

Creotech Instruments - zapowiada się dobry 2026 rok

Pozytywny wpływ na wyniki Creotech Instruments za pierwsze trzy kwartały 2025 miała przede wszystkim realizacja kontraktów Mikroglob i CAMILA. Przychody w tym okresie wyniosły nieco ponad 95 mln zł i były ponad trzykrotnie wyższe niż w analogicznym okresie 2024 roku. Z racji realizacji bardzo dużego kontraktu Mikroglob, wyniki finansowe spółki są uzależnione od fakturowania w ramach tego zlecenia – jeśli faktura zostanie wystawiona jeszcze w 4Q25, to wpłynie pozytywnie na wyniki tegoroczne (co zakładamy), w przeciwnym razie poprawi wyniki pierwszego kwartału przyszłego roku. Tak czy inaczej, 2026 rok zapowiada się jako rekordowy pod względem wyników finansowych w spółce. W wyniku aktualizacji naszych prognoz korygujemy cenę docelową z 371 zł do 390 zł i podtrzymujemy rekomendację AKUMULUJ.

Wyniki 1-3Q25 – segment kosmiczny się rozpędza

Po trzech kwartałach 2025 roku przychody Creotech wyniosły 95,1 mln zł (+314% r/r), głównie dzięki realizacji projektu Mikroglob i w mniejszym stopniu CAMILA, co sprawia, że dominujący udział w przychodach ma segment kosmiczny (88,7%). Segment kwantowy odpowiadał za 8,9% przychodów i również dynamicznie się rozwija przed planowanym upublicznieniem spółki kwantowej w 2026 roku. EBITDA łączna za okres wyniosła 5,8 mln zł i odzwierciedla etap, w którym spółka ponosi koszty związane ze skalowaniem działalności pod duże kontrakty kosmiczne, przy jednocześnie wczesnej realizacji projektu „Mikroglob” (zaawansowanie ok. 14% wartości). Spółka dysponuje wysoką płynnością (108 mln zł) wystarczającą do obsługi portfela zleceń.

Konstelacja PIAST już w kosmosie

Satelity PIAST zostały wysłane w przestrzeń kosmiczną pod koniec listopada. Spółce udało się nawiązać dwukierunkową, stabilną łączność 29 listopada, a system dystrybucji energii elektrycznej, który zawiódł w poprzedniej misji (Eagle Eye), działa w 100% sprawnie. Sukces tej misji testowej oznacza, że Polska po raz pierwszy posiada własne zdolności (z własnymi prawami własności intelektualnej) do umieszczania i obsługi własnych satelitów i systemów instrumentów optycznych w kosmosie, a Creotech potwierdził swoją pozycję rynkową jako dostawca takich rozwiązań.

Nowa składka ESA i praca nad dywersyfikacją backlogu

Rada Ministerialna ESA, która miała miejsce pod koniec listopada, wyznaczyła kierunki rozwoju europejskiego sektora kosmicznego, mające kluczowe znaczenie dla przyszłych kontraktów i alokacji budżetów w ramach mechanizmu GeoReturn. Polska w latach 2026–2028 przeznaczy 731 mln EUR na składkę do ESA, z czego ok. 550 mln EUR trafi na programy opcjonalne, co oznacza podwojenie wcześniejszych wpłat i zapewni udział w kluczowych projektach kosmicznych. Creotech zbudował ekspozycję na obszary objęte programami opcjonalnymi, tym samym może istotnie skorzystać na zleceniach finansowanych w ramach nowej składki.

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.

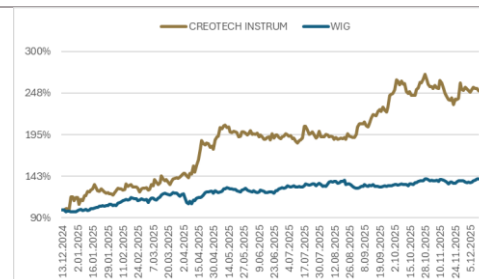
Wartość akcji Creotech Instruments oszacowano na podstawie wyceny metodą DCF (348 zł, waga 75%) i porównawczą (402 zł, waga 25%), co implikuje wycenę w horyzoncie 9-mies. na 390 zł.

mln zł	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży	44	36	201	369	385
EBITDA	-9	-17	36	83	83
EBIT	-17	-25	22	68	68
zysk netto	-14	-20	22	56	56
P/E (x)	nd	nd	46	18	18
EV/EBITDA (x)	nd	nd	25	11	10

Źródło: Spółka (2023-2024), Noble Securities (2025P-2027P)

AKUMULUJ (Aktualizacja – podtrzymana)

Kurs	355 zł
Wycena (9M)	390 zł
Potencjał wzrostu	10%
Kapitalizacja	1013 mln zł
Free float	57,42%
Śr. Wolumen 6M	6 237



Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities

PROFIL SPÓŁKI

Creotech Instruments jest największą polską firmą produkującą i dostarczającą na światowy rynek technologie kosmiczne oraz specjalistyczną elektronikę i aparaturę, m.in. na potrzeby komputerów kwantowych, kryptografii kwantowej. Zatrudnia ponad 300 osób.

STRUKTURA AKCJONARIATU

Allianz Polska OFE	9,83%
Agencja Rozwoju Przemysłu	9,50%
Paweł Kasprovicz	7,41%
Katarzyna Kubrak	7,41%
Pozostali	65,85%

Źródło: Serwis informacyjny biznes.pap.pl, Noble Securities

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

Spis treści

WYCENA.....	3
WYCENA METODĄ DCF	3
WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ	4
Ostatnie wydarzenia	5
Wyniki 1-3Q25	5
Dofinansowanie projektu CERBER	6
Aneks do projektu CAMILA	6
Rozpoczęcie postępowania ws. zatwierdzenia prospektu Creotech Quantum S.A.	6
Porozumienie o współpracy z hiszpańską firmą Satlantis	6
Umowa wykonawcza ze Scanway na realizację projektu CAMILA.....	6
Zwiększenie polskiej składki do ESA do 731 mln EUR szansą dla Creotech i krajowych firm kosmicznych	6
Zaakceptowanie przez ESA dokumentacji w ramach przeglądu projektu CAMILA	7
Nawiązanie łączności z trzema satelitami konstelacji PIAST	7
Projekt ustawy o działalności kosmicznej	7
Creotech Instruments zrealizuje kontrakt ESA na prototyp obserwatorium bezpieczeństwa kosmicznego	8
SpaceX zadebiutuje na giełdzie w 2026 roku	8
Pozytywna rekomendacją PARP na dofinansowanie w wysokości 26,2 mln zł.....	8
AKTUALIZACJA PROGNOZ FINANSOWYCH	8

WYCENA

Akcje Creotech Instruments wyceniliśmy przy wykorzystaniu 2 metod: DCF oraz porównawczą przypisując im odpowiednio wagi 75% i 25% (bez zmian), wyznaczając wycenę w horyzoncie 9-miesięcznym równą 390 zł.

W tabeli poniżej prezentujemy podsumowanie wyceny:

Podsumowanie wyceny	Waga (x)	Wycena 1 akcji (zł)	Poprzednio	Zmiana %
Wycena DCF	0,75	348	328	6%
Wycena porównawcza	0,25	402	388	4%
Średnia ważona metod		361	343	5%
Cena docelowa (9M)		390	371	5%
Cena aktualna		355	324	10%
Potencjał		10%	15%	
Źródło: Noble Securities				

WYCENA METODĄ DCF

Założenia do modelu:

- Wartość przepływów pieniężnych dyskontowana na początek 2026 r. (poprzednio października 2025 r.), wyceniamy całą firmę jako jedną całość (część, kosmiczną, kwantową i inne),
- CAPEX: 20 mln zł rocznie,
- Stopa wzrostu po okresie szczegółowej prognozy na poziomie 2%,
- Parametr beta na poziomie 1,0, stopa wolna od ryzyka na poziomie 5,36% (średnia rentowność polskich obligacji 10-letnich; poprzednio 5,48%), 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	368,8	384,5	401,6	433,1	469,8	512,8	563,9	625,3	699,7	713,6
NOPAT	55,3	55,2	55,0	62,7	72,7	85,7	97,5	111,7	129,1	131,8
Amortyzacja	14,5	14,7	14,9	15,1	15,3	15,5	15,7	15,9	16,1	16,3
Zmiany KON	-28,6	-1,7	-1,7	-5,7	-6,8	-8,4	-9,0	-10,8	-13,1	-2,3
CAPEX	-20,0	-20,0	-20,0	-20,0	-20,0	-20,0	-20,0	-20,0	-20,0	-20,0
FCFF	21,2	48,1	48,2	52,1	61,2	72,8	84,2	96,8	112,1	125,8
WACC	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%
Współczynnik dyskonta	0,90	0,81	0,73	0,66	0,60	0,54	0,49	0,44	0,40	0,36
DFCF	19,1	39,2	35,4	34,6	36,6	39,3	41,0	42,6	44,5	45,0
SUMA DFCF do 2035	377,2									
Wzrost FCFF po okresie prognozy	2%									
Wartość rezydualna na 2035	1 454,7									
Zdyskontowana wartość rezydualna	520,7									
Wartość Firmy (EV)	897,9									
Prognoz. dług netto 31.12.2025	-94,1									
Udziałowcy mniejszościowi	0,0									
Wartość kapitałów własnych	992,0									
Liczba akcji (w mln.)	2,9									
Wartość na 1 akcję	348									
Źródło: Noble Securities										

Analiza wrażliwości					
	Stopa wzrostu rezydualna				
	0%	1%	2%	3%	4%
WACC - 1,0%	330	348	370	398	433
WACC - 0,5%	320	338	359	385	419
WACC	311	327	348	373	406
WACC + 0,5%	302	318	337	361	393
WACC + 1,0%	293	308	327	350	380

Poniżej prezentujemy kalkulację kosztu kapitału własnego oraz WACC:

WACC	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Stopa wolna od ryzyka	5,36%	5,36%	5,36%	5,36%	5,36%	5,36%	5,36%	5,36%	5,36%	5,36%
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	10,82%	10,82%	10,82%	10,82%	10,82%	10,82%	10,82%	10,82%	10,82%	10,82%
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	5,67%	5,67%	5,67%	5,67%	5,67%	5,67%	5,67%	5,67%	5,67%	5,67%
Dług netto/EV	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
WACC	10,82%	10,82%	10,82%	10,82%	10,82%	10,82%	10,82%	10,82%	10,82%	10,82%

Źródło: Noble Securities

WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Podobnie jak w poprzedniej analizie, przedstawiamy wycenę porównawczą Creotech względem różnych grup podmiotów działających w sektorze kosmicznym. Ostatecznie jako grupę referencyjną przyjęliśmy firmy zajmujące się produkcją i sprzedażą komponentów oraz systemów do zastosowań kosmicznych. Uważamy, że jest to najbardziej adekwatna grupa porównawcza dla Creotech Instruments, dlatego stanowi podstawę naszej wyceny. Wycenę porównawczą wyznaczamy na bazie wskaźnika EV/Sales w latach 2025-2027 (bez zmian). Wskaźniki dla pozostałych grup oraz teoretyczne wyceny oparte na wskaźnikach EV/EBITDA przedstawiamy jedynie w celach obrazowych. Nasza wycena porównawcza implikuje wartość spółki na akcję w wysokości 402 zł (vs poprzednio 388 zł). Dodatkowo zastosowaliśmy uproszczenie poprzez uwzględnienie skonsolidowanych przychodów Creotech Instruments (uwzględniające również przychody z technologii kwantowych). Gdyby wyliczyć przychody z działalności kwantowej wycena porównawcza byłaby niższa – wtedy jednak pojawiłaby się trudność w znalezieniu odpowiedniej grupy porównawczej i wyceny dla części kwantowej.

Podsumowanie wyceny porównawczej:

Spółka	Kapitalizacja (mln PLN)	EV/EBITDA (x)			EV/Sales (x)		
		2025P	2026P	2027P	2025P	2026P	2027P
	Rakiety, wynoszenie w kosmos						
ROCKET LAB	115 460		7807,4	177,3	52,9	36,1	25,9
FIREFLY AEROSPACE	11 647			74,2	14,7	5,1	2,8
AVIO SPA	5 581	39,7			2,7		
Średnia			7807,4	125,8	23,5	20,6	14,3
	Obserwacja ziemi i obrazowanie						
PLANET LABS PBC	20 171		665,1	337,0	20,0	16,5	13,1
BLACKSKY TECHNOLOGY INC	2 326		29,4	10,9	6,4	4,9	3,6
SPIRE GLOBAL INC	1 141				2,4	2,3	
Średnia			347,2	173,9	9,6	7,9	8,3
	Komponenty, podsystemy, platformy						
REDWIRE CORP	3 914		34,9	35,1	4,4	3,1	2,8
INTUITIVE MACHINES INC	6 987		25,3		7,8	2,7	3,8
MDA SPACE LTD	8 412	11,0	10,0	8,9	2,2	1,9	1,7
THALES SA	197 524	13,4	12,5	11,2	2,3	2,1	2,0
GOMSPACE GROUP AB	975	55,1	31,2	24,2	5,9	4,5	4,0
Średnia		26,5	22,8	19,8	4,5	2,9	2,9
Wartość przyjęta do wyceny Creotech		26,5	22,8	19,8	4,5	2,9	2,9
Implikowana wartość akcji Creotech		371	700	633	350	412	444
Waga					33,33%	33,33%	33,33%
Implikowana wartość godziwa akcji Creotech		402					

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities, dane na 17.12.2025 r. godz. 13:10

Ostatnie wydarzenia

Wyniki 1-3Q25

Przychody w 3Q25 wyniosły 20,6 mln zł (vs nasza prognoza 20,7 mln zł), dynamika r/r wyniosła +202%, a w ujęciu 1-3Q25 przychody osiągnęły 95,1 mln zł (vs 23,0 mln zł w 1-3Q24, +314% r/r). EBITDA w 3Q25 wyniosła -5,1 mln zł (vs nasza prognoza -3,1 mln zł), a w okresie 1-3Q25 EBITDA osiągnęła 5,9 mln zł (vs -11,2 mln zł w 1-3Q24); różnica w stosunku do naszych prognoz wynika m.in. z nieco wyższych kosztów operacyjnych okresu od naszych założeń – wyniosły 29,4 mln zł vs 27,4 mln zł nasza prognoza. EBIT w 3Q25 wyniósł -8,7 mln zł (vs nasza prognoza -6,9 mln zł), natomiast w 1-3Q25 EBIT wyniósł -4,7 mln zł (vs -17,2 mln zł w 1-3Q24). Wynik netto w 3Q25 wyniósł -6,6 mln zł (vs nasza prognoza -6,4 mln zł), czyli nieznacznie poniżej oczekiwań; a w okresie 1-3Q25 strata netto zmniejszyła się do -3,0 mln zł (vs -14,5 mln zł w 1-3Q24). Poziom gotówki w spółce na koniec wynosił ok. 108 mln zł.

(mln zł)	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	r/r		1-3Q24	1-3Q25	r/r
Przychody	6,8	12,5	25,0	49,5	20,6	202%		23,0	95,1	314%
Space	0,5	6,2	20,4	43,9	15,0			6,6	79,3	
Kwanty	4,2	5,2	3,9	4,3	5,1	21%		11,8	13,3	13%
Pozostałe	2,2	1,1	0,7	1,2	0,5	-75%		4,6	2,5	-46%
EBITDA	-6,1	-5,7	4,5	6,4	-5,1	-17%		-11,2	5,9	
Space	-2,5	0,7	7,9	12,1	2,4			-2,7	22,4	
Kwanty	-1,2	-1,6	-1,6	-1,9	-4,0	230%		-1,6	-7,4	
Pozostałe	-2,3	-4,8	-1,8	-3,9	-3,4	47%		-6,9	-9,1	
EBIT	-8,0	-7,7	1,4	2,6	-8,7	9%		-17,2	-4,7	
Wynik netto	-7,0	-5,9	1,4	2,1	-6,6	-6%		-14,5	-3,0	

Źródło: Creotech Instruments (3Q24-3Q25), Noble Securities - 3Q25P

Przychody:

Przychody w 3Q25 wyniosły 20,6 mln zł (vs nasza prognoza 20,7 mln zł), dynamika r/r wyniosła +202%, a w ujęciu 1-3Q25 przychody osiągnęły 95,1 mln zł (vs 23,0 mln zł w 1-3Q24, +314% r/r). Największy procentowy udział w przychodach miały segment projektów kosmicznych (88,7%) oraz segment systemów kwantowych (8,9%). W 3Q25 największy wpływ na przychody miał realizowany w ramach segmentu kosmicznego kontrakt CAMILA. Spółka podała, że kolejna transza z tytułu realizacji kolejnej fazy projektu Mikroglob zostanie prawdopodobnie ujęta w wynikach za IV kwartał 2025 roku.

EBITDA:

Pozytywny wpływ na wynik w 3Q25 miał segment kosmiczny – EBITDA tego segmentu wyniosła 2,4 mln zł. Spadek w porównaniu z 2Q25 wynika z braku zafakturowania w tym kwartale istotnych przychodów z projektu Mikroglob. Segment kwantowy wygenerował w 3Q25 stratę EBITDA na poziomie 4 mln zł. W segmencie kwantowym widoczny jest istotny wzrost kosztów (9 mln zł vs 6,3 mln zł w 2Q25), co przypisujemy dynamicznemu rozwojowi tego segmentu przed wydzieleniem spółki i debiutem na GPW w 2026 roku. Segment pozostałe i niealokowane nie przyniósł większych zaskoczeń.

Mikroglob:

W 3Q25 spółka rozpoznała jedynie niewielkie przychody z tytułu tego projektu. Do końca III kwartału 2025 roku zafakturowano jedynie ok. 14% wartości kontraktu i podano, że kolejna transza z tytułu realizacji kolejnej fazy projektu Mikroglob zostanie prawdopodobnie ujęta w wynikach za IV kwartał 2025 roku.

CAMILA:

W 3Q25 spółka zaksięgowała w ramach realizacji tego kontraktu ok. 11 mln zł; faktura na kwotę 1,2 mln EUR została wystawiona po dniu bilansowym, a więc już w 4Q25; Projekt ten jest rozpoznawany w rachunku zysków i strat zgodnie z zawansowaniem realizacji.

Dofinansowanie projektu CERBER

Creotech Instruments 26 września 2025 roku podpisał umowę z Polską Agencją Rozwoju Przedsiębiorczości na realizację projektu "System Radiowej Komunikacji - CERBER" o wartości netto ponad 10,4 mln zł, z dofinansowaniem PARP wynoszącym około 5,1 mln zł. Projekt, realizowany w ramach funduszy europejskich dla nowoczesnej gospodarki, ma na celu rozwój systemu bezpiecznej komunikacji dla małych satelitów i zwiększenie potencjału produktowego spółki w sektorze kosmicznym. W kontekście dotacji przypominamy również, że projekt spółki w konkursie FENG „Przeprowadzenie badań nad innowacyjnym systemem satelitarnym przeznaczonym dla ładunków użytecznych o dużej masie własnej” przeszedł do II fazy i jeśli Creotech otrzyma dotację, to w ciągu 2-3 lat może opracować satelity o masie do ok. 200 kg, co oznacza m.in. większe możliwości transportu ładunków użytecznych i wejście na rynek o mniejszej konkurencji.

Aneks do projektu CAMILA

3 października 2025 roku Creotech Instruments S.A. poinformował o otrzymaniu od Europejskiej Agencji Kosmicznej zaakceptowanego aneksu do umowy na realizację projektu CAMILA. Aneks obejmuje aktywację dwóch dodatkowych opcji: dostawę, wyniesienie i uruchomienie czwartego satelity obserwacyjnego opartego na platformie HyperSat Eagle 2.0 oraz zapewnienie dostępu do komercyjnej sieci stacji naziemnych. W wyniku rozszerzenia wartość kontraktu wzrosła o ok. 7,1 mln EUR, osiągając łącznie ponad 59 mln EUR, z czego ok. 29,1 mln EUR przypadnie Creotech Instruments. Nowe rozwiązania zwiększają elastyczność i możliwości operacyjne systemu, a także potwierdzają dojrzałość technologii HyperSat w zastosowaniach wielomisyjnych. Zakończenie realizacji projektu CAMILA planowane jest na listopad 2029 roku, a Spółka nie wyklucza dalszych rozszerzeń kontraktu w przyszłości.

Rozpoczęcie postępowania ws. zatwierdzenia prospektu Creotech Quantum S.A.

Creotech Quantum S.A. złożył 30 września 2025 roku prospekt do Komisji Nadzoru Finansowego w celu wydzielenia spółki z Creotech Instruments i wprowadzenia jej akcji na główny rynek GPW, planowanego na II kwartał 2026 roku. Proces ten ma na celu przyspieszenie komercjalizacji technologii kwantowych oraz dostęp do nowych źródeł finansowania.

Porozumienie o współpracy z hiszpańską firmą Satlantis

W październiku 2025 r. Creotech Instruments podpisał porozumienie o współpracy z hiszpańską firmą Satlantis, specjalizującą się w optoelektronicznych rozwiązaniach dla sektora kosmicznego. Celem współpracy jest opracowanie nowej generacji satelitów obserwacji Ziemi o bardzo wysokiej rozdzielczości, wykorzystujących technologie elektrooptyczne i termiczne, w tym podczerwień. Partnerzy planują integrację swoich kompetencji i zasobów w ramach programów ESA oraz UE, rozwijając polsko-hiszpańską kooperację w sektorze kosmicznym. Creotech wniesie doświadczenie w projektowaniu platform satelitarnych, a Satlantis – zaawansowane technologie obrazowania, co ma umożliwić tworzenie innowacyjnych systemów obserwacyjnych. Satlantis działa globalnie, oferując kompleksowe rozwiązania dla małych satelitów i posiada biura w Hiszpanii, Francji oraz USA.

Umowa wykonawcza ze Scanway na realizację projektu CAMILA

Również w październiku Creotech podpisał umowę wykonawczą ze Scanway, określającą szczegóły współpracy w ramach projektu CAMILA. W ramach kontraktu Scanway dostarczy dwa teleskopy optyczne do obserwacji Ziemi dla Creotech, który jest generalnym wykonawcą projektu. Wartość całej umowy wynosi około 3,55 mln EUR, uwzględniając wcześniej uruchomione środki w ramach Authorization to Proceed. Umowa przewiduje możliwość rozszerzenia o dodatkowy teleskop wysokiej rozdzielczości oraz wsparcie w operowaniu satelitami po wyniesieniu konstelacji. Potencjalne rozszerzenie kontraktu jest wycenione na maksymalnie 0,85 mln EUR.

Zwiększenie polskiej składki do ESA do 731 mln EUR szansą dla Creotech i krajowych firm kosmicznych

Polska podjęła historyczną decyzję strategiczną, znacząco zwiększając swoje zaangażowanie finansowe w Europejskiej Agencji Kosmicznej (ESA) na lata 2026–2028. Łączna składka Polski na ten trzyletni okres wyniesie 731 milionów EUR. Kwota ta stanowi najwyższą składkę w historii członkostwa Polski w ESA i jest wzrostem o około 250 milionów EUR w stosunku do poprzedniej rundy (496 mln EUR). Poprzednia perspektywa finansowa, w której Polska zwiększała swój udział, dotyczyła lat 2023–2025. Dzięki nowej deklaracji Polska awansuje na pozycję jednego z poważniejszych graczy w ESA, plasując się na ósmym miejscu wśród płatników. To zaangażowanie jest postrzegane jako inwestycja w autonomię, odporność i konkurencyjność polskiego przemysłu i nauki, a także jako wyraz realizacji ambitnej strategii w przestrzeni kosmicznej.

Finansowanie ESA opiera się na dwóch rodzajach programów – obowiązkowych, finansowanych proporcjonalnie do dochodu narodowego państw członkowskich oraz opcjonalnych, które są finansowane dobrowolnie. Zwiększenie składki na programy opcjonalne jest kluczowe dla krajowego sektora kosmicznego, ponieważ pieniądze te wracają do kraju w postaci zamówień, kontraktów i transferu technologii, zgodnie z regułą zwrotu geograficznego. Tym samym ponad 90% wpłaconych środków ma wrócić do polskich firm i instytucji naukowych na realizację projektów. **Polska na lata 2026–2028 przeznaczyła na nie ok. 550 mln EUR, podwajając wcześniejsze składki, co umożliwi udział w projektach związanych m.in. z obserwacją Ziemi, łącznością satelitarną, transportem kosmicznym i bezpieczeństwem.**

Przybliżona oczekiwana dystrybucja na poszczególne programy opcjonalne:

60 mln EUR	165 mln EUR	30 mln EUR	85 mln EUR	60 mln EUR	49 mln EUR	50 mln EUR	40 mln EUR
European Exploration Envelope Programme	Earth Observation	Navigation	Connectivity and Secure Communication	Space Safety	Space Transportation Systems	General Support Technology Programme	Prodex
Silna koncentracja na programach księżycowych. Creotech realizuje jeden z takich programów – Lunar Mapper (aka. Twardowski)	Silna koncentracja na programach dual-use w obszarze tzw. European Resilience from Space. Programy mogą być synergiczne z projektami typu CAMILA	Najsilniej wsparty komponent LEO-PNT, czyli tzw. niskoorbitaalnej nawigacji satelitarnej, która jest w obszarze zainteresowania Creotech	Silna koncentracja na systemach kwantowych oraz na systemach telekomunikacji na niskiej orbicie okołozemskiej. Oba tematy pozostają w obszarze zainteresowania Creotech	Creotech Instruments S.A. realizuje obecnie m.in. program satelity pogody kosmicznej, który pozostaje w obszarze Space Safety. Również systemy kamerowe, które Creotech Instruments S.A. sprzedaje pozostają w tym obszarze	Wsparte rakiety oraz program Raven (serwisowanie na orbicie). PIAP Space jest liderem tego programu, Creotech rozmawia aktualnie na temat uczestnictwa w tym programie z platformą HyperSat	Jest to program generalnego rozwoju technologii – przewidujemy stosunkowo dużo małych projektów wsparcia. Creotech jako jeden z odbiorców finansowania	Programy przeznaczone dla misji naukowych, dla polskich naukowców opracowujących sprzęt dla misji ESA. Creotech jest naturalnym partnerem m.in. w obszarze produkcji opracowanych systemów (certyfikowana produkcja dla ESA)

Źródło: Creotech Instruments

Zaakceptowanie przez ESA dokumentacji w ramach przeglądu projektu CAMILA

26 listopada 2025 roku Creotech Instruments S.A. zakończył z sukcesem przegląd Requirements Key Point w projekcie CAMILA, realizowanym dla Europejskiej Agencji Kosmicznej. Spółka otrzyma dodatkowe wynagrodzenie w wysokości ok. 1,2 mln EUR, co daje łączną wartość wynagrodzenia za ten etap na poziomie ok. 4,3 mln EUR. Około 35% tej kwoty trafi bezpośrednio do spółki, a pozostała część do podwykonawców projektu.

Nawiązanie łączności z trzema satelitami konstelacji PIAST

29 listopada 2025 r. Creotech Instruments S.A. i Wojskowa Akademia Techniczna poinformowały o nawiązaniu dwukierunkowej łączności ze wszystkimi trzema satelitami konstelacji PIAST (PIAST-M, PIAST-S1, PIAST-S2), wyniesionymi dzień wcześniej na orbitę w ramach misji Transporter-15 rakiety Falcon 9. Odebrane zostały wstępne dane telemetryczne dotyczące podsystemów satelitów, które obecnie podlegają analizie. Program PIAST, realizowany przez konsorcjum pod przewodnictwem Wojskowej Akademii Technicznej, ma na celu budowę polskich zdolności satelitarnych w zakresie obserwacji Ziemi, zapewniając Siłom Zbrojnym RP i administracji publicznej dostęp do niezależnych danych obrazowych. Satelity wyposażone w sensory optyczne będą dostarczać zobrazowania o rozdzielczości 5–10 m, wspierając m.in. rozpoznanie wojskowe i zarządzanie kryzysowe. Uzyskanie łączności stanowi kluczowy etap misji i potwierdza prawidłowe działanie systemów po separacji i stabilizacji na orbicie.

Podczas ostatniej telekonferencji w ramach GPW Innovation Day 8 grudnia 2025 roku, prezes spółki Grzegorz Brona powiedział, że pierwsze dane z tej testowej konstelacji, w tym pierwsze zdjęcie wykonane przez jednego z satelitów zostało już odebrane. Wskazał również, że system dystrybucji energii elektrycznej, który zawiódł w poprzedniej misji (Eagle Eye), działa w 100% sprawnie. Wg prezesa system ten przeszedł już ponad 500 cykli ładowania i rozładowywania poza atmosferą ziemską, co domyka testy platformy Hypersat. Sukces tej misji testowej oznacza, że Polska po raz pierwszy posiada własne zdolności (z własnymi prawami własności intelektualnej) do umieszczania i obsługi własnych satelitów i systemów instrumentów optycznych w kosmosie. Prezes Brona zaznaczył, że polskie podmioty są w stanie zrealizować cały łańcuch wartości — od zrobienia zdjęcia, poprzez analizę na orbicie, przesłanie go do stacji naziemnej w Polsce, aż po końcową analizę danych.

Projekt ustawy o działalności kosmicznej

Na początku grudnia 2025 roku Rada Ministrów przyjęła projekt pierwszej w Polsce ustawy o działalności kosmicznej, opracowany przez Ministerstwo Finansów i Gospodarki. Dzięki niej firmy, instytucje naukowe oraz administracja publiczna będą mogły sprawniej wykorzystywać technologie kosmiczne, w tym dane satelitarne, co wspiera rozwój innowacyjnych projektów dedykowanych m.in. zarządzaniu kryzysowemu i monitorowaniu środowiska. Nowe regulacje wprowadzają wymóg uzyskania zezwolenia Prezesa Polskiej Agencji Kosmicznej na prowadzenie działalności kosmicznej, objęcie operatorów ubezpieczeniem OC oraz odpowiedzialność za szkody związane z obiektami kosmicznymi. Ustawa zobowiązuje także do prowadzenia krajowego rejestru obiektów kosmicznych, ustanowienia nadzoru państwowego oraz procedur dotyczących awarii i śmieci kosmicznych. W ocenie rządu, dzięki tym rozwiązaniom Polska zyska stabilne ramy prawne, które wzmocnią współpracę nauki i biznesu, zaspokoją międzynarodowe zobowiązania i zwiększą efektywne wykorzystanie danych satelitarnych.

Creotech Instruments zrealizuje kontrakt ESA na prototyp obserwatorium bezpieczeństwa kosmicznego

7 listopada 2025 r. Creotech Instruments S.A. podpisał umowę z Europejską Agencją Kosmiczną na realizację projektu „TELESCOPE ARRAY FUNCTIONAL PROTOTYPE” w ramach Programu Bezpieczeństwa Kosmicznego ESA. Projekt ma na celu stworzenie prototypu zdalnego obserwatorium naziemnego do wykrywania obiektów bliskich Ziemi. Wartość kontraktu wynosi 1,6 mln EUR, z czego ESA finansuje 1,28 mln EUR, a pozostałą część pokrywają partnerzy projektu. Creotech jest głównym wykonawcą, odpowiada za dostawę kamer astronomicznych sCMOS, akcesoriów oraz zarządzanie projektem. Wartość prac po stronie spółki to ok. 500 tys. EUR, z czego 73,6% pochodzi z ESA, a 26,4% z własnych środków. Realizacja potrwa około 12 miesięcy, a warunki umowy są standardowe dla tego typu projektów.

SpaceX zadebiutuje na giełdzie w 2026 roku

10 grudnia, media finansowe podały, powołując się na swoje źródła, że SpaceX planuje przeprowadzić ofertę publiczną (IPO) w 2026 roku, aby pozyskać ponad 25 miliardów dolarów, co może podnieść jej wycenę do ponad 1 biliona dolarów. Byłaby to jedna z największych ofert w historii globalnych rynków. Decyzja jest napędzana szybkim rozwojem biznesu Starlink, w tym planami bezpośredniej łączności z urządzeniami mobilnymi oraz postępami w programie rakiety Starship, przeznaczonej do misji na Księżyc i Marsa. Rozmowy z bankami dotyczące IPO mają rozpocząć się w połowie 2026 roku, a analitycy przewidują, że debiut SpaceX może pobudzić rynek i skłonić inne duże firmy technologiczne do wejścia na giełdę. Środki z emisji mają zostać przeznaczone m.in. na rozwój kosmicznych centrów danych i zakup zaawansowanych chipów.

Pozytywna rekomendacja PARP na dofinansowanie w wysokości 26,2 mln zł

W grudniu 2025 roku Creotech Instruments uzyskał pozytywną ocenę i rekomendację do dofinansowania w programie FENG – Ścieżka SMART, z kwotą ponad 26,2 mln zł na projekt innowacyjnego systemu satelitarnego dla ładunków o dużej masie. Projekt SWAN ma przyspieszyć rozwój platformy HyperSat i wzmocnić ofertę spółki w segmencie satelitów około 200 kg, wspierając budowę złożonych, multimisyjnych systemów satelitarnych.

AKTUALIZACJA PROGNOZ FINANSOWYCH

Spółka prezentuje bardzo mało szczegółów dotyczących projektu Mikroglob oraz rozkładu w czasie kamieni milowych. Dlatego bazujemy na własnych założeniach dotyczących rozłożenia w czasie realizacji tego kontraktu. W naszych prognozach w scenariuszu bazowym zakładamy ok. 72 mln zł z realizacji kontraktu Mikroglob w 4Q25. Poniżej przedstawiamy też wariant alternatywny prognozy, gdy faktura zostanie wystawiona w 1Q26.

Podsumowanie zmian prognoz – scenariusz bazowy (faktura Mikroglob – ok. 72 mln zł w grudniu 2025 roku):

	2023	2024	2025P Stara	2025P Nowa	zmiana	2026P Stara	2026P Nowa	zmiana
Przychody z dotacjami	44,0	35,6	213,8	200,6	-6%	353,0	368,8	5%
Projekty kosmiczne	-8,1	-9,7	193,0	180,2	-7%	326,5	342,5	5%
Systemy kwantowe	1,6	1,6	15,9	16,2	2%	21,5	21,5	0%
Inne	9,5	5,7	5,0	3,6		5,0	4,8	
EBIT	-16,9	-24,8	33,5	21,4	-36%	68,7	68,2	-1%
EBITDA	-8,6	-16,9	46,1	36,5	-21%	81,3	82,7	2%
Projekty kosmiczne	-1,6	-2,3	67,4	60,3		109,7	112,1	
Systemy kwantowe	-2,4	-2,9	-8,2	-8,8		-7,3	-8,1	
Inne i niealokowane	-4,7	-11,6	-13,2	-13,1		-21,1	-20,7	
zysk netto	-14,3	-20,5	33,4	22,1	-34%	56,5	56,0	-1%

Źródło: Creotech Instruments (wyniki 2023-2024), Noble Securities (prognozy 2025-26)

Podsumowanie zmian prognoz – przybliżony scenariusz alternatywny (faktura Mikroglob – ok. 72 mln zł w 1Q26):

	2023	2024	2025P Stara	2025P Nowa	zmiana	2026P Stara	2026P Nowa	zmiana
Przychody z dotacjami	44,0	35,6	213,8	128,4	-40%	353,0	441,0	25%
Projekty kosmiczne	-8,1	-9,7	193,0	108,0	-44%	326,5	414,7	27%
Systemy kwantowe	1,6	1,6	15,9	16,2	2%	21,5	21,5	0%
Inne	9,5	5,7	5,0	3,6		5,0	4,8	
EBIT	-16,9	-24,8	33,5	-11,1	-133%	68,7	97,1	41%
EBITDA	-8,6	-16,9	46,1	4,0	-91%	81,3	111,6	37%
Projekty kosmiczne	-1,6	-2,3	67,4	27,8		109,7	141,0	
Systemy kwantowe	-2,4	-2,9	-8,2	-8,8		-7,3	-8,1	
Inne i niealokowane	-4,7	-11,6	-13,2	-13,1		-21,1	-20,7	
zysk netto	-14,3	-20,5	33,4	-10,4	-131%	56,5	79,1	40%

Źródło: Creotech Instruments (wyniki 2023-2024), Noble Securities (prognozy 2025-26)

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 kolejnego kontraktu z Agencją Uzbrojenia albo innych kontraktów, w tym z Europejską Agencją Kosmiczną.

Ryzyko niepowodzeń realizowanych misji – brak sukcesu realizowanych misji – PIAST, 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. Dlatego traktujemy to ryzyko jako znikome.

środa, 17 grudnia 2025

Wskaźnik	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
EPS, Adj+	-3,6	-7,1	-8,6	7,7	19,6	19,7
Revenue	33,6	44,0	35,6	200,6	368,8	384,5
Gross Margin %	-0,1	-0,2	-0,2	0,2	0,3	0,3
Operating Profit	-8,7	-16,9	-24,8	22,2	68,2	68,1
EBIT	-8,7	-16,9	-24,8	22,2	68,2	68,1
EBITDA	-4,1	-8,6	-16,9	36,4	82,7	82,8
Pre-Tax Profit	-8,8	-17,5	-24,9	22,1	69,1	69,4
Net Income Adj+	-7,1	-14,3	-20,5	22,1	56,0	56,2
Net Debt	-26,1	-73,2	-32,4	-94,1	-116,0	-165,1
BPS	24,4	45,0	29,8	59,2	78,8	98,5
CPS	-3,7	7,6	-7,8	2,2	15,0	24,6
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Return on Equity %	-0,4	-0,3	-0,2	0,3	0,3	0,2
Return on Assets %	-0,3	-0,2	-0,1	0,1	0,2	0,1
Depreciation	2,1	4,5	5,0	5,5	5,7	5,9
Amortization	2,5	3,7	3,0	8,8	8,8	8,8
Free Cash Flow	-19,1	-7,1	-38,5	-13,7	22,9	50,2
CAPEX	11,7	22,6	19,9	20,0	20,0	20,0

Źródło: Wyczenia Noble Securities

Rachunek zysków i strat	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Przychody	33,6	44,0	35,6	200,6	368,8	384,5
Koszty operacyjne	41,5	60,7	58,5	175,4	299,9	315,7
Zysk netto na sprzedaży	-8,0	-16,7	-22,9	25,2	69,0	68,9
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	-0,7	-0,2	-1,9	0,0	0,0	0,0
EBIT	-8,7	-16,9	-24,8	22,2	68,2	68,1
Koszty i przychody finansowe netto	-0,1	-0,6	0,0	-0,1	0,9	1,3
Zysk przed opodatkowaniem	-8,8	-17,5	-24,9	22,1	69,1	69,4
Podatek dochodowy	-1,7	-3,1	-4,4	0,0	13,1	13,2
Zysk netto	-7,1	-14,3	-20,5	22,1	56,0	56,2
Amortyzacja	4,6	8,2	8,0	14,3	14,5	14,7
EBITDA	-4,1	-8,6	-16,9	36,4	82,7	82,8

Źródło: Creotech Instruments (2022-2024), Noble Securities (2025P-2027P)

Bilans	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Aktywa	75,3	172,5	162,3	303,0	406,0	468,1
Aktywa trwałe	30,4	77,1	107,5	113,2	118,8	124,1
Rzeczowe aktywa trwałe	7,1	33,1	33,5	39,2	44,7	50,1
Wartości niematerialne i prawne	21,1	35,7	49,6	49,6	49,6	49,6
Inne aktywa trwałe	2,1	8,4	24,4	24,4	24,4	24,4
Aktywa obrotowe	45,0	95,4	54,8	189,8	287,2	344,0
Zapasy	9,0	9,6	8,9	26,7	45,7	48,1
Należności handlowe	9,3	11,3	12,0	67,4	124,0	129,2
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	26,3	73,2	32,4	94,1	116,0	165,1
Inne aktywa obrotowe	0,4	1,2	1,5	1,5	1,5	1,5
Pasywa	75,3	172,5	162,3	303,0	406,0	468,1
Kapitał własny razem	48,5	91,4	71,0	169,0	225,0	281,2
Zobowiązania długookresowe	14,0	57,1	61,7	60,2	60,2	60,2
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inne	14,0	57,1	61,7	60,2	60,2	60,2
Zobowiązania krótkookresowe	12,8	24,0	29,6	73,7	120,7	126,7
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	10,0	20,5	22,1	66,2	113,1	119,1
Inne	2,7	3,5	7,6	7,6	7,6	7,6

Źródło: Creotech Instruments (2022-2024), Noble Securities (2025P-2027P)

Rachunek przepływów pieniężnych	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
CF operacyjny	-7,4	15,5	-18,6	6,3	42,9	70,2
CF inwestycyjny	-9,1	-22,0	-18,6	-20,0	-20,0	-20,0
CF finansowy	30,8	54,4	-3,7	74,7	-1,0	-1,0
CF	14,2	47,9	-40,9	61,0	21,9	49,2
Stan środków pieniężnych na początek okresu	11,9	26,0	73,9	33,1	94,1	116,0
Stan środków pieniężnych na koniec okresu	26,1	73,9	33,1	94,1	116,0	165,1

Źródło: Creotech Instruments (2022-2024), Noble Securities (2025P-2027P)

Wykaz wszystkich rekomendacji rozpowszechnionych w ostatnich 12 miesiącach

Spółka	Zalecenie	Cena docelowa (4)	Cena przy wydaniu	Cena bieżąca	Różnica do Ceny Docelowej	Data wydania (1)	Data ważności (2)	Sporządził (3)
CD Projekt	Akumuluj	283,00	253,00	244,60	16%	11.12.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	45,40	28,20	25,20	80%	27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Molecure	Kupuj	9,20	6,50	6,98	32%	27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Celon Pharma	Kupuj	34,60	21,60	19,86	74%	27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Captor Therapeutics	Kupuj	94,40	60,40	67,80	39%	27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Selvita	Kupuj	63,90	44,00	42,70	50%	26.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	nd	20,45	17,95	17,50	17%	25.11.2025	9M	Michał Sztabler
Apator	Kupuj	29,60	22,70	22,80	30%	21.11.2025	9M	Michał Sztabler
Amica	Kupuj	97,90	22,00	64,30	52%	21.11.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Pepco Group	Trzymaj	25,50	26,83	28,98	-12%	19.11.2025	9M	Dariusz Dadej
Dino Polska	Trzymaj	41,00	41,79	40,36	2%	19.11.2025	9M	Dariusz Dadej
PGE	Redukuj	9,95	11,37	8,55	16%	12.11.2025	9M	Michał Sztabler
Answear.com	Akumuluj	33,70	29,00	26,40	28%	20.10.2025	9M	Dariusz Dadej
MCI Capital	Kupuj	43,20	29,30	28,20	53%	14.10.2025	9M	Krzysztof Radojewski
LPP	Kupuj	23000,00	17495,00	20370,00	13%	06.10.2025	9M	Dariusz Dadej
Bioton	Akumuluj	4,86	4,40	3,94	23%	06.10.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Toya	Kupuj	14,50	9,96	9,26	57%	03.10.2025	9M	Dariusz Nawrot
Sonel	Redukuj	14,67	17,50	15,40	-5%	03.10.2025	9M	Michał Sztabler
Torpol	Redukuj	46,20	49,60	58,00	-20%	30.09.2025	9M	Dariusz Nawrot
Unibep	Kupuj	15,00	10,00	14,15	6%	26.09.2025	9M	Dariusz Nawrot
Huuuge	Akumuluj	27,30	23,10	24,05	14%	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	650,00	-14%	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	390,00	27%	16.09.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Eurocash	Akumuluj	9,50	8,10	6,08	56%	15.09.2025	9M	Dariusz Dadej
Creotech Instruments	Akumuluj	371,00	324,00	366,00	1%	15.09.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Tauron PE	Sprzedaj	7,17	9,35	8,63	-17%	08.09.2025	9M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Akumuluj	338,00	295,00	316,50	7%	08.09.2025	9M	Dariusz Dadej
Bogdanka	Redukuj	19,22	23,20	18,00	7%	19.08.2025	9M	Michał Sztabler
Forte	Kupuj	33,90	27,30	23,20	46%	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	15,92	97%	03.07.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
InterCars	Kupuj	774,10	568,00	539,00	44%	30.06.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Aiileron	Kupuj	24,10	19,70	17,00	42%	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	1,80	106%	21.05.2025	9M	Michał Sztabler
Noctiluca	nd	184,00	98,00	88,80	107%	15.05.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Mabion	nd	15,00	10,30	7,12	111%	15.05.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Sonel	nd	15,14	16,50			08.05.2025	9M	Michał Sztabler
Unibep	nd	14,30	10,60			06.05.2025	9M	Dariusz Nawrot
Budimex	Sprzedaj	515,00	640,00			29.04.2025	9M	Dariusz Nawrot
Answear.com	Akumuluj	31,30	27,85			22.04.2025	9M	Dariusz Dadej
TOYA	nd	12,40	6,37			17.04.2025	9M	Dariusz Nawrot
MCI Capital	nd	42,20	23,90			11.04.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Budimex	Trzymaj	510,00	529,00			07.04.2025	9M	Dariusz Nawrot
Aplisens	nd	24,30	19,60			02.04.2025	9M	Michał Sztabler
Ryvu Therapeutics	Kupuj	59,80	19,30			24.03.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Dino Polska	Sprzedaj	35,84	48,82			19.03.2025	9M	Dariusz Dadej
Eurocash	Akumuluj	9,90	9,32			19.03.2025	9M	Dariusz Dadej
Budimex	Sprzedaj	510,00	632,00			13.03.2025	9M	Dariusz Nawrot
Bioton	nd	4,52	3,50			05.03.2025	9M	Krzysztof Radojewski
LPP	Kupuj	23300,00	18140,00			03.03.2025	9M	Dariusz Dadej
Huuuge	Kupuj	25,40	17,32			03.03.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Celon Pharma	Kupuj	37,50	23,20			21.02.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Budimex	Redukuj	510,00	557,00			14.02.2025	9M	Dariusz Nawrot
Torpol	Trzymaj	39,40	39,70			12.02.2025	9M	Dariusz Nawrot
XTB	Kupuj	81,30	64,90	69,30	17%	11.02.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Forte	Akumuluj	33,80	31,40			06.02.2025	9M	Dariusz Dadej
Photon Energy	nd	5,36	4,40			03.02.2025	9M	Michał Sztabler
Answear.com	Trzymaj	26,80	28,15			13.01.2025	9M	Dariusz Dadej
Unibep	nd	11,70	6,98			20.12.2024	9M	Dariusz Nawrot
11bit studios	Kupuj	242,90	162,00	150,30	62%	19.12.2024	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;

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
EPS – zysk netto przypadający na 1 akcję
DPS – dywidenda przypadająca na 1 akcję
II – 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 ocen, 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 9 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% potencjału zmiany ceny docelowej wobec kursu odniesienia,
Akumuluj – oznacza, między +5% a +15% 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 „diskontuje 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 MOGĘBY 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 osiąganych przez inną jednostkę organizacyjną, jeżeli jednostki te wykonują czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów.

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

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

- zasady 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. Analityk 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 zgodzie 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 partycularnych 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 17.12.2025 o godz. 17:03. Pierwsze rozpowszechnienie Raportu nastąpiło: 17.12.2025 godz. 17:10.

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 wydane raporty dotycząca Creotech Instruments S.A.

Kierunek	AKUMULUJ
Data wydania	15.09.2025 8:35
Kurs z dnia rekomendacji	324
Cena docelowa	371
WIG w dniu rekomendacji	106413.18

DEPARTAMENT ANALIZ I DORADZTWA

Sobiesław Kozłowski, MPW
sobieslaw.kozlowski@noblesecurities.pl
tel.: +48 22 213 22 39
Modelowe portfele, strategia i banki

Krzysztof Radojewski
krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl
tel.: +48 22 213 22 35
Biotechnologia

Michał Sztabler
michal.sztabler@noblesecurities.pl
tel.: +48 22 213 22 36
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

Mateusz Chrzanowski, DI
mateusz.chrzanowski@noblesecurities.pl
tel.: +48 785 904 686
Przemysł, *automotive*, *gamedev*, XTB

Dariusz Nawrot
dariusz.nawrot@noblesecurities.pl
tel. +48 783 931 515
Przemysł, budownictwo, deweloperzy, chemia

Jacek Borawski
jacek.borawski@noblesecurities.pl
tel: +48 697 970 113
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 Dudziński
piotr.dudzinski@noblesecurities.pl
tel: +48 22 244 13 04