środa, 25 listopada 2026

Mo-BRUK (AKUMULUJ, TP 462,0 zł z dnia 31.08.2026 r.)

Wyniki 3Q26 – Rekordowy kwartał powyżej rynkowego konsensusu

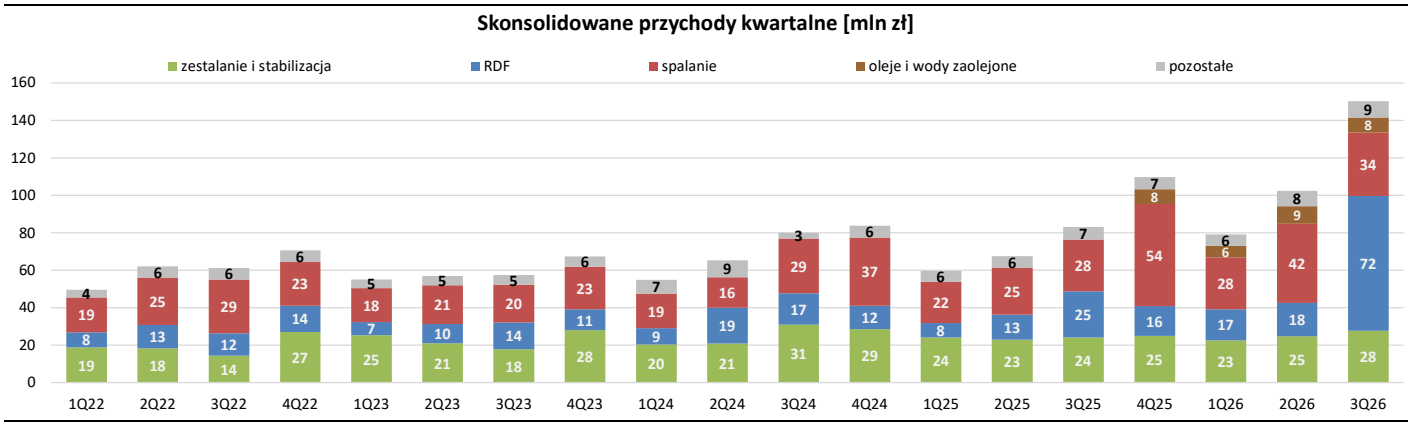
Wyniki 3Q26 oceniamy pozytywnie. Dane raportowane plasują się powyżej rynkowego konsensusu na wszystkich poziomach. Wzrost wyników był wspierany zarówno przez większy wolumen przetworzonych odpadów, jak i dalszy wzrost cen usług w kluczowych segmentach działalności. W III kwartale Grupa zagospodarowała 122 tys. ton odpadów (+25% r/r). Marża EBITDA wzrosła do ok. 47% z -15% rok wcześniej (duże obciążenie one-offami, po korekcie marża EBITDA przed rokiem wyniosła ok. 45%). Bardzo mocny OCF pozwolił zmniejszyć zadłużenie (DN/EBITDA=0,5x). Na podstawie aktualnej wartości portfela zamówień i projektów należy oczekiwać, że przychody i wyniki za cały rok 2026 będą rekordowe.

Wybrane dane finansowe (mln zł)	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	r/r	Kons.3Q	3Q vs. kons.
Przychody	**83,1**	**109,7**	**79,0**	**102,4**	**150,3**	**81%**	**119,7**	**26%**
Koszty operacyjne razem	54,7	67,0	56,8	66,4	88,3	61%		
Zysk/ strata ze sprzedaży	28,4	42,7	22,3	36,0	62,0	119%		
Pozostałe przychody operacyjne	1,6	2,2	1,1	1,2	1,3	-18%		
Pozostałe koszty operacyjne	53,3	3,7	0,6	0,7	0,3	-99%		
EBIT	**-23,3**	**41,3**	**22,8**	**36,5**	**63,1**	**-**	**45,6**	**38%**
EBITDA	**-15,0**	**50,5**	**30,4**	**44,4**	**70,7**	**-**	**53,4**	**32%**
Przychody finansowe	5,2	0,1	0,2	0,3	0,2	-96%		
Koszty finansowe	14,6	5,9	3,4	3,6	2,4	-84%		
Zysk/ strata przed podatkiem	-32,8	35,5	19,5	33,2	60,9	-		
Podatek	5,9	8,2	4,0	6,7	11,6	96%		
Zysk/strata netto	**-38,7**	**27,3**	**15,6**	**26,6**	**49,3**	**-**	**34,3**	**44%**

Źródło: Mo-BRUK, PAP; P - prognoza Noble Securities

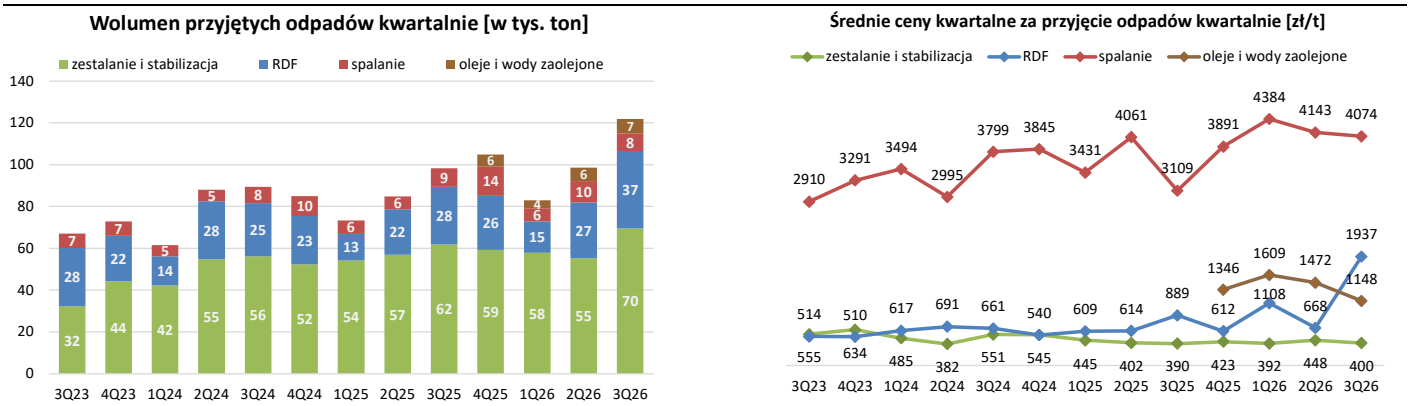
Przychody raportowane za 3Q26 wyniosły 150 mln zł wobec 83 mln zł rok wcześniej (wzrost o 81% r/r). Wynik okazał się o 26% wyższy od rynkowego konsensusu. W III kwartale Grupa zagospodarowała 122,5 tys. ton odpadów, wobec 98 tys. ton rok wcześniej (+25% r/r). Z tego 70 tys. ton przypadało na segment zestalania i stabilizacji (+12% r/r), 37 tys. ton na segment RDF (+35% r/r), 8 tys. ton na spalanie odpadów niebezpiecznych i medycznych (-8% r/r), a 7 tys. ton na segment przetwarzania wód zaolejonych i olejów przemysłowych (relatywnie nowy obszar biznesowy, którego nie było przed rokiem). W efekcie przychody ze sprzedaży w podziale na segmenty wyniosły odpowiednio 27,8 mln zł, 71,8 mln zł, 33,8 mln zł oraz 8 mln zł. Najsilniej rozwijał się segment RDF, którego przychody wzrosły prawie x3 r/r, wspierane zarówno przez wyższy wolumen, jak i gwałtowny wzrost cen jednostkowych (realizacja zleceń związanych z zagospodarowaniem odpadów pochodzących z usuwania tzw. „bomb ekologicznych"). Dobre wyniki odnotował także segment zestalania i stabilizacji, gdzie przychody zwiększyły się o 15% r/r, przy wzroście wolumenu o 12% r/r. Segment spalania wzrósł o 22%, głównie dzięki wyższym cenom (wysoki udział odpadów o wyższej wartości jednostkowej, w tym pochodzących z likwidacji tzw. „bomb ekologicznych" oraz wyższa efektywność instalacji w Karsach osiągnięta dzięki przeprowadzonym modernizacjom). Dodatkowym wsparciem pozostawał rozwijany od 4Q25 segment przetwarzania wód zaolejonych i olejów przemysłowych (Eco Point), który wygenerował 8 mln zł przychodów.

Wzrost przychodów w każdym segmencie



Źródło: Mo-BRUK, Noble Securities

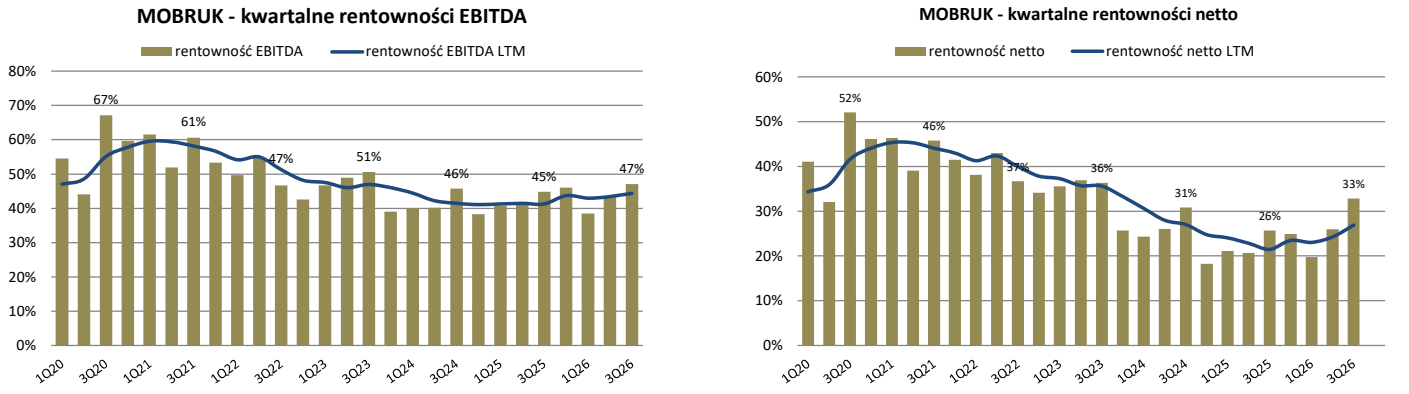
Wyższe wolumeny, duży wpływ likwidacji „bomb" na średnie ceny jednostkowe



Źródło: Mo-BRUK, Noble Securities

EBITDA, EBIT. Na poziomie wyników operacyjnych EBIT wzrósł do 63,1 mln zł, co oznacza wynik o prawie 40% powyżej konsensusu rynkowego. Z kolei EBITDA ukształtowała się na poziomie 70,7 mln zł, przewyższając konsensus o 32%. Zarówno EBITDA, jak i EBIT osiągnęły rekordowe poziomy kwartalne w historii spółki, istotnie przewyższając wyniki notowane w poprzednich okresach. Przed rokiem wynik operacyjny III kwartału był obciążony odpisami aktualizującymi należności z tytułu opłat podwyższonych za lata 2018 i 2019 (52,3 mln zł). EBIT skorygowany o tę pozycję wyniósłby ok. 29 mln zł, a EBITDA 37 mln zł; tegoroczne wzrosty wyniosłyby więc odpowiednio +118% i +90% r/r.
Marża EBITDA wyniosła 47,1% wobec -15% rok wcześniej (45% pop korekcie), natomiast marża EBIT wzrosła do 42% z -28% przed rokiem (35% po korekcie). Poprawa rentowności była możliwa pomimo wzrostu kosztów operacyjnych o ponad 60% r/r do 88,3 mln zł, ponieważ dynamika przychodów (+81% r/r) pozostawała wyraźnie wyższa od dynamiki kosztów. W strukturze kosztowej najszybciej rosły koszty materiałów i energii oraz usługi obce (w obu przypadkach ok. x2 r/r). Koszty stałe rosły w mniejszym tempie, z czego najszybciej koszty świadczeń pracowniczych (+50% r/r), co było związane z większą skalą działalności oraz konsolidacją przejętej spółki Eco Point.

Wzrost marży



Źródło: Mo-BRUK, Noble Securities

Zysk netto w 3Q26 ukształtował się na poziomie 49 mln zł, wobec -39 mln zł rok wcześniej (+21 mln zł po korekcie). Wynik raportowany był 44% wyższy od rynkowego konsensusu. W 3Q25 oprócz wskazanego powyżej negatywnego wpływu odpisów, na końcowy wynik netto wpływały kolejne zdarzenia jednorazowe: (+) 5 mln zł odsetek od Marszałka Województwa z tytułu zwrotu opłaty podwyższonej za 2017 r. oraz (-) 12,8 mln zł odpisu należności obejmującego odsetki od opłat podwyższonych za lata 2018-19.

CF. W 3Q26 Grupa wygenerowała bardzo mocne przepływy z działalności operacyjnej na poziomie 58,5 mln zł, wobec -10 mln zł rok wcześniej, co było efektem istotnej poprawy wyników operacyjnych oraz wysokiej rentowności biznesu. Jednocześnie przepływy z działalności inwestycyjnej pozostały ujemne i wyniosły -25,5 mln zł, co było związane głównie z zapłatą za przejęte udziały w spółkach zależnych (earn-out, 20 mln zł); CAPEX nie był duży i wyniósł ok. 5 mln zł.

Zadłużenie. Na koniec września 2026 r. Grupa posiadała zadłużenie z tytułu kredytów i pożyczek w wysokości 112 mln zł wobec 42 mln zł rok wcześniej. Zobowiązania leasingowe wynosiły 76 mln zł, natomiast pozostałe zobowiązania finansowe spadły do ok. 6 mln zł i obejmowały płatności związane z przejęciem Eco Point. Na koniec okresu Grupa dysponowała 84 mln zł środków pieniężnych, co implikowało zadłużenie

finansowe netto na poziomie 105 mln zł wobec 132 mln zł na koniec 2Q26. Wskaźnik DN/EBITDA spadł do 0,5x (vs 1,2x kwartał wcześniej), pozostając na bezpiecznym poziomie mimo realizowanego programu inwestycyjnego i przeprowadzonych akwizycji.

Ostatnia rekomendacja: AKUMULUJ z dnia 31.08.2026 r. z ceną docelową 462 zł. Cena w dniu wydania 388 zł.

Michał Sztabler
Analityk akcji, Dep. Analiz i Doradztwa Noble Securities
michal.sztabler@noblesecurities.pl
+48 (22) 213 22 36

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
lfl – 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 wpływów i wydatków. Te przepływy „dyskontuje się", czyli przelicza na obecną wartość.

- **Zalety Metody DCF:** uwzględnia wszystkie przepływy pieniężne w firmie i pokazuje koszt pieniądza w czasie (to, że dziś złotówka ma większą wartość niż w przyszłości).
- **Wady Metody DCF:** wymaga wielu założeń i szacunków, wycena mocno zależy od zmian w przyjętych parametrach.

Metoda porównawcza – polega na zestawieniu ocenianej firmy z innymi spółkami z tej samej branży. Porównuje się tzw. mnożniki wyceny, czyli wskaźniki finansowe.

- **Zalety Metody porównawczej:** dobrze pokazuje bieżący stan rynku, wymaga mniej założeń niż inne metody, jest łatwa w użyciu, bo dostępnych jest wiele wskaźników do porównań.
- **Wady Metody porównawczej:** wyniki są zmienne, bo zależą od cen akcji i indeksów giełdowych, dobór firm porównawczych bywa subiektywny, metoda upraszcza obraz spółki i może pomijać ważne czynniki, np.: tempo wzrostu, zasady zarządzania (corporate governance), aktywa nieużywane w działalności, różnice w standardach rachunkowości.

Metoda sum częściowych – polega na oddzielnej wycenie każdego segmentu działalności firmy. Następnie sumuje się wyniki, aby otrzymać łączną wartość spółki.

- **Wady Metody sum częściowych:** duża wrażliwość na zmiany założeń co do wyceny poszczególnych segmentów.

INTERESY LUB KONFLIKTY INTERESÓW, KTÓRE MOGŁYBY WPŁYNĄĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ RAPORTU

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

Analityk nie jest stroną jakiejkolwiek 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.noblesecuritis.pl w zakładce: *Dom maklerski/Regulamin maklerski/Dokumenty.*

Na życzenie Klienta, NS przekaże 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 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 regulująca 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 partykularnych lub wskazań konfliktów interesów. Raport stanowi badanie inwestycyjne, o którym mowa w art. 36 ust. 1 Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Raport ani żaden z jego fragmentów nie stanowi:

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

Raport:

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

- nie zawiera wszystkich informacji o Emitencie i nie umożliwia pełnej oceny Emitenta, w tym w zakresie sytuacji finansowej Emitenta, ponieważ do Raportu zostały wybrane tylko niektóre dane dotyczące Emitenta,
- 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: Michał Sztabler – Analityk, Dep. Analiz i Doradztwa Noble Securities S.A.
Zakończenie sporządzania Raportu nastąpiło 25.11.2026 o godz. 11:24. Pierwsze rozpowszechnienie raportu nastąpiło 25.11.2026 godz. 11:27.
Autorskie prawa majątkowe do Raportu przysługują Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Rozpowszechnianie lub powielanie Raportu (w całości lub w jakiejkolwiek 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	19,70	17,50	17,50	13%	23.11.2026	12M	Michał Sztabler
Apator	Kupuj	27,91	22,45	21,20	32%	20.11.2026	12M	Michał Sztabler
PGE	Redukuj	13,88	16,29	15,00	-7%	19.11.2026	12M	Michał Sztabler
Answear.com	Akumuluj	26,70	23,80	22,45	19%	19.11.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Torpol	Trzymaj	60,20	60,70	49,95	21%	10.11.2026	12M	Dariusz Nawrot
Amica	Kupuj	58,00	44,10	42,80	36%	10.11.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Wielton	Kupuj	5,37	4,48	4,25	27%	09.11.2026	12M	Michał Sztabler
MCI Capital ASI	Kupuj	40,00	27,70	27,40	46%	29.10.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Toya	Kupuj	17,00	10,30	12,48	36%	16.10.2026	12M	Dariusz Nawrot
Creotech Instruments	Trzymaj	914,00	855,00	780,00	17%	14.10.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Bogdanka	Sprzedaj	21,36	27,20	26,30	-19%	12.10.2026	12M	Michał Sztabler
Sonel	Akumuluj	13,64	12,80	12,95	5%	12.10.2026	12M	Michał Sztabler
Creepy Jar	Trzymaj	448,00	437,00	401,00	12%	12.10.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Unibep	Kupuj	19,60	13,94	14,80	32%	30.09.2026	12M	Dariusz Nawrot
Torpol	Redukuj	59,70	69,60	66,80		25.09.2026	12M	Dariusz Nawrot
Bioton	Kupuj	5,00	3,50	3,76	33%	25.09.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Huuuge	Akumuluj	27,10	23,25	24,25	12%	24.09.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Budimex	Sprzedaj	562,00	713,00	702,80	-20%	17.09.2026	12M	Dariusz Nawrot
Eurocash	Trzymaj	5,70	5,76	5,07	12%	10.09.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Mo-BRUK	Akumuluj	462,00	388,00	435,50	6%	31.08.2026	12M	Michał Sztabler
Enea	Trzymaj	19,94	19,67	21,82	-9%	25.08.2026	12M	Michał Sztabler
Inter Cars	Akumuluj	1117,00	977,00	1012,00	10%	13.08.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Auto Partner	Akumuluj	34,90	29,60	28,70	22%	06.08.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
XTB	Akumuluj	151,70	138,00	147,82	3%	29.07.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Celon Pharma	Kupuj	29,30	20,60	19,90	47%	23.07.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Ten Square Games	Kupuj	152,70	89,40	98,75	55%	23.07.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
PGE	Trzymaj	9,56	9,63	16,50		06.07.2026	12M	Michał Sztabler
11 bit studios	Redukuj	116,00	138,00	120,20	-3%	25.06.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Unibep	Kupuj	16,00	12,80			24.06.2026	12M	Dariusz Nawrot
Ailleron	Trzymaj	16,80	16,10	16,52	2%	23.06.2026	12M	Dariusz Dadej
CD Projekt	Akumuluj	250,00	226,00	262,40	-5%	18.06.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Pepco Group	Redukuj	27,90	34,30	48,00	-42%	09.06.2026	12M	Dariusz Dadej
Selvita	Kupuj	41,90	30,30	19,80	112%	09.06.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	31,40	17,40	18,04	74%	27.05.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	Akumuluj	21,52	18,65	18,50		26.05.2026	12M	Michał Sztabler
Captor Therapeutics	Kupuj	110,80	78,00	57,00	94%	25.05.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Apator	Akumuluj	30,31	25,75	25,75		21.05.2026	12M	Michał Sztabler
Eurocash	Akumuluj	6,30	5,40	5,07		19.05.2026	12M	Dariusz Dadej
Amica	Kupuj	74,00	51,70	45,55		14.05.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Sonel	Trzymaj	14,84	14,95			12.05.2026	12M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Kupuj	456,90	347,50	435,50		12.05.2026	12M	Dariusz Dadej
Creepy Jar	Trzymaj	616,00	598,00			11.05.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Creotech Instruments	Trzymaj	667,00	640,00	896,00		08.05.2026	12M	Krzysztof Radojewski
MCI Capital ASI	Kupuj	39,90	26,90	28,20		06.05.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Unibep	Akumuluj	17,50	14,74			21.04.2026	12M	Dariusz Nawrot
Answear.com	Akumuluj	20,70	17,98	21,60		21.04.2026	12M	Dariusz Dadej
Molecure	Kupuj	7,50	5,20	6,32	19%	20.04.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Huuuge Games	Akumuluj	25,60	23,00			17.04.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Inter Cars	Kupuj	892,00	722,00	1012,00		16.04.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Auto Partner	Akumuluj	24,60	21,40	28,70	-14%	16.04.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Tauron PE	Redukuj	9,37	10,33	9,31	1%	09.04.2026	12M	Michał Sztabler
LPP	Akumuluj	26300,00	22500,00	26400,00	0%	08.04.2026	12M	Dariusz Dadej
Ryvu Therapeutics	Kupuj	43,10	20,70	18,04		31.03.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Toya	Kupuj	15,50	8,90	10,62		27.03.2026	12M	Dariusz Nawrot
Dino Polska	Akumuluj	46,90	41,50	37,77	24%	18.03.2026	12M	Dariusz Dadej
Torpol	Sprzedaj	53,00	66,20			18.03.2026	12M	Dariusz Nawrot
Bioton	Kupuj	4,98	4,10			16.03.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Budimex	Sprzedaj	619,00	785,00			05.03.2026	12M	Dariusz Nawrot
Bogdanka	Sprzedaj	13,97	20,00			26.02.2026	12M	Michał Sztabler
Wielton	Akumuluj	7,25	6,07	4,96		16.02.2026	12M	Michał Sztabler
Forte	Redukuj	19,60	23,30	14,55	35%	16.02.2026	12M	Dariusz Dadej
XTB	Kupuj	95,70	75,00	147,82		16.01.2026	9M	Mateusz Chrzanowski
MO-BRUK	Kupuj	424,80	352,50	435,50		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	16,52		23.12.2025	9M	Dariusz Dadej
11bit studios	Trzymaj	156,00	142,00	120,20		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	896,00		17.12.2025	9M	Krzysztof Radojewski
PGE	Trzymaj	8,95	8,64	16,50		11.12.2025	9M	Michał Sztabler
CD Projekt	Akumuluj	283,00	253,00	262,40		11.12.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	45,40	28,20	18,04		27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Molecure	Kupuj	9,20	6,50	6,32		27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Celon Pharma	Kupuj	34,60	21,60	19,90		27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Captor Therapeutics	Kupuj	94,40	60,40	57,00		27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Selvita	Kupuj	63,90	44,00	19,80		26.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski

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

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, handel

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, wydobycie

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

Kamil Kowalewski
Kamil.kowalewski@noblesecurities.pl
tel. +48 880 776 936

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