

Creotech Instruments – potrzebny kwantowy skok

W 2025 roku spółka rozpoznała w przychodach 110,3 mln zł z tytułu realizacji projektu Mikroglob oraz 20,2 mln zł z tytułu realizacji projektu Camila. EBITDA w całym minionym roku wyniosła ponad 38 mln zł. Backlog spółki na lata 2026-2028 wynosi prawie 600 mln zł. Po wydzieleniu działalności kwantowej do osobnej spółki, Creotech Instruments koncentruje się głównie na segmencie kosmicznym. Ogłoszona przez spółkę strategia na lata 2026-29 pokazuje, że Creotech ma ambicję wejść do czołówki europejskich firm z branży kosmicznej. W ocenie zarządu, spółka musi istotnie przyspieszyć rozwój, aby przygotować się na dynamiczny rozwój europejskiego rynku kosmicznego po 2028 roku. W wyniku aktualizacji naszych prognoz korygujemy cenę docelową z 390 zł do 667 zł i z uwagi na istotny wzrost kursu od momentu wydania poprzedniej rekomendacji obniżamy ją z AKUMULUJ do TRZYMAJ.

Wyniki 2025 – rekordowy rok

Przychody w 2025 roku bez uwzględnienia segmentu kwantowego (z działalności kontynuowanej) wyniosły 150 mln zł (vs 19,8 mln zł przed rokiem), EBITDA 38,1 mln zł (vs -15,8 mln zł przed rokiem), zysk netto z działalności kontynuowanej 19,9 mln zł (vs strata 18 mln zł w 2024 roku). Poziom środków pieniężnych na koniec 2025 roku w spółce wynosił ok. 115 mln zł. W 2025 roku spółka rozpoznała w przychodach przede wszystkim 110,3 mln zł z tytułu realizacji projektu Mikroglob oraz 20,2 mln zł przychodów z tytułu realizacji projektu Camila.

Ambitna strategia na lata 2026-29 – kwantowy skok

Creotech Instruments zakłada wejście do europejskiej czołówki integratorów misji kosmicznych, zwiększając skalę technologii od mikro- do satelitów o masie do 500 kg oraz czterokrotnie podnosząc moce produkcyjne – do ponad 40 satelitów rocznie. Spółka chce stać się jednym z czterech największych „prime’ów” w Europie, aktywnie uczestniczyć w dużych programach konstelacyjnych UE (m.in. IRIS² czy EOGS) oraz podwoić backlog do 2028 r. z obecnych 587 mln zł. Realizacja strategii ma być oparta na inwestycjach w nowe platformy satelitarne, rozbudowę infrastruktury, ekspansję zagraniczną i selektywne przejścia, finansowane m.in. emisją akcji o wartości ok. 100 mln EUR.

Misja Twardowski kolejnym dużym projektem w portfelu?

Podczas telekonferencji poświęconej wynikom za 2025 rok, Prezes spółki przedstawił kilka szczegółów dotyczących potencjalnego kontraktu Misja Twardowski. Creotech, jako główny wykonawca (Prime), zakończył fazę definicji (faza 0) i realizuje studium wykonalności (faza A). Potencjalna wartość całego kontraktu szacowana jest na 50–100 mln EUR, a kluczowe decyzje ESA w tej sprawie spodziewane są na przełomie 2026 i 2027 roku. Fakt, że spółka wypowiada się na temat wielkości kontraktu i terminu rozstrzygnięcia odbieramy jako sygnał, że rośnie prawdopodobieństwo jego pozyskania. Podpisanie umowy uzupełniłoby backlog spółki po 2027 roku, kiedy to skończy się realizacja projektu Mikroglob.

Ryzyka dla wyceny i rekomendacji

Głównym czynnikiem ryzyka, jaki widzimy dla naszych prognoz i wyceny jest ryzyko koncentracji przychodów i ryzyko związane z odnowieniem backlogu po 2027 roku.

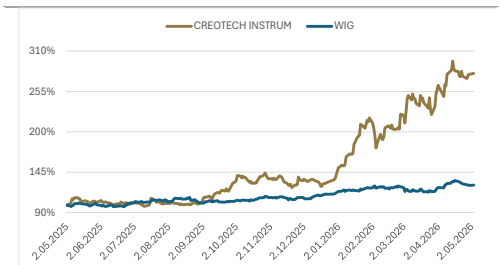
Wartość akcji Creotech Instruments oszacowano na podstawie wyceny metodą DCF (638 zł, waga 75%) i porównawczą (490 zł, waga 25%), co implikuje wycenę w horyzoncie 12-mies. na 667 zł.

mln zł	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Przychody	20	150	282	387	405
EBITDA	-16	39	59	88	98
EBIT	-22	25	44	73	77
zysk netto	-18	20	37	67	70
P/E (x)	nd	116	63	35	33
EV/EBITDA (x)	nd	56	30	20	18

Źródło: Spółka (2024-2025), Noble Securities (2026P-2028P)

TRZYMAJ (Aktualizacja – obniżona)

Kurs	640 zł
Wycena (12M)	667 zł
Potencjał wzrostu	4%
Kapitalizacja	1 827 mln zł
Free float	64,83%
Śr. Wolumen 6M	10 177



Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities

PROFIL SPÓŁKI

Creotech Instruments jest największą polską firmą produkującą i dostarczającą na światowy rynek technologie kosmiczne. Zatrudnia około 300 osób.

STRUKTURA AKCJONARIATU

Allianz Polska OFE	9,96%
Agencja Rozwoju Przemysłu	9,50%
TFI PZU	9,22%
Paweł Kasprovicz	7,41%
Pozostali	63,91%

Źródło: Spółka (stan na 31.12.2025)

Krzysztof Radojewski
Zastępca Dyr. Dep. Analiz i Doradztwa
krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl
+48 22 213 22 35

Spis treści

Konstelacja PIAST – zakończenie fazy uruchamiania wszystkich satelitów	6
Kontrakty z ESA – nowe zastosowania platformy HyperSat	6
Współpraca strategiczna z Eutelsat i udział w programie IRIS2.....	6
Projekty badawczo-rozwojowe z dofinansowaniem (PARP / FENG) – SWAN.....	6
Wydzielenie i debiut Creotech Quantum na GPW	6
Umowa o współpracy z Liftero.....	7
Misja Twardowski – Europejska Misja Mapowania Księżyca.....	7
Strategia Creotech Instruments na lata 2026-29	7
WZA 3 czerwca 2026 roku zadecyduje m.in. o emisji akcji:	8
Program motywacyjny dla Prezesa Zarządu.....	9
AKTUALIZACJA PROGNOZ FINANSOWYCH	9

WYCENA

Akcje Creotech Instruments wyceniliśmy przy wykorzystaniu 2 metod: DCF oraz porównawczej przypisując im odpowiednio wagi 75% i 25% (bez zmian), wyznaczając wycenę w horyzoncie 12-miesięcznym równą 667 zł (poprzednio w horyzoncie 9-miesięcznym cenę 390 zł; ujednolicenie metodologii wydawania rekomendacji). Z uwagi na wydzielenie Creotech Quantum, usuwamy z naszych prognoz założenia dotyczące działalności w obszarze kwantowym. Uwzględniamy w wycenie pełne rozwodnienie z tytułu programu motywacyjnego na lata 2025-27 (107 tys. akcji) i nową planowaną emisję akcji – 650 tys. akcji z zakładanymi wpływami na poziomie 400 mln zł.

W tabeli poniżej prezentujemy podsumowanie wyceny:

Podsumowanie wyceny	Waga (x)	Wycena 1 akcji (zł)	Poprzednio	Zmiana %
Wycena DCF	0,75	638	328	94%
Wycena porównawcza	0,25	490	388	26%
Średnia ważona metod		601	343	75%
Cena docelowa (12M)		667	371	80%
Cena aktualna		640	324	98%
Potencjał		4%	15%	

Źródło: Noble Securities

WYCENA METODĄ DCF

Założenia do modelu:

- Wartość przepływów pieniężnych dyskontowana na początek maja 2026 r. (poprzednio początek 2026 r.), przy wycenie nie uwzględniamy części kwantowej (poprzednio uwzględnialiśmy),
- CAPEX: 50 mln zł w 2026 r., 100 mln zł w latach 2027-29 (poprzednio 20 mln zł rocznie – zakładamy zwiększone wydatki w związku z realizacją strategii na lata 2026-29),
- Stopa wzrostu po okresie szczegółowej prognozy na poziomie 2% (bez zmian),
- Emisja akcji – 650 tys. szt. i zakładane wpływy 400 mln zł,
- Parametr beta na poziomie 1,0, stopa wolna od ryzyka na poziomie 5,45% (średnia rentowność polskich obligacji 10-letnich; poprzednio 5,36%), premia za ryzyko rynkowe w wysokości 5,46% (bez zmian).

DCF (mln zł)	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Przychody ze sprzedaży	282,4	387,2	405,0	485,0	581,0	696,2	834,4	1 000,3	1 149,6	1 321,3
NOPAT	35,5	59,2	62,5	80,5	103,0	130,9	165,3	207,5	245,0	293,2
Amortyzacja	15,2	15,4	20,4	25,4	30,4	35,4	40,4	45,4	50,4	50,0
Zmiany KON	21,7	8,9	2,0	6,9	7,6	8,4	9,4	10,6	9,9	7,8
CAPEX	-50,0	-100,0	-100,0	-100,0	-50,0	-50,0	-50,0	-50,0	-50,0	-50,0
FCFF	22,4	-16,5	-15,1	12,8	90,9	124,7	165,1	213,5	255,4	301,0
WACC	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%
Współczynnik dyskonta	0,93	0,84	0,76	0,68	0,62	0,56	0,50	0,45	0,41	0,37
DFCFF	20,9	-13,9	-11,4	8,7	56,1	69,3	82,8	96,5	104,1	110,6
SUMA DFCFF do 2035	523,7									
Wzrost FCFF po okresie prognozy	2%									
Wartość rezydualna na 2035	3 446,0									
Zdyskontowana wartość rezydualna	1 266,5									
Wartość Firmy (EV)	1 790,2									
Dług netto 31.12.2025	-115,0									
Środki z emisji	400,0									
Wartość kapitałów własnych	2 305,1									
Liczba akcji (w mln.)	3,6									
Wartość na 1 akcję	638									

	Analiza wrażliwości				
	Stopa wzrostu rezydualna				
	0%	1%	2%	3%	4%
WACC - 1,0%	601	635	677	729	796
WACC - 0,5%	584	617	657	707	772
WACC	568	600	638	687	749
WACC + 0,5%	553	583	620	667	726
WACC + 1,0%	538	567	603	648	705

Źródło: Noble Securities

Poniżej prezentujemy kalkulację kosztu kapitału własnego oraz WACC:

WACC	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Stopa wolna od ryzyka	5,45%	5,45%	5,45%	5,45%	5,45%	5,45%	5,45%	5,45%	5,45%	5,45%
Premia za ryzyko	5,46%	5,46%	5,46%	5,46%	5,46%	5,46%	5,46%	5,46%	5,46%	5,46%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Koszt kapitału własnego	10,91%	10,91%	10,91%	10,91%	10,91%	10,91%	10,91%	10,91%	10,91%	10,91%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Koszt długu	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
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	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
WACC	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%

Źródło: Noble Securities

WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Podobnie jak w poprzedniej analizie jako grupę referencyjną przyjęliśmy w naszej ocenie najbardziej adekwatną grupę porównawczą dla Creotech Instruments – firmy zajmujące się produkcją i sprzedażą komponentów oraz systemów do zastosowań kosmicznych. Wycenę porównawczą wyznaczamy na bazie wskaźnika EV/Sales w latach 2026-2028 (poprzednio w latach 2025-2027). Nasza wycena porównawcza implikuje wartość spółki na akcję w wysokości 490 zł (vs poprzednio 402 zł). Nie uwzględniamy części kwantowej w wycenie (poprzednio uwzględnialiśmy).

Podsumowanie wyceny porównawczej:

Spółka	Kapitalizacja (mln PLN)	EV/EBITDA (x)			EV/Sales (x)		
		2026P	2027P	2028P	2026P	2027P	2028P
REDWIRE CORP	6 907	256,8	50,4		4,4	3,7	
INTUITIVE MACHINES INC	20 563	269,4	56,4	33,8	5,9	5,0	3,9
MDA SPACE LTD	16 116	18,3	16,1	14,6	3,5	3,1	2,9
THALES SA	210 078	12,8	11,6	10,5	2,1	2,0	1,8
GOMSPACE GROUP AB	1 258	46,9	26,6		5,3	4,3	
Średnia		120,8	32,2	19,6	4,2	3,6	2,9
Wartość przyjęta do wyceny Creotech		120,8	32,2	19,6	4,2	3,6	2,9
Implikowana wartość akcji Creotech		2 120	933	672	478	530	463
Waga					33,33%	33,33%	33,33%
Implikowana wartość godziwa akcji Creotech				490			

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities, dane na 07.05.2026 r. godz. 7:29

Ostatnie wydarzenia

Wyniki 4Q25 i 2025 roku

Przychody w 2025 roku bez uwzględnienia segmentu kwantowego (z działalności kontynuowanej) wyniosły 150 mln zł (vs 19,8 mln zł przed rokiem), EBITDA 38,1 mln zł (vs -15,8 mln zł przed rokiem), zysk netto z działalności kontynuowanej 19,9 mln zł (vs strata 18 mln zł w 2024 roku). Poziom środków pieniężnych na koniec 2025 roku w spółce wynosił ok. 115 mln zł. Wyniki 4Q25 podane poniżej to szacunek Noble Securities wynikający z odjęcia od pełnych danych rocznych (opublikowanych w sprawozdaniu zarządu) danych poszczególnych kwartałów.

(mln zł)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	r/r	4Q25P	2024	2025*	r/r
Przychody	12,5	25,0	49,5	20,6	72,5	478%	89,0	19,8	150,0	659%
Space	6,2	20,4	43,9	15,0	66,6	978%	83,0	14,0	146,0	
Kwanty	5,2	3,9	4,3	5,1	4,2	-19%				
Pozostałe	1,1	0,7	1,2	0,5	1,6	43%		5,7	4,1	
EBITDA	-5,7	4,5	6,4	-5,1	25,0	-541%	19,2	-15,8	38,1	
Space	0,7	7,9	12,1	2,4	32,5	4715%	25,7	-2,3	54,9	
Kwanty	-1,6	-1,6	-1,9	-4,0	0,2	-112%	-3,0	-2,9		
Pozostałe	-4,8	-1,8	-3,9	-3,4	-7,6	61%	-3,5	-11,6	-16,8	
EBIT	-7,7	1,4	2,6	-8,7	21,3	-377%	15,5	-22,4	24,9	
Wynik netto	-5,9	1,4	2,1	-6,6	16,6	-381%	12,8	-18,0	19,9	

Źródło: Creotech Instruments (4Q24-4Q25), Noble Securities - 4Q25P, *działalność kontynuowana

Przychody – znaczący wzrost r/r

Spółka w 2025 roku wypracowała 150 mln zł przychodów, co stanowi znaczący wzrost o około 659% w porównaniu do roku 2024, kiedy przychody wyniosły ok. 20 mln zł. Dominującą rolę odegrał segment kosmiczny, który wygenerował 146 mln zł przychodów. W raporcie rocznym segment kwantowy (17,5 mln zł przychodów) został ujęty jest jako działalność zaniechana.

EBITDA – projekty kosmiczne pokazują swój potencjał

EBITDA w 2025 roku wyniosła 38,1 mln zł, co oznacza istotną poprawę w stosunku do 15,8 mln zł straty odnotowanej w 2024 roku. Sama realizacja kontraktów kosmicznych (z wyłączeniem kosztów ogólnego zarządu i administracji) wygenerowała EBITDA na poziomie 54,9 mln zł.

Mikroglob – zgodnie z planem, ale trzeba się spodziewać kwartalnej fluktuacji rozliczeń

W grudniu 2025 roku Agencja Uzbrojenia zatwierdziła dokumentację wynikową D1 w projekcie Mikroglob – satelitarnego systemu obserwacji Ziemi realizowanego na potrzeby obronności. Z tytułu tego etapu Creotech Instruments otrzymał w 4Q25 wynagrodzenie w wysokości 51,7 mln zł. Projekt pozostaje jednym z największych kontraktów spółki, z planowanym zakończeniem do marca 2027 roku.

Projekt Mikroglob, realizowany na rzecz Agencji Uzbrojenia, przebiega w ocenie zarządu spółki zgodnie z pierwotnie założonym harmonogramem, planem oraz budżetem. W 2025 roku spółka rozpoznała 110,3 mln zł w ramach tego kontraktu. Łącznie do tej pory zafakturowano i rozliczono 24% całkowitej wartości programu, co oznacza, że większość prac oraz związanych z nimi przychodów zostanie zrealizowana w roku 2026 i 2027. Prezes wskazuje, że w kolejnych kwartałach wyniki finansowe mogą się wahać, ponieważ przychody w projekcie są rozpoznawane nierównomiernie i zależą od realizacji konkretnych kamieni milowych.

Camila

W grudniu 2025 roku ESA zaakceptowała częściowe ukończenie trzech kluczowych kamieni milowych projektu CAMILA (ok. 70% zakresu), co uprawniało Creotech Instruments do wynagrodzenia w wysokości 4,82 mln EUR (z czego ok. 58% przypada bezpośrednio spółce). Dodatkowo w kwietniu 2026 r. ESA zaakceptowała realizację pozostałej części Kamienia Milowego nr 2 projektu, co oznacza jego wykonanie w 100%. Z tego tytułu spółce przysługuje dodatkowe wynagrodzenie w wysokości 834,4 tys. EUR, z czego ok. 97% trafi bezpośrednio do Creotech.

W 2025 roku w projekcie Camila dla ESA spółka zafakturowała ok. 39 mln zł, natomiast w wynikach rozpoznała ok. 20 mln zł przychodów, co wynika z rozliczania prac zgodnie z ich faktycznym zaawansowaniem i przesunięcia części realizacji na 2026 rok. Projekt realizowany jest zasadniczo zgodnie z harmonogramem, osiągnął drugi kamień milowy, a po aneksie z października 2025 r. jego wartość wzrosła do ponad 59 mln EUR.

Konstelacja PIAST – zakończenie fazy uruchamiania wszystkich satelitów

W styczniu 2026 roku Creotech Instruments zakończył z powodzeniem fazę uruchamiania (commissioning) wszystkich trzech satelitów konstelacji PIAST (PIAST-M, PIAST-S1 i PIAST-S2). Testy obejmowały m.in. łączność S- i X-band, systemy orientacji, zasilania, komputer pokładowy oraz współpracę z teleskopami optycznymi. Pomyślne zakończenie tego etapu potwierdziło pełną funkcjonalność platformy HyperSat i gotowość konstelacji do operacyjnej realizacji zadań obserwacyjnych.

Kontrakty z ESA – nowe zastosowania platformy HyperSat

Na początku 2026 roku Creotech Instruments zawarł kilka umów z Europejską Agencją Kosmiczną (ESA), rozszerzających zakres zastosowań platformy HyperSat. Spółka zakłada, że realizacja tych etapów otworzy drogę do kolejnych, znacznie większych kontraktów produkcyjnych.

Obejmują one m.in.:

- realizację pierwszej fazy projektu LEO-PNT – satelity nawigacyjnego wykrywającego zakłócenia sygnału GNSS (0,5 mln EUR),
- projekt fazy B1 satelity serwisującego (in-orbit servicing) realizowany wspólnie z PIAP Space (0,75 mln EUR),
- fazę A europejskiej misji księżycowej „Twardowski” (0,5 mln EUR), w której Creotech pełni rolę głównego wykonawcy i integratora misji.

Współpraca strategiczna z Eutelsat i udział w programie IRIS2

W lutym 2026 roku Creotech Instruments oraz Creotech Quantum podpisały porozumienie o strategicznym partnerstwie z Eutelsat dotyczącym współpracy przy europejskich programach bezpiecznej łączności satelitarnej, w tym IRIS2 – projekcie UE o budżecie 10,6 mld EUR. Współpraca obejmuje rozwój i dostosowanie platform satelitarnych HyperSat, segment naziemny, a także technologie bezpiecznej komunikacji, w tym kryptografię kwantową (QKD) oraz kryptografię postkwantową. Creotech stara się wejść w ten program "szeroko", rozmawiając również z innymi partnerami wyznaczonymi przez UE (m.in. z firmami z Niemiec, Francji i Hiszpanii), dostosowując ofertę do wymagań różnych podmiotów w konsorcjum. Partnerstwo ma zwiększyć udział spółek w dużych europejskich programach infrastrukturalnych o znaczeniu rządowym i obronnym.

Iris Square (Iris²) to strategiczny program Unii Europejskiej, będący odpowiednikiem systemu Starlink. Jego celem jest budowa ogólnoeuropejskiej konstelacji satelitarnej zapewniającej bezpieczną i krytyczną łączność dla administracji rządowej, wojska oraz podmiotów prywatnych.

Warto jednak dodać, że współpraca z Eutelsatem może otworzyć spółce drzwi do szerszych kontraktów komercyjnych. Eutelsat operuje również konstelacją OneWeb (drugą co do wielkości sieć internetową kosmiczną na świecie), co stwarza szansę na zostanie stałym dostawcą dla tego giganta. Polska zadeklarowała wkład do programu Iris² na poziomie około 500 mln EUR, jednak w tym konkretnym programie unijnym nie ma twardego zapisu o tzw. zwrocie geograficznym (czyli obowiązku wydania środków w kraju, który je wpłacił), co oznacza, że teoretycznie zwrot dla polskich firm mógłby wynosić zero. Zarząd Creotech liczy jednak, że dzięki nieoficjalnym ("miękkim"), naciskom polskiego rządu i instytucji państwowych polskie spółki zostaną uwzględnione w kontraktach, tak aby środki te zasiliły rozwój krajowego sektora kosmicznego.

Dodatkowo, w ramach budżetu Europejskiej Agencji Kosmicznej (ESA) istnieje komponent Secure Connectivity, na który Polska przeznacza ok. 80 mln EUR. Środki te mają służyć przygotowaniu polskich firm (w tym CRI) do tego, by po 2030 roku mogły one świadczyć dojrzałe usługi produktowe bezpośrednio dla konstelacji Iris². Dlatego potencjalnie współpraca z Eutelsatem jest dla Creotech biletem wstępu do największych europejskich programów konstelacyjnych, które mają zostać w pełni uruchomione w latach 2028–2029.

Projekty badawczo-rozwojowe z dofinansowaniem (PARP / FENG) – SWAN

W marcu 2026 roku Creotech Instruments podpisał z Polską Agencją Rozwoju Przedsiębiorczości umowę na realizację projektu badawczo-rozwojowego w ramach programu Fundusze Europejskie dla Nowoczesnej Gospodarki (Ścieżka SMART). Projekt dotyczy opracowania innowacyjnej platformy satelitarnej dla ładunków użytecznych o masie do ok. 200 kg. Całkowita wartość projektu wynosi 58,4 mln zł, z czego dofinansowanie PARP wynosi 26,2 mln zł. Realizacja projektu ma istotnie zwiększyć potencjał produktowy spółki i umożliwić wejście na rynek większych satelitów o wyższej wartości jednostkowej.

Wydzielenie i debiut Creotech Quantum na GPW

W I kwartale 2026 roku Creotech Instruments sfinalizował proces podziału spółki poprzez wydzielenie segmentu technologii kwantowych do nowego podmiotu – Creotech Quantum S.A. Podział został przeprowadzony w trybie art. 529 §1 pkt 4 KSH, a jego formalne zakończenie nastąpiło wraz z wpisem podwyższenia kapitału Creotech Quantum do KRS. KNF zatwierdziła prospekt emisyjny w lutym 2026 r. W ramach podziału wyemitowano 2,85 mln akcji serii B, które zostały przydzielone akcjonariuszom Creotech Instruments w parytecie 1:1, bez pozyskiwania nowego kapitału. Debiut Creotech Quantum na GPW miał miejsce w kwietniu 2026 r., a kurs odniesienia Creotech Instruments został skorygowany o wartość wydzielanego segmentu. Celem transakcji jest rozdzielenie dwóch obszarów działalności i przyspieszenie skalowania oraz komercjalizacji technologii kwantowych (m.in. QKD, synchronizacja czasu, sterowanie procesorami kwantowymi i rozwiązania space safety), przy jednoczesnym wzmocnieniu koncentracji Creotech Instruments na sektorze kosmicznym.

Dla przypomnienia Creotech Quantum uczestniczy w kilku projektach związanych z kwantową dystrybucją klucza (QKD), finansowanych przez ESA oraz Komisję Europejską. Obejmują one m.in. budowę prototypu wielofunkcyjnego odbiornika QKD dla stacji naziemnych oraz udział w projekcie PIONIER-Q-SAT dotyczącym transgranicznego łącza QKD. Projekty te mają otworzyć nową, skalowalną linię produktową i umożliwić komercyjne wdrożenia technologii kwantowych w europejskiej infrastrukturze krytycznej.

Umowa o współpracy z Liftero

W kwietniu 2026 roku Liftero i Creotech Instruments podpisały umowę o współpracy dotyczącą integracji technologii napędowych Liftero z platformami satelitarnymi Creotech oraz wspólnego udziału w projektach kosmicznych. Liftero dostosuje system BOOSTER do obecnych i przyszłych generacji platform satelitarnych partnera, co ma zwiększyć konkurencyjność kompleksowych rozwiązań kosmicznych. Współpraca obejmuje również wymianę wiedzy oraz możliwość realizacji projektów dla instytucji krajowych, ESA i klientów komercyjnych. Dla obu spółek porozumienie oznacza szansę na synergie technologiczne, dostęp do większych projektów oraz wzmocnienie pozycji polskich firm na międzynarodowym rynku kosmicznym.

Misja Twardowski – Europejska Misja Mapowania Księżyca

Podczas telekonferencji poświęconej wynikom 2025 roku, Prezes spółki szczegółowo omówił obecny status projektu. To obecnie „oczko w głowie” spółki. Misja Twardowski to **europejska misja mapowania Księżyca**, realizowana przez Creotech Instruments jako głównego wykonawcę we współpracy z ESA. Jej celem jest stworzenie wysokorozdzielczych map mineralogicznych powierzchni Księżyca. Misja ma dostarczyć dane pozwalające na **identyfikację i kwantyfikację zasobów mineralnych** pokrywających około 90% całej powierzchni Księżyca, w tym obszarów szczególnie istotnych naukowo i gospodarczo — **kluczowych mórz księżycowych** oraz **stale zacienionych regionów biegunowych** (które mogą kryć m.in. lód wodny).

Misja jest aktualnie w fazie wstępnej:

- **Faza 0** (definicja misji) — zakończona z sukcesem
- **Faza A** (studium wykonalności) — aktualnie w toku
- **Planowana gotowość do startu na orbitę:** Q4 2028
- **Planowane wyniesienie:** 2029 rok

Szacowany budżet misji wynosi **od 50 do 100 mln EUR**. Creotech pełni rolę **głównego wykonawcy** misji i jest odpowiedzialny za:

- Definicję misji
- Dostosowanie platformy satelitarnej **HyperSat** do wymagań misji księżycowej
- Dobór i integrację ładunku użytecznego (instrumentów naukowych)
- Integrację całego statku kosmicznego
- Realizację i operacje misji

Misja Twardowski ma dla Creotech i dla Polski wymiar wykraczający daleko poza sam projekt:

1. **Pozycja referencyjna ESA** — misja stanowi potwierdzenie pozycji Creotech jako polskiego głównego wykonawcy w segmencie eksploracji Księżyca (*Lunar Exploration*), co otwiera drogę do kolejnych kontraktów z ESA.
2. **Budowa kompetencji deep-space** — realizacja misji pozwoli spółce rozwinąć unikalne zdolności techniczne w zakresie misji dalekiego zasięgu, znacznie wykraczających poza dotychczasowe projekty w orbicie niskiej (LEO).
3. **Cislunar services** — misja jest pierwszym krokiem do oferowania tzw. **usług cislunarnych** (*cislunar services*), czyli kompleksowego zestawu usług w rodzącej się gospodarce księżycowej — jednym z najbardziej perspektywicznych segmentów rynku kosmicznego w nadchodzącej dekadzie.

Strategia Creotech Instruments na lata 2026-29

Creotech Instruments opublikował 7 maja 2026 roku strategię rozwoju na lata 2026–2029. Spółka zamierza systematycznie zwiększać masę satelitów w ofercie – do 500 kg w perspektywie 2032 roku, zwiększyć zdolności produkcyjne ponad czterokrotnie (z ok. 10 do ponad 40 satelitów rocznie) i zbudować pozycję jednego z czterech największych integratorów misji kosmicznych (po Thales, Airbus i OHB) w Europie. Creotech planuje też udział w kluczowych europejskich programach konstelacyjnych, takich jak IRIS² czy EOGS Komisji Europejskiej. Aby sfinansować realizację strategii, zarząd zwołał Zwyczajne Walne Zgromadzenie, na którym akcjonariusze mają głosować m.in. nad uchwałą o podwyższeniu kapitału zakładowego poprzez emisję do 650 000 nowych akcji zwykłych serii M, skierowaną do wybranych inwestorów kwalifikowanych. Planowane wpływy z emisji mają wynieść ok. 100 mln EUR i zostałyby przeznaczone na rozbudowę infrastruktury produkcyjnej (nowy zakład produkcyjny), prace B+R, w tym rozwój nowych platform satelitarnych (SWAN i EMU) oraz potencjalne przejęcia dojrzałych firm technologicznych i partnerstwa strategiczne. Krokiem do realizacji celu ma być m.in. podwojenie obecnego backlogu (587 mln zł) do 2028 roku w oparciu o aktualny

pipeline sprzedażowy szacowany na ok. 8,3 mld zł. W naszej ocenie, zaprezentowana strategia stanowi naturalny i konsekwentny krok w dalszym rozwoju spółki w kontekście oczekiwanego wzrostu rynku kosmicznego w Europie.

Główne założenia strategii opierają się na pięciu filarach:

- **Rozszerzenie portfolio produktów:** Przejście od mikrosatelitów (poniżej 100 kg) do minisatelitów i małych satelitów o masie od **100 do 500 kg**. Pozwoli to na adresowanie szerszego rynku, w tym systemów telekomunikacyjnych i nawigacyjnych.
- **Zwiększenie mocy produkcyjnych (Capacity x 4):** Rozbudowa infrastruktury (nowa fabryka typu greenfield) w celu osiągnięcia zdolności produkcji **minimum 40 satelitów rocznie** do 2029 roku.
- **Konstelacje Unii Europejskiej:** Wyjście poza kontrakty z Europejskiej Agencji Kosmicznej (ESA) w stronę dużych programów Komisji Europejskiej związanych z bezpieczeństwem i obronnością po 2028 roku (np. program IRIS²), których budżety są znacznie większe – spółka wskazuje, że część z 131 mld EUR budżetu na wsparcie inwestycji w obronę, bezpieczeństwo i przestrzeń kosmiczną w ramach Europejskiego Funduszu na rzecz Konkurencyjności sfinansuje programy konstelacyjne.
- **Konsolidacja rynku (M&A i JV):** Przejście od wzrostu wyłącznie organicznego do selektywnych **przejęć dojrzałych firm technologicznych** oraz tworzenia spółek Joint Venture (JV), aby szybciej pozyskiwać nowe technologie i wzmocnić spółkę przed dużymi przetargami.
- **Pozycja rynkowa TOP 4 Prime:** Pełna odpowiedzialność systemowa za programy kosmiczne (od projektu po operacje na orbicie i systemy naziemne), przy zachowaniu 70–80% własnej wartości intelektualnej (IP) w podsystemach.

Kluczowe kroki do osiągnięcia celu:

- **Inwestycje technologiczne:** Wdrożenie nowych platform satelitarnych: **Seagull** (do 150 kg, lot w 2028/29 wraz z misją CAMILA), **SWAN** (do 250 kg, gotowość w 2029; satelity o dużej rozdzielczości optycznej oraz systemy telekomunikacyjne) oraz rozpoczęcie prac nad platformą **EMU** (do 500 kg, lot ok. 2032).
- **Rozbudowa infrastruktury:** Budowa nowego zakładu produkcyjnego z większą powierzchnią clean roomów oraz internalizacja testów (własne komory termiczno-próżniowe i wytrząsarki), co ma skrócić czas i obniżyć koszty produkcji.
- **Ekspansja zagraniczna:** Otwarcie biur w kluczowych hubach kosmicznych, takich jak **Tuluza (Francja)** i **Niemcy (Brema/Monachium)**, aby być bliżej klientów oraz pozyskiwać wysokiej klasy specjalistów z 20-30 letnim doświadczeniem w dużych europejskich firmach z branży kosmicznej.
- **Pozyskanie kapitału:** Rekomendacja emisji akcji o wartości ok. **100 mln EUR**, skierowanej w głównej mierze do inwestorów zagranicznych, aby sfinansować szybki rozwój infrastruktury, R&D oraz akwizycje.
- **Wzrost portfela zamówień:** Planowane **podwojenie backlogu** (zamówień) do 2028 roku w oparciu o aktualny pipeline sprzedażowy szacowany na ok. 8,3 mld zł.

Wykorzystanie środków z emisji (100 mln EUR)

Zarząd określił trzy główne kierunki alokacji pozyskanych funduszy, mające na celu wsparcie nowej strategii:

1. **CAPEX na zaplecze produkcyjne i badawcze (40% – 60% środków):**
 - Budowa nowej fabryki typu greenfield na terenie województwa mazowieckiego z dużą powierzchnią clean roomów.
 - **Internalizacja testów:** Zakup własnych komór termiczno-próżniowych i wytrząsarek, co ma skrócić czas produkcji i obniżyć koszty.
2. **R&D i rozwój platform satelitarnych (20% – 30% środków):**
 - Prace nad nowymi, cięższymi platformami: **Seagull** (do 150 kg), **SWAN** (do 250 kg) oraz rozpoczęcie prac nad platformą **EMU** (do 500 kg).
 - Nadrobienie dystansu technologicznego do najbardziej rozwiniętych krajów w segmencie małych satelitów.
3. **Kapitał obrotowy, M&A i ekspansja zagraniczna (20% – 30% środków):**
 - Finansowanie realizacji dużych kontraktów (kapitał obrotowy), które wymagają nakładów na wczesnym etapie.
 - Akwizycje (M&A): Przejmowanie dojrzałych firm technologicznych (nie startupów) w celu szybkiego pozyskania brakujących technologii.
 - Otwarcie biur zagranicznych w hubach kosmicznych (np. Tuluza we Francji, Brema/Monachium w Niemczech), aby być bliżej klientów i pozyskiwać doświadczonych specjalistów.

WZA 3 czerwca 2026 roku zadecyduje m.in. o emisji akcji:

Zwyczajne Walne Zgromadzenie Creotech Instruments zwołane na 3 czerwca 2026 r. ma podjąć decyzję o emisji akcji serii M, której celem jest pozyskanie kapitału na realizację nowej strategii na lata 2026–2029. Uchwały przewidują prywatną emisję do 650 tys. nowych akcji, skierowaną do inwestorów kwalifikowanych, z zamiarem pozyskania około 100 mln EUR, przy jednoczesnym wyłączeniu prawa poboru i zachowaniu prawa pierwszeństwa dla większych dotychczasowych akcjonariuszy (min. 0,5% udziału w głosach).

Program motywacyjny dla Prezesa Zarządu

Zwyczajne Walne Zgromadzenie 3 czerwca 2026 roku ma również zdecydować o uruchomieniu programu motywacyjnego dla Prezesa Zarządu Grzegorza Brony, obejmującego maksymalnie 103.600 imiennych warrantów subskrypcyjnych, zamiennych na taką samą liczbę akcji nowej serii N. Program podzielono na 7 równych transz po 14.800 warrantów, których realizacja będzie możliwa wyłącznie po osiągnięciu kolejnych progów wzrostu kursu akcji – od 125% do 275% ceny podstawowej, którą będzie cena emisyjna akcji serii M. WZA rozstrzygnie także, że akcje obejmowane w ramach programu będą nabywane po cenie równej cenie emisji serii M, przy spełnieniu warunku nieprzerwanego pełnienia funkcji Prezesa, a uprawnienia będą mogły być wykonywane do 31 marca 2030 r., co ma silnie wiązać motywację zarządczą z długoterminowym wzrostem wartości spółki.

AKTUALIZACJA PROGNOZ FINANSOWYCH

Opublikowane przez spółkę w raporcie rocznym rozbicie zobowiązań kontraktowych na lata 2026-2028 skłania nas do rewizji prognoz finansowych na lata 2026-28. Zmiana głównie polega na przesunięciu oczekiwanych przychodów w 2026 roku na przyszłe lata. Dla przypomnienia, po zakończeniu realizacji Mikroglob zakładaliśmy, że spółka pozyska kolejne duże kontrakty do realizacji. Być może jednym z takich kontraktów będzie Misja Twardowski, której wartość może wynieść 50-100 mln EUR, a termin wyniesienia w kosmos przypada na 2029 rok.

Dodatkowo w związku z ogłoszeniem nowej strategii spółki na lata 2026-29 podnosimy prognozy po 2027 roku – w 2028 roku prognozujemy przychody 400 mln zł (zamiast poprzednio 350 mln zł), a w związku z dynamicznym rozwojem i rozbudową mocy produkcyjnych i kompetencji w latach 2026-29 zwiększamy zakładaną dynamikę wzrostu po 2028 roku z +%5 rocznie do +20% w latach 2029-33 i +15% w kolejnych latach. Podnosimy też prognozowaną marżę w segmencie kosmicznym z 30% do 35%.

Podsumowanie zmian prognoz

	2025	2026P Stara	2026P Nowa	zmiana	2027P Stara	2027P Nowa	zmiana
Przychody z dotacjami	150	369	282	-23%	353	387	10%
Projekty kosmiczne	146	343	278	-19%	326	382	17%
Systemy kwantowe		22	0	-100%	22	0	-100%
Inne	4	5	5	0%	5	5	
EBIT	25	68	44	-36%	69	73	6%
EBITDA	38	83	59	-29%	81	88	8%
Projekty kosmiczne	55	112	92	-18%	110	130	18%
Systemy kwantowe		-8	0	-100%	-7	0	-100%
Inne i niealokowane	-17	-21	-34	62%	-21	-42	97%
zysk netto	20	56	37	-35%	56	67	18%

Źródło: Creotech Instruments (wyniki 2025), Noble Securities (prognozy 2026-27)

GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

Ryzyko koncentracji przychodów – szacujemy, że przychody z tytułu realizacji kontraktu Mikroglob oraz CAMILA będą w latach 2025-2026 łącznie stanowiły ponad 80% przychodów, co powoduje koncentrację przychodów na dwóch głównych klientach – Skarb Państwa Agencją Uzbrojenia oraz Europejska Agencja kosmiczna. Zakładamy, że po 2027 roku Creotech odnowi portfel zamówień – np. poprzez podpisanie kontraktu na realizację Misji Twardowski, kolejnego kontraktu z Agencją Uzbrojenia albo innych kontraktów, w tym z Europejską Agencją Kosmiczną albo w ramach planowanych do uruchomienia innych programów europejskich.

Ryzyko niepowodzeń realizowanych misji – brak sukcesu realizowanych misji Mikroglob, czy CAMILA może podważyć zaufanie do spółki. Częściowo ryzyko to zmaterializowało się przy misji EagleEye, co jednak ostatecznie nie zamknęło spółce drogi do nowych dużych kontraktów. Przy kolejnej misji PIAST nie było problemów. Dlatego traktujemy to ryzyko jako znikome.

piątek, 8 maja 2026

Wskaźnik	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
EPS, Adj+	-7,1	-7,5	7,0	12,8	23,4	24,6
Revenue	44	20	150	282	387	405
Gross Margin %	-24%	-25%	26%	30%	32%	32%
Operating Profit	-17	-22	25	44	73	77
EBIT	-17	-22	25	44	73	77
EBITDA	-9	-16	39	59	88	98
Pre-Tax Profit	-17	-22	25	45	83	87
Net Income Adj+	-14	-18	20	37	67	70
Net Debt	-73	-32	-115	-528	-519	-511
BPS	45	30	56	209	232	257
CPS	7,6	-7,8	17,4	18,1	32,3	32,8
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Return on Equity %	-39%	-20%	28%	23%	11%	11%
Return on Assets %	-33%	-10%	12%	11%	8%	7%
Depreciation	4,5	5,0	5,5	5,7	5,9	6,1
Amortization	3,7	3,0	8,8	9,5	9,5	14,3
Free Cash Flow	-7,1	-38,5	22,4	1,7	-7,8	-6,5
CAPEX	22,6	19,9	27,3	50,0	100,0	100,0

Źródło: Creotech Instruments, Noble Securities

Rachunek zysków i strat	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Przychody	44	20	150	282	387	405
Koszty operacyjne	61	40	125	239	314	328
Zysk netto na sprzedaży	-17	-21	25	44	73	77
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	0	-2	0	0	0	0
EBIT	-17	-22	25	44	73	77
Koszty i przychody finansowe netto	-1	1	0	1	10	9
Zysk przed opodatkowaniem	-17	-22	25	45	83	87
Podatek dochodowy	-3	-4	5	9	16	16
Zysk netto	-14	-18	20	37	67	70
Amortyzacja	8	7	14	15	15	20
EBITDA	-9	-16	39	59	88	98

Źródło: Creotech Instruments (2023-2025), Noble Securities (2026P-2028P)

Bilans	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Aktywa	173	162	333	839	960	1039
Aktywa trwałe	77	108	120	155	239	319
Rzeczowe aktywa trwałe	33	33	39	73	158	238
Wartości niematerialne i prawne	36	50	55	55	55	55
Inne aktywa trwałe	8	24	26	26	26	26
Aktywa obrotowe	95	55	213	685	721	721
Zapasy	10	9	16	30	40	42
Należności handlowe	11	12	50	95	130	136
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	73	32	115	528	519	511
Inne aktywa obrotowe	1	2	32	32	32	32
Pasywa	173	162	333	839	960	1039
Kapitał własny razem	91	71	159	596	662	733
Zobowiązania długookresowe	57	62	49	49	49	49
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	0	0	0	0	0	0
Inne	57	62	49	49	49	49
Zobowiązania krótkookresowe	24	30	114	195	249	258
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	0	0	0	0	0	0
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	21	22	89	169	223	233
Inne	4	8	25	25	25	25

Źródło: Creotech Instruments (2023-2025), Noble Securities (2026P-2028P)

Rachunek przepływów pieniężnych	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
CF operacyjny	15	-19	50	52	92	94
CF inwestycyjny	-22	-19	-25	-50	-100	-100
Podwyższenie kapitału	57	0	76	400	0	0
Zmiana zadłużenia odsetkowego	0	0	0	0	0	0
Inne	-1	-2	-1	-1	-1	-1
Dywidenda i inne wypłaty dla właścicieli	0	0	0	0	0	0
CF finansowy	54	-4	69	399	-1	-1
CF	48	-41	94	401	-9	-7
Stan środków pieniężnych na początek okresu	26	74	33	127	528	519
Stan środków pieniężnych na koniec okresu	74	33	127	528	519	511

Źródło: Creotech Instruments (2023-2025), Noble Securities (2026P-2028P)

Wykaz wszystkich rekomendacji rozpowszechnionych w ostatnich 12 miesiącach

Spółka	Zalecenie	Cena docelowa (4)	Cena przy wydanu	Cena bieżąca	Różnica do Ceny Docelowej	Data wydanía (1)	Data ważności (2)	Sporządził (3)
Unibep	Akumuluj	17,50	14,74	14,74	19%	21.04.2026	12M	Dariusz Nawrot
Answear.com	Akumuluj	20,70	17,98	19,20	8%	21.04.2026	12M	Dariusz Dadej
Molecure	Kupuj	7,50	5,20	5,68	32%	20.04.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Huuuge Games	Akumuluj	25,60	23,00	21,50	19%	17.04.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Inter Cars	Kupuj	892,00	722,00	770,00	16%	16.04.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Auto Partner	Akumuluj	24,60	21,40	22,70	8%	16.04.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Tauron PE	Redukuj	9,37	10,33	9,64	-3%	09.04.2026	12M	Michał Sztabler
LPP	Akumuluj	26300,00	22500,00	22300,00	18%	08.04.2026	12M	Dariusz Dadej
Ryvu Therapeutics	Kupuj	43,10	20,70	23,40	84%	31.03.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Toya	Kupuj	15,50	8,90	9,51	63%	27.03.2026	12M	Dariusz Nawrot
Dino Polska	Akumuluj	46,90	41,50	31,02	51%	18.03.2026	12M	Dariusz Dadej
Torpol	Sprzedaj	53,00	66,20	71,90	-26%	18.03.2026	12M	Dariusz Nawrot
Bioton	Kupuj	4,98	4,10	4,20	19%	16.03.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Budimex	Sprzedaj	619,00	785,00	678,20	-9%	05.03.2026	12M	Dariusz Nawrot
Bogdanka	Sprzedaj	13,97	20,00	24,10	-42%	26.02.2026	12M	Michał Sztabler
Wielton	Akumuluj	7,25	6,07	5,50	32%	16.02.2026	12M	Michał Sztabler
Forte	Redukuj	19,60	23,30	19,95	-2%	16.02.2026	12M	Dariusz Dadej
XTB	Kupuj	95,70	75,00	103,38	-7%	16.01.2026	9M	Mateusz Chrzanowski
MO-BRUK	Kupuj	424,80	352,50	364,00	17%	14.01.2026	9M	Dariusz Dadej
Creepy Jar	Trzymaj	802,00	798,00	584,00	37%	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	17,34	0%	23.12.2025	9M	Dariusz Dadej
11bit studios	Trzymaj	156,00	142,00	158,00	-1%	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	640,00	-39%	17.12.2025	12M	Krzysztof Radojewski
PGE	Trzymaj	8,95	8,64	10,91	-18%	11.12.2025	9M	Michał Sztabler
CD Projekt	Akumuluj	283,00	253,00	266,00	6%	11.12.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	45,40	28,20			27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Molecure	Kupuj	9,20	6,50			27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Celon Pharma	Kupuj	34,60	21,60	21,60	60%	27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Captor Therapeutics	Kupuj	94,40	60,40	77,30	22%	27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Selvita	Kupuj	63,90	44,00	32,10	99%	26.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	nd	20,45	17,95	18,50	11%	25.11.2025	9M	Michał Sztabler
Apator	Kupuj	29,60	22,70	25,00	18%	21.11.2025	9M	Michał Sztabler
Amica	Kupuj	97,90	22,00	53,00	85%	21.11.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Pepco Group	Trzymaj	25,50	26,83	32,35	-21%	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			20.10.2025	9M	Dariusz Dadej
MCI Capital	Kupuj	43,20	29,30	28,10	54%	14.10.2025	9M	Krzysztof Radojewski
LPP	Kupuj	23000,00	17495,00			06.10.2025	9M	Dariusz Dadej
Bioton	Akumuluj	4,86	4,40			06.10.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Toya	Kupuj	14,50	9,96			03.10.2025	9M	Dariusz Nawrot
Sonel	Redukuj	14,67	17,50	15,10	-3%	03.10.2025	9M	Michał Sztabler
Torpol	Redukuj	46,20	49,60			30.09.2025	9M	Dariusz Nawrot
Unibep	Kupuj	15,00	10,00			26.09.2025	9M	Dariusz Nawrot
Huuuge	Akumuluj	27,30	23,10			24.09.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Dino Polska	Redukuj	40,00	46,03			23.09.2025	9M	Dariusz Dadej
Budimex	Akumuluj	560,00	518,20			18.09.2025	9M	Dariusz Nawrot
Huuuge	Kupuj	27,80	22,00			18.09.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Creepy Jar	Trzymaj	495,00	455,00			16.09.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Eurocash	Akumuluj	9,50	8,10	5,68	67%	15.09.2025	9M	Dariusz Dadej
Creotech Instruments	Akumuluj	371,00	324,00			15.09.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Tauron PE	Sprzedaj	7,17	9,35			08.09.2025	9M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Akumuluj	338,00	295,00			08.09.2025	9M	Dariusz Dadej
Bogdanka	Redukuj	19,22	23,20			19.08.2025	9M	Michał Sztabler
Forte	Kupuj	33,90	27,30			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			03.07.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
InterCars	Kupuj	774,10	568,00			30.06.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Ailleron	Kupuj	24,10	19,70			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
Ryvu 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	1,04	256%	21.05.2025	9M	Michał Sztabler
Noctiluca	nd	184,00	98,00	99,80	84%	15.05.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Mabion	nd	15,00	10,30	7,20	108%	15.05.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Sonel	nd	15,14	16,50			08.05.2025	9M	Michał Sztabler

(1) Data wydanía 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

OBJAŚNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ ZASTOSOWANEJ W RAPORCIE ANALITYCZNYM

BV – wartość księgową
EV – wycena rynkowa spółki powiększona o wartość długu odsetkowego netto
EBIT – zysk operacyjny
CF (CFO) – przepływy pieniężne z działalności operacyjnej
NOPAT – zysk operacyjny pomniejszony o hipotetyczny podatek od tego zysku
EBITDA – zysk operacyjny powiększony o amortyzację
EPS – zysk netto przypadający na 1 akcję
DPS – dywidenda przypadająca na 1 akcję
lfl – dynamika sprzedaży porównywalnej w ujęciu r/r
P – prognozy analityka lub analityków Noble Securities S.A. sporządzających rekomendację
P/E – stosunek ceny akcji do zysku netto przypadającego na 1 akcję
P/EBIT – stosunek ceny akcji do zysku operacyjnego przypadającego na 1 akcję
P/EBITDA – stosunek ceny akcji do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację przypadającą na 1 akcję
P/BV – stosunek ceny akcji do wartości księgowej przypadającej na 1 akcję
EV/EBIT – stosunek wyceny rynkowej spółki powiększonej o dług netto do zysku operacyjnego
EV/EBITDA – stosunek wyceny rynkowej spółki powiększonej o dług netto do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację
ROE – stopa zwrotu z kapitału własnego
ROA – stopa zwrotu z aktywów
WACC – średni ważony koszt kapitału
FCFF – wolne przepływy pieniężne dla właścicieli kapitału własnego i wierzycieli
Beta – współczynnik uwzględniający zależność zmiany ceny akcji danej spółki od zmiany wartości indeksu
SG&A – suma kosztów ogólnego zarządu i sprzedaży
LTM – za okres ostatnich 12 miesięcy (ang. Last Twelve Months)

ZASTRZEŻENIA PRAWNE

PODSTAWOWE ZASADY WYDAWANIA RAPORTU ANALITYCZNEGO

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

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

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

Przedstawione w Raporcie prognozy oraz elementy ocenne, oparte są wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Analityka. Nie były one uzgadniane z Emitentem ani z innymi podmiotami. Opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne.

NS ani Analityk nie gwarantują, że prognozy się sprawdzą.

Raport wydawany przez NS obowiązuje przez okres 12 miesięcy, chyba że zostanie wcześniej zaktualizowany. Częstotliwość aktualizacji wynika z terminu publikacji przez Emitenta wyników finansowych za dany okres sprawozdawczy, sytuacji rynkowej lub subiektywnej oceny Analityka.

System wydawania informacji kierunkowych ma poniższą charakterystykę:

Kupuj – oznacza, co najmniej +20% potencjał zmiany ceny docelowej wobec kursu odniesienia,
Akumuluj – oznacza, między +5% a +20% potencjału zmiany ceny docelowej wobec kursu odniesienia,
Trzymaj – oznacza, między -5% a +5% potencjału zmiany ceny docelowej wobec kursu odniesienia,
Redukuj – oznacza, między -5% a -20% potencjału zmiany ceny docelowej wobec kursu odniesienia,
Sprzedaj – oznacza, co najmniej -20% potencjału zmiany ceny docelowej wobec kursu odniesienia.

SILNE I SŁABE STRONY METOD WYCENY STOSOWANYCH PRZEZ NS W RAPORCIE

Metoda DCF (ang. discounted cash flow) – to jedna z głównych technik wyceny firm. Polega na obliczeniu wartości spółki na podstawie przyszłych przepływów pieniężnych, czyli wpływów i wydatków. Te przepływy „dyskontuje się”, czyli przelicza na obecną wartość.

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

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

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

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

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

INTERESY LUB KONFLIKTY INTERESÓW, KTÓRE MOGŁYBY 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. Analitycy oparł ją o ogólnodostępne fakty i informacje, które uznał za wiarygodne, rzetelne i obiektywne. Jednak NS ani Analityk nie gwarantują, że są one w pełni dokładne i kompletne. W przypadku gdy Raport wskazuje adresy stron internetowych, z których korzystano przy sporządzeniu Raportu ani Analityk ani NS nie biorą odpowiedzialności za zawartość tych stron.

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

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

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

Raport ani żaden z jego fragmentów nie stanowi:

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

Raport:

- sporządzany jest bez uwzględnienia indywidualnej sytuacji oraz potrzeb inwestora i nie stanowi usługi doradztwa inwestycyjnego,
- jest upubliczniony na stronie internetowej NS: <https://noblesecurities.pl/dom-maklerski/analizy2/program-wsparcia-pokrycia-analitycznego-gpw>
- jest przeznaczony do rozpowszechniania wyłącznie na terenie Rzeczypospolitej Polskiej, a nie jest przeznaczony do rozpowszechniania lub przekazywania, bezpośrednio ani pośrednio, na terenie Stanów Zjednoczonych Ameryki, Kanady, Japonii lub Australii, ani obszaru żadnej innej jurysdykcji, gdzie rozpowszechnianie takie stanowiłoby naruszenie odpowiednich przepisów danej jurysdykcji lub wymagało zarejestrowania w tej jurysdykcji,
- nie zawiera wszystkich informacji o Emitencie i nie umożliwia pełnej oceny Emitenta, w tym w zakresie sytuacji finansowej Emitenta, ponieważ do Raportu zostały wybrane tylko niektóre dane dotyczące Emitenta,
- ma wyłącznie charakter informacyjny, więc nie jest możliwa kompleksowa ocena Emitenta na podstawie Raportu,
- nie został ujawniony Emitentowi, do którego się bezpośrednio lub pośrednio odnosi przed pierwszym rozpowszechnieniem.

UWAGI KOŃCOWE

Analitycy sporządzający Raport: Krzysztof Radojewski - Zastępca Dyr. Dep. Analiz i Doradztwa Noble Securities S.A.

Zakończenie sporządzania Raportu nastąpiło 08.05.2026 o godz. 08:40. Pierwsze rozpowszechnienie raportu nastąpiło 08.05.2026 godz. 08:50.

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 Creotech Instruments S.A.

Rekomendacja/aktualizacja						Akumuluj	Akumuluj
Data wydania						2025-09-15	2025-12-17
Kurs z dnia rekomendacji						324	355
Cena docelowa						371	390
WIG w dniu rekomendacji						107484,1	114381,4

DEPARTAMENT ANALIZ I DORADZTWA

Dariusz Nawrot

dariusz.nawrot@noblesecurities.pl

tel. +48 783 931 515

Przemysł, budownictwo, deweloperzy, chemia

Krzysztof Radojewski

krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl

tel.: +48 669 102 509

Biotechnologia

Mateusz Chrzanowski, DI

mateusz.chrzanowski@noblesecurities.pl

tel.: +48 785 904 686

Przemysł, automotive, gamedev, XTB

Michał Sztabler

michal.sztabler@noblesecurities.pl

tel.: +48 667 852 196

Spółki przemysłowe, energetyka, wydobywanie

Dariusz Dadej

dariusz.dadej@noblesecurities.pl

tel.: +48 602 445 334

Handel detaliczny, przemysł

Krzysztof Ojczyk, MPW

krzysztof.ojczyk@noblesecurities.pl

tel.: +48 12 422 31 00

Analiza techniczna

Jacek Borawski

jacek.borawski@noblesecurities.pl

tel: +48 697 970 113

Analiza techniczna

Szymon Pogoda

szymon.pogoda@noblesecurities.pl

tel. +48 785 925 184

DEPARTAMENT OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH

Jacek Paszkowski, CFA

jacek.paszowski@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