

DINO POLSKA (AKUMULUJ TP 46,9 zł z dnia 18.03.2026 r.)

- Wyniki 2Q26 – Dane zgodne z rynkowymi oczekiwaniami

– neutralnie

Raportowane wyniki oceniamy neutralnie. Dane są bardzo zbliżone do rynkowych oczekiwań. Dino utrzymało dwucyfrowe tempo wzrostu przychodów (+10,5% r/r), wspierane przede wszystkim przez dalszą ekspansję sieci sklepów i wzrost powierzchni sprzedaży o 12,4% r/r. Jednocześnie sprzedaż porównywalna (Lfl) wyniosła jedynie 0,3%, wyraźnie poniżej poziomu notowanego w poprzednim kwartale (4,4%) oraz nieznacznie poniżej inflacji cen żywności (0,7%). Oznacza to, że wzrost sprzedaży był w coraz większym stopniu generowany przez nowe otwarcia, a w mniejszym przez poprawę wyników istniejących sklepów. Dane Dino za 2Q pod względem tempa sprzedaży i Lfl plasują się pomiędzy liderem Żabką a Biedronką. Widoczna pozostaje presja na rentowność, marża EBITDA spadła o ok. 0,6 pp.. r/r do 7,0%. Negatywnie oddziałują przede wszystkim utrzymująca się konkurencja cenowa oraz szybki wzrost kosztów pracowniczych (+16,3% r/r). Jednocześnie spółce udało się częściowo ograniczyć presję kosztową dzięki niższemu udziałowi kosztów sprzedaży w przychodach oraz spadkowi kosztów zużycia materiałów i energii. Na poziomie wyników finansowych obraz jest umiarkowany. EBITDA wzrosła o 2,2% r/r i była nieznacznie wyższa od konsensusu rynkowego, natomiast EBIT okazał się o 0,4% niższy od oczekiwań analityków. Pozytywnie wyróżnił się zysk netto, który osiągnął 400,1 mln zł i był o 2,1% wyższy od konsensusu. Jednocześnie skala wzrostu zysków pozostaje ograniczona względem tempa wzrostu przychodów. Zarząd podtrzymuje plany dalszej ekspansji i rozwoju infrastruktury logistycznej, które pozostaną prawdopodobnie głównym motorem wzrostu w kolejnych okresach. Wydzwięk konferencji wynikowej oceniamy lekko pozytywnie. Spółka widzi oznaki stopniowej poprawy popytu i oczekuje wyższej dynamiki przychodów w kolejnych kwartałach, jednak krótkoterminowo nadal mierzy się z deflacją oraz wysoką presją kosztową. W najbliższym horyzoncie wolumeny sprzedaży pozostają priorytetem dla Zarządu.

Wybrane dane finansowe (mln zł)	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	r/r	Δ	Kons.2Q	2Q vs. Kons.	1-2Q25	1-2Q26	r/r
Przychody	8622,6	8761,2	8896,1	8439,4	9531,4	11%	908,8	9557,2	0%	15976,9	17970,8	12%
zysk brutto na sprzedaży	2018,8	2071,9	2033,1	2022,8	2227,7	10%	208,9			3806,1	4250,5	12%
<i>marża brutto</i>	23,4%	23,6%	22,9%	24,0%	23,4%		0,000			23,8%	23,7%	0%
koszty sprzedaży	1459,9	1357,3	1440,7	1523,0	1639,7	12%	179,8			2778,3	3162,7	14%
koszty ogólnego zarządu	36,7	91,9	116,8	79,6	84,7	131%	48,1			94,3	164,4	74%
zysk netto na sprzedaży	522,2	622,8	475,6	420,2	503,3	-4%	-18,9			933,5	923,5	-1%
pozostałe p. i k. operac.	5,5	-0,6	1,7	-0,9	7,7		2,2			8,3	6,7	
EBIT	527,7	622,1	477,3	419,2	511,0	-3%	-16,7	513,0	0%	941,8	930,2	-1%
EBITDA	650,5	750,0	613,5	564,9	665,1	2%	14,6	661,8	0%	1182,8	1230,0	4%
<i>marża EBITDA</i>	7,5%	8,6%	6,9%	6,7%	7,0%		-0,006			7,4%	6,8%	-1%
przychody i koszty finansowe	-37,4	-25,4	-23,3	-28,9	-23,1		14,3			-65,9	-52,1	
zysk brutto	490,3	596,8	454,0	390,3	487,9	-1%	-2,5			875,9	878,2	0%
podatek	-92,7	-114,7	-86,3	-74,0	-87,9	-5%	4,8			-166,9	-161,9	-3%
zysk netto	397,6	482,1	367,8	316,3	400,0	1%	2,4			709,0	716,3	1%
zysk netto przyp. akc. j.d.	397,5	481,9	367,7	316,0	400,1	1%	2,6	391,8	2%	708,8	716,1	1%

Źródło: Dino Polska, P - prognoza Noble Securities

Wyniki 2Q26:

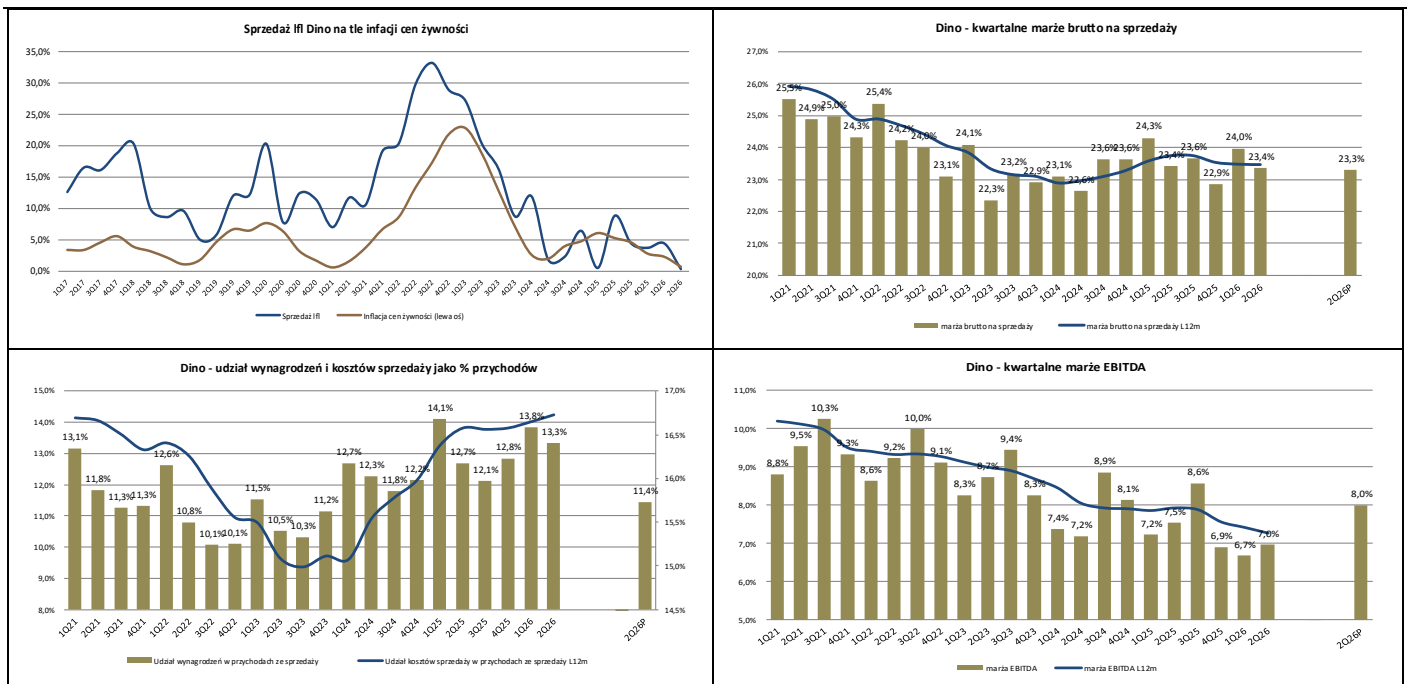
Przychody w 2Q26 osiągnęły poziom 9531,4 mln zł i były o 908,8 mln zł, czyli o 10,5% wyższe r/r. Wzrost przychodów jest wynikiem dalszego rozwoju sieci sklepów (wzrost powierzchni sprzedaży +12,4% r/r) oraz dodatniej sprzedaży Lfl w istniejących sklepach, choć jej dynamika była wyraźnie niższa niż w poprzednich kwartałach.

Wzrost sprzedaży Lfl wyniósł w 2Q26 +0,3% wobec +8,8% rok wcześniej. Czynnikiem ograniczającym tempo wzrostu sprzedaży była znacząca deflacja cen żywności w sklepach Dino, która w II kwartale pogłębiła się w stosunku do pierwszych trzech miesięcy roku. Ponadto na dynamikę sprzedaży negatywnie wpłynęło przesunięcie Świąt Wielkanocnych z końca kwietnia w 2025 roku na początek kwietnia w 2026 roku. Sprzedaż porównywalna plasowała się poniżej inflacji cen żywności (0,7%), co wskazuje na bardzo umiarkowaną dynamikę sprzedaży w istniejącej sieci sklepów.

Marża brutto wyniosła 23,4% w II kwartale 2026 roku (vs. 23,4% rok wcześniej), co oznacza stabilizację rok do roku. Presja na rentowność brutto pozostawała związana z utrzymywaniem konkurencyjnej polityki cenowej w otoczeniu bardzo niskiej inflacji żywności oraz wolniejszego wzrostu sprzedaży porównywalnej. Jednocześnie marża brutto była niższa również względem 24,0% osiągniętych w 1Q26, co wskazuje na utrzymujące się wymagające warunki rynkowe.

Świeże produkty, obejmujące m.in. mięso, wędliny oraz drób, pozostawały największą kategorią sprzedażową w 1H26 i odpowiadały za ok. 41,3% przychodów spółki. Produkty spożywcze pozostałe generowały ok. 46,9% sprzedaży, natomiast udział artykułów niespożywczych wynosił ok. 11,8%. Struktura sprzedaży pozostała stabilna względem poprzednich kwartałów, a kluczowym czynnikiem wspierającym wzrost przychodów był nadal rozwój segmentu produktów świeżych, który stanowi główny element strategii Dino i czynnik zwiększający częstotliwość wizyt klientów w sklepach sieci.

Sprzedaż LFL na tle inflacji cen żywności oraz marże i udział wybranych kosztów w przychodach.

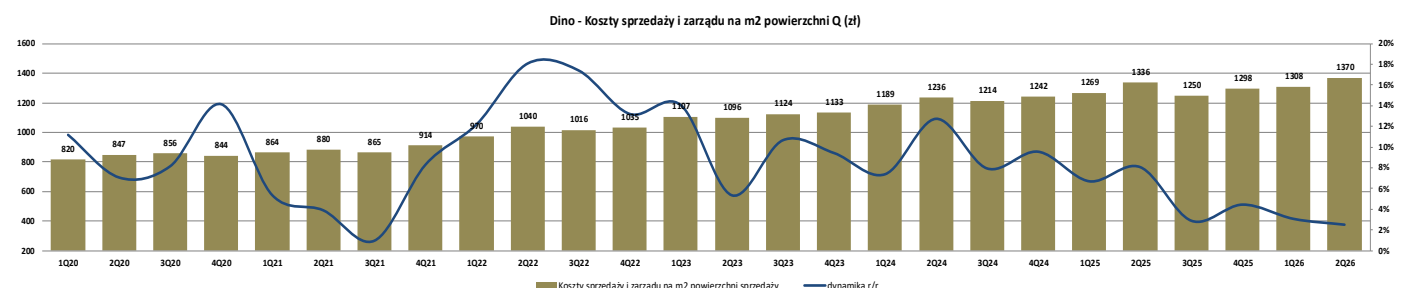


Źródło: Dino, Noble Securities

Koszty.

Koszt własny sprzedaży wzrósł o 699,9 mln zł, czyli o 10,6% r/r, do 7 303,7 mln zł w 2Q26 wobec około 6 603,8 mln zł w 2Q25, przy 10,5-procentowym wzroście przychodów ze sprzedaży. Koszt własny sprzedaży stanowił 76,6% przychodów w 2Q26 wobec 76,5% rok wcześniej, co oznacza praktycznie stabilną relację kosztową, z niewielkim pogorszeniem o ok. 0,1 pp.. r/r.

Nominalny wzrost kosztu własnego sprzedaży był przede wszystkim efektem dalszego wzrostu skali działalności Grupy Dino, wynikającego z rozwoju sieci sklepów. Jednocześnie tempo wzrostu kosztu własnego sprzedaży było zbliżone do dynamiki przychodów, co wskazuje na utrzymanie relatywnie stabilnej efektywności zakupowej i operacyjnej mimo wymagającego otoczenia rynkowego oraz niskiej inflacji żywności. W konsekwencji marża brutto pozostała płaska r/r na poziomie 23,4%, pozostając pod presją konkurencji cenowej i struktury sprzedaży.

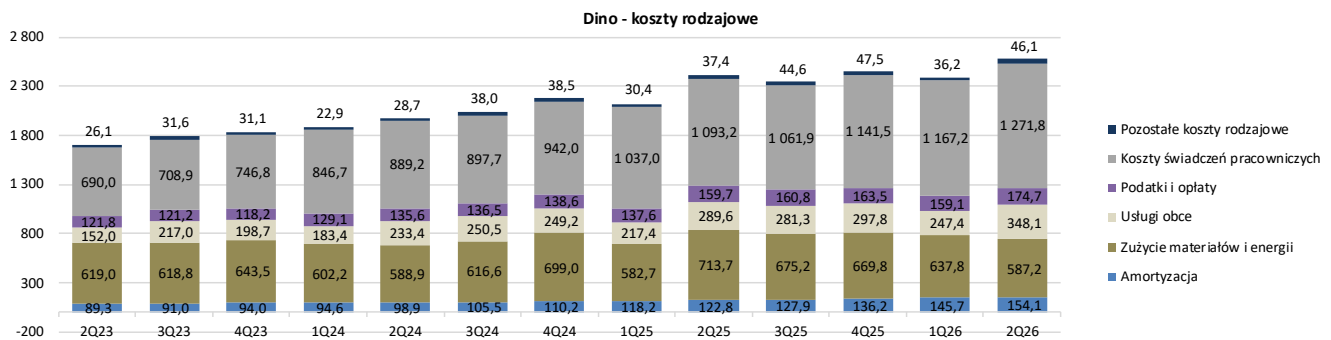


Źródło: Dino, Noble Securities

Koszty sprzedaży i marketingu wzrosły o 179,8 mln zł, czyli o 12,3% r/r, do 1 639,7 mln zł w 2Q26 w porównaniu z około 1 459,9 mln zł w 2Q25. Stosunek kosztów sprzedaży do przychodów ze sprzedaży wyniósł w 2Q26 17,2% i był niższy niż rok wcześniej (ok. 17,4%), co wskazuje na pewną poprawę efektywności kosztowej pomimo dalszej ekspansji sieci. Wzrost kosztów był przede wszystkim konsekwencją zwiększenia skali działalności oraz wzrostu wolumenu sprzedaży, co generuje wyższe koszty utrzymania placówek, logistyki i działalności operacyjnej.

Koszty wynagrodzeń w II kw. 2026 r. stanowiły ok. 13,3% przychodów, wobec ok. 12,7% rok wcześniej. Oznacza to dalszy wzrost udziału tej pozycji kosztowej w relacji do sprzedaży. Dynamika kosztów świadczeń pracowniczych wyniosła 16% r/r, co było związane zarówno ze wzrostem zatrudnienia wynikającym z rozbudowy sieci sklepów, jak i presją płacową na rynku pracy.

Koszty ogólnego zarządu wzrosły o 48,1 mln zł, czyli o 131% r/r, do 84,7 mln zł w 2Q26 wobec około 36,6 mln zł w 2Q25. Pomimo wysokiej dynamiki nominalnej ich udział w przychodach pozostawał niski i wyniósł 0,89%, wobec ok. 0,42% rok wcześniej. Wzrost tej pozycji kosztowej był znacznie szybszy niż tempo wzrostu przychodów, jednak ze względu na jej niewielki udział w strukturze kosztów wpływ na wyniki operacyjne Grupy pozostawał ograniczony.



Źródło: Dino, Noble Securities

Spośród kosztów w układzie rodzajowym w 2Q26 najmocniej rosły koszty świadczeń pracowniczych, które zwiększyły się o 178,6 mln zł, czyli o 16,3% r/r, do 1 271,8 mln zł wobec około 1 093,2 mln zł w 2Q25. Była to ponownie najszybciej rosnąca istotna pozycja kosztowa. Drugą najmocniej rosnącą kategorią były „usługi obce”, gdzie wzrost wyniósł 58,5 mln zł (+20,2% r/r) do 348,1 mln zł. Pozycja ta obejmuje przede wszystkim koszty transportu, najmu i dzierżawy oraz usług serwisowych, a jej dynamika była związana ze wzrostem skali działalności operacyjnej Grupy. Istotnie wzrosły również „podatki i opłaty”, które zwiększyły się o 15,0 mln zł (+9,4% r/r) do 174,7 mln zł. Na tle pozostałych pozycji wyróżniał się natomiast spadek kosztów zużycia materiałów i energii, które obniżyły się o 126,5 mln zł, czyli o 17,7% r/r, do 587,2 mln zł. Było to związane przede wszystkim z niższymi kosztami energii w porównaniu z wysoką bazą z poprzedniego roku.

EBITDA w 2Q26 +2% r/r

W II kwartale 2026 r. wynik EBITDA wzrósł rok do roku o 2,0% do 665,1 mln zł. Marża EBITDA wyniosła 7,0%, wobec około 7,6% rok wcześniej, co oznacza spadek o około 0,6 pp.. r/r. Jednocześnie rentowność EBITDA poprawiła się względem 6,7% osiągniętych w 1Q26, głównie za sprawą niższego udziału kosztów sprzedaży w przychodach oraz niższych kosztów zużycia materiałów i energii.

Spadek marży EBITDA rok do roku wynikał z wyższej dynamiki kosztów operacyjnych względem wzrostu przychodów. W II kwartale 2026 r. koszty sprzedaży i marketingu wzrosły o 12,3% r/r do 1 639,7 mln zł, a koszty ogólnego zarządu zwiększyły się aż o 131,0% r/r do 84,7 mln zł, podczas gdy przychody wzrosły o 10,5% r/r. Dodatkowo rentowność pozostawała pod presją polityki cenowej sieci Dino ukierunkowanej na maksymalizację wolumenów sprzedaży w warunkach bardzo niskiej inflacji cen żywności oraz słabego wzrostu sprzedaży porównywalnej (Lfl +0,3%). Zarząd spółki wskazuje również, że marża EBITDA była pod wpływem relatywnie wolnego tempa wzrostu przychodów, co ograniczało efekt dźwigni operacyjnej.

Czynnikiem strukturalnym pozostaje ekspansja sieci sklepów Dino, co generuje wzrost kosztów stałych (w tym administracyjnych) oraz wyższe koszty utrzymania i obsługi rosnącej liczby placówek, przy jednoczesnym wzroście sprzedaży w istniejących sklepach (Lfl).

EBIT i wynik netto

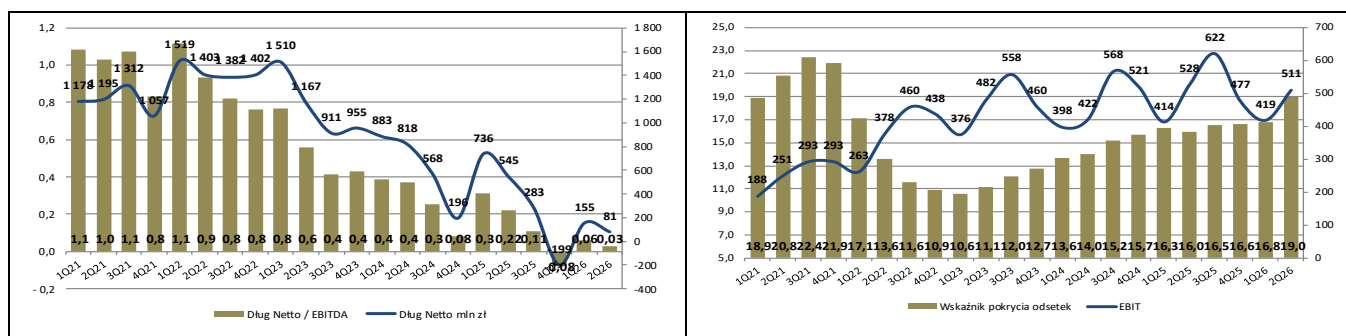
Zysk operacyjny (EBIT) wyniósł 511,0 mln zł (-3,2% r/r) i był nieznacznie niższy od konsensusu PAP Biznes (513,0 mln zł, -0,4%). Zysk netto jednostki dominującej osiągnął 400,1 mln zł (+0,6% r/r) wobec oczekiwań na poziomie 391,8 mln zł, co oznacza wynik o 2,1% wyższy od prognoz analityków.

Rozwój sieci sprzedaży. Na koniec II kwartału 2026 r. sieć Dino liczyła 3 176 sklepów o łącznej powierzchni sali sprzedaży 1 258 724 m², co oznacza wzrost powierzchni o 12,4% r/r. W samym II kwartale 2026 r. spółka otworzyła 82 nowe sklepy wobec 70 rok wcześniej, utrzymując wysokie tempo ekspansji sieci. W ujęciu rocznym liczba marketów zwiększyła się o 341 placówek, co potwierdza konsekwentną realizację strategii wzrostu organicznego i dalsze umacnianie pozycji Dino na polskim rynku detalicznym.

Spółka podała, że niekorzystne warunki pogodowe, które ograniczały aktywność budowlaną na początku roku 2026 r. sprawiły, że część otwarć sklepów planowanych przez Dino na I półrocze będzie miała miejsce w drugiej połowie roku. Zarząd spółki oczekuje, że w 2026 r. liczba otwarć nowych sklepów wzrośnie o kilkanaście procent, natomiast łączne nakłady inwestycyjne wyniosą około 2,5 mld zł. Środki te zostaną przeznaczone na rozwój sieci sklepów i rozbudowę zaplecza logistycznego oraz zwiększanie mocy produkcyjnych Agro-Rydzyny. Dodatkowo w ramach planowanych inwestycji uwzględnione są wydatki w wysokości 250–300 mln zł na wdrożenie w całej sieci automatów do zbiórki butelek i puszek.

Dalsza rozbudowa sieci pozostaje głównym czynnikiem wzrostu przychodów Grupy, szczególnie w otoczeniu słabszej dynamiki sprzedaży porównywalnej (LfL).

Dług netto Grupy Dino wyniósł 81,1 mln zł na koniec czerwca 2026 r., co oznacza wzrost o 280,5 mln zł w stosunku do 31 grudnia 2025 r. i spadek o 463,5 mln zł w stosunku do 30 czerwca 2025 r. Wskaźnik dług netto do wyniku EBITDA za ostatnich 12 miesięcy wyniósł 0,03x na dzień 30 czerwca 2026 r. w stosunku do 0,22x rok wcześniej.



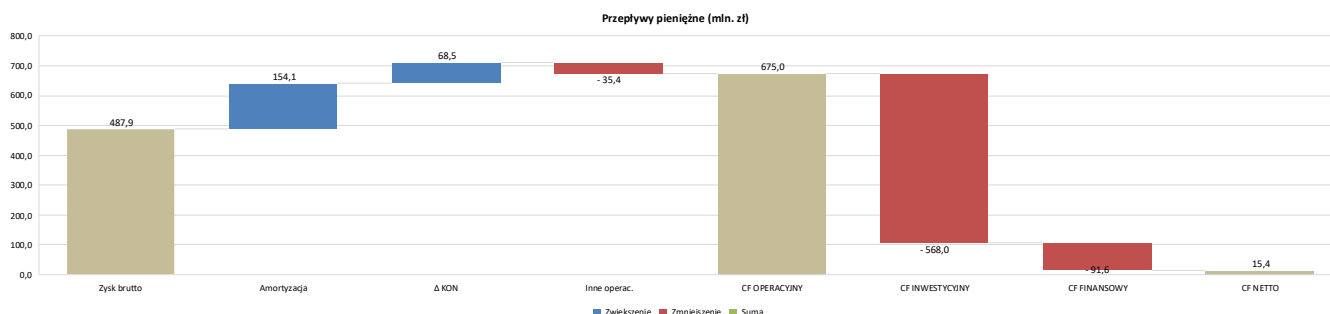
Źródło: Dino, Noble Securities

Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej w 2Q26 wyniosły 675,0 mln zł wobec 767,2 mln zł rok wcześniej, co oznacza spadek o 12,0% r/r. Mimo stabilnego wyniku brutto (487,9 mln zł, -0,5% r/r) oraz wyższej amortyzacji (154,1 mln zł, +25,5% r/r), przepływy operacyjne były obciążone niższym pozytywnym wpływem zmian w kapitale obrotowym netto. Saldo ΔKON wyniosło 68,5 mln zł wobec 201,1 mln zł rok wcześniej, co przełożyło się na negatywny wpływ rzędu 132,6 mln zł r/r. Dodatkowo pozycja „inne operacyjne” obciążyła przepływy kwotą 35,4 mln zł, choć była mniej negatywna niż przed rokiem.

Przepływy inwestycyjne wyniosły -568,0 mln zł wobec -524,7 mln zł rok wcześniej. Wzrost wydatków inwestycyjnych o 8,3% r/r odzwierciedla utrzymującą się wysoką aktywność inwestycyjną spółki związaną z rozwojem sieci sklepów oraz infrastruktury logistycznej.

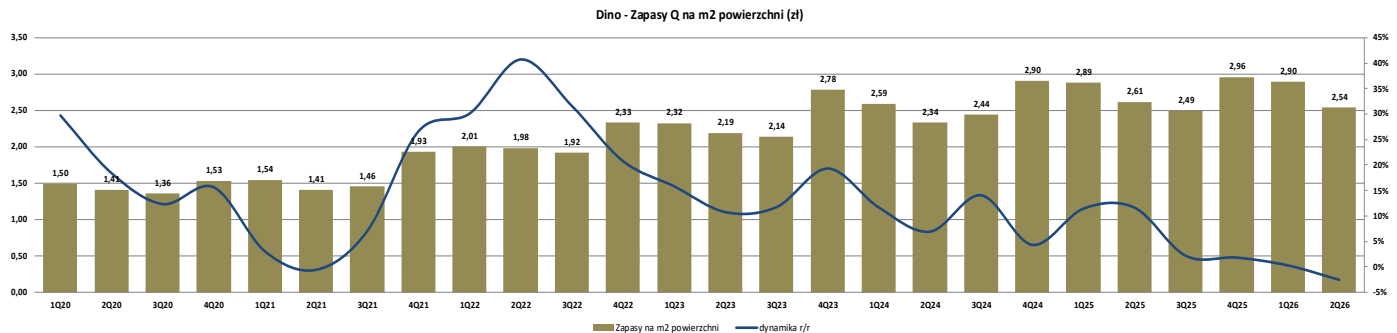
Przepływy finansowe były ujemne i wyniosły -91,6 mln zł wobec -123,8 mln zł w 2Q25. Oznacza to poprawę o 32,2 mln zł r/r, głównie dzięki niższej skali odpływów związanych z finansowaniem działalności.

W efekcie przepływy netto w 2Q26 wyniosły 15,4 mln zł wobec 118,7 mln zł rok wcześniej, co oznacza spadek o 87,0% r/r. Głównymi przyczynami niższej generacji gotówki były słabsze przepływy operacyjne oraz wyższe nakłady inwestycyjne związane z dalszą ekspansją sieci Dino.



Źródło: Dino, Noble Securities

Zapasy. W II kwartale 2026 r. zapasy w przeliczeniu na m² wyniosły ok. 2,54 tys. zł/m² wobec ok. 2,61 tys. zł/m² rok wcześniej, co oznacza spadek o ok. 3% r/r i stabilizację wskaźnika względem ostatnich dwóch lat.



Źródło: Dino, Noble Securities

Plusy vs minusy w naszej opinii

Plusy:

- Dalszy wzrost skali działalności przy utrzymaniu dwucyfrowej dynamiki sprzedaży.
- Poprawa efektywności kosztów sprzedaży. Udział kosztów sprzedaży w przychodach obniżył się do 17,2% z ok. 17,4% rok wcześniej, co pozwoliło częściowo zneutralizować presję na marży brutto.
- Wynik netto lekko powyżej oczekiwań rynku. Zysk netto przypadający akcjonariuszom jednostki dominującej wyniósł 400,1 mln zł, co oznacza wynik o 2,1% wyższy od konsensusu. Również EBITDA była nieznacznie wyższa od oczekiwań (+0,5% względem konsensusu)
- Korzystna struktura kosztów rodzajowych. Pozytywnie wyróżniał się spadek kosztów zużycia materiałów i energii o 17,7% r/r, co częściowo ograniczało presję wynikającą ze wzrostu kosztów pracy.

Minusy:

- Relatywnie słaba sprzedaż porównywalna. LfL wyniósł jedynie +0,3%, wobec +4,4% w 1Q26, a dynamika była niższa od inflacji cen żywności (0,7%), co wskazuje na osłabienie trendów sprzedażowych w istniejących sklepach.
- Dalsza erozja marży EBITDA, która obniżyła się o ok. 0,6 p.p. r/r do 7,0%, co potwierdza utrzymującą się presję konkurencyjną i cenową.
- Wysoka presja płacowa. Koszty świadczeń pracowniczych wzrosły o 16,3% r/r, wyraźnie szybciej niż przychody, a ich udział w sprzedaży zwiększył się do 13,3%.
- Słaba dynamika zysków względem wzrostu sprzedaży. Pomimo wzrostu przychodów o 10,5% r/r, EBIT spadł o 3,2% r/r, a zysk netto wzrósł jedynie o 0,6% r/r, co pokazuje na obecnym etapie ograniczoną zdolność do przełożenia wzrostu skali działalności na poprawę rentowności.
- Wynik operacyjny lekko poniżej oczekiwań rynku. EBIT był o 0,4% niższy od konsensusu, co wskazuje, że poprawa na poziomie EBITDA nie przełożyła się w pełni na wynik operacyjny.

Podsumowanie konferencji wynikowej:

- Dino sygnalizuje ostrożny optymizm co do wyników w kolejnych kwartałach. Według członka zarządu Michała Krauzego, mimo utrzymującej się na początku III kwartału deflacji na poziomie podobnym do obserwowanego w II kwartale, spółka oczekuje przyspieszenia wzrostu przychodów.
- Zarząd liczy, że wyższa dynamika sprzedaży pomoże zatrzymać i odwrócić presję na rentowność, która była widoczna w ostatnich okresach.
- Spółka zakłada również stopniową poprawę wskaźnika sprzedaży porównywalnej (LFL) w drugim półroczu 2026 r. Poprawa ma jednak następować powoli, ponieważ otoczenie cenowe pozostaje wymagające.
- Jednocześnie Dino zamierza poprawiać marżę brutto poprzez uzyskiwanie lepszych warunków zakupowych od dostawców. Zarząd zwraca jednak uwagę, że przy nadal relatywnie niskim wzroście przychodów koszty operacyjne mogą rosnąć szybciej niż sprzedaż, co ogranicza tempo poprawy wyników.
- Priorytetem pozostaje wolumen i przyciąganie klientów, co oznacza kontynuację agresywnej lub co najmniej bardzo konkurencyjnej polityki cenowej, a tym samym w dalszym ciągu potencjalną presję na marżę EBITDA.
- Wydzwięk konferencji oceniamy umiarkowanie pozytywnie.

Wycena i rekomendacja w trakcie weryfikacji.

Ostatnia rekomendacja: AKUMULUJ z dnia 18.03.2026 r. z ceną docelową 46,90 zł. Cena w dniu wydania 41,50 zł.

Dariusz Dadej

Analitik, Dep. Analiz i Doradztwa Noble Securites

dariusz.dadej@noblesecurities.pl

+48 602 445 334

**OBIĄŚNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ ZASTOSOWANEJ W MATERIAŁACH
DYSTRYBUOWANYCH PRZEZ NOBLE SECURITIES S.A.**

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

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)

PODSTAWOWE ZASADY WYDAWANIA MATERIAŁU

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

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

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

Przedstawione w Materiale 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.

INTERESY LUB KONFLIKTY INTERESÓW, KTÓRE MOGĘBY WPŁYNAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ MATERIAŁU

Analityk nie jest stroną jakiegokolwiek umowy zawartej z Emitentem i nie otrzymuje wynagrodzenia od Emitenta. Wynagrodzenie przysługujące Analitykowi z tytułu sporządzenia Materiału, 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 (które może przysługiwać w przyszłości 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.

NS jest lub był w ciągu 12 miesięcy stroną umów z Emitentem dotyczących świadczenia usług maklerskich.

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 przekaze 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 sporządzania 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 Materiałów wszelkie powiązania i okoliczności, które mogłyby negatywnie wpłynąć na obiektywność sporządzanych Materiałów.

Zakazane jest:

- przyjmowanie przez NS lub Analityka korzyści materialnych lub niematerialnych od podmiotów posiadających istotny interes w treści Materiału,
- proponowanie Emitentowi przez NS lub Analityka treści korzystnej dla tego Emitenta.
- udostępnianie Emitentowi lub innym osobom niż Analitycy, Materiału, 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 Materiału,
- zawierać transakcji osobistych sprzecznych z treścią Materiału 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 Materiał został przygotowany z należytą starannością i rzetelnością. Analityk oparł go 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 Materiał wskazuje adresy stron internetowych, z których korzystano przy sporządzeniu Materiału ani Analityk ani NS nie biorą odpowiedzialności za zawartość tych stron.

Inwestowanie może wiązać się z dużym ryzykiem inwestycyjnym. Materiał nie może być traktowany jako zapewnienie lub gwarancja NS 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 Materiału nie mogą zrezygnować z przeprowadzenia niezależnej oceny i uwzględnienia innych okoliczności niż wskazywane przez Analityka czy przez NS.

Ostateczna decyzja w zakresie dokonania określonych transakcji w oparciu o Materiał, w szczególności zbycia lub nabycia instrumentu finansowego lub powstrzymania się od dokonania takich transakcji, należy wyłącznie do inwestora.

Materiał 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. Materiał 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.

Materiał 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.

Materiał:

- sporządzany jest bez uwzględnienia indywidualnej sytuacji oraz potrzeb inwestora i nie stanowi usług doradztwa inwestycyjnego,
- jest dystrybuowany wśród Klientów i pracowników NS.
- 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 Materiału zostały wybrane tylko niektóre dane dotyczące Emitenta,
- ma wyłącznie charakter informacyjny, więc nie jest możliwa kompleksowa ocena Emitenta na podstawie Materiału,
- nie został ujawniony Emitentowi, do którego się bezpośrednio lub pośrednio odnosi przed pierwszym rozpowszechnieniem.

UWAGI KOŃCOWE

Analitik sporządzający Materiał: Dariusz Dadej – Analitik akcji, Dep. Analiz i Doradztwa Noble Securites.

Zakończenie sporządzania Materiału nastąpiło 21.08.2026 o godz. 15:10. Pierwsze rozpowszechnienie Materiału nastąpiło: 21.08.2026 o godz. 15:15.

Rozpowszechnianie lub powielanie Materiału (w całości lub w jakiegokolwiek części) bez uprzedniej pisemnej zgody Noble Securities 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)
Inter Cars	Akumuluj	1117,00	977,00	962,00	16%	13.08.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Auto Partner	Akumuluj	34,90	29,60	30,25	15%	06.08.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
XTB	Akumuluj	151,70	138,00	163,28	-7%	29.07.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Celon Pharma	Kupuj	29,30	20,60	22,50	30%	23.07.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Ten Square Games	Kupuj	152,70	89,40	102,00	50%	23.07.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
PGE	Trzymaj	9,56	9,63	10,20	-6%	06.07.2026	12M	Michał Sztabler
11 bit studios	Redukuj	116,00	138,00	131,80	-12%	25.06.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Unibep	Kupuj	16,00	12,80	13,38	20%	24.06.2026	12M	Dariusz Nawrot
Ailleron	Trzymaj	16,80	16,10	15,66	7%	23.06.2026	12M	Dariusz Dadej
CD Projekt	Akumuluj	250,00	226,00	255,40	-2%	18.06.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Pepco Group	Redukuj	27,90	34,30	42,36	-34%	09.06.2026	12M	Dariusz Dadej
Selvita	Kupuj	41,90	30,30	28,65	46%	09.06.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Ryv Therapeutics	Kupuj	31,40	17,40	18,42	70%	27.05.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	Akumuluj	21,52	18,65	20,40	5%	26.05.2026	12M	Michał Sztabler
Captor Therapeutics	Kupuj	110,80	78,00	73,20	51%	25.05.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Apator	Akumuluj	30,31	25,75	27,05	12%	21.05.2026	12M	Michał Sztabler
Eurocash	Akumuluj	6,30	5,40	4,82	31%	19.05.2026	12M	Dariusz Dadej
Amica	Kupuj	74,00	51,70	48,15	54%	14.05.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Sonel	Trzymaj	14,84	14,95	13,30	12%	12.05.2026	12M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Kupuj	456,90	347,50	373,00	22%	12.05.2026	12M	Dariusz Dadej
Creepy Jar	Trzymaj	616,00	598,00	520,00	18%	11.05.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Creotech Instruments	Trzymaj	667,00	640,00	709,00	-6%	08.05.2026	12M	Krzysztof Radojewski
MCI Capital ASI	Kupuj	39,90	26,90	28,90	38%	06.05.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Unibep	Akumuluj	17,50	14,74			21.04.2026	12M	Dariusz Nawrot
Answer.com	Akumuluj	20,70	17,98	21,35	-3%	21.04.2026	12M	Dariusz Dadej
Molecure	Kupuj	7,50	5,20	6,16	22%	20.04.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Huuuge Games	Akumuluj	25,60	23,00	21,90	17%	17.04.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Inter Cars	Kupuj	892,00	722,00			16.04.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Auto Partner	Akumuluj	24,60	21,40	30,25	-19%	16.04.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Tauron PE	Redukuj	9,37	10,33	8,42	11%	09.04.2026	12M	Michał Sztabler
LPP	Akumuluj	26300,00	22500,00	20700,00	27%	08.04.2026	12M	Dariusz Dadej
Ryv Therapeutics	Kupuj	43,10	20,70			31.03.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Toya	Kupuj	15,50	8,90	9,46	64%	27.03.2026	12M	Dariusz Nawrot
Dino Polska	Akumuluj	46,90	41,50	32,29	45%	18.03.2026	12M	Dariusz Dadej
Torpol	Sprzedaj	53,00	66,20	67,50	-21%	18.03.2026	12M	Dariusz Nawrot
Bioton	Kupuj	4,98	4,10	3,82	31%	16.03.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Bioton	Kupuj	4,98	4,10	3,82	31%	16.03.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Budimex	Sprzedaj	619,00	785,00	702,40	-12%	05.03.2026	12M	Dariusz Nawrot
Bogdanka	Sprzedaj	13,97	20,00	23,15	-40%	26.02.2026	12M	Michał Sztabler
Wielton	Akumuluj	7,25	6,07	5,35	36%	16.02.2026	12M	Michał Sztabler
Forte	Redukuj	19,60	23,30	15,90	23%	16.02.2026	12M	Dariusz Dadej
XTB	Kupuj	95,70	75,00			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			23.12.2025	9M	Dariusz Dadej
11bit studios	Trzymaj	156,00	142,00			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			17.12.2025	9M	Krzysztof Radojewski
PGE	Trzymaj	8,95	8,64			11.12.2025	9M	Michał Sztabler
CD Projekt	Akumuluj	283,00	253,00			11.12.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Ryv 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			27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Captor Therapeutics	Kupuj	94,40	60,40			27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Selvita	Kupuj	63,90	44,00			26.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	nd	20,45	17,95			25.11.2025	9M	Michał Sztabler
Apator	Kupuj	29,60	22,70			21.11.2025	9M	Michał Sztabler
Amica	Kupuj	97,90	55,00			21.11.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Pepco Group	Trzymaj	25,50	26,83			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

(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

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