

Creotech Instruments (AKUMULUJ TP 371 zł z dn. 15.09.2025)

Wyniki 2Q25 – wyniki oceniamy neutralnie, widoczne przesunięcia między kwartałami; wydzźwięk z telekonferencji oceniamy lekko pozytywnie.

Przychody w 2Q25 wyniosły 49,5 mln zł (+494% r/r), EBITDA 6,4 mln zł (vs -3,1 mln zł przed rokiem), EBIT 2,6 mln zł (vs -5,2 mln zł przed rokiem), a wynik netto 2,1 mln zł (vs -4,2 mln zł w 2Q24). Pozytywny wpływ na wynik w 2Q25 miał segment kosmiczny – przychody 43,9 mln zł i EBITDA 12,1 mln zł (marża EBITDA 28% vs 39% w 1Q25). Niższa rentowność w segmencie kosmicznym w 2Q25 w porównaniu do 1Q25 wynika m.in. z faktu rozpoznania wysokich kosztów usług obcych, których udział w kolejnych kwartałach będzie się zmniejszał. Mimo wszystko, w naszej ocenie w przyszłości możliwe są duże wahania wyników pomiędzy kwartałami, które w perspektywie całego czasu realizacji kontraktu się zniwelują. Segment kwantowy wygenerował 4,3 mln zł przychodów i -1,9 mln zł EBITDA. Na koniec 1H25 spółka dysponowała gotówką netto na poziomie ok. 143 mln zł (bez leasingów) i ok. 121 mln zł z leasingami. Spółka obecnie oczekuje na decyzję dotyczącą zwiększenia konstelacji CAMILA z 3 do 4 satelitów; pracuje nad złożeniem prospektu emisyjnego Creotech Quantum (planowane na przełomie września/października). Dodatkowo w spółce trwają prace nad rozszerzeniem odbiorców na małe satelity. Decyzja w sprawie polskiej składki do ESA ma zapaść na przełomie listopada/grudnia. Wyniki oceniamy neutralnie, a wydzźwięk z telekonferencji lekko pozytywnie.

(mln zł)	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	r/r	1H24	1H25	r/r	2024	2025P	r/r
Przychody	8,3	6,8	12,5	25,0	49,5	494%	17,1	74,5	335%	35,6	213,2	500%
Space	3,3	0,5	6,2	20,4	43,9		7,4	64,3		14,0	193,0	
Kwanty	3,7	4,2	5,2	3,9	4,3		6,4	8,2		15,8	15,9	
Pozostałe	1,3	2,2	1,1	0,7	1,2		3,4	1,9		6,6	5,0	
EBITDA	-3,1	-6,1	-5,7	4,5	6,4		-5,1	10,9		-16,9	46,1	
Space	-0,6	-2,5	0,7	7,9	12,1		-0,5	20,1		-2,3	67,4	
Kwanty	0,2	-1,2	-1,6	-1,6	-1,9		-0,1	-3,5		-2,9	-8,2	
Pozostałe	-2,8	-2,3	-4,8	-1,8	-3,9		-4,5	-5,7		-11,6	-13,2	
EBIT	-5,2	-8,0	-7,7	1,4	2,6		-9,1	4,0		-24,8	33,5	
Wynik netto	-4,2	-7,0	-5,9	1,4	2,1		-7,5	3,5		-20,5	33,4	

Źródło: Creotech Instruments (2Q24-2Q25, 2024), Noble Securities - 2025P

Przychody:

- W I półroczu 2025 roku przychody ze sprzedaży produktów i dotacji wyniosły ok. 74,5 mln zł wobec 17,1 mln zł w analogicznym okresie 2024 roku. Wzrost przychodów wynikał przede wszystkim z postępów realizacji kluczowego projektu Mikroglob. Największy procentowy udział w przychodach miały segment projektów kosmicznych (91,2%) oraz segment systemów kwantowych (6,4%).

EBITDA:

- Pozytywny wpływ na wynik w 2Q25 miał segment kosmiczny – EBITDA wyniosła 12,1 mln zł (marża EBITDA 28% vs 39% w 1Q25). Rentowność EBITDA w segmencie Space w 2Q25 była niższa niż w 1Q25 – zarząd spółki podczas telekonferencji zwrócił uwagę, że rentowność została zaniżona kilkoma zdarzeniami – spółka ponosiła już koszty projektu CAMILA, a pierwsza faktura została wystawiona dopiero w 3Q25; dodatkowo duży był udział kosztów usług obcych, który ma spadać w kolejnych kwartałach; pojawiały się również płatności takie, jak wystrzelenie w kosmos, które bez marży 1:1 zostały refakturowane na odbiorcę, tym samym możliwe są wahania w obrębie poszczególnych kwartałów w zależności od zakresu wykonanych i zafakturowanych prac – marża EBITDA segmentu Space w całym I półroczu 2025 roku wyniosła 31%; w ocenie prezesa zarządu w długim okresie marża EBITDA tego segmentu może przekroczyć 35% - dla porównania my w naszych prognozach długoterminowych zakładamy marżę tego segmentu na poziomie 30%. Segment kwantowy w 2Q25 wygenerował -1,9 mln zł EBITDA, co jest poziomem nieco wyższym niż w 1Q25 (wyższe koszty rozwoju).

Mikroglob:

- W II kwartale 2025 roku Spółka zakończyła realizację faz B2 oraz C, za które otrzymała odpowiednio 20,5 mln zł netto oraz 20 mln zł netto. Obecnie skupia się na realizacji fazy D. Do tej pory w 3Q25 spółka nie publikowała informacji o wystawionych kolejnych fakturach w ramach tego projektu.

CAMILA:

- W kwietniu 2025 roku firma zawarła umowę i rozpoczęła realizację projektu CAMILA, mającego na celu stworzenie konstelacji co najmniej trzech satelitów obserwacyjnych, opartych na platformie satelitarnej HyperSat, którą opracowała spółka. 18 lipca br. Spółka otrzymała od ESA akceptację pierwszej części dokumentacji projektu CAMILA, co zapewniło jej ponad 3,1 mln EUR wynagrodzenia, z czego około 30% przypadło bezpośrednio Creotech Instruments, a reszta podwykonawcom.

Pozostałe wydarzenia:

- W sierpniu br. spółka zawarła umowę z włoską firmą Leonardo S.p.A. na montaż elektroniki w projekcie LISA MPE o wartości ponad 3,6 mln EUR oraz dokonała pierwszej komercyjnej sprzedaży astronomicznej kamery sCMOS do Obserwatorium i Planetarium w Teplicach (Czechy) za 196 tys. EUR, uruchamiając tym samym nowy obszar działalności w segmencie kwantowym.

Podsumowanie telekonferencji:

- Satelity w ramach projektu PIAST są już w USA; za około półtora miesiąca mają polecieć w kosmos,
- Inwestycja w Piasecznie jest już na ukończeniu, spółka oczekuje na decyzję m.in. w zakresie zwiększenia zasilania,
- Spółka bierze udział w konsultacjach nowego budżetu ESA na lata 2026-2028, którego zatwierdzenie jest planowane w listopadzie/grudniu – zwracamy uwagę na wypowiedzi Ministra Finansów z połowy września, że składka Polski do ESA będzie sukcesywnie rosła,
- Zarząd podał, że projekt Mikroglob jest zamknięty, jeśli chodzi o umowy z podwykonawcami i spółka nie spodziewa się niespodzianek, jeśli chodzi o koszty,
- Spółka jest obecnie w trakcie dywersyfikacji portfela odbiorców – główne tematy to m.in. satelita telekomunikacyjny, nawigacyjny i wykonywanie operacji na orbicie,
- Aneks do umowy Mikroglob całkowicie zaspokoił potrzeby spółki w kontekście finansowania projektu Mikroglob; dodatkowo spółka obecnie dysponuje sporym finansowaniem własnym (poziom gotówki na koniec 1H25 wynosił 142,9 mln zł, w tym 19,3 mln zł zaliczek B+R; brak zadłużenia); spółka ma również zapewnione finansowanie projektu CAMILA,
- Opublikowane pod koniec sierpnia przez Ministerstwo Cyfryzacji założenia do krajowej polityki rozwoju technologii kwantowych wpisują się w obszar działalności Creotech Quantum (m.in. obliczenia kwantowe, QKD, kryptografia, sensoryka); spółka czeka na konkretne projekty wykonawcze w przyszłym roku,
- Projekt FENG „Przeprowadzenie badań nad innowacyjnym systemem satelitarnym przeznaczonym dla ładunków użytecznych o dużej masie własnej” – spółka przeszła do II fazy, jeśli otrzyma dotację, to w ciągu 2-3 lat może opracować platformę satelitarną o masie do ok. 200 kg (większe możliwości transportu ładunków użytecznych),
- Wydzwięk z telekonferencji oceniamy lekko pozytywnie.

Ostatnia rekomendacja: AKUMULUJ z dnia 15.09.2025 r. z ceną docelową 371 zł. Cena w dniu wydania 324 zł.

Krzysztof Radojewski

Zastępca Dyr. Dep. Analiz i Doradztwa

krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl

tel: +48 22 213 22 35

OBJAŚNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ ZASTOSOWANEJ W RAPORCIE ANALITYCZNYM

BV – wartość księgowa
EV – wycena rynkowa spółki powiększona o wartość długu odsetkowego netto
EBIT – zysk operacyjny
CF (CFO) – przepływy pieniężne z działalności operacyjnej
NOPAT – zysk operacyjny pomniejszony o hipotetyczny podatek od tego zysku
EBITDA – zysk operacyjny powiększony o amortyzację
EBITDAA – EBITDA skorygowana o zmianę wartości godziwej portfeli
EPS – zysk netto przypadający na 1 akcję
DPS – dywidenda przypadająca na 1 akcję
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

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 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 ocen, 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 24 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.

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 MOGŁYBY WPLYNĄĆ 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 lub innymi rodzajami transakcji, które prowadzi NS lub jakkolwiek 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. 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 jakkolwiek 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.

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 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 osiąganych 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.

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..

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 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.

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

Raport

- 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 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 Raport: Krzysztof Radojewski

Data i godzina zakończenia sporządzania Raportu: 26.09.2025, godz. 15:35. Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia Raportu: 26.09.2025, godz. 15:50.

Autorskie prawa majątkowe do Raportu przysługują Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Rozpowszechnianie lub powielanie Raportu (w całości lub w jakiegokolwiek części) bez pisemnej zgody Gieldy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. jest zabronione.

NS podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego..

Rekomendacje Noble Securities, które zostały rozpowszechnione w okresie ostatnich 12 m-cy:

Spółka	Zalecenie	Cena docelowa	Cena przy wydaniu	Cena bieżąca	Różnica do Ceny Docelowej	Data wydania (1)	Data ważności (2)	Sporządził (3)
Huuuge	Akumuluj	27,3	23,1	23,25	17%	24.09.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Dino Polska	Redukuj	40,0	46,0	42,82	-7%	23.09.2025	9M	Dariusz Dadej
Budimex	Akumuluj	560,0	518,2	505,80	11%	18.09.2025	9M	Dariusz Nawrot
Huuuge	Kupuj	27,8	22,0			18.09.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Creepy Jar	Trzymaj	495,0	455,0	446,00	11%	16.09.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Eurocash	Akumuluj	9,5	8,1	8,15	17%	15.09.2025	9M	Dariusz Dadej
Creotech Instruments	Akumuluj	371,0	324,0	327,00	13%	15.09.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Tauron PE	Sprzedaj	7,2	9,4	8,61	-17%	8.09.2025	9M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Akumuluj	338,0	295,0	280,00	21%	8.09.2025	9M	Dariusz Dadej
Bogdanka	Redukuj	19,2	23,2	23,40	-18%	19.08.2025	9M	Michał Sztabler
Forte	Kupuj	33,9	27,3	26,80	26%	18.08.2025	9M	Dariusz Dadej
Apator	Akumuluj	23,2	20,4	23,10	0%	22.07.2025	9M	Michał Sztabler
Selvita	Kupuj	51,1	31,9	37,20	37%	18.07.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Auto Partner	Kupuj	31,3	20,4	18,96	65%	3.07.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
InterCars	Kupuj	774,1	568,0	559,00	38%	30.06.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Ailleron	Kupuj	24,1	19,7	18,20	32%	25.06.2025	9M	Dariusz Dadej
Captor Therapeutics	Kupuj	86,0	32,5	37,30	131%	24.06.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Celon Pharma	Kupuj	33,7	21,8	21,70	55%	24.06.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Molecure	Kupuj	11,9	5,7	7,25	64%	24.06.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	59,7	30,1	26,95	122%	24.06.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Pepco Group	Akumuluj	21,9	19,4	25,69	-15%	13.06.2025	9M	Dariusz Dadej
MO-BRUK	Akumuluj	321,0	270,0			30.05.2025	9M	Dariusz Dadej
Photon Energy	nd	3,7	3,5	2,93	26%	21.05.2025	9M	Michał Sztabler
Noctiluca	nd	184,0	98,0	107,00	72%	15.05.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Mabion	nd	15,0	10,3	8,70	72%	15.05.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Sonel	nd	15,1	16,5	17,85	-15%	8.05.2025	9M	Michał Sztabler
Unibep	nd	14,3	10,6	10,85	32%	6.05.2025	9M	Dariusz Nawrot
Budimex	Sprzedaj	515,0	640,0	505,80	2%	29.04.2025	9M	Dariusz Nawrot
Answer.com	Akumuluj	31,3	27,9	31,20	0%	22.04.2025	9M	Dariusz Dadej
TOYA	nd	12,4	6,4	9,45	31%	17.04.2025	9M	Dariusz Nawrot
MCI Capital	nd	42,2	23,9	28,80	47%	11.04.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Budimex	Trzymaj	510,0	529,0			7.04.2025	9M	Dariusz Nawrot
Aplisens	nd	24,3	19,6	18,40	32%	2.04.2025	9M	Michał Sztabler
Ryvu Therapeutics	Kupuj	59,8	19,3			24.03.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Dino Polska	Sprzedaj	35,8	48,8			19.03.2025	9M	Dariusz Dadej
Eurocash	Akumuluj	9,9	9,3			19.03.2025	9M	Dariusz Dadej
Budimex	Sprzedaj	510,0	632,0			13.03.2025	9M	Dariusz Nawrot
Bioton	nd	4,5	3,5	4,45	2%	5.03.2025	9M	Krzysztof Radojewski
LPP	Kupuj	23300,0	18140,0	17790,00	31%	3.03.2025	9M	Dariusz Dadej
Huuuge	Kupuj	25,4	17,3			3.03.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Celon Pharma	Kupuj	37,5	23,2			21.02.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Budimex	Redukuj	510,0	557,0			14.02.2025	9M	Dariusz Nawrot
Torpol	Trzymaj	39,4	39,7	48,85	-19%	12.02.2025	9M	Dariusz Nawrot
XTB	Kupuj	81,3	64,9	72,06	13%	11.02.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Forte	Akumuluj	33,8	31,4			6.02.2025	9M	Dariusz Dadej
Photon Energy	nd	5,4	4,4			3.02.2025	9M	Michał Sztabler
Answer.com	Trzymaj	26,8	28,2			13.01.2025	9M	Dariusz Dadej
Unibep	nd	11,7	7,0			20.12.2024	9M	Dariusz Nawrot
11bit studios	Kupuj	242,9	162,0	180,00	35%	19.12.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Ailleron	Akumuluj	24,0	20,1			16.12.2024	9M	Dariusz Dadej
Budimex	Kupuj	550,0	460,0			12.12.2024	9M	Dariusz Nawrot
Sonel	nd	16,6	15,4			12.12.2024	9M	Michał Sztabler
CD Projekt	Kupuj	222,9	169,2	251,40	-11%	2.12.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Bogdanka	Trzymaj	22,3	23,0	23,40	-5%	2.12.2024	9M	Michał Sztabler
Wielton	Trzymaj	5,3	5,5	7,28	-27%	2.12.2024	9M	Michał Sztabler
XTB	Kupuj	88,6	70,7			29.11.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Toya	nd	12,4	7,5			29.11.2024	9M	Dariusz Nawrot
Molecure	Kupuj	17,6	10,3			29.11.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Selvita	Kupuj	70,6	53,5			27.11.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Tauron PE	Akumuluj	3,9	3,6			26.11.2024	9M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Akumuluj	394,7	332,0			22.11.2024	9M	Dariusz Dadej
Pepco Group	Kupuj	20,7	15,8			20.11.2024	9M	Dariusz Dadej
Torpol	Kupuj	36,0	29,9			15.11.2024	9M	Dariusz Nawrot
11 bit studios	Kupuj	423,0	269,0			14.11.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	74,4	48,6			14.11.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Budimex	Akumuluj	540,0	503,0			6.11.2024	9M	Dariusz Nawrot
Amica	Kupuj	82,3	58,0	59,50	38%	4.11.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
PGE	Redukuj	6,2	6,8	10,53	-42%	18.10.2024	9M	Michał Sztabler
Torpol	Akumuluj	36,5	32,4			14.10.2024	9M	Dariusz Nawrot
Captor Therapeutics	Kupuj	127,9	73,0			8.10.2024	9M	Krzysztof Radojewski
MCI Capital	nd	43,7	27,1			30.09.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Creepy Jar	Kupuj	575,4	359,0			26.09.2024	9M	Mateusz Chrzanowski

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

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

DEPARTAMENT ANALIZ I DORADZTWA**Sobiesław Kozłowski, MPW**sobieslaw.kozlowski@noblesecurities.pl

tel: +48 22 213 22 39

Modelowe portfele, strategia i banki

Krzysztof Radojewskikrzysztof.radojewski@noblesecurities.pl

tel: +48 22 213 22 35

Biotechnologia

Michał Sztablermichal.sztabler@noblesecurities.pl

tel: +48 22 213 22 36

Spółki przemysłowe, energetyka, wydobywanie

Dariusz Dadejdariusz.dadej@noblesecurities.pl

tel: +48 22 660 24 83

mobile: +48 781 910 497

Handel detaliczny, przemysł

Krzysztof Ojczyk, MPWkrzysztof.ojczyk@noblesecurities.pl

tel: +48 12 422 31 00

Analiza techniczna

Mateusz Chrzanowskimateusz.chrzanowski@noblesecurities.pl

Przemysł, automotive, gaming, XTB

Dariusz Nawrotdariusz.nawrot@noblesecurities.pl

tel. +48 783 391 515

Przemysł, budownictwo, deweloperzy, chemia

Jacek Borawskijacek.borawski@noblesecurities.pl

Analiza techniczna

DEPARTAMENT OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH**Jacek Paszkowski, CFA**jacek.paszkowski@noblesecurities.pl

tel: +48 22 244 13 02

mobile: +48 783 934 027

Piotr Dudzińskipiotr.dudzinski@noblesecurities.pl

tel: +48 22 244 13 04