

## Aplisens – wolniejsze tempo poprawy wyników

Skorygowaliśmy nieco nasze oczekiwania finansowe na 2026 r. względem poprzedniego raportu, co wynika z wolniejszego tempa odbudowy wyników spółki (słabsze dane za 2025 r. i 1Q26). Dostosowaliśmy również prognozowane wydatki inwestycyjne do celów nowej strategii zaprezentowanej w marcu br. W dłuższym horyzoncie oczekujemy kontynuacji wzrostu przychodów i powrotu rentowności do długoterminowych poziomów (marża EBITDA ok. 25%). Spółka zachowuje bezpieczną strukturę bilansu, co pozwala utrzymać politykę dywidendową wspartą transakcjami buyback. Aktualizacja prognoz nie zmieniła istotnie ceny docelowej, która wynosi obecnie 21,5 zł. Wydajemy rekomendację AKUMULUJ.

### Wyniki 1Q26 – wciąż bez przełomu

Wyniki były zgodne z naszymi prognozami, jednak wciąż nie widać przełomu i powrotu do trendu wzrostowego. Po I kwartale Aplisens zrealizował ok. 23% zaktualizowanej prognozy przychodów (wykonanie prognozy wciąż jest realne, II i III kwartał są tradycyjnie lepsze niż początek roku) i ok. 20% prognozowanych zysków, zarówno na poziomie EBITDA jak i netto. Opierając się na deklaracjach zarządu liczymy na wzrost rentowności w dalszej części roku.

### Nowa Strategia Rozwoju Aplisensa

Aplisens zaprezentował nową 3-letnią strategię rozwoju na lata 2026-28. Podtrzymał cele finansowe jak i politykę dywidendową (wspieraną buybackiem). Z uwagi na przedłużające się spowolnienie na rynku przesunięciu uległ harmonogram inwestycji. Zarząd nie wykluczył akwizycji, choć ich prawdopodobieństwo oceniamy jako niewielkie. Rozwój ma być finansowany ze środków własnych wspieranych dotacjami publicznymi (utrzymana konserwatywna polityka finansowa).

### Korekta prognoz finansowych

Słabsze dane za 2025 r. i rozczarowujące wyniki I kwartału skłoniły nasz do zrewidowania oczekiwań na 2026 r. Obniżyliśmy tegoroczną prognozę przychodów (szczególnie na rynkach WNP), wyższe będą też koszty SG&A. Liczymy na poprawę rentowności w kolejnych kwartałach w efekcie realizowanego programu optymalizacji kosztowej (komponenty, zatrudnienie). W horyzoncie średnioterminowym podtrzymujemy nasze założenia: dalszy wzrost przychodów i powrót rentowności do 25% na poziomie EBITDA. Odsunięcie w czasie większych wydatków inwestycyjnych zmieniło nasze prognozy dotyczące generowanych nadwyżek gotówki, spodziewamy się ujemnych przepływów w efekcie obniżenia poziomu gotówki netto dopiero w latach 2027-28. Spółka ma jednak zdrowy bilans i generuje gotówkę z działalności operacyjnej, tak więc nie widzimy ryzyka wstrzymania polityki dywidendowej.

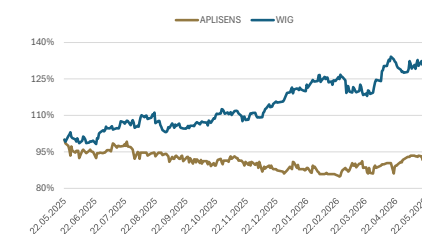
**Wartość akcji Aplisensa oszacowaliśmy na podstawie wyceny metodami: DCF (17,66 zł) oraz porównawczą (20,9 zł). Cenę docelową w horyzoncie 12-miesięcznym ustaliliśmy na 21,5 zł, co daje 15-proc. potencjał wzrostu. Wydajemy rekomendację AKUMULUJ.**

mln zł	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Przychody ze sprzedaży	155,4	146,6	150,4	164,5	178,4
EBITDA	34,8	28,7	34,1	41,0	45,5
EBIT	26,0	18,8	23,7	29,1	31,9
Zysk netto	20,7	15,3	18,8	23,2	25,5
P/E (x)	10,0	13,6	11,1	9,0	8,2
EV/EBITDA (x)	5,3	6,2	4,9	4,4	4,2

Źródło: Aplisens, P - prognozy Noble Securities, zyski skorygowane o zdarzenia jednorazowe

## AKUMULUJ (rekomendacja wznowiona)

Kurs	18,65 zł
Wycena (12M)	21,52 zł
Potencjał wzrostu	15%
Kapitalizacja	208 mln zł
Free float	24%
Śr. Wolumen 6M	854



Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities

### PROFIL SPÓŁKI

Producent urządzeń do pomiaru ciśnienia, poziomu i temperatury cieczy oraz gazów. Eksport stanowi ponad 50% przychodów.

### STRUKTURA AKCJONARIATU

A. Żurawski	27,53%
M. Dawidonis	13,16%
J. Szewczyk	11,56%
M. Karczmarczyk	10,22%
D. Zubkow	7,41%
A. Kobiątka	5,66%
Pozostali	24,46%

Źródło: Aplisens, Noble Securities

**Michał Sztabler**  
Analityk akcji  
michal.sztabler@noblesecurities.pl  
+48 22 213 22 36

## WYCENA

Wartość jednej akcji Aplisens SA wyceniliśmy przy wykorzystaniu 2 metod: DCF oraz porównawczej przypisując im równe wagi 50% (wagi bez zmian). Na tej podstawie wyznaczyliśmy cenę docelową w horyzoncie 12-miesięcznym na 21,52 zł (koszt kapitału 11,6%, poprzednio 10,9%). Spółki zagraniczne wyceniane są z wysoką premią do Aplisensa, co jest trwałą tendencją (w dużej części są to spółki globalne – dywersyfikacja geograficzna, nierzadko operujące w wielu segmentach – dywersyfikacja produktowa) i dlatego zostały wyłączone z wyceny i podane jedynie dla celów poglądowych.

Względem naszego poprzedniego raportu obniżyliśmy wycenę DCF, na co największy wpływ miała zmiana parametrów modelu (wyższa stopa wolna od ryzyka oraz premia za ryzyko). Z kolei wyższe wskazania wynikające z wyceny porównawczej względem podmiotów krajowych to efekt zmiany wskaźników dla grupy porównawczej. Ponadto zmieniliśmy horyzont wyznaczenia ceny docelowej (z 9 do 12 miesięcy).

W tabeli poniżej prezentujemy podsumowanie wyceny:

Podsumowanie wyceny	Waga (x)	Wycena 1 akcji (zł)	Poprzednio (zł)	Zmiana
Wycena DCF	50%	17,66	19,10	-8%
Wycena porównawcza - kraj (AKPiA)	50%	20,90	18,71	12%
Wycena porównawcza - zagranica	0%	47,74	41,65	15%
Średnia ważona metod		19,28	18,91	2%
<b>Cena docelowa (9M)</b>			<b>20,45</b>	
<b>Cena docelowa (12M)</b>		<b>21,52</b>	<b>20,96</b>	3%
Cena aktualna		18,65		
Potencjał		15%		

Źródło: Noble Securities

## WYCENA METODĄ DCF

Założenia do modelu:

- Bazujemy na własnych prognozach wyników skonsolidowanych podanych w niniejszym raporcie.
- Wartość przepływów pieniężnych dyskontowana na dzień publikacji raportu.
- Gotówka netto na dzień 31.12.2025 w wysokości 29 mln zł.
- Efektywna stopa podatkowa 19%.
- Długoterminowa stopa wzrostu po okresie prognozy równa 0%.
- Udział kapitału własnego w finansowaniu aktywów 100% (konserwatywna polityka finansowa zarządu).
- Stopa wolna od ryzyka na poziomie 5,63% (poprzednio 5,42%), premia za ryzyko w wysokości 6,01% (poprzednio 5,46%), beta na poziomie 1,0 (bez zmian).

DCF	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Przychody ze sprzedaży	150	165	178	183	187	192	197	202	207	212
NOPAT	19	24	26	26	27	28	29	29	30	31
Amortyzacja	10	12	14	13	14	15	12	9	10	11
Zmiany KON	-2	-9	-9	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3
CAPEX	-8	-29	-33	-19	-15	-15	-15	-15	-15	-16
FCFF	19	-3	-2	18	24	26	23	20	21	23
WACC	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%
Współczynnik dyskonta	0,94	0,84	0,75	0,67	0,60	0,54	0,48	0,43	0,39	0,35
DFCF	18	-2	-1	12	15	14	11	9	8	8
SUMA DFCFF do 2035	91									
Wzrost FCFF po okresie prognozy	0%									
Wartość rezydualna na 2035	238									
Zdyskontowana wartość rezydualna	83									
Wartość Firmy (EV)	174									
Dług netto 31.12.2025	-29									
Udziałowcy mniejszościowi	7									
Wartość kapitałów własnych	197									
Liczba akcji (w tys.)	11,1									
Wartość na 1 akcję	17,66									

Analiza wrażliwości					
	Stopa wzrostu rezydualna				
	-2%	-1%	0%	1%	2%
WACC - 1,0%	17,94	18,65	19,49	20,50	21,75
WACC - 0,5%	17,16	17,79	18,53	19,41	20,50
WACC	16,44	17,00	17,66	18,43	19,37
WACC + 0,5%	15,78	16,28	16,86	17,55	18,37
WACC + 1,0%	15,17	15,62	16,13	16,74	17,46

Źródło: Noble Securities

WACC	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Stopa wolna od ryzyka	5,63%	5,63%	5,63%	5,63%	5,63%	5,63%	5,63%	5,63%	5,63%	5,63%
Premia za ryzyko	6,01%	6,01%	6,01%	6,01%	6,01%	6,01%	6,01%	6,01%	6,01%	6,01%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Koszt kapitału własnego	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%
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	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Koszt długu po tarczy	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
Dług netto/EV	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%

Źródło: Noble Securities

## WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Wycena porównawcza	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
		2026P	2027P	2028P	2026P	2027P	2028P
<b>Spółki krajowe (AKPiA)</b>							
Aparator	838	10,3	10,3	9,7	4,9	4,5	4,2
Sonel	207	12,4	10,6	9,4	6,6	5,7	5,2
<b>Mediana</b>		<b>11,4</b>	<b>10,4</b>	<b>9,6</b>	<b>5,7</b>	<b>5,1</b>	<b>4,7</b>
Implikowana wartość 1 akcji Aplsens (zł)		19,15	21,71	21,85	21,14	21,23	20,65
Waga		20%	20%	10%	20%	20%	10%
Implikowana wartość 1 akcji Aplsens (zł)		20,90					
<b>Spółki zagraniczne (AKPiA)</b>							
Honeywell	525 726	21,7	19,9	18,1	17,2	15,8	14,7
Emerson	278 143	21,0	19,0	17,3	16,2	15,0	14,0
Yokogawa	28 954	21,2	19,6	17,4	9,7	9,2	8,4
ESCO	27 879	36,3	32,2	28,5	24,0	21,8	19,7
Itron	13 400	13,8	12,5	10,5	12,4	11,1	9,0
Badger Meter	13 369	27,8	25,3	22,0	16,6	15,2	13,8
Vaisala Oyj	7 055	26,9	23,3	20,7	16,1	14,6	13,4
<b>Mediana</b>		<b>21,7</b>	<b>19,9</b>	<b>18,1</b>	<b>16,2</b>	<b>15,0</b>	<b>13,8</b>
Implikowana wartość 1 akcji Aplsens (zł)		36,57	41,43	41,35	53,26	57,91	57,75
Waga		20%	20%	10%	20%	20%	10%
Implikowana wartość 1 akcji Aplsens (zł)		47,74					

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities, dane na 26.05.2026 r. godz. 7:38

## WYNIKI 1Q26 ORAZ PERSPEKTYWY NA KOLEJNE KWARTAŁY

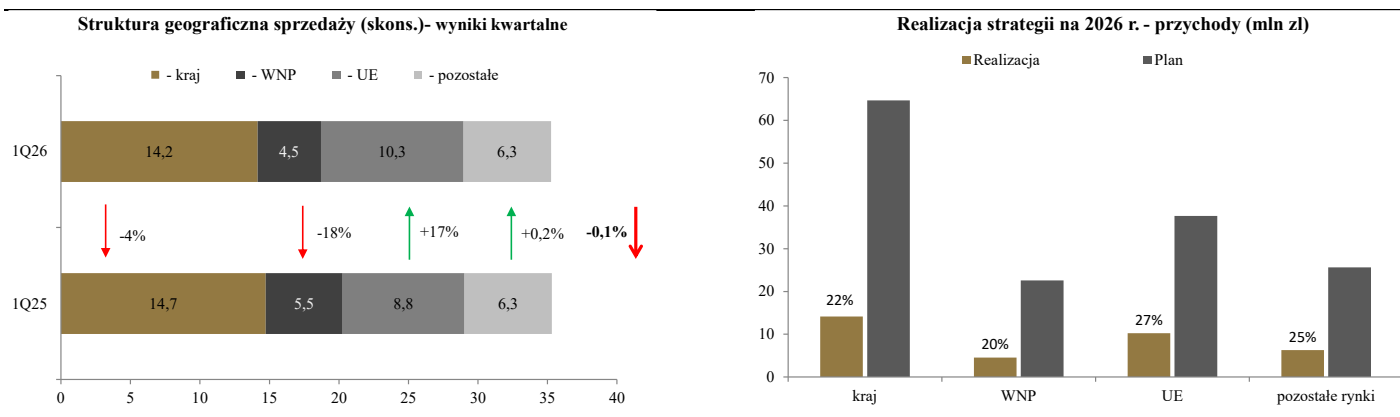
Wyniki I kwartału oceniamy lekko negatywnie. Choć były zgodne z naszymi prognozami, to wciąż nie widać przełomu i powrotu do trendu wzrostowego. Pozytywnie oceniamy stabilnie dodatnie przepływy operacyjne, Aplisens w dalszym ciągu generuje gotówkę z podstawowej działalności. Wzrost też poziom wolnych środków finansowych (do 36 mln zł, a więc ok. 3,5 zł/akcję). Po stronie bilansu i płynności nie widzimy ryzyk. Negatywnie odbieramy utrzymanie marży brutto na relatywnie niskim poziomie 36,5% (tylko +0,5 pp r/r) pomimo wdrożenia działań optymalizacyjnych. Rosną za to koszty ogólne, w tempie przewyższającym dynamikę przychodów. Wyzwaniem pozostaje odbudowa przychodów i rentowności. Po I kwartale Aplisens zrealizował 23% prognozowanych przez nas na ten rok przychodów (wykonanie prognozy wciąż jest realne, II i III kwartał są tradycyjnie lepsze niż początek roku) i ok. 20% prognozowanych zysków, zarówno na poziomie EBITDA jak i netto (w takiej sytuacji wykonanie prognozy zysku, 35 mln zł EBITDA i 19 mln zł netto, staje się celem ambitnym)..

mln zł	1Q'25	2Q'25	3Q'25	4Q'25	1Q'26	r/r	prognoza NS	vs progn. NS	2025	2026P	% progn. NS
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>35,3</b>	<b>36,5</b>	<b>36,7</b>	<b>38,1</b>	<b>35,3</b>	<b>0%</b>	<b>36,0</b>	<b>-2%</b>	<b>146,6</b>	<b>150,4</b>	<b>23%</b>
Zysk brutto na sprzedaży	12,8	12,6	12,8	12,1	13,0	1%	13,3	-3%	50,2	54,6	24%
SG&A	7,9	7,2	7,8	8,5	8,4	5%	7,9	6%	31,4	30,9	27%
Pozostała działalność oper.	0,0	0,1	0,1	-0,1	0,2	-	0,0	-	0,0	0,0	-
<b>EBIT</b>	<b>4,8</b>	<b>5,4</b>	<b>5,0</b>	<b>3,5</b>	<b>4,8</b>	<b>0%</b>	<b>5,4</b>	<b>-11%</b>	<b>18,8</b>	<b>23,7</b>	<b>20%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>7,3</b>	<b>7,9</b>	<b>7,5</b>	<b>6,1</b>	<b>7,3</b>	<b>0%</b>	<b>7,9</b>	<b>-8%</b>	<b>28,7</b>	<b>34,1</b>	<b>21%</b>
Saldo finansowe	0,2	0,2	0,2	-0,1	0,1	-54%	0,0	-	0,6	0,3	39%
Zysk przed podatkiem	5,1	5,6	5,2	3,4	4,9	-2%	5,4	-9%	19,3	24,0	21%
Raport. zysk netto akcj. j. d.	4,0	4,4	4,0	2,9	3,9	-2%	4,1	-7%	15,3	18,8	21%
<b>Skor. zysk netto akcj. j. d.</b>	<b>4,0</b>	<b>4,4</b>	<b>4,0</b>	<b>2,9</b>	<b>3,9</b>	<b>-2%</b>	<b>4,1</b>	<b>-7%</b>	<b>15,3</b>	<b>18,8</b>	<b>21%</b>
Przepływy operacyjne	-2,9	9,5	10,6	6,8	6,0	-	-	-	24,0	31,5	19%
CAPEX	1,7	2,3	2,0	2,1	1,6	-10%	-	-	8,1	8,0	20%
<b>Gotówka netto</b>	<b>21,3</b>	<b>28,7</b>	<b>23,8</b>	<b>29,3</b>	<b>36,3</b>	<b>71%</b>	-	-	<b>29,3</b>	<b>39,8</b>	<b>91%</b>
Marża brutto na sprzedaży	36,2%	34,5%	34,8%	31,7%	36,7%		37,0%		34,2%	36,3%	
Marża EBIT	13,6%	14,8%	13,7%	9,2%	13,7%		15,0%		12,8%	15,7%	
Marża EBITDA	20,6%	21,6%	20,4%	15,9%	20,6%		22,0%		19,6%	22,7%	
Marża netto (skor.)	11,2%	12,1%	10,8%	7,7%	10,9%		11,5%		10,4%	12,5%	

Źródło: Aplisens, prognoza Noble Securities

1. W relacji r/r wyniki były porównywalne, choć spodziewaliśmy się lekkich wzrostów. Dlatego **raportowane dane są dla nas rozczarujące**.
2. **Skonsolidowane przychody w 1Q26 były zbliżone r/r** (-0,05 mln zł), co wciąż nie wskazuje na powrót trendu wzrostowego:
  - a) Na rynku krajowym zanotowano 4-proc. spadek sprzedaży (-0,6 mln zł).
  - b) Sprzedaż na rynki wschodnie dalej spadała (-18% r/r, -1 mln zł), stanowiąc coraz mniejszy udział w przychodach Aplisensa. Bardzo słabo Ukraina, stabilnie Białoruś, perspektywiczny rynek Uzbekistanu dopiero startuje.
  - c) Solidne wzrosty wykazano w przypadku rynków UE (+17% r/r, +1,5 mln zł), co jest zasługą dobrej koniunktury w mi. w Niemczech.
  - d) Pozostałe rynki zanotowały symboliczny spadek (-0,2% r/r) – pierwsze efekty konfliktu na Bliskim Wschodzie.

### Wyraźne odbicie w UE, słabo w WNP, zróżnicowane tempo realizacji planów strategicznych na 2026 r.

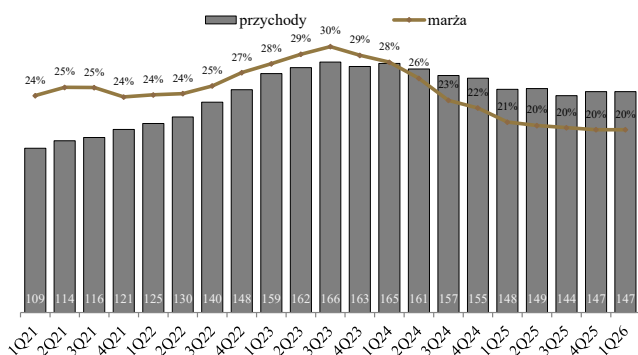


Źródło: Aplisens, Noble Securities

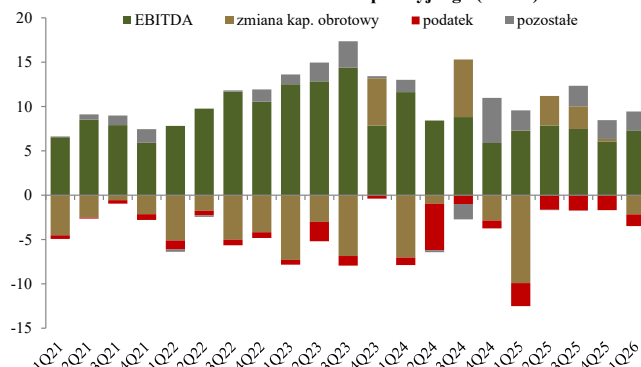
2. **Rentowność pozostaje relatywnie niska (+0,5 p.p. r/r)**, na co wpływ miały wzrosty kosztów stałych (pomimo wdrożonych działań optymalizacyjnych) oraz korzystanie z drożej kupionych komponentów.
3. **Niestety przy stabilnej sprzedaży utrzymuje się inflacja kosztów SG&A**, co negatywnie wpływa na wynik operacyjny.
4. Saldo pozostałej działalności operacyjnej oraz działalności finansowej tradycyjnie zamknęło się niedużymi dodatnimi wartościami, niemniej przy niskich zyskach sumaryczny wpływ obu tych pozycji był widoczny (ok. 10% skonsolidowanego zysku netto).
5. **W 1Q26 sezonowo wzrosło zapotrzebowanie na kapitał obrotowy (+2,2 mln zł)**, na co wpływ miał zarówno wzrost należności (+3,3 mln zł kw/kw), jak i zapasów (+0,6 mln zł) częściowo tylko sfinansowany wzrostem zobowiązań handlowych (+1,7 mln zł kw/kw).
6. **Kolejny kwartał z wysokim operacyjnym CF (+6 mln zł)**, jednak poniżej generowanej EBITDA (negatywny wpływ kapitału obrotowego). 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.
7. **CAPEX w I kwartale pozostawał na niskim poziomie (1,5 mln zł vs 1,7 mln zł przed rokiem)**. Planowane na ten rok wydatki inwestycyjne pozostaną nieduże (8 mln zł, podobnie r/r), dużych wzrostów spodziewamy się a latach kolejnych (rozbudowa fabryki w Radomiu).
8. **Aplisens wciąż dysponuje wysoką nadwyżką finansową**, która została zwiększona po 1Q26 do ok. 36 mln zł (3,5 zł/akcję).

### Trend spadkowy na wynikach, ale spółka wciąż generuje gotówkę

Grupa Aplisens - przychody i marże EBITDA (LTM)



Kwartałna struktura CF Operacyjnego (mln zł)



Źródło: Aplisens, Noble Securities

**Wśród szans** na kolejne kwartały br. zarząd wskazał **kontynuację korzystnych trendów na kluczowych rynkach UE** (Rumunia, Niemcy), co powinno pozwolić na utrzymanie wysokiego (ponad planowane +2% w 2026 r.) tempa wzrostu sprzedaży. **Poprawa powinna nastąpić również w sprzedaży krajowej** (wciąż realne +3,5% w 2026 r. zapisane w strategii). Kolejnym pozytywnym elementem będzie **spadek kosztów wytworzenia** (efekt restrukturyzacji, przede wszystkim ograniczenia kosztów pracowniczych), widoczny głównie na poziomie marży brutto.

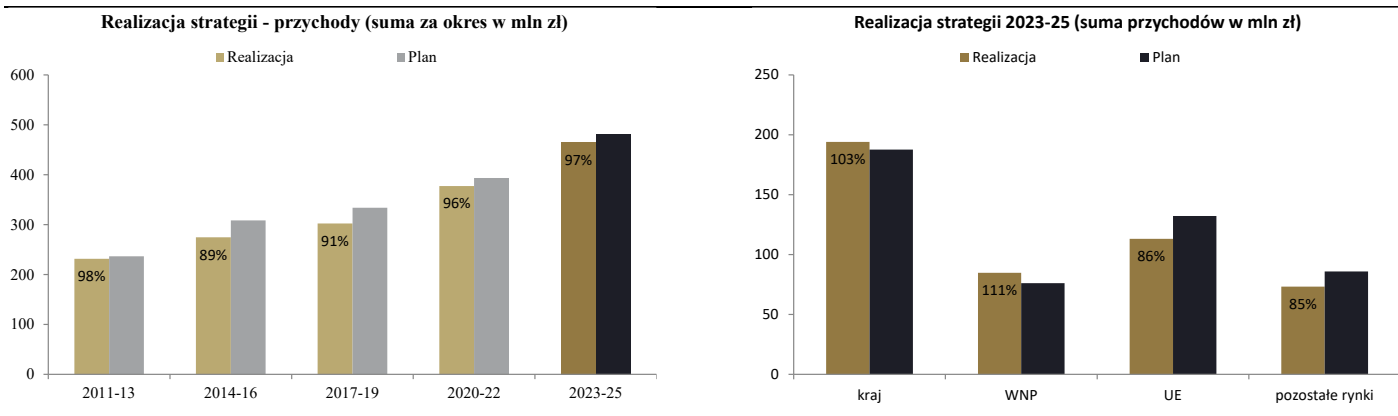
**Pesymistycznie** zarząd wypowiada się w kontekście **perspektyw dla rynków WNP** (spadek powyżej zakładanego -7% w 2026 r.). Widzi też ryzyka **ograniczenia zamówień z rynków bliskowschodnich** (efekt wojny), choć w długim terminie skutki działań wojennych wygenerują popyt na produkty spółki (woda, oli&gas). Pewnym ryzykiem dla marży może być **wzrost cen komponentów** oraz **powrót presji płacowej** (efekt wzrostu inflacji).

## REALIZACJA STRATEGII ROZWOJU

### Podsumowanie wykonania Strategii Rozwoju na lata 2023-25

Z końcem 2025 r. Aplsens 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 Aplsensa (generalnie strategię spółki są wykonywane co najmniej w 90% w zakresie przychodowym).

### Realizacja strategii 2023-25

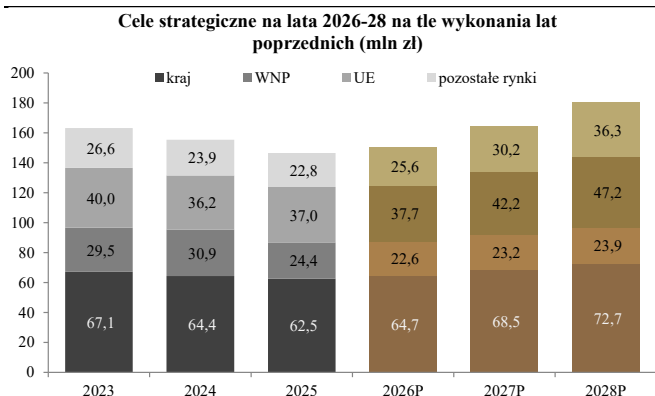


Źródło: Aplsens, Noble Securities

### Komentarz do nowej Strategii na lata 2026-28

W poprzedniej Strategii Aplsens planował docelowo 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



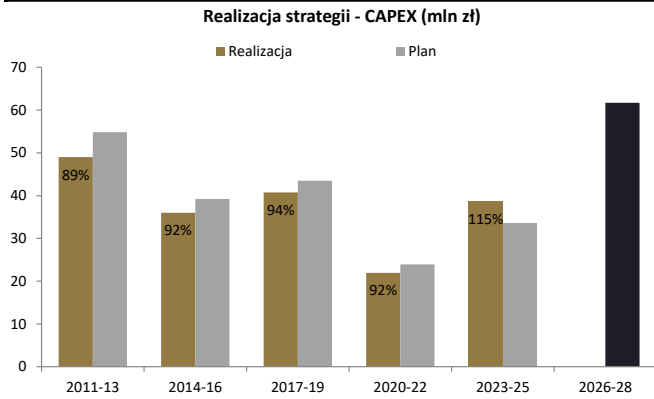
Źródło: Aplsens, Noble Securities

Wraz ze wzrostem skali działalności mają się poprawiać zyski Grupy. Aplsens 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. 45 mln zł w roku 2028 (rentowność ok. 25%). Przyjmując jednak prognozy Aplsensa, 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=8x, EV/EBITDA=5x).

W obszarze inwestycji plany na lata 2026-28 wskazują na utrzymanie niższych wydatków w 2026 r. i dynamiczny wzrost w latach następnych (rozbudowa fabryki w Radomiu). Ponadto 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.

## AKTUALIZACJA PROGNOZ WYNIKÓW FINANSOWYCH

mln zł	2024	2025	2026P			2027P			2028P		
			nowa	stara	%	nowa	stara	%	nowa	stara	%
<b>Przychody</b>	<b>155,4</b>	<b>146,6</b>	<b>150,4</b>	<b>158,6</b>	<b>-5%</b>	<b>164,5</b>	<b>177,8</b>	<b>-7%</b>	<b>178,4</b>	<b>188,4</b>	<b>-5%</b>
rynek krajowy	64,4	62,5	64,7	65,0	-1%	67,9	68,3	-1%	71,3	71,7	-1%
rynek WNP	30,9	24,4	21,9	27,5	-20%	21,9	30,3	-28%	21,9	31,8	-31%
rynek UE	36,2	37,0	38,8	38,5	1%	44,6	46,2	-3%	49,1	48,5	1%
pozostały eksport	23,9	22,8	25,0	27,6	-9%	30,1	33,1	-9%	36,1	36,4	-1%
<b>Zysk brutto na sprzedaży</b>	<b>57,4</b>	<b>50,2</b>	<b>54,6</b>	<b>57,3</b>	<b>-5%</b>	<b>61,6</b>	<b>64,4</b>	<b>-4%</b>	<b>66,9</b>	<b>68,5</b>	<b>-2%</b>
rentowność	37%	34%	36%	36%	1%	37%	36%	4%	38%	36%	3%
EBITDA	34,8	28,7	34,1	35,6	-4%	41,0	40,8	1%	45,5	43,5	4%
<b>EBITDA skor. *</b>	<b>34,8</b>	<b>28,7</b>	<b>34,1</b>	<b>35,6</b>	<b>-4%</b>	<b>41,0</b>	<b>40,8</b>	<b>1%</b>	<b>45,5</b>	<b>43,5</b>	<b>4%</b>
rentowność	22%	20%	23%	22%	3%	25%	23%	8%	25%	23%	10%
Amortyzacja	8,7	9,9	10,4	10,1	3%	11,9	11,1	7%	13,5	11,8	15%
EBIT	26,0	18,8	23,7	25,6	-7%	29,1	29,8	-2%	31,9	31,7	1%
Działalność finansowa	0,5	0,6	0,3	0,4	-27%	0,4	0,4	-1%	0,3	0,4	-29%
Zysk netto	20,7	15,3	18,8	20,1	-7%	23,2	23,4	-1%	25,5	25,0	2%
<b>Zysk netto skor. *</b>	<b>20,7</b>	<b>15,3</b>	<b>18,8</b>	<b>20,1</b>	<b>-7%</b>	<b>23,2</b>	<b>23,4</b>	<b>-1%</b>	<b>25,5</b>	<b>25,0</b>	<b>2%</b>
rentowność	13%	10%	12%	13%	-4%	14%	13%	8%	14%	12%	16%
Inwestycje i akwizycje	15,6	8,1	8,0	15,1	-47%	29,5	20,4	44%	32,6	20,8	56%
Dywidenda (Y-1)	7,8	10,0	10,6	6,3	68%	11,1	8,0	39%	12,7	9,3	36%
<b>Dług netto</b>	<b>-23,0</b>	<b>-29,3</b>	<b>-39,8</b>	<b>-38,8</b>	<b>3%</b>	<b>-27,7</b>	<b>-39,2</b>	<b>-29%</b>	<b>-15,3</b>	<b>-39,8</b>	<b>-62%</b>
P/E	10,0	13,6	11,1	10,3		9,0	8,9		8,2	8,3	
EV/EBITDA	5,3	6,2	4,9	4,7		4,4	4,1		4,2	3,9	

\* zyski skorygowane o wpływ zdarzeń jednorazowych

Źródło: Aplisens, P - prognozy Noble Securities

## WYNIKI I PROGNOZY FINANSOWE

Skonsolidowany rachunek zysków i strat	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Przychody ze sprzedaży	155,4	146,6	150,4	164,5	178,4
Zysk brutto na sprzedaży	57,4	50,2	54,6	61,6	66,9
Koszty SG&A	31,3	31,4	30,9	32,5	35,0
Zysk na sprzedaży	26,1	18,8	23,7	29,1	31,9
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	26,0	18,8	23,7	29,1	31,9
EBIT skorygowany *	26,0	18,8	23,7	29,1	31,9
Koszty i przychody finansowe netto	0,5	0,6	0,3	0,4	0,3
Zysk przed opodatkowaniem	26,6	19,3	24,0	29,5	32,2
Podatek dochodowy	4,9	3,5	4,4	5,4	5,9
Zysk netto	20,7	15,3	18,8	23,2	25,5
Zysk netto skorygowany *	20,7	15,3	18,8	23,2	25,5
Amortyzacja	8,7	9,9	10,4	11,9	13,5
EBITDA	34,8	28,7	34,1	41,0	45,5
EBITDA skorygowana *	34,8	28,7	34,1	41,0	45,5

\* zyski skorygowane o wpływ zdarzeń jednorazowych

Źródło: Aplisens, P - prognozy Noble Securities

Skonsolidowany bilans	2024	2025	2026P	2027P	2028P
<b>Aktywa</b>	<b>236,8</b>	<b>243,2</b>	<b>253,8</b>	<b>268,6</b>	<b>286,2</b>
Aktywa trwałe	118,9	117,2	114,8	132,4	151,4
Rzeczowe aktywa trwałe i WNiP	104,1	102,2	99,8	117,4	136,4
Inne aktywa trwałe	14,8	15,0	15,0	15,0	15,0
Aktywa obrotowe	117,9	126,0	139,0	136,2	134,8
Zapasy	75,2	71,2	73,1	79,9	86,7
Należności	19,7	25,5	26,2	28,6	31,0
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	23,0	29,3	39,8	27,7	17,1
Inne aktywa obrotowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pasywa</b>	<b>236,8</b>	<b>243,2</b>	<b>253,8</b>	<b>268,6</b>	<b>286,2</b>
Kapitał własny	218,4	226,9	236,6	249,8	264,1
Zobowiązania długookresowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkookresowe	9,8	6,7	6,8	7,5	9,9
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	0,0	0,0	0,0	0,0	1,8
Zobowiązania handlowe	5,8	3,8	3,9	4,3	4,6
Inne	4,0	2,9	2,9	3,2	3,5

Źródło: Aplisens, P - prognozy Noble Securities

Skonsolidowany rachunek przepływów pieniężnych	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Zysk brutto	26,6	19,3	24,0	29,5	32,2
Amortyzacja	8,7	9,9	10,4	11,9	13,5
Zmiana kapitału obrotowego	-6,9	-4,9	-2,4	-8,6	-8,5
CF operacyjny	27,0	24,0	31,5	30,6	34,1
CAPEX	-15,6	-8,1	-8,0	-29,5	-32,6
Inwestycje kapitałowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inne (m.in. zarządzanie płynnością)	2,7	-4,8	-10,7	13,4	11,9
CF inwestycyjny	-12,9	-12,8	-18,7	-16,0	-20,6
Wpływy z wydania udziałów (emisji akcji)	2,6	2,8	2,1	1,8	1,6
Zmiana zadłużenia odsetkowego	0,0	0,0	0,0	0,0	1,8
Dywidenda + buyback	-19,2	-13,8	-15,1	-15,0	-15,6
CF finansowy	-16,6	-10,6	-13,0	-13,2	-12,2
CF	-2,5	0,6	-0,2	1,3	1,3
Stan środków pieniężnych na początek okresu	16,6	14,1	14,6	14,4	15,8
Stan środków pieniężnych na koniec okresu	14,1	14,6	14,4	15,8	17,1

Źródło: Aplisens, P - prognozy Noble Securities

Roczne stopy wzrostu	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Przychody	13%	-13%	-15%	11%	10%
EBITDA skorygowana *	21%	-29%	3%	14%	11%
EBIT skorygowany *	33%	-42%	4%	22%	13%
Zysk netto skorygowany *	25%	-39%	29%	17%	13%

\* zyski skorygowane o wpływ zdarzeń jednorazowych

Źródło: Aplisens, P - prognozy Noble Securities

Wybrane wskaźniki	2024	2025	2026P	2027P	2028P
marża EBITDA skorygowana *	22,4%	19,6%	22,7%	24,9%	25,5%
marża EBIT skorygowana *	16,8%	12,8%	15,7%	17,7%	17,9%
marża netto skorygowana *	13,3%	10,4%	12,5%	14,1%	14,3%
Dług netto (mln zł)	-23,0	-29,3	-39,8	-27,7	-15,3
Dług netto/EBITDA (x)	-0,7	-1,0	-1,2	-0,7	-0,3
Liczba akcji (mln szt.)	11,1	11,1	11,1	11,1	11,1
Dywidenda na akcję (zł)	0,70	0,90	0,95	1,00	1,14
P/BV (x)	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8

\* zyski skorygowane o wpływ zdarzeń jednorazowych

Źródło: Aplisens, P - prognozy Noble Securities

Wykaz wszystkich rekomendacji rozpowszechnionych w ostatnich 12 miesiącach

Spółka	Zalecenie	Cena docelowa (4)	Cena przy wydanu	Cena bieżąca	Różnica do Ceny Docelowej	Data wydania (1)	Data ważności (2)	Sporządził (3)
Eurocash	Akumuluj	6,30	5,40	5,48	15%	19.05.2026	12M	Dariusz Dadej
Sonel	Trzymaj	14,84	14,95	14,75	1%	12.05.2026	12M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Kupuj	456,90	347,50	372,00	23%	12.05.2026	12M	Dariusz Dadej
Creepy Jar	Trzymaj	616,00	598,00	532,00	16%	11.05.2026	12M	Mateusz Chranowski
Creotech Instruments	Trzymaj	667,00	640,00	945,00	-29%	08.05.2026	12M	Krzysztof Radojewski
MCI Capital ASI	Kupuj	39,90	26,90	28,10	42%	06.05.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Unibep	Akumuluj	17,50	14,74	13,84	26%	21.04.2026	12M	Dariusz Nawrot
Answear.com	Akumuluj	20,70	17,98	17,94	15%	21.04.2026	12M	Dariusz Dadej
Molecure	Kupuj	7,50	5,20	5,38	39%	20.04.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Huuuge Games	Akumuluj	25,60	23,00	21,80	17%	17.04.2026	12M	Mateusz Chranowski
Inter Cars	Kupuj	892,00	722,00	831,00	7%	16.04.2026	12M	Mateusz Chranowski
Auto Partner	Akumuluj	24,60	21,40	25,90	-5%	16.04.2026	12M	Mateusz Chranowski
Tauron PE	Redukuj	9,37	10,33	9,61	-2%	09.04.2026	12M	Michał Sztabler
LPP	Akumuluj	26300,00	22500,00	22480,00	17%	08.04.2026	12M	Dariusz Dadej
Ryvu Therapeutics	Kupuj	43,10	20,70	17,70	144%	31.03.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Toya	Kupuj	15,50	8,90	8,94	73%	27.03.2026	12M	Dariusz Nawrot
Dino Polska	Akumuluj	46,90	41,50	31,87	47%	18.03.2026	12M	Dariusz Dadej
Torpol	Sprzedaj	53,00	66,20	70,70	-25%	18.03.2026	12M	Dariusz Nawrot
Bioton	Kupuj	4,98	4,10	4,34	15%	16.03.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Budimex	Sprzedaj	619,00	785,00	707,80	-13%	05.03.2026	12M	Dariusz Nawrot
Bogdanka	Sprzedaj	13,97	20,00	21,65	-35%	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	19,50	1%	16.02.2026	12M	Dariusz Dadej
XTB	Kupuj	95,70	75,00	109,96	-13%	16.01.2026	9M	Mateusz Chranowski
MO-BRUK	Kupuj	424,80	352,50			14.01.2026	9M	Dariusz Dadej
Creepy Jar	Trzymaj	802,00	798,00			12.01.2026	9M	Mateusz Chranowski
Creepy Jar	Trzymaj	416,00	414,00			05.01.2026	9M	Mateusz Chranowski
Ailleron	Akumuluj	17,30	15,40	17,08	1%	23.12.2025	9M	Dariusz Dadej
11bit studios	Trzymaj	156,00	142,00	156,00	0%	22.12.2025	9M	Mateusz Chranowski
Budimex	Redukuj	590,00	648,00			22.12.2025	9M	Dariusz Nawrot
Creotech Instruments	Akumuluj	390,00	355,00	945,00	-59%	17.12.2025	9M	Krzysztof Radojewski
PGE	Trzymaj	8,95	8,64	10,53	-15%	11.12.2025	9M	Michał Sztabler
CD Projekt	Akumuluj	283,00	253,00	255,80	11%	11.12.2025	9M	Mateusz Chranowski
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	20,90	66%	27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Captor Therapeutics	Kupuj	94,40	60,40	78,00	21%	27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Selvita	Kupuj	63,90	44,00	30,50	110%	26.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	nd	20,45	17,95	18,65	10%	25.11.2025	9M	Michał Sztabler
Apator	Kupuj	29,60	22,70	25,65	15%	21.11.2025	9M	Michał Sztabler
Amica	Kupuj	97,90	22,00	52,30	87%	21.11.2025	9M	Mateusz Chranowski
Pepco Group	Trzymaj	25,50	26,83	33,67	-24%	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			14.10.2025	9M	Krzysztof Radojewski
LPP	Kupuj	23000,00	17495,00			06.10.2025	9M	Dariusz Dadej
Bioton	Akumuluj	4,86	4,40			06.10.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Toya	Kupuj	14,50	9,96			03.10.2025	9M	Dariusz Nawrot
Sonel	Redukuj	14,67	17,50			03.10.2025	9M	Michał Sztabler
Torpol	Redukuj	46,20	49,60			30.09.2025	9M	Dariusz Nawrot
Unibep	Kupuj	15,00	10,00			26.09.2025	9M	Dariusz Nawrot
Huuuge	Akumuluj	27,30	23,10			24.09.2025	9M	Mateusz Chranowski
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 Chranowski
Creepy Jar	Trzymaj	495,00	455,00			16.09.2025	9M	Mateusz Chranowski
Eurocash	Akumuluj	9,50	8,10			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 Chranowski
InterCars	Kupuj	774,10	568,00			30.06.2025	9M	Mateusz Chranowski
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

(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 Chranowski - Analityk Akcji

**OBJAŚNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ ZASTOSOWANEJ W RAPORTACH ANALITYCZNYCH  
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  
**EBITDAA** – EBITDA skorygowana o zmianę wartości godziwej portfeli  
**EPS** – zysk netto przypadający na 1 akcję  
**DPS** – dywidenda przypadająca na 1 akcję  
**P** – prognozy Noble Securities S.A.  
**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

**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 znane Analitykowi na dzień sporządzenia Raportu, w szczególności informacje przekazane przez Emitenta w raportach bieżących i okresowych sporządzanych w ramach wykonywania 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, bez uzgodnień z Emitentem ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne.  
 NS ani Analityk nie udzielają żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się.

Raport wydawany przez NS obowiązuje przez okres 12 miesięcy, chyba, że zostanie wcześniej zaktualizowany. Aktualizacja jest uzależniona od sytuacji rynkowej oraz subiektywnej oceny Analityka.

**SILNE I SŁABE STRONY METOD WYCENY STOSOWANYCH PRZEZ NS W RAPORCIE**

**Metoda DCF** (ang. *discounted cash flow*) – uważana jest za najbardziej właściwą metodologicznie technikę wyceny i polega na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez oceniany podmiot. Silne strony tej metody to uwzględnienie wszystkich strumieni gotówki, jakie wpływają i wypływają ze spółki oraz kosztu pieniądza w czasie. Wadami metody wyceny DCF są: duża ilość założeń i parametrów, które trzeba oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych czynników. Odmianą tej metody jest metoda zdyskontowanych dywidend.

**Metoda porównawcza** – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży, w której działa oceniany podmiot. Metoda ta bardzo dobrze odzwierciedla bieżący stan rynku, wymaga mniejszej liczby założeń oraz jest prostsza w zastosowaniu (stosunkowo duża dostępność wskaźników dla podmiotów porównywanych). Do jej wad można zaliczyć dużą zmienność związaną z wahaniami cen i indeksów giełdowych (w przypadku porównywania do spółek giełdowych), subiektywizm w doborze grupy porównywalnych firm oraz uproszczenie obrazu spółki prowadzące do pominięcia pewnych istotnych parametrów (np. tempo wzrostu, corporate governance, aktywa pozaoperacyjne, różnice w standardach rachunkowości).

**INTERESY LUB KONFLIKTY INTERESÓW, KTÓRE MOGĘBY WPŁYNAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ RAPORTU**

**NS jest stroną Umowy z Emitentem dotyczącej odpłatnego sporządzania Raportów analitycznych.**

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 lub innymi rodzajami transakcji, które prowadzi NS lub jakakolwiek inna osoba prawna będąca częścią grupy, do której należy NS lub z opłatami za transakcje, które otrzymują NS lub te osoby. Nie można wykluczyć, że wynagrodzenie, które może przysługiwać w przyszłości Analitykowi 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.

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

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**

Szczegółowe zasady postępowania w przypadku powstania konfliktów interesów zawarte są w „Regulaminie zarządzania konfliktami interesów w Noble Securities S.A.” dostępnym na stronie internetowej [www.noblesecurities.pl](http://www.noblesecurities.pl) w zakładce: „O nas”/„Regulacje”/„Polityka informacyjna”.

Struktura wewnętrzna NS zapewnia organizacyjne oddzielenie od siebie Analityków od osób (zespołów) wykonujących czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów oraz zapobiega powstawaniu konfliktów interesów, a w przypadku powstania takiego konfliktu umożliwia ochronę interesów Klienta przed szkodliwym wpływem tego konfliktu. W szczególności 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 o to, by nie istniały żadne powiązania pomiędzy wysokością wynagrodzeń pracowników jednej jednostki organizacyjnej oraz wysokością wynagrodzeń pracowników innej jednostki organizacyjnej lub wysokością przychodów osiągniętych przez tę 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, który ma 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, tzw. chińskie mury, tj. 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.

wtorek, 26 maja 2026

NS posiada wdrożony regulamin w zakresie wykonywania czynności polegających na sporządzaniu analiz inwestycyjnych, analiz finansowych 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. Zakazane jest 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. Ponadto Analitycy nie mogą zawierać transakcji osobistych dotyczących instrumentów finansowych Emitenta bądź powiązanych instrumentów finansowych przed rozpoczęciem rozpowszechniania Raportu, a także transakcji osobistych sprzecznych z treścią Raportu oraz 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 w oparciu o ogólnodostępne fakty i informacje uznane przez Analityka 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, w szczególności 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](http://www.noblesecurities.pl) w zakładce Dom maklerski/Rachunek maklerski/Dokumenty. NS zwraca uwagę, że choć powyższe informacje zostały sporządzone z należytą starannością, w szczególności w sposób rzetelny oraz zgodnie z najlepszą wiedzą NS, to jednak mogą nie być wyczerpujące i w konkretnej sytuacji, w jakiej znajduje się lub będzie znajdować się inwestor, mogą zaistnieć lub zaktualizować się inne czynniki ryzyka, aniżeli 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.**

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

Raport nie został przygotowany zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność, tj. jego przygotowanie zlecił Emitent. Raport stanowi publikację handlową w rozumieniu art. 36 ust. 2 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 zapisów nie stanowi:**

- oferty w rozumieniu art. 66 ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. - kodeks cywilny,
- podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania,
- 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.

### **Raport**

- jest dystrybuowany wśród Klientów i pracowników NS. Raport jest upubliczniony na stronie internetowej NS [www.noblesecurities.pl](http://www.noblesecurities.pl),
- 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 szczególności 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.

### **UWAGI KOŃCOWE**

Analityk sporządzający Rekomendację: Michał Sztabler – Analityk Akcji

Zakończenie sporządzania rekomendacji nastąpiło 26.05.2026 o godz. 13:23. Pierwsze rozpowszechnienie rekomendacji nastąpiło 26.05.2026 godz. 13:26.

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

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

### **Ostatnio wydana rekomendacja/aktualizacja dotycząca Sonela**

Rekomendacja/aktualizacja	nd	nd	nd	nd	nd
Data wydania	21.04.2023	17.11.2023	30.08.2024	2.04.2025	25.11.2025
Kurs z dnia rekomendacji	17,30	22,40	21,20	19,60	17,95
Cena docelowa	20,30	29,30	24,90	24,30	20,45
WIG w dniu rekomendacji	62 409	74 092	84 868	97 964	110 416

**DEPARTAMENT ANALIZ I DORADZTWA**

**Dariusz Nawrot**

[dariusz.nawrot@noblesecurities.pl](mailto:dariusz.nawrot@noblesecurities.pl)

tel. +48 783 931 515

Przemysł, budownictwo, deweloperzy, chemia

**Krzysztof Radojewski**

[krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl](mailto:krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl)

tel.: +48 669 102 509

Biotechnologia

**Mateusz Chrzanowski, DI**

[mateusz.chrzanowski@noblesecurities.pl](mailto:mateusz.chrzanowski@noblesecurities.pl)

tel.: +48 785 904 686

Przemysł, automotive, gamedev, XTB

**Michał Sztabler**

[michal.sztabler@noblesecurities.pl](mailto:michal.sztabler@noblesecurities.pl)

tel.: +48 667 852 196

Spółki przemysłowe, energetyka, wydobywanie

**Dariusz Dadej**

[dariusz.dadej@noblesecurities.pl](mailto:dariusz.dadej@noblesecurities.pl)

tel.: +48 602 445 334

Handel detaliczny, przemysł

**Krzysztof Ojczyk, MPW**

[krzysztof.ojczyk@noblesecurities.pl](mailto:krzysztof.ojczyk@noblesecurities.pl)

tel.: +48 12 422 31 00

Analiza techniczna

**Jacek Borawski**

[jacek.borawski@noblesecurities.pl](mailto:jacek.borawski@noblesecurities.pl)

tel: +48 697 970 113

Analiza techniczna

**Szymon Pogoda**

[szymon.pogoda@noblesecurities.pl](mailto:szymon.pogoda@noblesecurities.pl)

tel. +48 785 925 184

**DEPARTAMENT OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH**

**Jacek Paszkowski, CFA**

[jacek.paszkowski@noblesecurities.pl](mailto:jacek.paszkowski@noblesecurities.pl)

tel: +48 22 244 13 02

mobile: +48 783 934 027

**Piotr Dudziński**

[piotr.dudzinski@noblesecurities.pl](mailto:piotr.dudzinski@noblesecurities.pl)

tel: +48 22 244 13 04