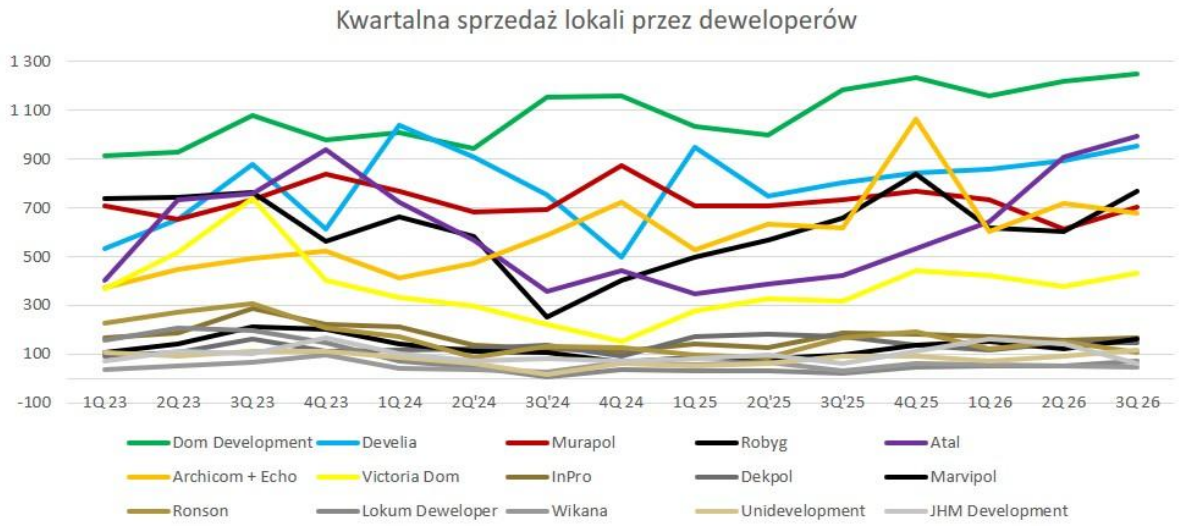
Sprzedaż lokali przez deweloperów w 3Q'26

- Sprzedaż lokali w grupie 15, analizowanych przez nas, deweloperów giełdowych i z Catalyst w 3Q'26 była o 20% wyższa r/r, o 7% wyższa kw/kw. W ujęciu nominalnym (6,66 tys. sprzedanych lokali) był to drugi najlepszy kwartał od początku 2024 r. – nieco wyższa sprzedaż wystąpiła jedynie w 4Q'25 (6,69 tys.). Po 3 kwartałach 2026 r. analizowani przez nas deweloperzy sprzedali o 20% więcej lokali r/r.
- Bardzo dobre wyniki sprzedażowe osiąga nadal lider rynku, Dom Development: 1251 lokali, +6% r/r, +2% kw/kw. Na drugim miejscu, po raz pierwszy od 5 lat, znalazł się Atal, poprawiając sprzedaż z drugiego kwartału o 10% (+134% r/r). O ile w przypadku Dom Development tempo sprzedaży (rozumiane jako liczba lokali sprzedanych w stosunku do znajdujących się w ofercie) jest zbliżone w ostatnich kwartałach, o tyle w przypadku Atalu zdecydowanie się poprawiło, co wynika głównie z tego, że duża część lokali znajdujących się w ofercie spółki jest już gotowa do odbioru bądź w końcowej fazie budowy. Wyraźnie więcej lokali niż w poprzednich kwartałach sprzedał też Robyg (+27% kw/kw, +16% r/r). Lekko rozczarowująca dla nas była sprzedaż Murapolu (-4% r/r, +14% kw/kw) i Archicomu ((+10% r/r, -6% kw/kw).
- W grupie większych deweloperów, których zarządy komunikowały zamierzenia sprzedażowe na 2026 r., plany najprawdopodobniej zrealizują Dom Development, Develia, Atal. Nie uda się to prawdopodobnie w przypadku Murapolu, Robyga, Archicomu.
- W 4Q'26 spodziewamy się poprawy sprzedaży w przypadku całej grupy 15 deweloperów: szacujemy 7,1 tys. sprzedanych lokali, +7% r/r i kw/kw. Spodziewamy się, że sprzedaż w tej grupie deweloperów w 2026 r. wyniesie 26,0 tys. lokali, zbliżając się do rekordowego poziomu z 2021 r.: 26,2 tys.

Sprzedaż lokali przez deweloperów w ujęciu kwartalnym

Spółka	1Q 23	2Q 23	3Q 23	4Q 23	1Q 24	2Q'24	3Q'24	4Q 24	1Q 25	2Q'25	3Q'25	4Q 25	1Q 26	2Q 26	3Q 26	3Q'26 q/q	3Q'26 r/r
Dom Development	914	931	1 081	980	1 011	943	1 156	1 159	1 033	1 000	1 183	1 232	1161	1221	1251	*2%*	*6%*
Develia	533	651	876	614	1 038	911	751	497	951	748	801	845	860	892	954	*7%*	*19%*
Murapol	710	653	734	840	769	683	692	873	707	708	734	767	735	615	701	*14%*	*-4%*
Robyg	736	744	765	563	665	584	251	400	500	570	660	840	620	605	767	*27%*	*16%*
Atal	401	735	757	940	723	566	355	445	348	388	425	534	644	908	996	*10%*	*134%*
Archicom + Echo	374	448	493	521	410	472	589	725	530	632	619	1 066	602	719	679	*-6%*	*10%*
Victoria Dom	365	518	736	401	332	297	224	152	278	328	315	444	424	379	434	*15%*	*38%*
InPro	167	189	286	221	212	138	124	113	144	128	188	180	171	158	165	*4%*	*-12%*
Dekpol	93	105	161	113	115	121	138	92	173	181	173	139	116	146	146	*0%*	*-16%*
Marvipol	107	141	213	200	144	110	109	67	87	81	98	136	150	123	162	*32%*	*65%*
Ronson	225	271	305	205	170	88	130	126	96	87	167	192	122	150	109	*-27%*	*-35%*
Lokum Deweloper	156	206	196	148	70	45	7	35	31	34	20	48	51	50	74	*48%*	*270%*
Wikana	38	51	69	97	41	38	25	65	57	68	33	63	55	53	49	*-8%*	*48%*
Unidevelopment	107	91	111	114	89	64	18	60	50	60	92	94	71	93	116	*25%*	*26%*
JHM Development	72	112	101	169	101	70	80	70	84	96	62	110	164	140	63	*-55%*	*2%*
Suma	**4 998**	**5 846**	**6 884**	**6 126**	**5 890**	**5 130**	**4 649**	**4 879**	**5 069**	**5 109**	**5 570**	**6 690**	**5 946**	**6 252**	**6 666**	***7%***	***20%***

Źródło: dane ze spółek, opracowanie Noble Securities

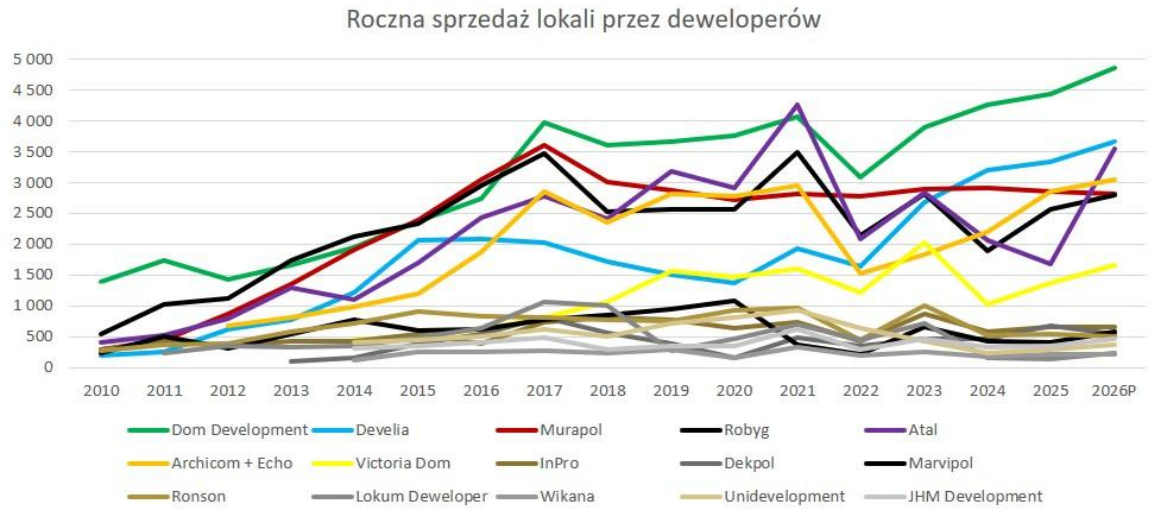


Źródło: dane ze spółek, opracowanie Noble Securities

Sprzedaż lokali przez deweloperów w ujęciu rocznym

Spółka	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026P	CAGR 16-26	1-3Q'26	1-3Q'26 r/r	Plan na '26 tys.	Realizacja planu '26
Dom Development	792	1 386	1 735	1 435	1 652	1 944	2 383	2 735	3 975	3 602	3 661	3 756	4 066	3 093	3 906	4 269	4 448	4 870	6%	3 633	13%	> 4,4	*83%*
Develia	150	197	257	610	768	1 220	2 072	2 092	2 029	1 710	1 510	1 361	1 921	1 636	2 674	3 197	3 345	3 660	6%	2 706	8%	3,6-3,8	*71-75%*
Murapol		281	452	872	1 357	1 904	2 400	3 042	3 605	3 018	2 868	2 720	2 809	2 783	2 889	2 914	2 856	2 820	-1%	2 051	-5%	3,0	*68%*
Robyg	289	542	1 019	1 113	1 731	2 118	2 333	2 957	3 471	2 520	2 570	2 567	3 500	2 144	2 808	1 900	2 570	2 800	-1%	1 992	15%	2,8-3,0	*66-71%*
Atal	390	414	517	784	1 301	1 093	1 689	2 436	2 787	2 420	3 180	2 907	4 258	2 091	2 833	2 068	1 678	3 550	4%	2 548	119%	>3,0	*85%*
Archicom + Echo				672	815	986	1 202	1 866	2 856	2 356	2 819	2 787	2 956	1 515	1 835	2 196	2 847	3 050	5%	2 000	12%	3,2-3,5	*57-63%*
Victoria Dom						450	493	627	803	1 055	1 570	1 476	1 607	1 208	2 020	1 014	1 365	1 660	10%	1 237	34%	1,65-1,75	*71-75%*
InPro	253	296	426	356	416	422	545	388	739	801	769	635	728	420	863	587	655	650	5%	494	7%		
Dekpol					94	156	391	537	802	569	382	148	490	341	472	466	666	550	0%	408	-23%	0,55	*74%*
Marvipol	245	222	493	302	544	776	600	627	765	843	942	1 086	376	207	661	430	402	580	-1%	435	64%		
Ronson	263	270	358	381	572	711	906	821	815	773	761	918	971	442	1 006	514	542	500	-5%	381	9%	0,50-0,60	*63-76%*
Lokum Deweloper			231	345	334	355	486	645	1 052	1 011	268	463	704	435	706	159	133	240	-9%	175	106%	0,20-0,25	*70-88%*
Wikana						118	254	260	270	234	283	157	324	188	250	169	221	220	-2%	157	-1%		
Unidevelopment						400	450	501	621	495	716	819	921	635	423	231	296	370	-3%	280	39%	>0,300	*93%*
JHM Development						300	350	400	491	298	354	349	623	281	454	321	352	470	2%	367	52%		
Suma							**16 554**	**19 934**	**25 081**	**21 705**	**22 653**	**22 149**	**26 254**	**17 419**	**23 800**	**20 435**	**22 376**	**25 990**	**3%**	**18 864**	**20%**		

Źródło: dane ze spółek, opracowanie Noble Securities



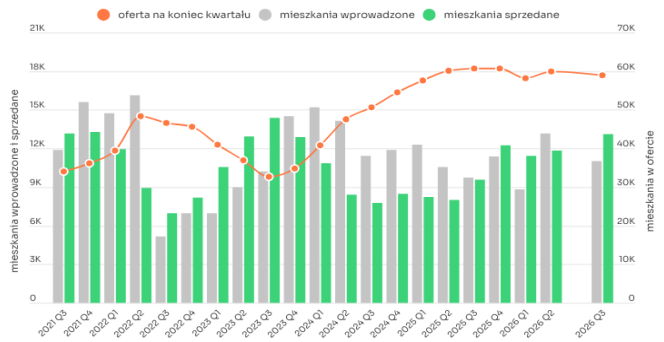
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych ze spółek, 2026P – szacunek Noble Securities

Sytuacja rynkowa po 3 kwartale 2026 r.

- Wg Otodom, na 7 największych rynkach (Warszawa, Kraków, Trójmiasto, Wrocław, Poznań, Łódź, Katowice) deweloperzy we wrześniu sprzedali 5,1 tys. mieszkań (+18% m/m, +17% r/r), co było najlepszym wynikiem miesięcznym od blisko 3 lat. W całym 3Q'26 sprzedano 13,1 tys. lokali, +25% r/r. We wrześniu zarezerwowano rekordowo wysoką liczbę mieszkań – 3,5 tys. Łącznie z mieszkania będącymi w rezerwacji z poprzednich miesięcy, liczba mieszkań zarezerwowanych na koniec 3Q'26 zwiększyła się do rekordowych 7,2 tys.
- W 3Q'26 deweloperzy wprowadzili do sprzedaży 11,0 tys. mieszkań, o 16% mniej kw/kw, o 12% więcej r/r. Najmocniejszy pod względem wzrostu oferty był wrzesień: +4,5 tys. lokali. Wyższa o 2,1 tys. liczba mieszkań sprzedanych od wprowadzonych do oferty przełożyła się na spadek oferty sprzedażowej o 1,1 tys. (1,0 tys. mieszkań wcześniej zarezerwowanych wróciło do oferty sprzedażowej) – do nieco poniżej 59 tys. lokali.
- Czas wyprzedaży mieszkań z oferty nieznacznie się obniżył, nadal zdecydowanie najdłuższy jest w Katowicach: 9,6 kwartału. Drugim miastem (z 7 największych) z najdłuższym czasem wyprzedaży oferty jest Łódź: 6,6 kwartału. Wciąż najszybciej mieszkania sprzedają się w Warszawie – 3,5 kwartału, następnie we Wrocławiu (3,7 kwartału) i w Trójmieście (4,0 kwartału).
- Najwyższe średnie ceny nadal ofertowe występują w Warszawie (19,8 tys. zł/m2 w październiku), następnie w Trójmieście (17,7 tys. zł/m2) i Krakowie (17,0 tys. zł/m^2). Najtańsze są mieszkania w Łodzi: 11,6 tys. zł/m^2.
- Ceny ofertowe mieszkań na rynku pierwotnym w październiku były o 10% wyższe r/r w Warszawie, o 7% wyższe r/r w Poznaniu, w pozostałych 5 aglomeracjach o 1-3% wyższe r/r.
- Wg danych NBP ceny transakcyjne za m^2 mieszkania na rynku pierwotnym w 7 największych miastach nie rosną już od 3Q'24 – w 2Q'26 średnia cena transakcyjna wyniosła 14,4 tys. zł/m^2 i była jedynie o 1,5% wyższa od średniej ceny z 3Q'24. W połączeniu z rosnącymi wynagrodzeniami zwiększa to możliwości zakupowe klientów - obecnie za przeciętne wynagrodzenie brutto w sektorze przedsiębiorstw (wg GUS) można kupić średnio 0,65 m^2 mieszkania na rynku pierwotnym w 7 największych miastach w Polsce. To najwyższe poziomy z ostatnich 20 lat, widziane w 2018 r. i w 2006 r.

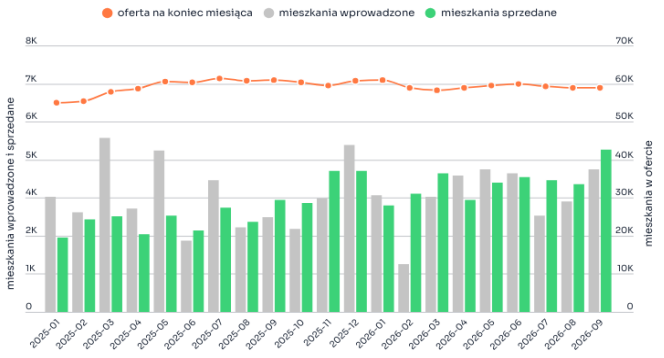
Wprowadzenia, sprzedaż i oferta deweloperów (kwartałami)

źródło: monitoring rynku Otodom Analytics, liczba mieszkań w granicach miast,
agregacja dla 7 rynków: Katowice, Kraków, Łódź, Poznań, Trójmiasto, Warszawa, Wrocław



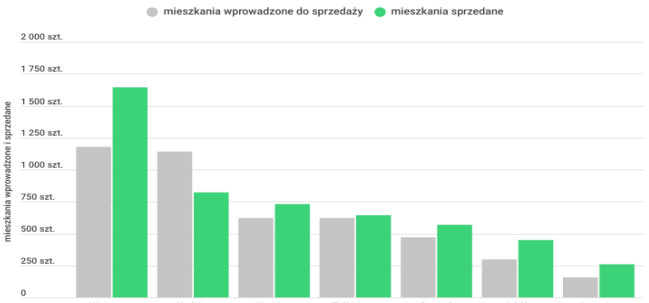
Wprowadzenia, sprzedaż i oferta deweloperów

źródło: monitoring rynku Otodom Analytics, liczba mieszkań w granicach miast,
agregacja dla 7 rynków: Katowice, Kraków, Łódź, Poznań, Trójmiasto, Warszawa, Wrocław



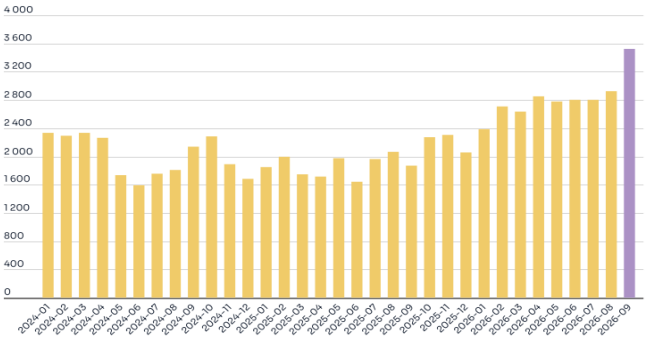
Wprowadzenia i sprzedaż na rynku deweloperskim (rynkami)

źródło: monitoring Otodom Analytics, liczba mieszkań w granicach miast, **wrzesień 2026 r.**



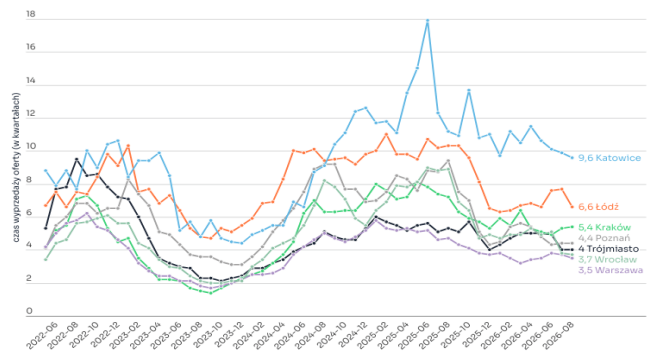
Nowe miesięczne rezerwacje (szt.)

Agregacja dla 7 rynków: Warszawa, Wrocław, Kraków, Trójmiasto, Poznań, Łódź, Katowice



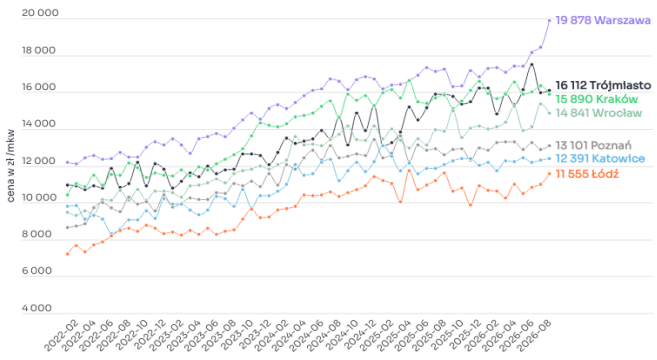
Czas wyprzedaży oferty miastami (wyrażony w kwartałach)

Źródło: monitoring Otodom Analytics, obliczenia oparto na sprzedaży za ostatnie 3 miesiące



Przeciętne ceny mieszkań sprzedanych na rynku deweloperskim

źródło: monitoring Otodom Analytics, cena w zł/mkw., mieszkania w granicach miast



Ceny transkacyjne mieszkań na rynku pierwotnym w 7 największych miastach w Polsce



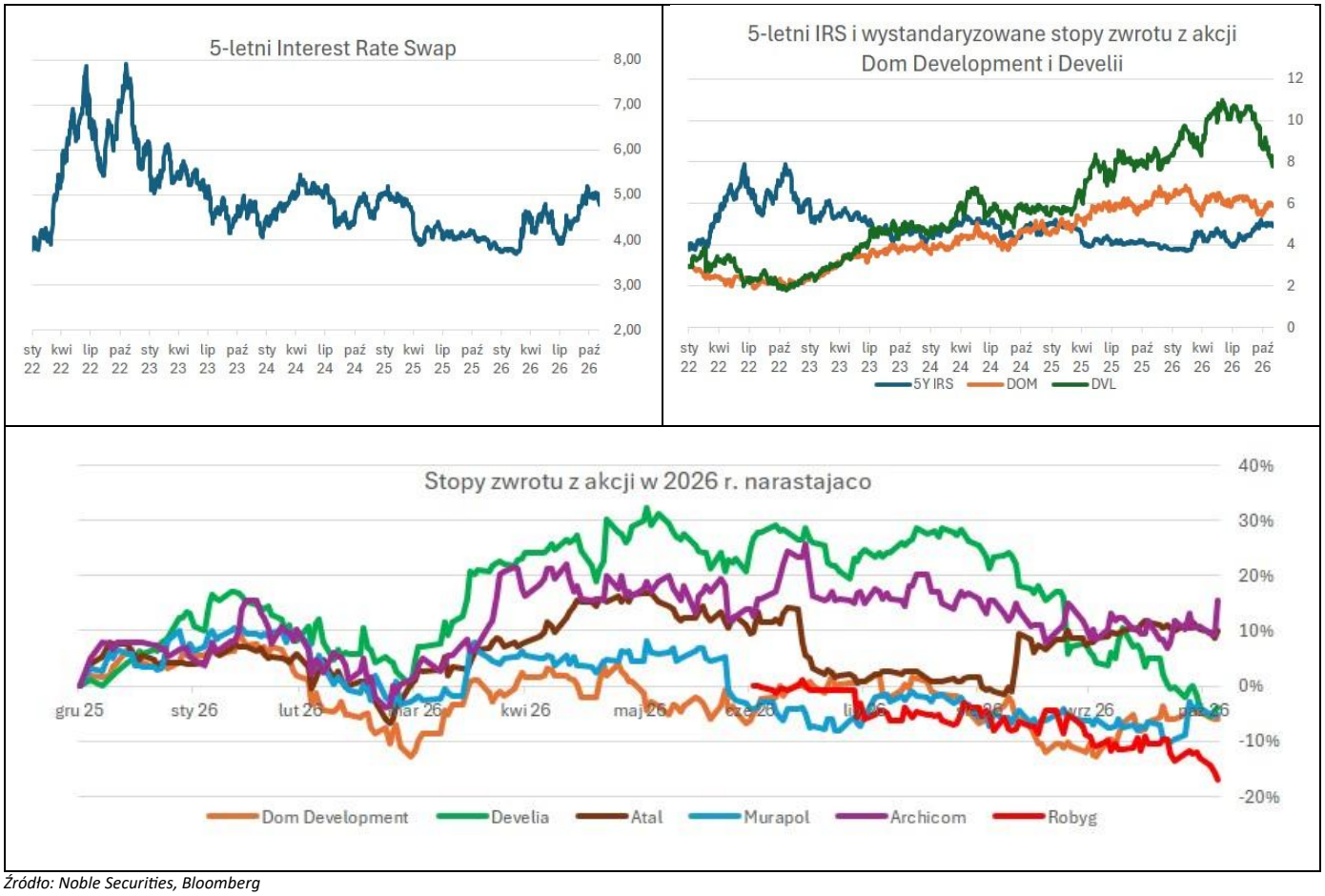
Liczba m2 mieszkania jaką można kupić na rynku pierwotnym (ceny transakcyjne) za przeciętne miesięczne wynagrodzenie brutto w sektorze przedsiębiorstw



Źródło: Otodom, NBP, GUS, Noble Securities

Atrakcyjne wyceny większości deweloperów

W ostatnich miesiącach kursy akcji prawie wszystkich deweloperów mieszkaniowych skorygowały się – głównie ze względu na oczekiwane podwyżki stóp procentowych. Z instrumentów pochodnych na stopę procentową wynika, że inwestorzy spodziewają się podwyżek stóp procentowych w Polsce o ok. 125 pkt bazowych w ciągu kilkunastu miesięcy. Skala podwyżek w dużej mierze będzie zależeć od cen ropy naftowej i gazu. Naszym zdaniem sytuacja na Bliskim Wschodzie, po wygranej demokratów w USA, może jednak powoli się normować, co powinno przekładać się na niższe ceny ropy i gazu w 2027 r. Naszym zdaniem RPP do końca 2027 r. podwyższy stopy procentowe maksymalnie o 50-75 pkt bazowych. Taka skala podwyżek jest już widoczna w oprocentowaniu obecnie udzielanych kredytów mieszkaniowych o stałym oprocentowaniu (w oparciu o stałą stopę procentową udzielanych jest nadal ok. 2/3 kredytów mieszkaniowych, w oparciu o zmienne oprocentowanie ok. 1/3 kredytów). Przy takich założeniach spodziewamy się, że sprzedaż mieszkań na rynku pierwotnym w 2027 r. będzie zbliżona do tegorocznej, a deweloperzy giełdowi, ze względu na relatywnie mocne bilanse, poradzą sobie lepiej niż szeroki rynek i sprzedadzą o kilka procent więcej mieszkań r/r.



Źródło: Noble Securities, Bloomberg

Naszym zdaniem wyceny wszystkich 6 największych deweloperów mieszkaniowych notowanych na giełdzie są atrakcyjne. Przy obecnych kursach akcji w pierwszej kolejności preferowalibyśmy Murapol i Develię, w dalszej Atal, Dom Development, Robyg i Archicom.

Wskaźniki rynkowe deweloperów giełdowych

Spółka	Kapitalizacja (mln zł)	P/E			EV/EBITDA			P/BV			DY (%)		
		2026P	2027P	2028P	2026P	2027P	2028P	2026P	2027P	2028P	2026P	2027P	2028P
Archicom	2 866	7,3	5,8	5,7	7,0	5,7	5,5	2,0	1,7	1,4	3%	10%	12%
Atal	2 613	5,4	5,1	5,2	6,2	5,7	5,5	1,3	1,3	1,2	7%	13%	14%
Develia	3 744	8,2	7,6	7,2	7,5	7,0	6,5	1,9	1,7	1,6	9%	10%	10%
Dom Development	6 179	8,9	8,5	8,0	7,1	7,0	6,8	2,7	2,4	2,2	6%	7%	7%
Murapol	1 528	6,2	5,7	5,3	6,3	5,8	5,5	2,1	1,9	1,8	13%	13%	13%
Robyg	3 294	8,9	7,2	6,1	8,0	6,7	6,0	1,3	1,3	1,2	0%	9%	10%

Źródło: Noble Securities, Bloomberg

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

OBJAŚNIENIE 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 MOGŁYBY WPŁYNĄĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ MATERIAŁU

Analityk nie jest stroną jakiejkolwiek 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 jakakolwiek inna osoba prawna będąca częścią grupy, do której należy NS,
- nie jest związane z opłatami za transakcje, które otrzymują NS lub te osoby.

Wynagrodzenie (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.

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

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

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

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

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

- zasady sporządzania analiz oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych, a także
- procedurę wewnętrzną regulująca przedmiotowy zakres.

NS ujawnia w treści sporządzanych przez siebie 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 stanowią usługi 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

Analityk sporządzający Materiał: Dariusz Nawrot – Dyrektor Departamentu Analiz i Doradztwa

Zakończenie sporządzania Materiału nastąpiło 04.11.2026 o godz. 19:30. Pierwsze rozpowszechnienie materiału nastąpiło 04.11.2026 godz. 19:33.

Rozpowszechnianie lub powielanie Materiału (w całości lub w jakiejkolwiek 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)
Toya	Kupuj	17,00	10,30	11,12	53%	16.10.2026	12M	Dariusz Nawrot
Creotech Instruments	Trzymaj	914,00	855,00	790,00	16%	14.10.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Bogdanka	Sprzedaj	21,36	27,20	26,30	-19%	12.10.2026	12M	Michał Sztabler
Sonel	Akumuluj	13,64	12,80	12,95	5%	12.10.2026	12M	Michał Sztabler
Creepy Jar	Trzymaj	448,00	437,00	401,00	12%	12.10.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Unibep	Kupuj	19,60	13,94	14,80	32%	30.09.2026	12M	Dariusz Nawrot
Torpol	Redukuj	59,70	69,60	66,80	-11%	25.09.2026	12M	Dariusz Nawrot
Bioton	Kupuj	5,00	3,50	3,76	33%	25.09.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Huuuge	Akumuluj	27,10	23,25	24,25	12%	24.09.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Budimex	Sprzedaj	562,00	713,00	702,80	-20%	17.09.2026	12M	Dariusz Nawrot
Eurocash	Trzymaj	5,70	5,76	5,07	12%	10.09.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Mo-BRUK	Akumuluj	462,00	388,00	435,50	6%	31.08.2026	12M	Michał Sztabler
Enea	Trzymaj	19,94	19,67	21,82	-9%	25.08.2026	12M	Michał Sztabler
Inter Cars	Akumuluj	1117,00	977,00	1012,00	10%	13.08.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Auto Partner	Akumuluj	34,90	29,60	28,70	22%	06.08.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
XTB	Akumuluj	151,70	138,00	147,82	3%	29.07.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Celon Pharma	Kupuj	29,30	20,60	19,90	47%	23.07.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Ten Square Games	Kupuj	152,70	89,40	98,75	55%	23.07.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
PGE	Trzymaj	9,56	9,63	16,50	-42%	06.07.2026	12M	Michał Sztabler
11 bit studios	Redukuj	116,00	138,00	120,20	-3%	25.06.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Unibep	Kupuj	16,00	12,80			24.06.2026	12M	Dariusz Nawrot
Ailleron	Trzymaj	16,80	16,10	16,52	2%	23.06.2026	12M	Dariusz Dadej
CD Projekt	Akumuluj	250,00	226,00	262,40	-5%	18.06.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Pepco Group	Redukuj	27,90	34,30	48,00	-42%	09.06.2026	12M	Dariusz Dadej
Selvita	Kupuj	41,90	30,30	19,80	112%	09.06.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	31,40	17,40	18,04	74%	27.05.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	Akumuluj	21,52	18,65	18,50	16%	26.05.2026	12M	Michał Sztabler
Captor Therapeutics	Kupuj	110,80	78,00	57,00	94%	25.05.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Apator	Akumuluj	30,31	25,75	25,75	18%	21.05.2026	12M	Michał Sztabler
Eurocash	Akumuluj	6,30	5,40	5,07		19.05.2026	12M	Dariusz Dadej
Amica	Kupuj	74,00	51,70	45,55	62%	14.05.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Sonel	Trzymaj	14,84	14,95			12.05.2026	12M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Kupuj	456,90	347,50	435,50		12.05.2026	12M	Dariusz Dadej
Creepy Jar	Trzymaj	616,00	598,00			11.05.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Creotech Instruments	Trzymaj	667,00	640,00	896,00		08.05.2026	12M	Krzysztof Radojewski
MCI Capital ASI	Kupuj	39,90	26,90	28,20	41%	06.05.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Unibep	Akumuluj	17,50	14,74			21.04.2026	12M	Dariusz Nawrot
Answear.com	Akumuluj	20,70	17,98	21,60	-4%	21.04.2026	12M	Dariusz Dadej
Molecure	Kupuj	7,50	5,20	6,32	19%	20.04.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Huuuge Games	Akumuluj	25,60	23,00			17.04.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Inter Cars	Kupuj	892,00	722,00	1012,00		16.04.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Auto Partner	Akumuluj	24,60	21,40	28,70	-14%	16.04.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Tauron PE	Redukuj	9,37	10,33	9,31	1%	09.04.2026	12M	Michał Sztabler
LPP	Akumuluj	26300,00	22500,00	26400,00	0%	08.04.2026	12M	Dariusz Dadej
Ryvu Therapeutics	Kupuj	43,10	20,70	18,04		31.03.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Toya	Kupuj	15,50	8,90	10,62		27.03.2026	12M	Dariusz Nawrot
Dino Polska	Akumuluj	46,90	41,50	37,77	24%	18.03.2026	12M	Dariusz Dadej
Torpol	Sprzedaj	53,00	66,20			18.03.2026	12M	Dariusz Nawrot
Bioton	Kupuj	4,98	4,10			16.03.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Budimex	Sprzedaj	619,00	785,00			05.03.2026	12M	Dariusz Nawrot
Bogdanka	Sprzedaj	13,97	20,00			26.02.2026	12M	Michał Sztabler
Wielton	Akumuluj	7,25	6,07	4,96	46%	16.02.2026	12M	Michał Sztabler
Forte	Redukuj	19,60	23,30	14,55	35%	16.02.2026	12M	Dariusz Dadej
XTB	Kupuj	95,70	75,00	147,82		16.01.2026	9M	Mateusz Chrzanowski
MO-BRUK	Kupuj	424,80	352,50	435,50		14.01.2026	9M	Dariusz Dadej
Creepy Jar	Trzymaj	802,00	798,00			12.01.2026	9M	Mateusz Chrzanowski
Creepy Jar	Trzymaj	416,00	414,00			05.01.2026	9M	Mateusz Chrzanowski
Ailleron	Akumuluj	17,30	15,40	16,52		23.12.2025	9M	Dariusz Dadej
11bit studios	Trzymaj	156,00	142,00	120,20		22.12.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Budimex	Redukuj	590,00	648,00			22.12.2025	9M	Dariusz Nawrot
Creotech Instruments	Akumuluj	390,00	355,00	896,00		17.12.2025	9M	Krzysztof Radojewski
PGE	Trzymaj	8,95	8,64	16,50		11.12.2025	9M	Michał Sztabler
CD Projekt	Akumuluj	283,00	253,00	262,40		11.12.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	45,40	28,20	18,04		27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Molecure	Kupuj	9,20	6,50	6,32		27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Celon Pharma	Kupuj	34,60	21,60	19,90		27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Captor Therapeutics	Kupuj	94,40	60,40	57,00		27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Selvita	Kupuj	63,90	44,00	19,80		26.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	nd	20,45	17,95	18,50		25.11.2025	9M	Michał Sztabler
Apator	Kupuj	29,60	22,70	25,75		21.11.2025	9M	Michał Sztabler
Amica	Kupuj	97,90	55,00	45,55		21.11.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Pepco Group	Trzymaj	25,50	26,83	48,00		19.11.2025	9M	Dariusz Dadej
Dino Polska	Trzymaj	41,00	41,79	37,77		19.11.2025	9M	Dariusz Dadej
PGE	Redukuj	9,95	11,37	16,50		12.11.2025	9M	Michał Sztabler

(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
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, wydobycie

Krzysztof Ojczyk, MPW
krzysztof.ojczyk@noblesecurities.pl
tel.: +48 12 422 31 00
Analiza techniczna

Jacek Borawski
jacek.borawski@noblesecurities.pl
tel: +48 697 970 113
Analiza techniczna

Szymon Pogoda
szymon.pogoda@noblesecurities.pl
tel. +48 785 925 184

Szymon Pogoda
szymon.pogoda@noblesecurities.pl
tel. +48 785 925 184

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

DEPARTAMENT OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH

Jacek Paszkowski, CFA
jacek.paszkowski@noblesecurities.pl
tel: +48 22 244 13 02
mobile: +48 783 934 027

Piotr Dudziński
piotr.dudzinski@noblesecurities.pl
tel: +48 22 244 13 04