	15,2	17,3	-32,8	35,5	19,5	15,9	23%		
Podatek	2,7	3,3	5,9	8,2	4,0	3,1			
<b>Zysk/strata netto</b>	<b>12,6</b>	<b>14,0</b>	<b>-38,7</b>	<b>27,3</b>	<b>15,6</b>	<b>12,8</b>	<b>22%</b>	<b>16,2</b>	<b>-4%</b>

Źródło: Mobruk, PAP; P - prognoza Noble Securities

### Wyniki 1Q26:

**Przychody** raportowane za 1Q26 wyniosły 79,0 mln zł, wobec 59,6 mln zł w roku poprzednim (wzrost o 33% r/r). Plasują się one 14% powyżej naszej prognozy oraz 5% powyżej rynkowego konsensusu. W pierwszym kwartale Grupa zagospodarowała 82,9 tys. ton odpadów, z czego 57,8 tys. ton przypadało na segment zestalania i stabilizacji, 15,0 tys. ton na segment RDF, 6,3 tys. ton na spalanie, a 3,8 tys. ton na segment przetwarzania wód zaolejonych i olejów przemysłowych. W efekcie przychody ze sprzedaży w podziale na segmenty wyniosły odpowiednio 22,6 mln zł, 16,6 mln zł, 27,6 mln zł i 6,1 mln zł. W analogicznym okresie poprzedniego roku łącznie Mo-BRUK zagospodarowała 73,3 tys. ton odpadów. Pozytywnym pozostaje wzrost wolumenów (+13% r/r) oraz utrzymanie wysokiej dynamiki przychodów, szczególnie w segmentach RDF i spalania, przy jednoczesnym wkładzie nowego segmentu przetwarzania wód zaolejonych i olejów przemysłowych.

Skonsolidowane przychody kwartalne [mln. zł]

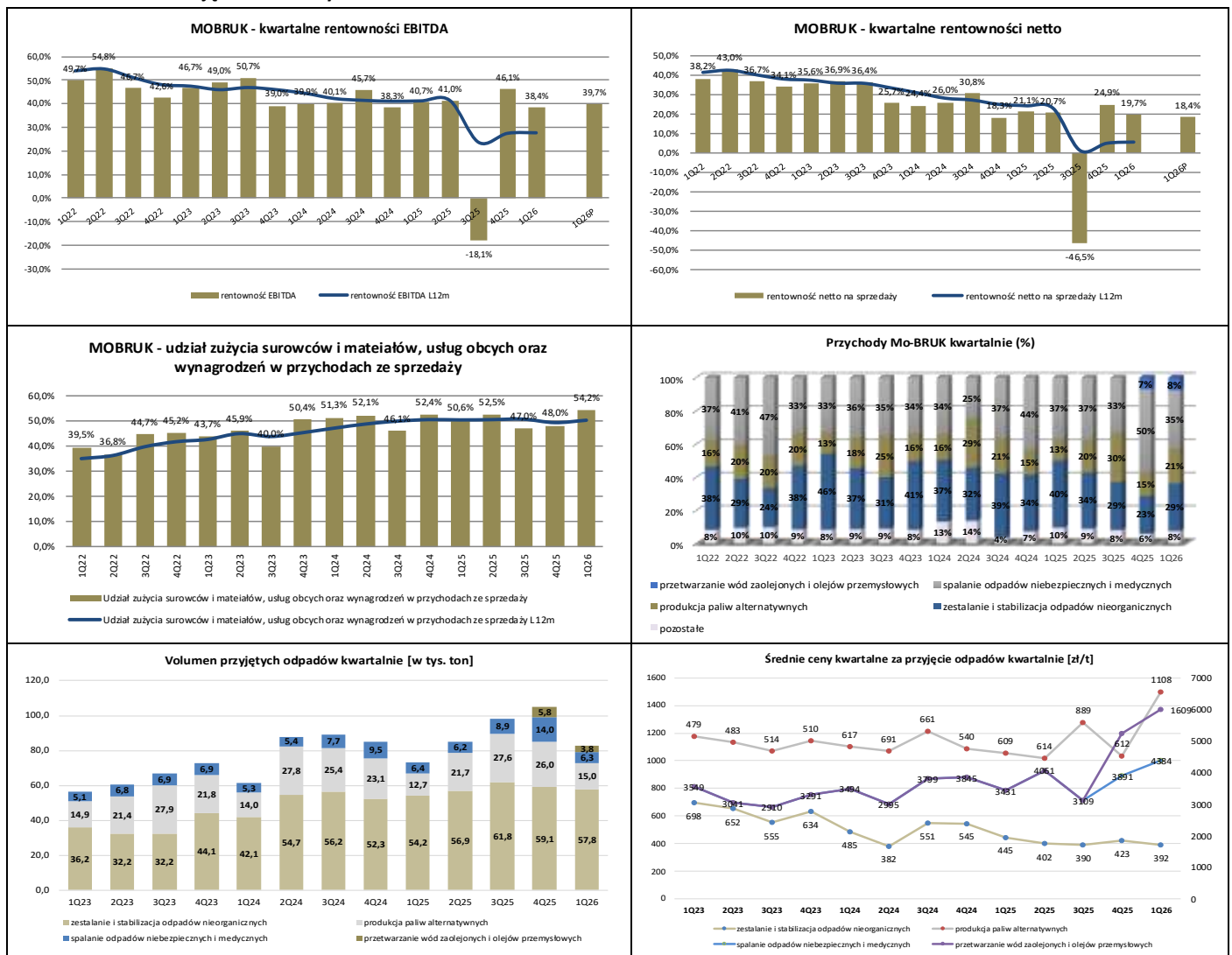


Źródło: Spółka, oprac. Noble Securities

**EBITDA, EBIT.** Na poziomie wyników operacyjnych EBIT wyniósł 22,8 mln zł (+33% r/r), co oznacza 17% powyżej naszej prognozy oraz 5% powyżej konsensusu, natomiast EBITDA ukształtowała się na poziomie 30,4 mln zł (+25% r/r), tj. 10% powyżej naszych oczekiwań i 2% powyżej konsensusu. Wysokość EBITDA i zysku operacyjnego również pozostaje na bardzo wysokich poziomach, choć poniżej rekordowego 1Q21.

Marża EBITDA ukształtowała się na poziomie ok. 38,4% (vs 40,7% rok wcześniej). Koszty operacyjne wzrosły o 31% r/r do 56,8 mln zł, co było w dużej mierze konsekwencją wyższych kosztów usług obcych, zużycia materiałów i energii oraz wzrostu świadczeń pracowniczych, zgodnie z obserwowanymi trendami w poprzednich kwartałach. Dodatkowo negatywny efekt miał większy udział segmentów o relatywnie niższej marżowości (m.in. RDF) oraz rozruch i integracja nowego segmentu przetwarzania wód zaolejonych (Eco Point), co przejściowo obniża efektywność operacyjną.

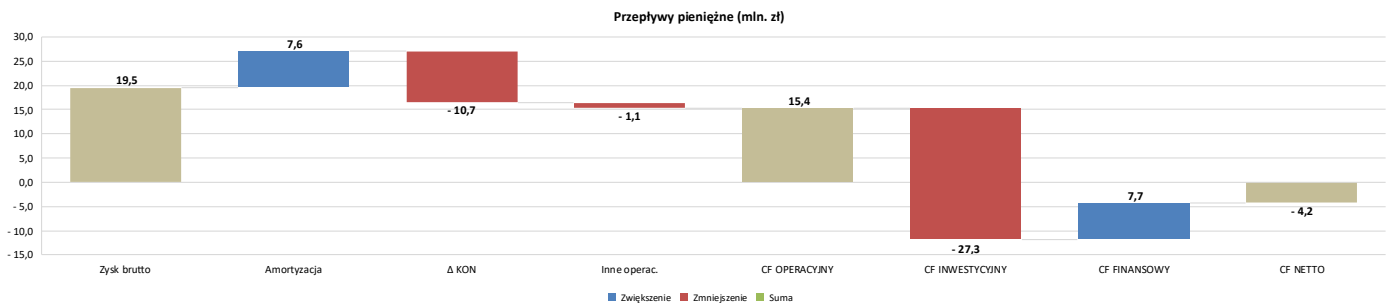
### Podstawowe dane w ujęciu kwartalnym.



Źródło: Spółka, Noble Securities

**Zysk netto** w 1Q26 ukształtował się na poziomie 15,6 mln zł (+24% r/r). Wynik raportowany plasuje się 22% powyżej naszych założeń oraz 4% poniżej rynkowego konsensusu.

**CF.** W pierwszym kwartale 2026 r. Grupa wygenerowała solidne przepływy z działalności operacyjnej na poziomie 15,4 mln zł (vs 15,1 mln zł rok wcześniej), przy jednoczesnym istotnym wypływie środków z działalności inwestycyjnej (-27,3 mln zł), związanym głównie z akwizycją (Eco Point) i nakładami odtworzeniowymi. Przepływy z działalności finansowej były dodatnie (+7,7 mln zł) dzięki zwiększeniu zadłużenia, co częściowo sfinansowało wydatki inwestycyjne. W efekcie saldo gotówki spadło o 4,2 mln zł, a stan środków pieniężnych na koniec marca wyniósł 29,8 mln zł.



Źródło: Spółka, Noble Securities

**Zadłużenie.** Grupa na koniec okresu sprawozdawczego posiadała zobowiązania z tytułu kredytów bankowych i pożyczek o wartości 85,3 mln zł, natomiast inne zobowiązania finansowe wynikające głównie z umów leasingowych wynosiły ok. 77,8 mln zł. Pozostałe zobowiązania finansowe w kwocie 44,9 mln zł stanowiły przede wszystkim rozliczenia typu earn-out związane z przejęciami (m.in. Eco Point i EL-KAJO). Na koniec marca 2026 r. Grupa dysponowała 29,8 mln zł środków pieniężnych, a wskaźnik zadłużenia finansowego netto do EBITDA ukształtował się na poziomie ok. 1,9x (vs 0,7x rok wcześniej oraz 2,1x w poprzednim kwartale), co wskazuje na utrzymanie bezpiecznego poziomu zadłużenia pomimo wzrostu skali działalności.

#### Podsumowanie konferencji:

- Grupa utrzymuje bardzo wysoką dynamikę wyników – przychody +32,6% r/r, a EBITDA +25%+ w core business przy rentowności ok. 41%.
- Przychody z „bomb ekologicznych” pozostają istotnym motorem wzrostu – w 1Q26 wyniosły ok. 16,8 mln zł, a backlog projektów w tym obszarze na 2026 r. sięga obecnie ok. 127 mln zł.
- W strukturze kosztów widoczna jest presja (koszty operacyjne +31% r/r), głównie przez usługi obce, energię i konsolidację Eco Point.
- W przypadku realizacji kontraktów w konsorcjum całość przychodów rozpoznawana jest przez Mo-BRUK, natomiast wynagrodzenia konsorcjantów ujmowane są jako usługi obce.
- Spółka zapowiada co najmniej jedną akwizycję w segmencie firm zajmujących się zbiórką odpadów w bieżącym roku. W kręgu zainteresowania znajdują się podmioty o przychodach rzędu 50–100 mln zł, a zarząd dąży do realizacji transakcji przy mnożnikach historycznych dla MBR, na poziomie 4,5–6,0x.
- Mo-BRUK nie planuje akwizycji poza granicami Polski.
- W 2 i 3Q należy oczekiwać wypłat earn-out i w związku z tym zwiększenia długu.
- Po zakończeniu inwestycji w kluczowych segmentach działalności grupa planuje w 2026 r. CAPEX na poziomie poniżej 30 mln zł.
- Własna produkcja energii pokrywa ok. 40% zapotrzebowania Grupy, poniżej wcześniej komunikowanych aspiracji 60%.
- Spółka kontynuuje rozwój organiczny (m.in. rozbudowa mocy RDF i ITPO) oraz integrację wcześniejszych inwestycji, co powinno wspierać dalszy wzrost skali działalności.
- Wydzwięk konferencji oceniamy neutralnie.

Podtrzymujemy naszą wycenę i rekomendację.

Ostatnia rekomendacja: KUPUJ z dnia 12.05.2026 r. z ceną docelową 456,9 zł. Cena w dniu wydania 347,5 zł.

**Dariusz Dadej**

Analityk, Dep. Analiz i Doradztwa Noble Securites

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

+48 602 445 334

## OBJAŚNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ ZASTOSOWANEJ W RAPORCIE ANALITYCZNYM

**BV** – wartość księgowa  
**EV** – wycena rynkowa spółki powiększona o wartość długu odsetkowego netto  
**EBIT** – zysk operacyjny  
**CF (CFO)** – przepływy pieniężne z działalności operacyjnej  
**NOPAT** – zysk operacyjny pomniejszony o hipotetyczny podatek od tego zysku  
**EBITDA** – zysk operacyjny powiększony o amortyzację  
**EPS** – zysk netto przypadający na 1 akcję  
**DPS** – dywidenda przypadająca na 1 akcję  
**Ifi** – dynamika sprzedaży porównywalnej w ujęciu r/r  
**P** – prognozy analityka lub analityków Noble Securities S.A. sporządzających rekomendację  
**P/E** – stosunek ceny akcji do zysku netto przypadającego na 1 akcję  
**P/EBIT** – stosunek ceny akcji do zysku operacyjnego przypadającego na 1 akcję  
**P/EBITDA** – stosunek ceny akcji do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację przypadającą na 1 akcję  
**P/BV** – stosunek ceny akcji do wartości księgowej przypadającej na 1 akcję  
**EV/EBIT** – stosunek wyceny rynkowej spółki powiększonej o dług netto do zysku operacyjnego  
**EV/EBITDA** – stosunek wyceny rynkowej spółki powiększonej o dług netto do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację  
**ROE** – stopa zwrotu z kapitału własnego  
**ROA** – stopa zwrotu z aktywów  
**WACC** – średni ważony koszt kapitału  
**FCFF** – wolne przepływy pieniężne dla właścicieli kapitału własnego i wierzycieli  
**Beta** – współczynnik uwzględniający zależność zmiany ceny akcji danej spółki od zmiany wartości indeksu  
**SG&A** – suma kosztów ogólnego zarządu i sprzedaży  
**LTM** – za okres ostatnich 12 miesięcy (ang. Last Twelve Months)

## ZASTRZEŻENIA PRAWNE

### PODSTAWOWE ZASADY WYDAWANIA RAPORTU ANALITYCZNEGO

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

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

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

Przedstawione w Raporcie prognozy oraz elementy ocenne, oparte są wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Analityka. Nie były one uzgadniane z Emitentem ani z innymi podmiotami. Opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne.

NS ani Analityk nie gwarantują, że prognozy się sprawdzą.

Raport wydawany przez NS obowiązuje przez okres 12 miesięcy, chyba że zostanie wcześniej zaktualizowany. Częstotliwość aktualizacji wynika z terminu publikacji przez Emitenta wyników finansowych za dany okres sprawozdawczy, sytuacji rynkowej lub subiektywnej oceny Analityka.

### System wydawania informacji kierunkowych ma poniższą charakterystykę:

**Kupuj** – oznacza, co najmniej +20% potencjał zmiany ceny docelowej wobec kursu odniesienia,  
**Akumuluj** – oznacza, między +5% a +20% potencjału zmiany ceny docelowej wobec kursu odniesienia,  
**Trzymaj** – oznacza, między -5% a +5% potencjału zmiany ceny docelowej wobec kursu odniesienia,  
**Redukuj** – oznacza, między -5% a -20% potencjału zmiany ceny docelowej wobec kursu odniesienia,  
**Sprzedaj** – oznacza, co najmniej -20% potencjału zmiany ceny docelowej wobec kursu odniesienia.

### SILNE I SŁABE STRONY METOD WYCENY STOSOWANYCH PRZEZ NS W RAPORCIE

**Metoda DCF** (ang. *discounted cash flow*) – to jedna z głównych technik wyceny firm. Polega na obliczeniu wartości spółki na podstawie przyszłych przepływów pieniężnych, czyli wptywów 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 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 jakkolwiek 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 przekaze 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 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](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 zgodnieniem 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 2017 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

**Raport ani żaden z jego fragmentów nie stanowi:**

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

**Raport:**

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

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

#### **UWAGI KOŃCOWE**

Analitycy sporządzający Raport: Dariusz Dadej – Analityk, Dep. Analiz i Doradztwa Noble Securities S.A.

Zakończenie sporządzania Raportu nastąpiło 28.05.2026 o godz. 13:57. Pierwsze rozpowszechnienie Raportu nastąpiło: 28.05.2026 godz. 14:05.

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)
Aplisens	Akumuluj	21,52	18,65	18,50	16%	26.05.2026	12M	Michał Sztabler
Aparator	Akumuluj	30,31	25,75	25,60	18%	21.05.2026	12M	Michał Sztabler
Eurocash	Akumuluj	6,30	5,40	5,31	19%	19.05.2026	12M	Dariusz Dadej
Sonel	Trzymaj	14,84	14,95	14,60	2%	12.05.2026	12M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Kupuj	456,90	347,50	364,50	25%	12.05.2026	12M	Dariusz Dadej
Creepy Jar	Trzymaj	616,00	598,00	518,00	19%	11.05.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Creotech Instruments	Trzymaj	667,00	640,00	971,00	-31%	08.05.2026	12M	Krzysztof Radojewski
MCI Capital ASI	Kupuj	39,90	26,90	28,00	43%	06.05.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Unibep	Akumuluj	17,50	14,74	14,00	25%	21.04.2026	12M	Dariusz Nawrot
Answer.com	Akumuluj	20,70	17,98	18,10	14%	21.04.2026	12M	Dariusz Dadej
Molecure	Kupuj	7,50	5,20	5,62	33%	20.04.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Huuuge Games	Akumuluj	25,60	23,00	22,60	13%	17.04.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Inter Cars	Kupuj	892,00	722,00	825,00	8%	16.04.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Auto Partner	Akumuluj	24,60	21,40	25,55	-4%	16.04.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Tauron PE	Redukuj	9,37	10,33	9,53	-2%	09.04.2026	12M	Michał Sztabler
LPP	Akumuluj	26300,00	22500,00	21840,00	20%	08.04.2026	12M	Dariusz Dadej
Ryvu Therapeutics	Kupuj	43,10	20,70	16,96	154%	31.03.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Toya	Kupuj	15,50	8,90	8,70	78%	27.03.2026	12M	Dariusz Nawrot
Dino Polska	Akumuluj	46,90	41,50	31,99	47%	18.03.2026	12M	Dariusz Dadej
Torpol	Sprzedaj	53,00	66,20	68,80	-23%	18.03.2026	12M	Dariusz Nawrot
Bioton	Kupuj	4,98	4,10	4,15	20%	16.03.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Budimex	Sprzedaj	619,00	785,00	699,00	-11%	05.03.2026	12M	Dariusz Nawrot
Bogdanka	Sprzedaj	13,97	20,00	21,25	-34%	26.02.2026	12M	Michał Sztabler
Wielton	Akumuluj	7,25	6,07	5,69	27%	16.02.2026	12M	Michał Sztabler
Forte	Redukuj	19,60	23,30	19,20	2%	16.02.2026	12M	Dariusz Dadej
XTB	Kupuj	95,70	75,00	99,80	-4%	16.01.2026	9M	Mateusz Chrzanowski
MO-BRUK	Kupuj	424,80	352,50			14.01.2026	9M	Dariusz Dadej
Creepy Jar	Trzymaj	802,00	798,00			12.01.2026	9M	Mateusz Chrzanowski
Creepy Jar	Trzymaj	416,00	414,00			05.01.2026	9M	Mateusz Chrzanowski
Ailleron	Akumuluj	17,30	15,40	16,78	3%	23.12.2025	9M	Dariusz Dadej
11bit studios	Trzymaj	156,00	142,00	149,40	4%	22.12.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Budimex	Redukuj	590,00	648,00			22.12.2025	9M	Dariusz Nawrot
Creotech Instruments	Akumuluj	390,00	355,00	971,00	-60%	17.12.2025	9M	Krzysztof Radojewski
PGE	Trzymaj	8,95	8,64	10,73	-17%	11.12.2025	9M	Michał Sztabler
CD Projekt	Akumuluj	283,00	253,00	233,00	21%	11.12.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	45,40	28,20			27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Molecure	Kupuj	9,20	6,50			27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Celon Pharma	Kupuj	34,60	21,60	21,20	63%	27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Captor Therapeutics	Kupuj	94,40	60,40	76,90	23%	27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Selvita	Kupuj	63,90	44,00	30,05	113%	26.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	nd	20,45	17,95			25.11.2025	9M	Michał Sztabler
Aparator	Kupuj	29,60	22,70			21.11.2025	9M	Michał Sztabler
Amica	Kupuj	97,90	22,00	52,50	86%	21.11.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Pepco Group	Trzymaj	25,50	26,83	34,40	-26%	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
Answer.com	Akumuluj	33,70	29,00			20.10.2025	9M	Dariusz Dadej
MCI Capital	Kupuj	43,20	29,30			14.10.2025	9M	Krzysztof Radojewski
LPP	Kupuj	23000,00	17495,00			06.10.2025	9M	Dariusz Dadej
Bioton	Akumuluj	4,86	4,40			06.10.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Toya	Kupuj	14,50	9,96			03.10.2025	9M	Dariusz Nawrot
Sonel	Redukuj	14,67	17,50			03.10.2025	9M	Michał Sztabler
Torpol	Redukuj	46,20	49,60			30.09.2025	9M	Dariusz Nawrot
Unibep	Kupuj	15,00	10,00			26.09.2025	9M	Dariusz Nawrot
Huuuge	Akumuluj	27,30	23,10			24.09.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Dino Polska	Redukuj	40,00	46,03			23.09.2025	9M	Dariusz Dadej
Budimex	Akumuluj	560,00	518,20			18.09.2025	9M	Dariusz Nawrot
Huuuge	Kupuj	27,80	22,00			18.09.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Creepy Jar	Trzymaj	495,00	455,00			16.09.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Eurocash	Akumuluj	9,50	8,10			15.09.2025	9M	Dariusz Dadej
Creotech Instruments	Akumuluj	371,00	324,00			15.09.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Tauron PE	Sprzedaj	7,17	9,35			08.09.2025	9M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Akumuluj	338,00	295,00			08.09.2025	9M	Dariusz Dadej
Bogdanka	Redukuj	19,22	23,20			19.08.2025	9M	Michał Sztabler
Forte	Kupuj	33,90	27,30			18.08.2025	9M	Dariusz Dadej
Aparator	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			03.07.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
InterCars	Kupuj	774,10	568,00			30.06.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Ailleron	Kupuj	24,10	19,70			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-BRUK	Akumuluj	321,00	270,00			30.05.2025	9M	Dariusz Dadej

(1) Data wydania jest równocześnie datą pierwszego rozpowszechnienia, (2) rekomendacja obowiązuje przez 12 miesięcy lub do momentu aktualizacji

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

**DEPARTAMENT ANALIZ I DORADZTWA**

**Dariusz Nawrot**

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

tel. +48 783 931 515

Przemysł, budownictwo, deweloperzy, chemia

**Krzysztof Radojewski**

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

tel.: +48 669 102 509

Biotechnologia

**Mateusz Chrzanowski, DI**

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

tel.: +48 785 904 686

Przemysł, automotive, gamedev, XTB

**Michał Sztabler**

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

tel.: +48 667 852 196

Spółki przemysłowe, energetyka, wydobywanie

**Dariusz Dadej**

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

tel.: +48 602 445 334

Handel detaliczny, przemysł

**Krzysztof Ojczyk, MPW**

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

tel.: +48 12 422 31 00

Analiza techniczna

**Jacek Borawski**

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

tel.: +48 697 970 113

Analiza techniczna

**Szymon Pogoda**

[szymon.pogoda@noblesecurities.pl](mailto:szymon.pogoda@noblesecurities.pl)

tel. +48 785 925 184

**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