

Unibep – Rekordowy portfel zamówień

W wynikach ostatnich kwartałów widać pozytywne efekty prowadzonych w grupie od ponad 2 lat działań reorganizacyjnych. Wysoka marża brutto na sprzedaży osiągnięta w segmencie budowlanym świadczy o dobrej kontroli kosztów oraz doborze kontraktów do realizacji, które, w odróżnieniu od pozyskiwanych kilka lat temu, nie charakteryzują się wysokim ryzykiem. Duża poprawa rezultatów w 2Q'26 widoczna była również w spółce zależnej Unihouse, odpowiedzialnej za budownictwo modułowe – naszym zdaniem spółka ta w całym 2026 r., po raz pierwszy od 5 lat, osiągnie dodatni wynik netto. Portfel zamówień grupy Unibep obecnie jest rekordowo wysoki, dotychczas przekłada się jednak wolniej na przychody niż szacowaliśmy – większy udział kontraktów „projektuj i buduj”, dłuższe terminy pozyskiwania pozwoleń na budowę przez klientów. Korygujemy w dół prognozy przychodów na najbliższe lata, ale w górę prognozy zysków. Podwyższamy wycenę akcji z 16,0 zł do 19,6 zł w horyzoncie 12 miesięcy, utrzymując zalecenie „kupuj”.

Dobre jakościowo wyniki w 2Q'26

Jakość wyników w 2Q'26 oceniamy pozytywnie. Zaskoczeniem na minus był relatywnie niski poziom przychodów z działalności budowlanej: były aż o 30% niższe r/r. W głównej mierze wynikało to z realizacji dużej ilości umów w formule „projektuj i buduj” zamiast „buduj”. Mocnym elementem była jednak marża brutto na sprzedaży w Unibep S.A., która wyniosła 10,1% w porównaniu z 7,7% w 2Q'25. Dużym pozytywnym zaskoczeniem były rekordowo wysokie przychody osiągnięte przez Unihouse – 3-krotnie wyższe r/r. Marża brutto na sprzedaży w przypadku tej spółki również była zadowalająca: 6,9%. Drugie półrocze w Unihouse także zapowiada się dobrze, dzięki czemu w skali całego 2026 r., naszym zdaniem, spółka po raz pierwszy od 5 lat osiągnie zysk netto.

Rekordowy backlog

Portfel zamówień grupy na półrocze obniżył się do 3,66 mld zł. Od początku lipca Unibep poinformował jednak o podpisaniu znaczących umów o wartości 2,9 mld zł. W najbliższych tygodniach prawdopodobne jest pozyskanie 2 kolejnych kontraktów o wartości ok. 420 mln zł, gdzie oferty Unibepu i Unihouse zostały wybrane jako najkorzystniejsze przez organizatorów przetargów. Szacujemy, że obecnie backlog grupy (skorygowany o przychody osiągnięte w 3Q'26) wynosi rekordowe 6 mld zł. Spodziewamy się, że na koniec października może sięgnąć nawet 6,5 mld zł. Duży portfel zamówień powinien przełożyć się wyraźnie pozytywnie na przychody w kolejnych 2-3 latach. Wsparciem dla rentowności całego portfela w latach 2027 – 2030 może być podpisany 15 września b.r kontrakt kolejowy na budowę polskiego odcinka Rail Baltica. Umowa została pozyskana z 3. miejsca z ceną o 14,3% wyższą od najtańszej oferty Mirbudu i Torpolu. Wartość prac przypadających na Unibep w ramach tego kontraktu wynosi 1,06 mld zł (ok. 17% backlogu).

Czynniki ryzyka

Obecnie najpoważniejszym czynnikiem ryzyka dla spółki jest otrzymany pod koniec sierpnia br. pozew od JBIInvestment o zapłatę 230 mln zł wraz z odsetkami, dotyczący rzekomych nieprawidłowości w rozliczeniach zakończonych etapów wspólnego projektu deweloperskiego Fama Jeżyce w Poznaniu. Zarząd Unibepu stoi na stanowisku, że to roszczenie jest nieuzasadnione, nie znajduje żadnej podstawy w okolicznościach faktycznych, jak również pozbawione jest podstaw prawnych.

Wartość akcji Unibep oszacowaliśmy na podstawie wyceny metodą DCF na 15,1 zł oraz porównawczą na 20,1 zł. Obu metodom przypisaliśmy równe wagi – po 50%. Cenę docelową w horyzoncie 12-miesięcznym wyznaczyliśmy na 19,6 zł, co daje 40% potencjał wzrostu.

mln zł	2024*	2025	2026P	2027P	2028P
Przychody ze sprzedaży	2606,9	2358,4	2171,3	2435,1	2727,5
EBITDA	198,9	144,1	110,2	115,2	123,7
EBIT	168,6	112,6	77,2	80,5	87,7
Zysk netto przyp. akcj. j. d.	44,9	41,2	38,1	45,2	53,6
EPS	1,28	1,18	1,09	1,29	1,53
DPS	0,00	0,19	0,40	0,40	0,47
P/E (x)	10,9	11,9	12,8	10,8	9,1
EV/EBITDA (x)	3,1	2,5	4,2	3,7	3,5

Źródło: Unibep (2024-2025), Noble Securities (2026P-2028P), 2024* - wyniki z uwzględnieniem +100,3 mln zł EBIT i +45,6 mln zł zysku netto akcj. j. d. na wycenie nieruchomości

KUPUJ

(Aktualizacja - utrzymana)

Kurs	13,94 zł
Wycena (12M)	19,6 zł
Potencjał wzrostu	40%
Kapitalizacja	489 mln zł
Free float	49%
Śr. Wolumen 6M	12 852



Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities

PROFIL SPÓŁKI

Unibep jest jedną z większych grup budowlanych w Polsce, działających w segmentach budownictwa kubaturowego, infrastrukturalnego, energetycznego, modułowego oraz w branży deweloperskiej.

STRUKTURA AKCJONARIATU

Zofia Mikołuszeko	24,2%
Beata Maria Skowrońska	14,0%
OFE Allianz	10,0%
OFE Bankowy	9,1%
Joanna Małgorzata Stajkowska-Bastouil	7,1%
Akcje własne	5,9%
Allianz TFI	5,0%
Pozostali	24,7%

Źródło: Unibep

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

Spis treści

WYCENA.....	3
WYCENA METODĄ DCF	3
WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ	4
Dobre jakościowo wyniki 2Q'26.....	5
Uгода z Miastem Katowice poprawi wyniki 3Q'26 o 9,9 mln zł	6
Podsumowanie konferencji po wynikach półrocznych.....	7
Ostatnie wydarzenia istotne dla spółki	7
Pozew od JBIInvestment o zapłatę 230 mln zł wraz z odsetkami	9
Sytuacja w branży budowlanej	9
Aktualizacja prognoz wyników finansowych	10
Główne czynniki ryzyka	11

WYCENA

Akcje Unibepu wyceniliśmy przy wykorzystaniu dwóch metod: DCF z wagą 50% i analizy porównawczej z wagą 50% (bez zmian w stosunku do wyceny z 24 czerwca 2026 r.).

W horyzoncie 12-miesięcznym cenę docelową akcji Unibep wyznaczyliśmy na poziomie 19,6 zł (poprzednio 16,0 zł). Przy wycenie nie uwzględnialiśmy zdarzeń jednorazowych.

W tabeli poniżej prezentujemy podsumowanie wyceny:

Podsumowanie wyceny	Waga (x)	Wycena 1 akcji (zł)	Poprzednio	Zmiana
Wycena DCF	50%	15,1	11,7	29%
Wycena porównawcza	50%	20,1	17,0	18%
Średnia ważona metod		17,6	14,3	23%
Cena docelowa (12 M)		19,6	16,0	22%
Cena aktualna		14,2	12,8	11%
Potencjał		40%	25%	

Źródło: Noble Securities

WYCENA METODĄ DCF

- Założenia do modelu:
- Prognozy finansowe na lata 2026 - 2035 (bez zmian).
- Wartość przepływów pieniężnych dyskontowana na 29 września 2026 r.
- Gotówka netto na 31.12.2025 skorygowana o dywidendę: 136 mln zł (poprzednio – 150 mln zł).
- Długoterminowa stopa wzrostu po okresie prognozy równa 1% (bez zmian).
- Stopa wolna od ryzyka na poziomie 5,8% (poprzednio 5,7%), premia za ryzyko 5,3% (poprzednio 6,0%).
- Stopa podatku CIT: 22% (poprzednio 20%).
- Beta na poziomie 1,0 (bez zmian).
- Średnioważony koszt kapitału na poziomie 10,5% (poprzednio 11,2%).

DCF (mln zł)	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Przychody ze sprzedaży	2 171	2 435	2 728	2 864	3 007	3 157	3 315	3 481	3 655	3 838
NOPAT	60	63	68	83	87	91	96	101	106	111
Amortyzacja	33	35	36	37	38	39	41	42	43	44
Zmiany KON	-149	-15	-52	-15	-23	-35	-36	-38	-40	-42
CAPEX	-15	-22	-26	-35	-37	-39	-41	-42	-43	-44
FCFF	-71	60	26	70	65	57	60	63	66	69
WACC	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%
Współczynnik dyskonta	0,97	0,88	0,80	0,72	0,65	0,59	0,53	0,48	0,44	0,40
DFCF	-69	53	21	50	43	34	32	30	29	27
SUMA DFCF do 2035	250									
Wzrost FCFF po okresie prognozy	1%									
Wartość rezydualna na 2035	732									
Zdyskontowana wartość rezydualna	289									
Wartość Firmy (EV)	540									
Dług netto na 31.12.2025 minus dywidenda	-136									
Udziałowcy mniejszościowi	147									
Wartość kapitałów własnych	529									
Liczba akcji (w mln.)	35,1									
Wartość na 1 akcję	15,1									

Źródło: Noble Securities

Analiza wrażliwości					
Stopa wzrostu rezydualna					
	-1%	0%	1%	2%	3%
WACC - 1,0%	15,2	16,1	17,3	18,7	20,6
WACC - 0,5%	14,3	15,1	16,1	17,3	18,9
WACC	13,5	14,2	15,1	16,1	17,5
WACC + 0,5%	12,8	13,4	14,2	15,1	16,2
WACC + 1,0%	12,1	12,7	13,3	14,1	15,1

Poniżej prezentujemy kalkulację kosztu kapitału własnego oraz WACC:

WACC	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Stopa wolna od ryzyka	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%
Premia za ryzyko	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Koszt kapitału własnego	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%
Efektywna stopa podatkowa	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%
Koszt długu	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%
Koszt długu po tarczy	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%
Dług netto/EV	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
WACC	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%

Źródło: Noble Securities

WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Analizę porównawczą oparliśmy o akcje 11 krajowych spółek budowlanych. Ich profile są zróżnicowane, cechą wspólną jest jednak to, że działają głównie w Polsce i borykają się często z podobnymi problemami dotyczącymi cen i dostępności materiałów budowlanych oraz podwykonawców. W tabeli zamieściliśmy prognozowane wskaźniki P/E i EV/EBITDA na lata 2026 – 2028 (bez zmian). Wszystkim wskaźnikom przypisaliśmy równą wagę: 16,7%.

Na bazie wyceny porównawczej otrzymaliśmy wycenę 1 akcji na 20,1 zł (poprzednio 17,0 zł). Wyższa niż 3 miesiące temu wycena wynika z podwyższenia naszych prognoz wyników finansowych Unibepu oraz obniżenia prognoz dla części pozostałych spółek budowlanych.

Poniżej zaprezentowane jest podsumowanie wyceny porównawczej:

Wycena porównawcza	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
		2026P	2027P	2028P	2026P	2027P	2028P
Budimex	16 993	22,1	21,4	21,0	13,3	12,7	12,5
Elektrotim	611	20,0	17,6	15,1	12,7	11,2	9,8
Erbud	241	-	8,9	7,5	-	4,1	3,4
Mirbud	1 247	10,4	9,2	8,6	6,5	5,7	5,3
Mostostal Zabrze	432	10,0	9,2	8,6	4,0	3,7	3,5
Onde	455	34,3	15,7	13,0	13,2	8,1	6,6
Pekabex	199	-	17,1	6,9	20,0	7,2	4,4
Polimex	1 790	12,5	12,2	11,7	4,8	4,8	4,4
Torpol	1 590	17,4	16,4	14,5	8,2	7,9	7,5
Ulma	271	12,3	7,8	6,3	3,1	2,5	2,1
ZUE	279	16,1	14,6	13,3	5,6	5,6	5,4
Mediana		16,1	14,6	11,7	7,3	5,7	5,3
Unibep	498	13,1	11,0	9,3	4,3	3,8	3,6
Premia/dyskonto do mediany		-19%	-25%	-21%	-42%	-33%	-32%
Implikowana wartość godziwa Unibep		17,5	18,9	17,9	24,4	21,1	20,9
Waga wskaźnika		17%	17%	17%	17%	17%	17%
Średnia ważona wartość 1 akcji Unibep		20,1					

Źródło: Noble Securities: 29.09.2026, 17:10

Dobre jakościowo wyniki 2Q'26

Jakość wyników w 2Q'26 oceniamy pozytywnie. Zaskoczeniem na minus był relatywnie niski poziom przychodów osiągniętych przez Unibep S.A. z działalności budowlanej: były aż o 30% niższe r/r. W głównej mierze wynikało to z realizacji dużej ilości umów w formule „projektuj i buduj” zamiast „buduj”, co powoduje wolniejsze przekładanie się backlogu na przychody. Mocnym elementem była jednak marża brutto na sprzedaży w Unibep S.A., która wyniosła 10,1% w porównaniu z 7,7% w 2Q'25. W podziale segmentowym najwyższa marżowość została osiągnięta w segmencie ogólnobudowlanym (12,0%), najniższa w budownictwie energetycznym (6,9%).

Dużym pozytywnym zaskoczeniem były rekordowo wysokie przychody osiągnięte przez Unihouse – 3-krotnie wyższe r/r. Marża brutto na sprzedaży w przypadku tej spółki również była zadowalająca: 6,9%. Drugie półrocze w Unihouse również zapowiada się dobrze, dzięki czemu w skali całego 2026 r., naszym zdaniem, spółka po raz pierwszy od 5 lat osiągnie zysk netto.

W 2Q'26 nieco gorsze wyniki r/r osiągnął Unidevelopment – liczba lokali przekazywanych klientom była relatywnie niska (39), dodatkowo charakteryzowały się wyraźnie niższą marżowością.

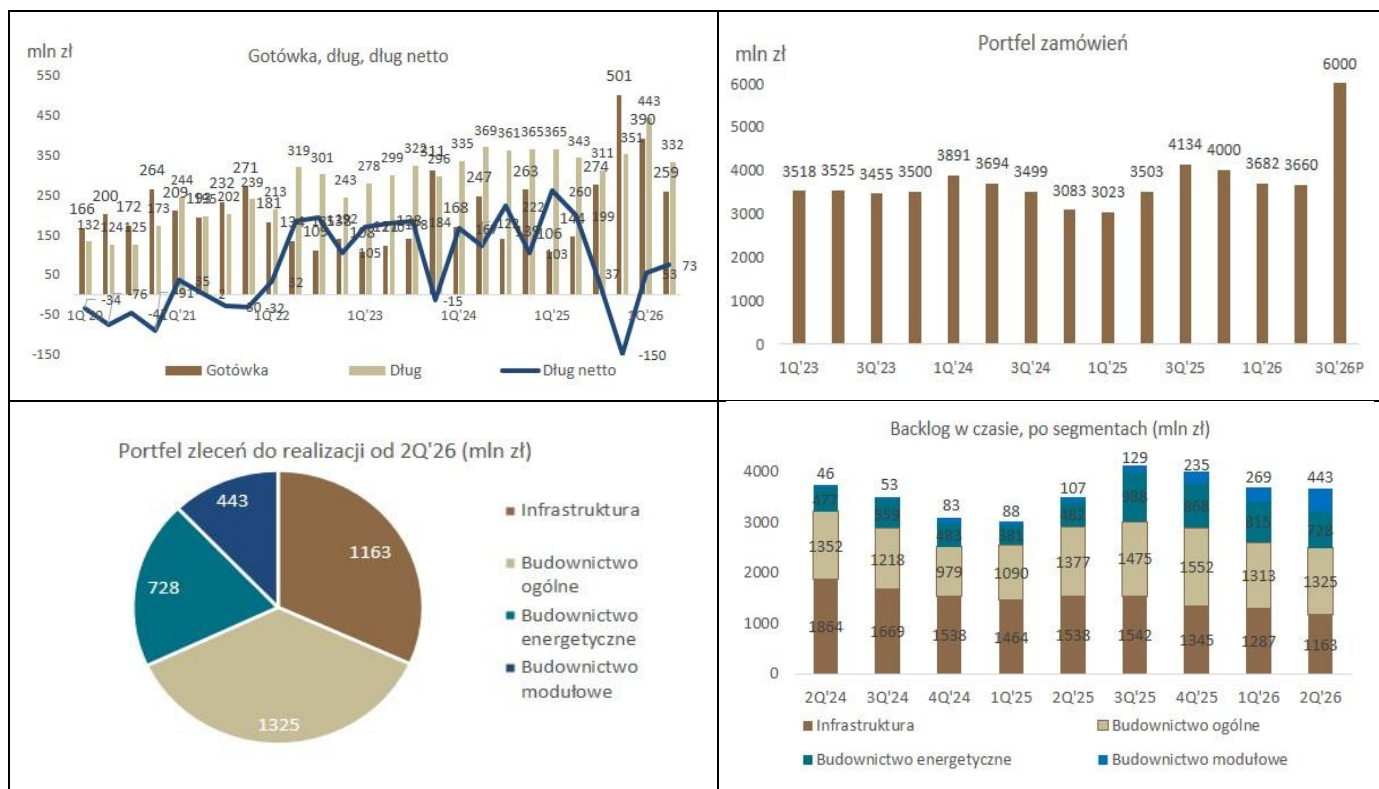
Wyniki skonsolidowane grupy Unibep

młn zł	2Q'25	3Q'25	4Q'25	1Q'26	2Q'26	Zmiana 2Q'26P/2Q'25
Przychody ze sprzedaży	605,7	579,3	743,6	329,0	527,6	-13%
Zysk brutto na sprzedaży	51,7	64,0	83,8	30,3	50,6	-2%
Koszty sprzedaży	3,8	3,1	5,6	3,0	3,5	-
Koszty ogólnego zarządu	23,4	30,1	38,9	25,9	26,4	13%
Pozostała operacyjna	7,0	-0,6	7,3	-0,5	-3,4	-
EBIT	31,4	30,2	46,6	0,9	17,4	-45%
Saldo finansowe	-14,1	-10,0	-12,1	-7,6	-6,6	-53%
Zysk przed podatkiem	17,3	18,4	36,3	-6,8	10,7	-38%
Podatek	6,8	2,5	9,4	-1,7	2,5	-62%
Zysk netto	10,5	15,9	26,8	-5,0	8,2	-22%
Zysk netto przypisany akcj. j.d.	6,0	14,8	26,1	-5,5	8,6	-
Marża zysku brutto ze sprzedaży	8,5%	11,0%	11,3%	9,2%	9,6%	1,1%
Marża EBIT	5,2%	5,2%	6,3%	0,3%	3,3%	-1,9%
Marża netto	1,0%	2,6%	3,5%	-1,7%	1,6%	0,6%
młn zł	2Q'25	3Q'25	4Q'25	1Q'26	2Q'26	Zmiana 2Q'26P/2Q'25
Budownictwo ogólnobudowlane						
Przychody	216,9	189,0	211,7	129,7	152,2	-30%
Zysk brutto na sprzedaży	21,6	22,0	17,4	10,2	18,3	-15%
Marża brutto na sprzedaży	10,0%	11,6%	8,2%	7,9%	12,0%	2,1%
Budownictwo infrastrukturalne						
Przychody	222,5	234,1	253,6	77,1	146,2	-34%
Zysk brutto na sprzedaży	9,7	22,5	27,4	12,4	14,7	52%
Marża brutto na sprzedaży	4,4%	9,6%	10,8%	16,0%	10,1%	5,7%
Budownictwo energetyczne						
Przychody	111,6	86,6	121,9	53,2	89,9	-19%
Zysk brutto na sprzedaży	11,4	9,2	11,2	4,4	6,2	-45%
Marża brutto na sprzedaży	10,2%	10,6%	9,2%	8,3%	6,9%	-3,3%
Budownictwo modułowe						
Przychody	42,1	54,6	67,3	53,0	128,7	206%
Zysk brutto na sprzedaży	1,7	5,5	7,5	0,0	8,8	418%
Marża brutto na sprzedaży	4,0%	10,1%	11,1%	0,0%	6,9%	2,8%
Deweloperka						
Przychody	28,1	32,0	101,3	30,1	23,6	-16%
Zysk brutto na sprzedaży	6,7	7,2	21,8	5,5	4,4	-35%
Marża brutto na sprzedaży	24,0%	22,4%	21,6%	18,2%	18,7%	-5,4%

Źródło: Unibep

Przepływy operacyjne były tylko symbolicznie dodatnie (+3 mln zł), głównie ze względu na zwiększone zapotrzebowanie na kapitał obrotowy w okresie letnim. Poziom środków pieniężnych obniżył się w ciągu kwartału z 390 mln zł do 259 mln zł, ale spadło też zadłużenie brutto: z 443 mln zł do 332 mln zł (najniższy poziom od 3 kwartałów). Dług netto (bez uwzględniania zobowiązań z tytułu użytkowania wieczystego i długoterminowego najmu powierzchni) nieznacznie się zwiększył: z 53 do 73 mln zł.

Portfel zamówień grupy na półrocze obniżył się do 3,66 mld zł. Od początku lipca Unibep poinformował jednak o podpisaniu znaczących umów o wartości 2,9 mld zł. W najbliższych tygodniach prawdopodobne jest pozyskanie 2 kolejnych kontraktów o wartości ok. 420 mln zł, gdzie oferty Unibepu i Unihouse zostały wybrane jako najkorzystniejsze przez organizatorów przetargów. Szacujemy, że obecnie backlog grupy (skorygowany o przychody osiągnięte w 3Q'26) wynosi rekordowe 6 mld zł. Spodziewamy się, że na koniec października może sięgnąć nawet 6,5 mld zł. Duży portfel zamówień powinien przełożyć się na wyraźny wzrost przychodów w kolejnych 2-3 latach. Wsparciem dla rentowności całego portfela w latach 2027 – 2030 może być podpisany 15 września b.r kontrakt kolejowy na budowę polskiego odcinka Rail Baltica. Umowa została pozyskana z 3. miejsca (po wcześniejszym odrzuceniu przez PKP PLK ofert konsorcjum Mirbudu z Torpołem i Budimeksu) z ceną o 14,3% wyższą od oferty Mirbudu i Torpołu. Wartość prac przypadających na Unibep w ramach tego kontraktu wynosi 1,06 mld zł (ok. 17% obecnego backlogu), a termin realizacji – do połowy 2030 r.



Źródło: Unibep, opracowanie Noble Securities

Uгода z Miastem Katowice poprawi wyniki 3Q'26 o 9,9 mln zł

Wyniki 3Q'26 będą wsparte kwotą 9,9 mln zł otrzymanej od Miasta Katowice płatności z tytułu zawartego porozumienia w sprawie spornej o zapłatę części wynagrodzenia za obudowę zadaszenia wiaty peronowej na budowie Katowice Zawodzie. Sprawa dotyczy kontraktu, który był realizowany od 2017 r. Po zakończeniu umowy, Unibep wraz z ZUE skierowały do sądu pozew o wypłatę dodatkowego wynagrodzenia w związku z tym, że powierzchnia zadaszenia okazała się wyraźnie większa niż szacowano przedmiarem w dokumentacji projektowej. Sąd okręgowy w Katowicach 14 października 2025 r. zasądził na rzecz Unibep SA całość roszczenia wraz z odsetkami. W grudniu 2025 r. Miasto Katowice wniosło jednak apelację od wyroku. W lipcu 2026 strony zawarły w tej sprawie ugodę, a Miasto Katowice wypłaciło Unibepowi 9,9 mln zł.

Podsumowanie konferencji po wynikach półrocznych

- Przyczynami niskich przychodów w pierwszym półroczu były: trudne warunki pogodowe i gruntowe na części inwestycji, większa liczba umów realizowanych w formule „projektuj i buduj” oraz to, że część kontraktów miała charakter warunkowy, konieczne było uzyskanie pozwoleń na budowę przez klientów.
- W pierwszym półroczu grupa podpisała umowy o wartości 576 mln zł, od początku lipca kontrakty o wartości ok. 1,7 mld zł.
- Wszystkie zespoły w grupie Unibep pracują nad skrupulatną kontrolą kosztów.
- W związku z tym, że duża część kontraktów jest zaliczkowana, zarząd spodziewa się spadku poziomu długu w przyszłości.
- Zarząd liczy na utrzymanie marży brutto na sprzedaży na poziomie około 10%.
- W całym 2026 może nie wystąpić wzrost przychodów r/r.
- Unibep pozyskuje do realizacji nowe rodzaje kontraktów budowlanych, np. w zakresie budowy instalacji fotowoltaicznych.
- Priorytetem dla grupy nie jest wzrost przychodów, ale utrzymanie wysokiej rentowności.
- W przypadku zakończenia wojny na Ukrainie Unibep jest gotowy szybko wejść z ofertowaniem na tamtym rynku, ale do kontraktów, w przypadku którego finansowanie będzie zapewnione ze strony Unii Europejskiej.
- W segmencie energetycznym spółka jest zainteresowana pozyskiwaniem kontraktów na budowę spalarni, kotłowni gazowych, kotłów kogeneracyjnych.
- W 2026 r. Unidevelopment celuje w sprzedaż i przekazanie ok. 300 lokali, spółka szuka gruntów pod kolejne inwestycje, przede wszystkim w Warszawie i w Trójmieście, raczej działki mniejsze, nie na wieloetapowe projekty.
- Grupa nie jest zainteresowana zakupem całości majątku MOD21, w grę mogą wchodzić zakupy pojedynczych urządzeń.
- Pozew złożony przez wspólnika w sprawie projektu Fama Jeżyce w Poznaniu został oceniony przez zarząd jako całkowicie bezzasadny, w najbliższych tygodniach zarząd skieruje do sądu odpowiedź na pozew.

Ostatnie wydarzenia istotne dla spółki

- **Wybór oferty i zawarcie umowy na budowę budynków komunalnych w Kamiennej Górze**
3 lipca 2026 r. Unihouse S.A., spółka zależna od Unibepu, otrzymała informację o wyborze jej oferty jako najkorzystniejszej w przetargu na budowę sześciu budynków mieszkalnych z garażem i świetlicą w Kamiennej Górze. 14 lipca 2026 r. spółka podpisała umowę o wartości ok. 60,0 mln zł netto, a termin realizacji inwestycji został określony na 23 miesiące.
- **Wybór oferty i zawarcie umowy na budowę bloku kogeneracyjnego w Radomiu**
10 lipca 2026 r. Unibep poinformował o wyborze jego oferty w postępowaniu dotyczącym budowy bloku kogeneracyjnego w Radomiu dla RADPEC S.A. Po upływie terminów odwoławczych, 26 sierpnia 2026 r. spółka zawarła umowę na realizację tej inwestycji za ok. 379,5 mln zł netto, przewidując 36 miesięcy na wykonanie prac.
- **Wejście w życie umowy na obiekt hotelowo-usługowy we Wrocławiu**
23 lipca 2026 r. ziścił się warunek zawieszający związany z uzyskaniem zamiennego pozwolenia na budowę, co oznaczało wejście w życie wcześniej podpisanej warunkowej umowy (3 kwietnia br.), polegającej na budowie obiektu hotelowego z częścią handlowo-usługową we Wrocławiu. Wartość umowy to ok. 150 mln zł netto.
- **Zawarcie umowy na przebudowę Filharmonii Pomorskiej w Bydgoszczy**
27 lipca 2026 r. Unibep podpisał umowę z Filharmonią Pomorską im. Ignacego Paderewskiego na wykonanie robót budowlanych oraz dostawę i montaż wyposażenia w ramach przebudowy i rozbudowy placówki. Wartość kontraktu ok. 308,9 mln zł netto, a czas realizacji oszacowano na 36 miesięcy od daty zawarcia umowy.
- **Rezygnacja Wiceprezesa Zarządu**
31 lipca 2026 r. Leszek Marek Gołąbiecki złożył rezygnację z funkcji Wiceprezesa Zarządu Unibep S.A., która stała się skuteczna z końcem tego dnia. Jako przyczynę decyzji wskazano powody osobiste.
- **Podpisanie kredytu deweloperskiego przez spółkę zależną**
31 lipca 2026 r. Nowa Idea Sp. z o.o., podmiot zależny od Unidevelopment S.A., zawarła z Lubelskim Bankiem Spółdzielczym umowę kredytu obrotowego deweloperskiego na kwotę 20,0 mln zł. Środki mają służyć finansowaniu realizacji przedsięwzięcia „Osiedle Idea Aquarius”.
- **Zawarcie umowy na budowę obwodnicy Starogardu Gdańskiego**
5 sierpnia 2026 r. Unibep podpisał z Generalną Dyрекcją Dróg Krajowych i Autostrad Oddział Gdańsk umowę na zaprojektowanie i budowę blisko 16-kilometrowej obwodnicy Starogardu Gdańskiego w ciągu drogi krajowej nr 22. Wartość kontraktu wynosi ok. 331,7 mln zł netto i ma zostać zrealizowany w formule „zaprojektuj i zbuduj” w ciągu 39 miesięcy, z wyłączeniem okresów zimowych.

- **Przekazanie wstępnych wyników finansowych za I półrocze**
11 sierpnia 2026 r. zakończono proces agregacji wstępnych danych finansowych Grupy Kapitałowej Unibep za pierwsze półrocze 2026 roku. Na tej podstawie spółka zdecydowała o przekazaniu do publicznej wiadomości szacunkowych wybranych danych finansowych i operacyjnych.
- **Wybór oferty i zawarcie umowy na farmę kolektorów słonecznych w Grudziądzu**
17 sierpnia 2026 r. OPEC GRUDZIĄDZ Sp. z o.o. wybrał ofertę Unibepu w przetargu na budowę farmy kolektorów słonecznych ze zintegrowanym magazynem ciepła w Elektrociepłowni Łąkowa. 3 września 2026 r. spółka zawarła umowę o wartości ok. 84,3 mln zł netto, planując zakończenie realizacji w 4Q'27.
- **Zawarcie umowy na roboty kolejowe na linii E75 Białystok - Ełk**
24 sierpnia 2026 r. konsorcjum, w którym liderem jest Unibep, a partnerem Track Tec Construction, podpisało umowę z PKP PLK na realizację robót budowlanych na odcinku Gdańsk Osowa - Gdynia Główna (linia 201). Wynagrodzenie konsorcjum wynosi łącznie ok. 874,1 mln zł netto, z czego udział Unibepu to ok. 437,1 mln zł netto, a termin realizacji to 69 miesięcy.
- **Wybór oferty na budowę hali widowiskowo-sportowej w Białymstoku**
24 sierpnia 2026 r. Miasto Białystok poinformowało o wyborze oferty Unibepu jako najkorzystniejszej w przetargu na budowę hali widowiskowo-sportowej przy ul. Dywizjonu 303. Wartość złożonej oferty wynosi ok. 392,78 mln zł netto, a realizacja ma potrwać 30 miesięcy od zawarcia umowy.
- **Otrzymanie pozwu o zapłatę 230 mln zł**
26 sierpnia 2026 r. do Unibepu wpłynął pozew skierowany przez JBIInvestment przeciwko Fama Development, Unidevelopment S.A. oraz Emitentowi o zasądzenie solidarnie kwoty 230 mln zł wraz z odsetkami. Roszczenie dotyczy rzekomych nieprawidłowości wroclizieniach etapów projektu deweloperskiego „Fama Jeżyce” w Poznaniu, jednak zarząd ocenia je jako bezzasadne i nie ujął ich w wynikach finansowych grupy.
- **Powołanie nowego członka Zarządu**
31 sierpnia 2026 r. Rada Nadzorcza Unibep S.A. podjęła uchwałę o powołaniu Tomasza Franczewskiego na stanowisko Członka Zarządu, ze skutkiem od 1 września 2026 r. Franczewski posiada wykształcenie inżynierskie z Politechniki Warszawskiej oraz MBA z SGH, a swoją karierę zawodową rozwijał głównie w strukturach Budimexu, gdzie m.in. zarządzał biurem technicznym.
- **Zawarcie umowy na inwestycję mieszkaniową w Poznaniu**
11 września 2026 r. Unibep podpisał z Archicom Poznań 2 sp. z o.o. umowę na generalne wykonawstwo budowy dwóch siedmiokondygnacyjnych budynków mieszkalnych „Kolektyw” w Poznaniu, w których znajdzie się łącznie 278 lokali. Wynagrodzenie za realizację inwestycji wynosi ok. 87,0 mln zł netto, a prace mają trwać od 4Q'26 do 2Q'28.
- **Zawarcie umowy na prace na linii kolejowej E75 (Rail Baltica)**
15 września 2026 r. konsorcjum prowadzone przez Track Tec Construction, z udziałem m.in. Intopu i Unibepu, zawarło umowę z PKP PLK na realizację dokumentacji i robót budowlanych na trzech odcinkach linii E75 (Białystok-Knyszyn, Knyszyn-Osowiec, Osowiec-Ełk). łączna wartość kontraktu to ok. 4,24 mld zł netto, z czego udział Unibepu wynosi ok. 1,06 mld zł netto, a termin realizacji to 46 miesięcy.
- **Wybór oferty Unihouse na rozbudowę szpitala w Bydgoszczy**
18 września 2026 r. Szpital Uniwersytecki nr 2 im. Dr J. Biziela w Bydgoszczy wybrał ofertę Unihouse S.A. w przetargu na nadbudowę budynku 1D z rozbudową windy i budową zadaszenia wejścia głównego. Cena oferty wynosi ok. 25,8 mln zł brutto (ok. 20,9 mln zł netto), a zakończenie realizacji planowane jest na II kwartał 2027 r.

Pozew od JBIInvestment o zapłatę 230 mln zł wraz z odsetkami

26 sierpnia Unibep, wraz ze spółkami zależnymi, Fama Development i Unidevelopment, otrzymał pozew o zapłatę 230 mln zł wraz z odsetkami od JBIInvestment. Pozew dotyczy rzekomych nieprawidłowości w rozliczeniach zakończonych etapów wspólnego projektu deweloperskiego Fama Jeżyce w Poznaniu.

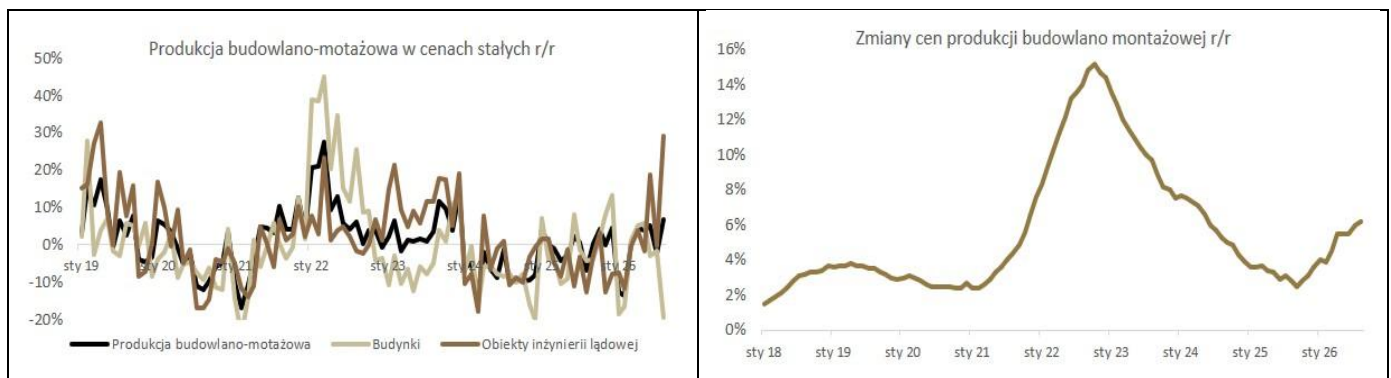
Sprawa dotyczy rozliczeń 3 pierwszych etapów inwestycji mieszkaniowych realizowanych w Poznaniu w formule joint venture w latach 2018 - 2023 - łącznie na nieco ponad 1000 mieszkań i lokali usługowych. W ramach kolejnych 5 etapów planowano wybudować 1705 lokali, ale w 2023 r. ze względu na spór dotyczący rozliczeń między współnikami wstrzymano realizację kolejnych inwestycji.

Według naszych szacunków Unidevelopment na 3 zrealizowanych etapach inwestycji osiągnął nieco ponad 50 mln zł zysku netto.

Zarząd Unibep uważa, że wysuwane przez powoda roszczenie jest nieuzasadnione, nie znajduje żadnej podstawy w okolicznościach faktycznych, jak również pozbawione jest podstaw prawnych. Unibep wskazał również, że nie łączył i nie łączy go żaden stosunek zobowiązaniowy z powodem, nie poręczał on za zobowiązania pozostałych pozwanych, ani nie udzielał żadnych gwarancji pozostałym pozwany o charakterze korporacyjnym lub finansowym zabezpieczających roszczenia dochodzone pozwem. W ocenie spółki nie zachodzą przesłanki do ujęcia wskazanych okoliczności w wynikach finansowych ani w sprawozdaniach skonsolidowanych, ani w jednostkowych pozwanych spółek. W trakcie konferencji podsumowującej wyniki półroczne zarząd Unibep deklarował, że przygotowuje odpowiedź na pozew i w ciągu kilku tygodni skieruje ją do sądu. Przypuszczamy, że spór między obiema stronami może toczyć się przez wiele miesięcy, do momentu zakończenia nie uwzględniamy go w wycenie ani prognozowanych wynikach.

Sytuacja w branży budowlanej

Produkcja budowlano-montażowa w Polsce w sierpniu wzrosła o 6,7% r/r, a miesiąc do miesiąca spadła o 0,6%. Wzrost produkcji budowlano-montażowej był nieco niższy od oczekiwań analityków (+7,0% r/r). Zaskakująco duży spadek wystąpił w segmencie budowy budynków: -19,6% r/r. Z kolei bardzo duży wzrost odnotowano w segmencie obiektów inżynierii lądowej i wodnej (głównie drogi i koleje): +29% r/r.



Źródło: GUS, opracowanie Noble Securities

Ceny produkcji budowlano-montażowej wzrosły we wrześniu o 6,2% r/r i utrzymują się w trendzie wzrostowym już od 12 miesięcy. Uważamy, że tendencja ta utrzyma się niemal przez cały 2027 r. Nie spodziewamy się, żeby wpłynęło to negatywnie na marże Unibepu w 2H'26, ale w 2027 i w 2028 r. zakładamy już niższą rentowność, która częściowo powinna być kompensowana wysoką marżowością kontraktu Rail Baltica.

Aktualizacja prognoz wyników finansowych

W związku z niskimi przychodami osiągniętymi w Unibep S.A. w pierwszym półroczu, korygujemy w dół szacunki przychodów z działalności budowlanej w całym 2026 r. Ubytek sprzedaży z pierwszego półrocza trudno będzie „odrobić” w drugim półroczu ze względu na wysoką bazę odniesienia - w 2H'25 przychody były relatywnie wysokie dzięki realizacji kontraktu na budowę drogi technicznej wzdłuż granicy z Białorusią. Rentowność działalności budowlanej w 2Q'26 była wyższa od naszych założeń, prezes Sterczyński w trakcie konferencji podsumowującej wyniki pierwszego półrocza wspominał o możliwości utrzymania 10% marży brutto na sprzedaży, w związku z czym podwyższamy prognozy dotyczące marż w segmencie budowlanym w całym 2026 r. Po bardzo mocnym 2Q'26 w Unihouse podwyższamy całoroczne prognozy dla segmentu budownictwa modułowego. Z kolei wyniki Unidevelopment w 1H'26 były niższe od naszych prognoz, obniżamy więc szacunki na cały 2026 r. Portfel zamówień przekłada się wolniej na przychody ze względu na większą liczbę kontraktów „projektuj i buduj” oraz opóźnienia w otrzymaniu pozwoleń na budowę przez część klientów spółki. W związku z tym, mimo rekordowego backlogu, obniżamy szacunki przychodów w latach 2027-2028. Podwyższamy za to szacunki marży brutto na sprzedaży – Unibep zbudował duży portfel zamówień w środowisku jeszcze umiarkowanej presji inflacyjnej. Oczekujemy jednak, że ceny materiałów budowlanych i kosztów podwykonawstwa w 2027 r. będą zwiększać się w szybszym tempie niż w 2026 r., w związku z tym zakładamy spadek marży we wszystkich segmentach budowlanych. W Unihouse zakładamy w kolejnych latach zbliżoną marżowość, a w Unidevelopment liczymy na lekką poprawę rentowności w 2027 i w 2028 r. – efekt większej liczby mieszkań przekazywanych klientom w Warszawie i Gdańsku.

Skonsolidowany rachunek zysków i strat	2026P obecna	2026P poprzednia	Zmiana	2027P obecna	2027P poprzednia	Zmiana	2028P obecna	2028P poprzednia	Zmiana
Przychody ze sprzedaży	2171,3	2501,3	-13%	2435,1	2683,6	-9%	2727,5	2869,7	-5%
Zysk brutto na sprzedaży	214,2	214,5	0%	228,5	216,8	5%	247,7	232,3	7%
Koszty sprzedaży	16,0	16,5	-3%	17,0	17,0	0%	18,0	18,0	0%
Koszty ogólnego zarządu	123,0	123,0	0%	131,0	128,0	2%	142,0	135,0	5%
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	0,0	0,0	-	0,0	0,0	-	0,0	0,0	-
EBIT	77,2	75,0	3%	80,5	71,8	12%	87,7	79,3	11%
Koszty i przychody finansowe netto	-28,0	-29,6	-5%	-22,5	-22,5	0%	-19,0	-17,5	9%
Zysk przed opodatkowaniem	49,2	45,4	8%	58,0	49,3	18%	68,7	61,8	11%
Podatek dochodowy	11,1	10,0	11%	12,8	9,9	29%	15,1	12,4	22%
Zysk netto	38,1	35,4	8%	45,2	39,5	15%	53,6	49,4	8%
Zysk netto akcj. j.d.	38,1	35,4	8%	45,2	39,5	15%	53,6	49,4	8%
Amortyzacja	33,0	33,0	0%	34,7	34,7	0%	36,0	36,0	0%
EBITDA	110,2	108,0	2%	115,2	106,5	8%	123,7	115,3	7%

Wyniki grupy Unibep i prognozy w podziale segmentowym

mln zł	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Budownictwo ogólne					
Przychody	1 099,8	799,8	695,0	792,3	895,3
Zysk brutto na sprzedaży	63,9	73,1	70,2	68,9	69,8
Marża brutto na sprzedaży	5,8%	9,1%	10,1%	8,7%	7,8%
Budownictwo infrastrukturalne					
Przychody	667,2	797,5	610,0	744,2	840,9
Zysk brutto na sprzedaży	51,0	60,2	59,2	67,0	69,0
Marża brutto na sprzedaży	7,6%	7,5%	9,7%	9,0%	8,2%
Budownictwo energetyczne					
Przychody	433,4	405,4	375,0	435,0	491,6
Zysk brutto na sprzedaży	-33,2	39,0	30,0	32,6	35,4
Marża brutto na sprzedaży	-7,7%	9,6%	8,0%	7,5%	7,2%
Budownictwo modułowe					
Przychody	168,4	191,5	315,0	300,0	310,0
Zysk brutto na sprzedaży	5,3	12,9	18,9	18,0	18,6
Marża brutto na sprzedaży	3,1%	6,8%	6,0%	6,0%	6,0%
Deweloperka					
Przychody	299,0	224,1	221,3	223,6	249,7
Zysk brutto na sprzedaży	91,5	51,5	40,9	47,0	59,9
Marża brutto na sprzedaży	30,6%	23,0%	18,5%	21,0%	24,0%

Źródło: 2024-2025 – Unibep, 2026-2028P – prognozy Noble Securities

Główne czynniki ryzyka

- Obecnie najpoważniejszym czynnikiem ryzyka jest otrzymany pod koniec sierpnia pozew od JBIInvestment o zapłatę 230 mln zł wraz z odsetkami, dotyczący rzekomych nieprawidłowości w rozliczeniach zakończonych etapów wspólnego projektu deweloperskiego Fama Jeżyce w Poznaniu. Zarząd Unibepu stoi na stanowisku, że to roszczenie jest nieuzasadnione, nie znajduje żadnej podstawy w okolicznościach faktycznych, jak również pozbawione jest podstaw prawnych.
- Ryzyko spowolnienia gospodarczego - przedłużenie trwającego od kilku kwartałów spowolnienia gospodarczego może przełożyć się na zmniejszenie liczby inwestycji w budownictwie kubaturowym (mniej rozpoczynanych budów zakładów produkcyjnych, hal magazynowych, obiektów użyteczności publicznej, budynków mieszkalnych).
- Ryzyko zaostrzenia konkurencji - w sytuacji spowolnienia gospodarczego należy liczyć się z zaostrzeniem konkurencji między firmami budowlanymi, co będzie skutkowało obniżeniem marż na realizowanych kontraktach.
- Ryzyko odpisów na należności - w gorszym otoczeniu makroekonomicznym zwiększa się ryzyko odpisów na należności (pogorszenie sytuacji finansowej klientów).
- Ryzyko strat na poszczególnych kontraktach - błędne kalkulacje lub zmiany otoczenia rynkowego mogą spowodować, że wyniki na niektórych kontraktach będą znacznie poniżej oczekiwań spółki.
- Ryzyko sporów sądowych z klientami - w przypadku kontraktów budowlanych występuje relatywnie wysokie ryzyko sporu firm budowlanych z klientami, co do jakości wykonania, terminowości, niedochowania zapisów umownych. Część z takich sporów ma finał w sądzie, w przypadku przegranej przez spółkę budowlaną może ją narażać na duże straty.
- Ryzyko istotnego wzrostu cen materiałów budowlanych i kosztów podwykonawstwa - w branży budowlanej okresowo dochodzi do dynamicznych wzrostów cen materiałów budowlanych (w wyniku zakłóceń w łańcuchach dostaw bądź zwiększonego popytu na materiały budowlane), co skutkuje obniżeniem rentowności firm działających przede wszystkim jako generalni wykonawcy, czyli takich jak Unibep.
- Ryzyko walutowe - część przychodów grupy Unibep realizowana jest na rynkach zagranicznych, umocnienie złotego może wpływać niekorzystnie na wyniki na realizowanych kontraktach zagranicznych.
- Ryzyko stóp procentowych - grupa Unibep w dużym zakresie korzysta z finansowania w postaci kredytów bankowych, leasingu, obligacji. Wzrost stóp procentowych wpływa negatywnie na koszty finansowe i w skrajnym scenariuszu może zagrozić utrzymaniu płynności finansowej w grupie.
- Ryzyko utraty płynności finansowej - niski poziom środków pieniężnych, utrudnione finansowanie bankowe mogą skutkować problemami w terminowym regulowaniu zobowiązań, w skrajnym przypadku doprowadzając do braku możliwości kontynuowania działalności.

PROGNOZY SKONSOLIDOWANYCH WYNIKÓW FINANSOWYCH

Rachunek zysków i strat (mln zł)	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Przychody ze sprzedaży	2606,9	2358,4	2171,3	2435,1	2727,5
Zysk brutto na sprzedaży	176,6	229,4	214,2	228,5	247,7
Koszty sprzedaży	7,7	15,6	16,0	17,0	18,0
Koszty ogólnego zarządu	101,2	115,7	123,0	131,0	142,0
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	100,9	14,4	0,0	0,0	0,0
EBIT	168,6	112,6	77,2	80,5	87,7
Koszty i przychody finansowe netto	-28,4	-65,3	-28,0	-22,5	-19,0
Zysk przed opodatkowaniem	134,8	67,6	49,2	58,0	68,7
Podatek dochodowy	27,1	18,3	11,1	12,8	15,1
Zysk netto	107,7	49,2	38,1	45,2	53,6
Zysk netto akcj. j.d.	44,9	41,2	38,1	45,2	53,6
Amortyzacja	30,2	31,5	33,0	34,7	36,0
EBITDA	198,9	144,1	110,2	115,2	123,7

Źródło: Unibep, P - prognozy Noble Securities

Bilans (mln zł)	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Aktywa	1975,5	1993,8	1911,1	2006,5	2115,2
Aktywa trwałe	474,1	477,6	500,5	518,0	544,0
Rzeczowe aktywa trwałe	152,6	145,0	155,0	162,0	175,0
Wartości niematerialne i wartość firmy	22,3	24,5	25,5	27,0	28,0
Inne aktywa trwałe	299,2	308,2	320,0	329,0	341,0
Aktywa obrotowe	1501,4	1516,2	1410,6	1488,5	1571,2
Zapasy	406,5	333,1	366,8	377,2	416,4
Należności handlowe	721,1	551,9	589,4	641,7	706,4
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	262,5	500,6	332,4	344,6	318,4
Inne aktywa obrotowe	111,3	130,5	122,0	125,0	130,0
Pasywa	1975,5	1993,8	1911,1	2006,5	2115,2
Kapitał własny akcjonariuszy jednostki dominującej	180,2	203,2	228,1	260,0	297,8
Zobowiązania długookresowe	419,0	321,0	319,0	323,0	326,0
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	251,3	136,2	127,0	123,0	119,0
Inne	167,7	184,8	192,0	200,0	207,0
Zobowiązania krótkookresowe	1237,2	1322,7	1216,9	1276,5	1344,4
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	143,9	229,3	176,0	163,0	145,0
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	410,2	449,4	371,7	419,1	471,0
Inne	683,1	644,0	669,2	694,4	728,4

Źródło: Unibep, P - prognozy Noble Securities

środa, 30 września 2026

Rachunek przepływów pieniężnych	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Zysk brutto	134,8	67,6	49,2	58,0	68,7
Amortyzacja	30,2	31,5	33,0	34,7	36,0
Zmiana kapitału obrotowego	-90,7	281,6	-148,7	-15,4	-52,0
Zapłacony podatek dochodowy	27,1	18,3	11,1	12,8	15,1
Inne	-184,2	-63,1	-22,1	-25,5	-30,2
CF operacyjny	-82,7	335,9	-77,6	64,6	37,6
CAPEX	9,8	7,5	15,0	22,0	26,0
Inne	31,0	18,2	0,0	0,0	0,0
CF inwestycyjny	21,2	10,7	-15,0	-22,0	-26,0
Podwyższenie kapitału	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana zadłużenia odsetkowego	61,6	-24,4	-66,3	-18,6	-21,0
Dywidenda i inne wypłaty dla właścicieli	0,0	6,6	13,2	13,3	15,8
Inne	-48,5	-90,4	-22,6	-25,1	-32,7
CF finansowy	13,0	-108,2	-75,6	-30,3	-37,8
Cash Flow	-48,6	238,5	-168,2	12,2	-26,2
Stan środków pieniężnych na początek okresu	311,1	262,5	500,6	332,4	344,6
Stan środków pieniężnych na koniec okresu	262,5	500,6	332,4	344,6	318,4

Źródło: Unibep, P - prognozy Noble Securities

Wybrane wskaźniki	2024	2025	2026P	2027P	2028P
EPS, Adj+ (PLN)	1,28	1,18	1,09	1,29	1,53
Revenue (mln PLN)	2606,9	2358,4	2171,3	2435,1	2727,5
Gross Margin %	6,8%	9,7%	9,9%	9,4%	9,1%
EBIT (mln PLN)	168,6	112,6	77,2	80,5	87,7
EBITDA (mln PLN)	198,9	144,1	110,2	115,2	123,7
Pre-Tax Profit	134,8	67,6	49,2	58,0	68,7
Net Income Adj+ (mln PLN)	44,9	41,2	38,1	45,2	53,6
Net debt (mln PLN)	132,7	-135,2	-29,4	-58,6	-54,4
BPS (PLN)	5,1	5,8	6,5	7,4	8,5
DPS (PLN)	0,00	0,19	0,40	0,40	0,47
Return on Equity	33%	23%	19%	20%	21%
Return on Assets	2%	2%	2%	2%	3%
Depreciation (mln PLN)	30,2	31,5	33,0	34,7	36,0
Amortization (mln PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Free Cash Flow (mln PLN)	-92,6	328,5	-92,6	42,6	11,6
CAPEX (mln PLN)	-9,8	-7,5	-15,0	-22,0	-26,0
Liczba akcji	35,1	35,1	35,1	35,1	35,1

Źródło: Obliczenia Noble Securities

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)
Torpol	Redukuj	59,70	69,60	69,50	-14%	25.09.2026	12M	Dariusz Nawrot
Budimex	Sprzedaj	562,00	713,00	670,00	-16%	17.09.2026	12M	Dariusz Nawrot
Eurocash	Trzymaj	5,70	5,76	5,12	11%	10.09.2026	12M	Krzysztof Radojewski
MO-BRUK	Akumuluj	462,00	388,00	396,00	17%	31.08.2026	12M	Michał Sztabler
Enea	Trzymaj	19,94	19,67	20,20	-1%	25.08.2026	12M	Michał Sztabler
Inter Cars	Akumuluj	1117,00	977,00	935,00	19%	13.08.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Auto Partner	Akumuluj	34,90	29,60	29,80	17%	06.08.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
XTB	Akumuluj	151,70	138,00	151,70	0%	29.07.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Celon Pharma	Kupuj	29,30	20,60	19,20	53%	23.07.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Ten Square Games	Kupuj	152,70	89,40	98,50	55%	23.07.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
PGE	Trzymaj	9,56	9,63	14,27	-33%	06.07.2026	12M	Michał Sztabler
11 bit studios	Redukuj	116,00	138,00	118,30	-2%	25.06.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Unibep	Kupuj	16,00	12,80	13,94	15%	24.06.2026	12M	Dariusz Nawrot
Alleron	Trzymaj	16,80	16,10	15,60	8%	23.06.2026	12M	Dariusz Dadej
CD Projekt	Akumuluj	250,00	226,00	248,70	1%	18.06.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Pepco Group	Redukuj	27,90	34,30	44,57	-37%	09.06.2026	12M	Dariusz Dadej
Selvita	Kupuj	41,90	30,30	20,25	107%	09.06.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	31,40	17,40	15,90	97%	27.05.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	Akumuluj	21,52	18,65	18,40	17%	26.05.2026	12M	Michał Sztabler
Captor Therapeutics	Kupuj	110,80	78,00	70,00	58%	25.05.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Apator	Akumuluj	30,31	25,75	24,80	22%	21.05.2026	12M	Michał Sztabler
Eurocash	Akumuluj	6,30	5,40	5,12	19%	19.05.2026	12M	Dariusz Dadej
Amica	Kupuj	74,00	51,70	46,90	58%	14.05.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Sonel	Trzymaj	14,84	14,95	12,05	23%	12.05.2026	12M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Kupuj	456,90	347,50	396,00	12%	12.05.2026	12M	Dariusz Dadej
Creepy Jar	Trzymaj	616,00	598,00	466,00	32%	11.05.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Creotech Instruments	Trzymaj	667,00	640,00	810,00	-18%	08.05.2026	12M	Krzysztof Radojewski
MCI Capital ASI	Kupuj	39,90	26,90	27,00	48%	06.05.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Unibep	Akumuluj	17,50	14,74	13,94	27%	21.04.2026	12M	Dariusz Nawrot
Answer.com	Akumuluj	20,70	17,98	21,90	-5%	21.04.2026	12M	Dariusz Dadej
Molecule	Kupuj	7,50	5,20	6,78	11%	20.04.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Huuuge Games	Akumuluj	25,60	23,00	23,00	11%	17.04.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Inter Cars	Kupuj	892,00	722,00	935,00	16%	16.04.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Auto Partner	Akumuluj	24,60	21,40	29,80	-17%	16.04.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Tauron FE	Redukuj	9,37	10,33	8,98	4%	09.04.2026	12M	Michał Sztabler
LFP	Akumuluj	26300,00	22500,00	25020,00	5%	08.04.2026	12M	Dariusz Dadej
Ryvu Therapeutics	Kupuj	43,10	20,70	15,90	62%	31.03.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Toya	Kupuj	15,50	8,90	10,60	46%	27.03.2026	12M	Dariusz Nawrot
Dino Polska	Akumuluj	46,90	41,50	35,41	32%	18.03.2026	12M	Dariusz Dadej
Torpol	Sprzedaj	53,00	66,20			18.03.2026	12M	Dariusz Nawrot
Bioton	Kupuj	4,98	4,10	3,83	30%	16.03.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Budimex	Sprzedaj	619,00	785,00			05.03.2026	12M	Dariusz Nawrot
Bogdanka	Sprzedaj	13,97	20,00	24,50	-43%	26.02.2026	12M	Michał Sztabler
Welton	Akumuluj	7,25	6,07	4,93	47%	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	151,70		16.01.2026	9M	Mateusz Chrzanowski
MO-BRUK	Kupuj	424,80	352,50	396,00		14.01.2026	9M	Dariusz Dadej
Creepy Jar	Trzymaj	802,00	798,00	466,00		12.01.2026	9M	Mateusz Chrzanowski
Creepy Jar	Trzymaj	416,00	414,00	466,00		05.01.2026	9M	Mateusz Chrzanowski
Alleron	Akumuluj	17,30	15,40	15,60		23.12.2025	9M	Dariusz Dadej
11bit studios	Trzymaj	156,00	142,00	118,30		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	810,00		17.12.2025	9M	Krzysztof Radojewski
PGE	Trzymaj	8,95	8,64	14,27		11.12.2025	9M	Michał Sztabler
CD Projekt	Akumuluj	283,00	253,00	248,70		11.12.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	45,40	28,20	15,90		27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Molecule	Kupuj	9,20	6,50	6,78		27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Celon Pharma	Kupuj	34,60	21,60	19,20		27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Captor Therapeutics	Kupuj	94,40	60,40	70,00		27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Selvita	Kupuj	63,90	44,00	20,25		26.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	nd	20,45	17,95	18,40		25.11.2025	9M	Michał Sztabler
Apator	Kupuj	29,60	22,70	24,80		21.11.2025	9M	Michał Sztabler
Amica	Kupuj	97,90	55,00	46,90		21.11.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Pepco Group	Trzymaj	25,50	26,83	44,57		19.11.2025	9M	Dariusz Dadej
Dino Polska	Trzymaj	41,00	41,79	35,41		19.11.2025	9M	Dariusz Dadej
PGE	Redukuj	9,95	11,37	14,27		12.11.2025	9M	Michał Sztabler
Answer.com	Akumuluj	33,70	29,00	21,90		20.10.2025	9M	Dariusz Dadej
MCI Capital	Kupuj	43,20	29,30	27,00		14.10.2025	9M	Krzysztof Radojewski
LFP	Kupuj	23000,00	17495,00	25020,00		06.10.2025	9M	Dariusz Dadej
Bioton	Akumuluj	4,86	4,40	3,83		06.10.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Toya	Kupuj	14,50	9,96	10,60		03.10.2025	9M	Dariusz Nawrot
Sonel	Redukuj	14,67	17,50	12,05		03.10.2025	9M	Michał Sztabler
Torpol	Redukuj	46,20	49,60			30.09.2025	9M	Dariusz Nawrot

(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

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
lfi – 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% potencjału 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 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 w zakładce: *Dom maklerski/Regulamin maklerski/Dokumenty*.

Na życzenie Klienta, NS przekazuje przy użyciu trwałego nośnika informacji lub za pośrednictwem strony internetowej NS www.noblesecurities.pl, dodatkowe informacje na temat *Regulaminu zarządzania konfliktami interesów* w Noble Securities S.A.

NS zapewnia organizacyjne oddzielenie od siebie Analityków od osób (zespołów) wykonujących czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów. Zapobiegamy powstawaniu konfliktów interesów. W przypadku powstania takiego konfliktu umożliwiamy ochronę interesów Klienta przed jego szkodliwym wpływem. Analitycy nie posiadają dostępu do informacji o transakcjach zawieranych na rachunek własny NS oraz do zleceń Klientów. NS dba o to, by nie istniała możliwość wywierania przez osoby trzecie jakiegokolwiek niekorzystnego wpływu na sposób wykonywania pracy przez Analityków. NS dba, aby wynagrodzenia jednej jednostki organizacyjnej:

- nie były powiązane z wysokością wynagrodzeń pracowników innej jednostki organizacyjnej lub
- nie zależały od przychodów osiągniętych przez inną jednostkę organizacyjną, jeżeli jednostki te wykonują czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów.

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

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

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

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

Zakazane jest:

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

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

Analitycy nie mogą:

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

POZOSTAŁE INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

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

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

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

Raport został przygotowany zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność, w szczególności z zgodnie z Rozporządzeniem delegowanym Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partycypacyjnych 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: Dariusz Nawrot, Dyrektor Departamentu Analiz i Doradztwa.

Zakończenie sporządzania Raportu nastąpiło 29.09.2026 o godz. 18:04. Pierwsze rozpowszechnienie raportu nastąpiło 30.09.2026 godz. 8:55.

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.

Ostatnio wydana rekomendacja/aktualizacja dla Unibep S.A.

Rekomendacja/aktualizacja	nd	nd	nd	nd	Kupuj	Akumuluj	Kupuj
Data wydania	2024-05-09	2024-06-27	2024-12-20	2025-05-06	2025-09-26	2026-04-21	2026-06-24
Kurs z dnia rekomendacji	9,5	9,4	6,98	10,6	10,0	14,7	12,8
Cena docelowa	12,0	12,8	11,7	14,3	15,0	17,5	16,0
WIG w dniu rekomendacji	87427,54	88135,13	79474,16	99195,99	106570,6	133194,8	134688,2

DEPARTAMENT ANALIZ I DORADZTWA

Dariusz Nawrot

dariusz.nawrot@noblesecurities.pl

tel. +48 783 931 515

Budownictwo, deweloperzy, przemysł, 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