

Aplisens (wycena 20,45 zł z dnia 25.11.2025 r.)

Wyniki 4Q25 – dołek już za nami?

Wyniki 4Q25 były rozczarowujące. Choć przychody nieznacznie wzrosły, to wyraźnie spadły marże, a koszty SG&A pozostały na zbliżonym r/r poziomie. Aplisens tradycyjnie pozostaje spółką generującą gotówkę i posiadającą silny bilans. Zarząd zakłada, że udało się zatrzymać tendencję spadkową i wchodzi w kolejny rok z większym optymizmem. Nowa Strategia rozwoju na lata 2026-28 ma być tego potwierdzeniem.

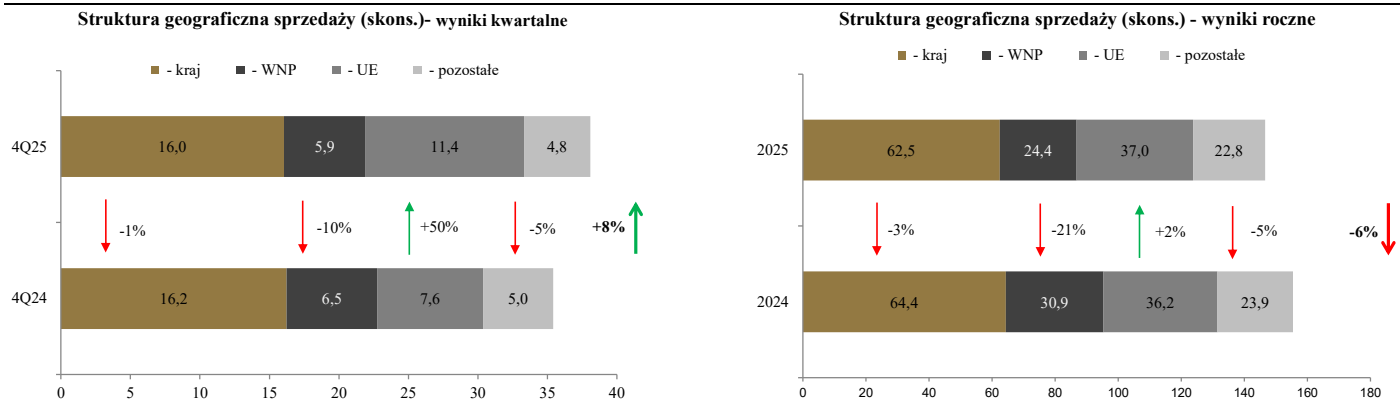
Wybrane dane finansowe (mln zł)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	r/r	4Q25NS	2024	2025	r/r	% progn. NS
Przychody	35,4	35,3	36,5	36,7	38,1	8%	36,5	155,4	146,6	-6%	101%
Zysk brutto na sprzedaży	11,8	12,8	12,6	12,8	12,1	3%	12,6	57,4	50,2	-13%	99%
rentowność	33%	36%	34%	35%	32%			37%	34%		
Koszty sprzedaży + zarządu	8,5	7,9	7,2	7,8	8,5	-1%	8,0	31,3	31,4	0%	101%
% sprzedaży	24%	22%	20%	21%	22%			20%	21%		
Saldo pozostałej działalności oper.	0,4	0,0	0,1	0,1	-0,1			0,0	0,0		
EBIT	3,6	4,8	5,4	5,0	3,5	-3%	4,6	26,0	18,8	-28%	93%
rentowność	10%	14%	15%	14%	9%			17%	13%		
EBITDA	5,9	7,3	7,9	7,5	6,1	3%	7,0	34,8	28,7	-17%	96%
rentowność	17%	21%	22%	20%	16%			22%	20%		
amortyzacja	2,3	2,5	2,5	2,5	2,5	12%	2,5	8,7	9,9	14%	102%
Saldo działalności finansowej	-0,1	0,2	0,2	0,2	-0,1		0,2	0,5	0,6		
Zysk netto	3,2	4,0	4,4	4,0	2,9	-8%	3,5	20,7	15,3	-26%	95%
rentowność	9%	11%	12%	11%	8%			13%	10%		
Zysk netto powtarzalny	3,2	4,0	4,4	4,0	2,9	-8%	3,5	20,7	15,3	-26%	95%
rentowność	9%	11%	12%	11%	8%			13%	10%		
Cash netto	23,0	21,3	28,7	23,8	29,3	27%		23,0	29,3		83%
Oper. CF	7,2	-2,9	9,5	10,6	6,8	-6%		27,0	24,0		85%
CAPEX	6,6	1,7	2,3	2,0	2,1	-68%		15,6	8,1		101%
P/E	9,4	11,2	11,6	12,6	12,8			9,4	12,8		
EV/EBITDA	4,9	5,7	5,6	6,0	5,8			4,9	5,8		

Źródło: Spółka, P - prognozy Noble Securities

Komentarz do wyników

- Skonsolidowane przychody w 4Q25 wzrosły o 8% r/r (+2,7 mln zł)**, co może być pierwszą oznaką powrotu koniunktury:
 - Na rynku krajowym zanotowano 1-proc. spadek sprzedaży (minimalne zmiany).
 - Sprzedaż na rynki wschodnie dalej spadała (-10% r/r, -0,7 mln zł), stanowiąc coraz mniejszy udział w przychodach Aplisensa.
 - Dynamiczne odbicie miało miejsce w przypadku rynków UE (+50% r/r, +3,8 mln zł), co jest zasługą poprawy koniunktury w Niemczech
 - Pozostałe rynki zanotowały symboliczny spadek (-5% r/r, -0,3 mln zł).
- Rentowność dalej spadała (-1,6 p.p. r/r)**, na co wpływ miały wzrosty kosztów stałych (wynagrodzenia, amortyzacja) oraz wciąż korzystanie z drożej kupionych komponentów. Spółce nie sprzyjał również niski kurs EUR/PLN.
- Wyższe przychody i stabilne koszty SG&A zdołały zamortyzować spadek marż**, ale lekko negatywnie zadziałało tym razem saldo pozostałej działalności operacyjnej (przed rokiem zysk, teraz niewielka strata).
- Saldo działalności finansowej nie miało istotnego znaczenia dla wyniku.
- Aplisens korzysta z ulgi B+R, która najczęściej jest rozliczana w ciężar wyniku ostatniego kwartału. Pozwala to obniżyć efektywną stopę podatkową. Z podobną sytuacją mieliśmy do czynienia również w 4Q25, ale w nieco mniejszym wymiarze. Praktycznie do tego sprowadza się różnica w zysku netto między 4Q25 a wynikiem osiągniętym w analogicznym okresie ub.r.

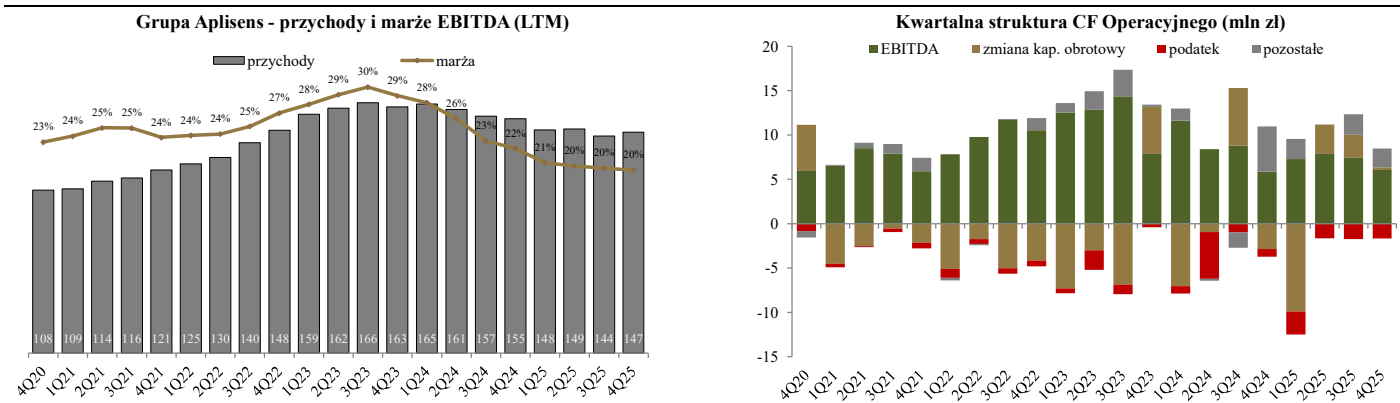
Wyraźne odbicie w UE, słabo w WNP, cały rok przy niewielkich zmianach na kluczowych rynkach



Źródło: Aplisens, Noble Securities

6. W 4Q25 symbolicznie spadło zapotrzebowanie na kapitał obrotowy (-0,3 mln zł), na co największy wpływ miał spadek należności (-2 mln zł kw/kw), przy wzroście zapasów o 0,3 mln zł i niższych zobowiązaniach handlowych (-1,4 mln zł kw/kw).
7. Kolejny kwartał z wysokim operacyjnym CF (+7 mln zł), powyżej generowanej EBITDA. Generalnie Aplisens powinien w każdym kwartale wykazywać dodatnie przepływy operacyjne, a odstępstwo od tej zasady traktujemy jako anomalię, która powinna zostać szybko (1-2 kwartały) skorygowana.
8. CAPEX w IV kwartale pozostawał na niskim poziomie (2 mln zł vs 6,5 mln zł przed rokiem). W całym 2025 r. wydatki inwestycyjne wyniosły zaledwie 8 mln zł (-50% r/r) i taki sam poziom przewidziany jest na rok 2026.
9. Pomimo wypłaty dywidendy (8 mln zł) oraz skupu akcji (6 mln zł) **Aplisens wciąż dysponuje wysoką nadwyżką finansową na poziomie ok. 30 mln zł** (2,6 zł/akcję).
10. **Zarząd optymistycznie patrzy na 2026 r.**, liczy na poprawę efektywności (wzrost marż) będącą efektem realizowanych w 2025 r. działań optymalizacyjnych, przy stabilnej sprzedaży (wzrost przychodów ok. 3%).

Trend spadkowy na wynikach, ale spółka wciąż generuje gotówkę

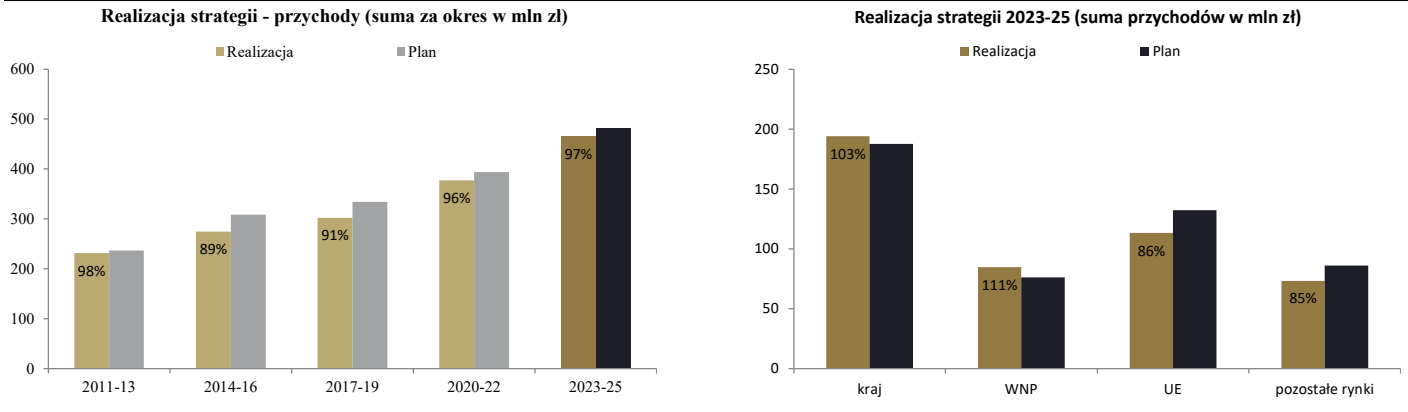


Źródło: Aplisens, Noble Securities

Podsumowanie wykonania Strategii Rozwoju na lata 2023-25 i komentarz do nowej Strategii na lata 2026-28

Z końcem 2025 r. Aplisens zakończył realizację strategii na lata 2023-25. Spółka planowała zwiększyć przychody z ok. 147 mln zł w 2022 r. (128 mln zł z wyłączeniem rynku rosyjskiego, do którego zaprzestano sprzedaży) do ok. 180 mln zł w 2025 r. Plan ten wykonano zaledwie w 81%, co wynika z dużych zmian koniunkturalnych w tym 3-letnim okresie. Gdyby zsumować przychody osiągnięte w latach 2023-25 (ok. 465 mln zł) i odnieść je do zsumowanych przychodów zapisanych w strategii na ten okres (ok. 480 mln zł), to wykonanie sięgnęłoby 97%. Przy takim podejściu przekroczono plany na rynku krajowym (103%) oraz rynkach WNP (111%). Na dwóch pozostałych rynkach wykonanie sięgnęło 85-86%. Stopień realizacji wynoszący ok. 97% potwierdza dużą trafność planowania zarządu Aplisensa (generalnie strategii spółki są wykonywane co najmniej w 90% w zakresie przychodowym).

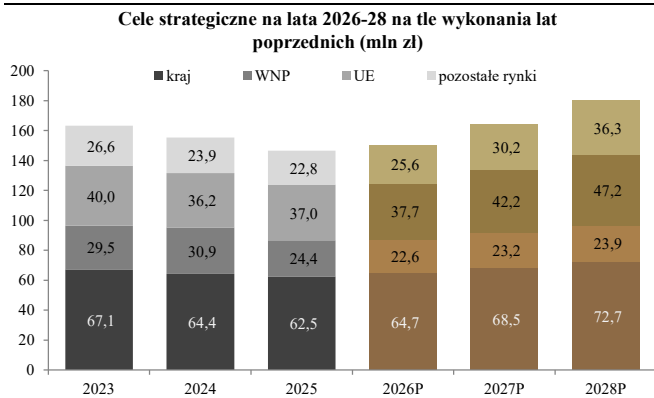
Realizacja strategii 2023-25



Źródło: Aplisens, Noble Securities

Docelowo Aplisens planowała osiągnąć 180 mln zł skonsolidowanych przychodów i ten cel pozostał aktualny w nowym dokumencie strategicznym. Podobnie jak w przypadku zysku EBITDA – cel na 2028 r. to ponownie poziom 47 mln zł. Jednocześnie zarząd ostrożnie podchodzi do wzrostu sprzedaży w 2026 r. (zaledwie +3%), dynamika przyspiesza w latach kolejnych (po ok. 110% w każdym roku). Ostrożność wynika z wciąż wolnego tempa odbudowy popytu i utrzymującej się niepewności geopolitycznej.

Planowana wielkość sprzedaży na poszczególnych rynkach wg Strategii na lata 2026-28 vs wykonanie lat poprzednich



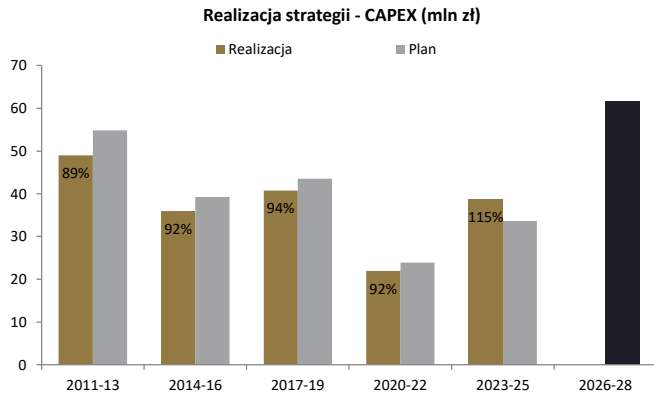
Źródło: Aplisens, Noble Securities

Wraz ze wzrostem skali działalności mają się poprawiać zyski Grupy. Aplisens zakłada wzrost skonsolidowanego zysku EBITDA do ok. 47 mln zł w 2028 r. (vs ok. 29 mln zł w 2025 r.). W naszych prognozach jesteśmy nieco bardziej konserwatywni zakładając EBITDA w wysokości ok. 44-45 mln zł w roku 2028 (rentowność ok. 25%). Przyjmując jednak prognozy Aplisensa, to przy amortyzacji na poziomie ok. 13 mln zł, braku istotnego wpływu działalności finansowej (brak zadłużenia), można oczekiwać wzrostu zysku netto do ok. 27 mln zł w 2028 r. ($P/E=7x$, $EV/EBITDA=3,5x$).

W obszarze inwestycji plany na lata 2026-28 są wyższe od naszych prognoz, ale: a) inny jest ich rozkład (niskie wydatki w 2026 r., znaczący wzrost w latach 2-27-28), b) część inwestycji (ok. 10 mln zł) będzie wsparta środkami publicznymi (umowa z NCBiR). Całkowity CAPEX ma wynieść ok. 62 mln zł, jednak po skorygowaniu o dotacje wyniesie ok. 52 mln zł i będzie zbliżony do wydatków w poprzednim 3-letnim okresie (50 mln zł, w tym akwizycja na 11,6 mln zł). Spółka w strategii zapisała możliwość akwizycji spółki z branży AKPiA, ale nie jest ona ujęta w przedstawionych planach finansowych.

Inwestycje będą realizowane ze środków własnych: z posiadanych zasobów kapitałowych (ok. 30 mln zł na koniec 2025 r.) oraz bieżących przepływów (spodziewamy się w każdym roku dodatnich przepływów finansowych).

Plany inwestycyjne zapisane w dokumentach strategicznych Aplsensa vs realizacja



* Wykonanie za lata 2022-25 nie uwzględnia akwizycji (ok. 11,6 mln zł)

Źródło: Aplsens, Noble Securities

W dokumencie strategicznym Aplsens zakłada utrzymanie polityki dywidendowej (min. 30% jednostkowego zysku netto) oraz kontynuację programu skupu akcji własnych.

Ostatni raport analityczny z dnia 25.11.2025 r., wycena 20,45 zł. Cena w dniu wydania 17,95 zł.

Michał Sztabler
Analityk akcji
+48 (22) 213 22 36

**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 ocenno, oparte są wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Analityka. Nie były one uzgadniane z Emitentem ani z innymi podmiotami. Opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne.

NS ani Analityk nie gwarantują, że prognozy się sprawdzą.

INTERESY LUB KONFLIKTY INTERESÓW, KTÓRE MOGĘBY WPŁYNAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ MATERIAŁU

Analityk nie jest stroną jakiegokolwiek umowy zawartej z Emitentem i nie otrzymuje wynagrodzenia od Emitenta. Wynagrodzenie przysługujące Analitykowi z tytułu sporządzenia Materiału, należne od NS:

- nie jest bezpośrednio powiązane z transakcjami dotyczącymi usług maklerskich świadczonych przez NS,
- nie zależy od innych transakcji, które prowadzi NS lub 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.

NS jest lub był w ciągu 12 miesięcy stroną umów z Emitentem dotyczących świadczenia usług maklerskich. NS jest stroną umowy z Emitentem dotyczącej sporządzania raportów analitycznych na zlecenie 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 przekaze przy użyciu trwałego nośnika informacji lub za pośrednictwem strony internetowej NS www.noblesecurities.pl, dodatkowe informacje na temat Regulaminu zarządzania konfliktami interesów w Noble Securities S.A.

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

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

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

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

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

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

Zakazane jest:

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

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

Analitycy nie mogą:

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

POZOSTAŁE INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

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

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

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

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

Materiał został przygotowany zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność, w szczególności z zgodnie z Rozporządzeniem delegowanym Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów. Materiał stanowi badanie inwestycyjne, o którym mowa w art. 36 ust. 1 Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Materiał ani żaden z jego fragmentów nie stanowi:

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

- porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju.

Materiał: Michał Sztabler - Analityk Departamentu Analiz i Doradztwa Noble Securities S.A

- 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: Michał Sztabler - Analityk Departamentu Analiz i Doradztwa Noble Securities S.A

Zakończenie sporządzania Materiału nastąpiło 27.03.2026 o godz. 16:50. Pierwsze rozpowszechnienie materiału nastąpiło 27.03.2026 godz. 16:53.

Rozpowszechnianie lub powielanie Materiału (w całości lub w jakiegokolwiek części) bez uprzedniej pisemnej zgody Noble Securities S.A. jest zabronione.

Noble Securities S.A. podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

Wykaz wszystkich rekomendacji rozpowszechnionych w ostatnich 12 miesiącach

Spółka	Zalecenie	Cena docelowa (4)	Cena przy wydaniu	Cena bieżąca	Różnica do Ceny Docelowej	Data wydania (1)	Data ważności (2)	Sporządził (3)
Dino Polska	Akumuluj	46,90	41,50	40,25	17%	18.03.2026	12M	Dariusz Dadej
Bioton	Kupuj	4,98	4,10	4,20	19%	16.03.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Budimex	Sprzedaj	619,00	785,00	659,20	-6%	05.03.2026	12M	Dariusz Nawrot
Bogdanka	Sprzedaj	13,97	20,00	29,00	-52%	26.02.2026	12M	Michał Sztabler
Wielton	Akumuluj	7,25	6,07	5,63	29%	16.02.2026	12M	Michał Sztabler
Forte	Redukuj	19,60	23,30	21,00	-7%	16.02.2026	12M	Dariusz Dadej
XTB	Kupuj	95,70	75,00	91,50	5%	16.01.2026	9M	Mateusz Chrzanowski
MO-BRUK	Kupuj	424,80	352,50	339,00	25%	14.01.2026	9M	Dariusz Dadej
Creepy Jar	Trzymaj	802,00	798,00	620,00	29%	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	17,80	-3%	23.12.2025	9M	Dariusz Dadej
11bit studios	Trzymaj	156,00	142,00	133,10	17%	22.12.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Budimex	Redukuj	590,00	648,00			22.12.2025	9M	Dariusz Nawrot
PGE	Trzymaj	8,95	8,64	9,68	-8%	11.12.2025	9M	Michał Sztabler
CD Projekt	Akumuluj	283,00	253,00	234,70	21%	11.12.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Ryu Therapeutics	Kupuj	45,40	28,20	21,90	107%	27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Molecure	Kupuj	9,20	6,50	5,19	77%	27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Celon Pharma	Kupuj	34,60	21,60	19,78	75%	27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Captor Therapeutics	Kupuj	94,40	60,40	79,00	19%	27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Selvita	Kupuj	63,90	44,00	35,40	81%	26.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	nd	20,45	17,95	17,50	17%	25.11.2025	9M	Michał Sztabler
Apator	Kupuj	29,60	22,70	22,25	33%	21.11.2025	9M	Michał Sztabler
Amica	Kupuj	97,90	22,00	52,00	88%	21.11.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Pepco Group	Trzymaj	25,50	26,83	26,73	-5%	19.11.2025	9M	Dariusz Dadej
Dino Polska	Trzymaj	41,00	41,79			19.11.2025	9M	Dariusz Dadej
PGE	Redukuj	9,95	11,37			12.11.2025	9M	Michał Sztabler
Answear.com	Akumuluj	33,70	29,00	19,50	73%	20.10.2025	9M	Dariusz Dadej
MCI Capital	Kupuj	43,20	29,30	26,40	64%	14.10.2025	9M	Krzysztof Radojewski
LPP	Kupuj	23000,00	17495,00	22430,00	3%	06.10.2025	9M	Dariusz Dadej
Bioton	Akumuluj	4,86	4,40			06.10.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Toya	Kupuj	14,50	9,96	8,90	63%	03.10.2025	9M	Dariusz Nawrot
Sonel	Redukuj	14,67	17,50	13,70	7%	03.10.2025	9M	Michał Sztabler
Torpol	Redukuj	46,20	49,60	61,80	-25%	30.09.2025	9M	Dariusz Nawrot
Unibep	Kupuj	15,00	10,00	14,50	3%	26.09.2025	9M	Dariusz Nawrot
Huuuge	Akumuluj	27,30	23,10	22,95	19%	24.09.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Dino Polska	Redukuj	40,00	46,03			23.09.2025	9M	Dariusz Dadej
Budimex	Akumuluj	560,00	518,20			18.09.2025	9M	Dariusz Nawrot
Huuuge	Kupuj	27,80	22,00			18.09.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Creepy Jar	Trzymaj	495,00	455,00			16.09.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Eurocash	Akumuluj	9,50	8,10	5,96	60%	15.09.2025	9M	Dariusz Dadej
Creotech Instruments	Akumuluj	371,00	324,00	649,00	-43%	15.09.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Tauron PE	Sprzedaj	7,17	9,35	8,99	-20%	08.09.2025	9M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Akumuluj	338,00	295,00	339,00	0%	08.09.2025	9M	Dariusz Dadej
Bogdanka	Redukuj	19,22	23,20			19.08.2025	9M	Michał Sztabler
Forte	Kupuj	33,90	27,30	21,00	61%	18.08.2025	9M	Dariusz Dadej
Apator	Akumuluj	23,20	20,40			22.07.2025	9M	Michał Sztabler
Selvita	Kupuj	51,10	31,90			18.07.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Auto Partner	Kupuj	31,30	20,40	18,00	74%	03.07.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
InterCars	Kupuj	774,10	568,00	651,00	19%	30.06.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Ailleron	Kupuj	24,10	19,70	17,80	35%	25.06.2025	9M	Dariusz Dadej
Captor Therapeutics	Kupuj	86,00	32,50			24.06.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Celon Pharma	Kupuj	33,70	21,80			24.06.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Molecure	Kupuj	11,90	5,70			24.06.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Ryu Therapeutics	Kupuj	59,70	30,10			24.06.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Pepco Group	Akumuluj	21,90	19,36			13.06.2025	9M	Dariusz Dadej
MO-BRUK	Akumuluj	321,00	270,00			30.05.2025	9M	Dariusz Dadej
Photon Energy	nd	3,70	3,50	1,34	176%	21.05.2025	9M	Michał Sztabler
Noctiluca	nd	184,00	98,00	91,00	102%	15.05.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Mabion	nd	15,00	10,30	9,21	63%	15.05.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Sonel	nd	15,14	16,50			08.05.2025	9M	Michał Sztabler
Unibep	nd	14,30	10,60			06.05.2025	9M	Dariusz Nawrot
Budimex	Sprzedaj	515,00	640,00			29.04.2025	9M	Dariusz Nawrot
Answear.com	Akumuluj	31,30	27,85			22.04.2025	9M	Dariusz Dadej
Toya	nd	12,40	6,37			17.04.2025	9M	Dariusz Nawrot
MCI Capital	nd	42,20	23,90			11.04.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Budimex	Trzymaj	510,00	529,00			07.04.2025	9M	Dariusz Nawrot
Aplisens	nd	24,30	19,60			02.04.2025	9M	Michał Sztabler

(1) Data wydania jest równocześnie datą pierwszego rozpowszechnienia, (2) rekomendacja obowiązuje przez 9 miesięcy lub do momentu aktualizacji

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

DEPARTAMENT ANALIZ I DORADZTWA

Dariusz Nawrot

dariusz.nawrot@noblesecurities.pl

tel. +48 783 931 515

Przemysł, budownictwo, deweloperzy, chemia

Krzysztof Radojewski

krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl

tel.: +48 669 102 509

Biotechnologia

Mateusz Chrzanowski, DI

mateusz.chrzanowski@noblesecurities.pl

tel.: +48 785 904 686

Przemysł, automotive, gamedev, XTB

Michał Sztabler

michal.sztabler@noblesecurities.pl

tel.: +48 667 852 196

Spółki przemysłowe, energetyka, wydobywanie

Dariusz Dadej

dariusz.dadej@noblesecurities.pl

tel.: +48 602 445 334

Handel detaliczny, przemysł

Krzysztof Ojczyk, MPW

krzysztof.ojczyk@noblesecurities.pl

tel.: +48 12 422 31 00

Analiza techniczna

Jacek Borawski

jacek.borawski@noblesecurities.pl

tel: +48 697 970 113

Analiza techniczna

Szymon Pogoda

szymon.pogoda@noblesecurities.pl

tel. +48 785 925 184