

Creotech Instruments – Mikroglob już w kosmosie

Creotech Instruments pokazał solidne wyniki za 2Q26. Brak informacji o wystawieniu faktury w ramach projektu Mikroglob w 3Q26 sugeruje, że będzie to raczej słaby kwartał wynikowo. Z drugiej strony 2 października Creotech poinformował o zyskaniu łączności z satelitami "Mikroglob-2", "Mikroglob-3", "Mikroglob-4", co w naszej ocenie oznacza, że zniknęło kolejne ryzyko w ramach tego projektu i prawdopodobnie w 4Q26 spółka zaksięguje przychody z tytułu realizacji kolejnego kamienia milowego. Największa kwota zostanie jednak rozpoznana w wynikach I półrocza 2027 roku. Szereg mniejszych i większych umów, o których spółka informowała wskazuje, że Creotech intensywnie przygotowuje się do boomu na europejskim rynku kosmicznym w najbliższych latach. W wyniku aktualizacji naszych prognoz korygujemy cenę docelową z 667 zł do 914 zł i **podtrzymujemy rekomendację TRZYMAJ**.

Wyniki 2Q26

Przychody w 2Q26 wyniosły 68,6 mln zł, EBITDA z działalności kontynuowanej wyniosła 13,5 mln zł (vs 7,9 mln zł przed rokiem), a wynik netto z działalności kontynuowanej wyniósł 8,7 mln zł (vs 3,5 mln zł przed rokiem). W II kwartale 2026 r. wzrost przychodów do 68,6 mln zł był napędzany głównie realizacją kolejnego etapu projektu Mikroglob dla Agencji Uzbrojenia, w tym rozliczeniem kamienia milowego o wartości 42,1 mln zł netto. W wyniku z działalności zaniechanej spółka rozpoznała 683 mln zł wyniku związanego z nieodpłatnym przekazaniem akcjonariuszom akcji spółki Creotech Quantum. W lipcu Creotech pozyskał z emisji akcji 466 mln zł netto na realizację strategii na lata 2026-29.

Mniejsze i większe zlecenia

Creotech rozwija portfel kontraktów, łącząc realizację dużych programów strategicznych z mniejszymi projektami rozwojowymi dla ESA. Kluczowym projektem pozostaje wart 451 mln zł projekt Mikroglob, który jest obecnie głównym źródłem przychodów spółki, przy czym większość jego wartości ma zostać rozpoznana dopiero do połowy 2027 r. W ostatnich miesiącach spółka pozyskała także nowe kontrakty, w tym wart 13,9 mln EUR projekt satelity pogody kosmicznej SAWA oraz mniejsze zlecenia związane z europejskimi programami EOGS i IRIS². Równocześnie Creotech buduje pozycję w innych obszarach rynku kosmicznego, takich jak serwisowanie satelitów na orbicie, monitorowanie śmieci kosmicznych czy systemy bezpieczeństwa nawigacji satelitarnej.

EOGS i IRIS² - dwa największe europejskie tematy

Podczas telekonferencji poświęconej wynikom za I półrocze 2026 roku, Prezes spółki wskazał, że w kolejnych latach jednymi z kluczowych europejskich programów kosmicznych rozwijanych w Europie będą EOGS oraz IRIS². Creotech chce uczestniczyć w realizacji zleceń w ramach tych największych planowanych programów. W ramach pierwszego spółka m.in. współpracuje w konsorcjum z ICEYE nad opracowaniem architektury europejskiego systemu obserwacji Ziemi, a w ramach drugiego realizuje we współpracy z Aerospacelab projekt fazy wstępnej planowanej misji demonstracyjnej do programu IRIS².

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 (894 zł, waga 75%) i porównawczą (603 zł, waga 25%), co implikuje wycenę w horyzoncie 12-mies. na 914 zł.

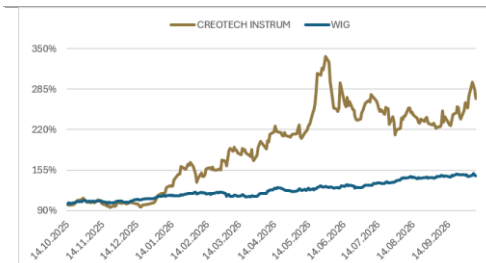
mln zł	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Przychody	20	150	216	509	555
EBITDA	-16	39	24	122	145
EBIT	-22	25	9	106	124
zysk netto	-18	20	8	95	109
P/E (x)	nd	160	385	34	29
EV/EBITDA (x)	nd	78	110	21	18

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

Zakończenie sporządzania Raportu nastąpiło 14.10.2026 o godz. 08:37. Pierwsze rozpowszechnienie raportu nastąpiło 14.10.2026 godz. 08:40.

TRZYMAJ**(Aktualizacja – podtrzymana)**

Kurs	855 zł
Wycena (12M)	914 zł
Potencjał wzrostu	4%
Kapitalizacja	3 178 mln zł
Free float	86,23%
Śr. Wolumen 6M	16 972



Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities

PROFIL SPÓŁKI

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

STRUKTURA AKCJONARIATU

Allianz Polska OFE	8,12%
Agencja Rozwoju Przemysłu	7,74%
TFI PZU	7,51%
Paweł Kasprovicz	6,04%
Pozostali	64,69%

Źródło: Spółka (stan na 28.09.2026)

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
Poniżej prezentujemy kalkulację kosztu kapitału własnego oraz WACC:.....	4
WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ	4
OSTATNIE WYDARZENIA.....	5
Wyniki 2Q26 i I półrocza 2026 roku	5
EUROPEJSKI RYNEK KOSMICZNY	7
EOGS (Earth Observation Governmental Service).....	7
IRIS ² (Infrastructure for Resilience, Interconnectivity and Security by Satellite).....	8
AKTUALIZACJA PROGNOZ FINANSOWYCH	9
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA	9

WYCENA

Akcje Creotech Instruments wyceniliśmy przy wykorzystaniu 2 metod: DCF oraz porównawczej przypisując im odpowiednio wagi 75% i 25% (bez zmian), wyznaczając wycenę w horyzoncie 12-miesięcznym równą 914 zł (poprzednio 667 zł). Uwzględniamy w wycenie pełne rozwodnienie z tytułu programu motywacyjnego na lata 2025-27 (107 tys. akcji, bez zmian) i przeprowadzoną w czerwcu emisję 650 tys. akcji z wpływami netto na poziomie 466 mln zł.

W tabeli poniżej prezentujemy podsumowanie wyceny:

Podsumowanie wyceny	Waga (x)	Wycena 1 akcji (zł)	Poprzednio	Zmiana %
Wycena DCF	0,75	894	638	40%
Wycena porównawcza	0,25	603	490	23%
Średnia ważona metod		821	601	37%
Cena docelowa (12M)		914	667	37%
Cena aktualna		880	640	38%
Potencjał		4%	4%	
Źródło: Noble Securities				

WYCENA METODĄ DCF

Założenia do modelu:

- Wartość przepływów pieniężnych dyskontowana na dzień publikacji raportu (poprzednio początek maja 2026 r.),
- CAPEX: 50 mln zł w 2026 r., 100 mln zł w latach 2027-29 (bez zmian),
- Stopa wzrostu po okresie szczegółowej prognozy na poziomie 2% (bez zmian),
- Emisja akcji – 650 tys. szt. i wpływy 466 mln zł (poprzednio zakładane 400 mln zł),
- Parametr beta na poziomie 1,0, stopa wolna od ryzyka na poziomie 6% (średnia rentowność polskich obligacji 10-letnich; poprzednio 5,45%), premia za ryzyko rynkowe w wysokości 5,25% (poprzednio 5,46%).

DCF (mln zł)	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Przychody ze sprzedaży	215,9	508,6	555,0	665,0	797,0	955,4	1 145,5	1 373,6	1 578,9	1 814,9
NOPAT	7,2	86,2	100,5	126,9	159,5	199,6	248,6	308,4	361,7	428,4
Amortyzacja	14,9	15,9	20,9	25,9	30,9	35,9	40,9	45,9	50,9	50,0
Zmiany KON	25,6	15,5	1,2	8,2	9,2	10,4	11,7	13,4	12,4	10,3
CAPEX	-50,0	-100,0	-100,0	-100,0	-50,0	-50,0	-50,0	-50,0	-50,0	-50,0
FCFF	-2,3	17,6	22,6	61,0	149,6	195,8	251,2	317,6	375,0	438,8
WACC	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,5%
Współczynnik dyskonta	0,98	0,88	0,79	0,71	0,64	0,57	0,52	0,46	0,42	0,37
DFCFF	-2,2	15,5	17,9	43,3	95,5	112,3	129,5	147,2	156,2	164,0
SUMA DFCFF do 2035	879,2									
Wzrost FCFF po okresie prognozy	2%									
Wartość rezydualna na 2035	4 731,5									
Zdyskontowana wartość rezydualna	1 768,5									
Wartość Firmy (EV)	2 647,7									
Dług netto 31.12.2025	-115,0									
Środki z emisji	466									
Wartość kapitałów własnych	3 229,2									
Liczba akcji (w mln.)	3,6									
Wartość na 1 akcję	894									
Źródło: Noble Securities										

Analiza wrażliwości					
	Stopa wzrostu rezydualna				
	0%	1%	2%	3%	4%
WACC - 1,0%	846	891	947	1015	1101
WACC - 0,5%	823	867	920	985	1069
WACC	801	843	894	957	1038
WACC + 0,5%	779	820	870	930	1008
WACC + 1,0%	759	798	846	905	979

Poniżej prezentujemy kalkulację kosztu kapitału własnego oraz WACC:

WACC	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Stopa wolna od ryzyka	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
Premia za ryzyko	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	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	11,25%	11,25%	11,25%	11,25%	11,25%	11,25%	11,25%	11,25%	11,25%	11,46%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%
Koszt długu	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Koszt długu po tarczy	5,7%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Dług netto/EV	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
WACC	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,5%
Źródło: Noble Securities										

WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Podobnie jak w poprzedniej analizie jako grupę referencyjną przyjęliśmy w naszej ocenie najbardziej adekwatną grupę porównawczą dla Creotech Instruments – firmy zajmujące się produkcją i sprzedażą komponentów oraz systemów do zastosowań kosmicznych. Wycenę porównawczą wyznaczamy na bazie wskaźnika EV/Sales w latach 2027-2028 (poprzednio 2026-2028 – pominięto rok 2026 jako niereprezentatywny w związku z rozliczaniem kontraktu Mikroglob). Nasza wycena porównawcza implikuje wartość spółki na akcję w wysokości 603 zł (vs poprzednio 490 zł).

Podsumowanie wyceny porównawczej:

Spółka	Kapitalizacja (mln PLN)	EV/EBITDA (x)			EV/Sales (x)		
		2026P	2027P	2028P	2026P	2027P	2028P
REDWIRE CORP	8 929		479,1	39,6	3,8	3,2	2,8
INTUITIVE MACHINES INC	10 927	324,5	47,1	20,4	3,1	2,4	2,1
MDA SPACE LTD	18 134	18,3	12,3	11,2	3,5	2,4	2,2
THALES SA	198 692	11,6	10,6	9,5	1,9	1,8	1,6
GOMSPACE GROUP AB	671	22,6	13,0		2,6	2,1	
Mediana		20,4	13,0	15,8	3,1	2,4	2,1
Wartość przyjęta do wyceny Creotech		20,4	13,0	15,8	3,1	2,4	2,1
Implikowana wartość akcji Creotech		292	606	806	343	497	501
Waga			25%	25%		25%	25%
Implikowana wartość godziwa akcji Creotech		603					

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities, dane na 14.10.2026 r. godz. 7:58

OSTATNIE WYDARZENIA

Wyniki 2Q26 i I półrocza 2026 roku

Przychody w 2Q26 wyniosły 68,6 mln zł (vs 55,7 mln zł nasza prognoza i 44,6 mln zł przed rokiem), EBIT wyniósł 9,5 mln zł (vs 8,1 mln zł nasza prognoza i 4,5 mln zł przed rokiem), EBITDA z działalności kontynuowanej wyniosła 13,5 mln zł (vs 11,6 mln zł nasza prognoza i 7,9 mln zł przed rokiem), a wynik netto z działalności kontynuowanej wyniósł 8,7 mln zł (vs 6,6 mln zł nasza prognoza i 3,5 mln zł przed rokiem). W ujęciu półrocznym przychody wyniosły 86,6 mln zł, EBIT -0,9 mln zł, EBITDA 6,5 mln zł, a wynik netto z działalności kontynuowanej 0,3 mln zł. Poziom gotówki na koniec 2Q26 w spółce wynosił 29,4 mln zł, jednak po dniu bilansowym (w lipcu) spółka pozyskała z emisji nowych akcji 481 mln zł. Zarząd zaznacza, że w kolejnych kwartałach należy spodziewać się nierównomiernego rozkładu płatności w związku z realizacją projektu Mikroglob, który jest rozliczany wg zrealizowanych kamieni milowych. Wynik na działalności zaniechanej obejmował segment systemów kwantowych wydzielony do Creotech Quantum S.A. i wynosił łącznie 685 mln zł zysku netto w I półroczu, głównie dzięki rozpoznaniu 683 mln zł wyniku związanego z nieodpłatnym przekazaniem akcjonariuszom akcji spółki Creotech Quantum. W ujęciu segmentowym za większość wyniku odpowiada segment projektów kosmicznych, który w 1H26 wygenerował 84 mln zł przychodów (+31% r/r) i 23,4 mln zł EBITDA.

(mln zł)	2Q25*	3Q25	4Q25	1Q26*	2Q26*	r/r	2Q26P	1H25*	1H26*	r/r
Przychody	44,6	20,6	75,7	18,0	68,6	54%	55,7	66,3	86,6	31%
Space	43,9	15,0	66,6	16,9	67,1	53%	55,7	64,3	84,0	31%
Kwanty		5,1	4,2							
Pozostałe	0,7	0,5	4,9	1,0	1,6			1,9	2,6	36%
EBITDA	7,9	-5,1	23,8	-7,0	13,5	71%	11,6	13,6	6,5	-52%
Space	12,1	2,4	32,5	0,5	22,9		18,9	20,1	23,4	16%
Kwanty		-4,0	0,2							
Pozostałe	-4,2	-3,4	-8,8	-7,3	-9,4		-7,3	-4,9	-16,7	
EBIT	4,5	-8,7	19,7	-10,5	9,5	110%	8,1	7,5	-0,9	
Wynik netto	3,5	-6,6	16,6	-8,4	8,7	147%	6,6	6,2	0,3	-95%

Źródło: Creotech Instruments (2Q25-2Q26, 1H25, 1H26), Noble Securities - 2Q26P, *działalność kontynuowana

Przychody – Mikroglob i Camilla

W II kwartale 2026 r. wzrost przychodów do 68,6 mln zł był napędzany głównie realizacją kolejnego etapu projektu Mikroglob dla Agencji Uzbrojenia, w tym rozliczeniem kamienia milowego o wartości 42,1 mln zł netto. W I półroczu 2026 r. przychody z działalności kontynuowanej wyniosły 86,6 mln zł (+31% r/r), przy czym niemal całość pochodziła z segmentu projektów kosmicznych.

Portfel zleceń – szacunki NS

Spółka ostatni raz podała portfel zleceń w sprawozdaniu rocznym 2025 roku (w postaci niewypełnionych w całości lub częściowo długoterminowych zobowiązań do wykonania świadczeń) – wynosił on wówczas ok. 596 mln zł wg stanu na 31 grudnia 2026 roku. Uwzględniając kontrakt Sawa podpisany we wrześniu za 13,9 mln EUR (ok. 60 mln zł) plus inne mniejsze podpisane kontrakty oraz sprzedaż zrealizowaną w I połowie 2026 roku, szacujemy, że portfel spółki wg stanu na początek października wynosi ponad 550 mln zł.

Koszty operacyjne

Koszty operacyjne w I półroczu 2026 roku wyniosły łącznie 87,6 mln zł i wzrosły o 28,9 mln zł w porównaniu z analogicznym okresem roku poprzedniego. Wzrost ten był podyktowany głównie znaczącym wzrostem kosztów wynagrodzeń oraz zwiększeniem wydatków na usługi obce. Koszty wynagrodzeń i ubezpieczeń społecznych oraz inne świadczenia uległy niemal dwukrotnemu wzrostowi, sięgając 29,2 mln zł wobec 14,7 mln zł rok wcześniej. Spółka wskazuje, że wynika to ze zwiększenia zatrudnienia oraz uznania kosztu programu motywacyjnego opartego na opcjach pracowniczych. Koszt tego programu w samym drugim kwartale 2026 roku (uwzględniony w wynikach półrocznych) wyniósł 4,7 mln zł. Podczas telekonferencji podsumowującej wyniki za 1H26 zarząd spółki podał, że w skali całego roku 2026 roku koszt ten ma sięgnąć ok. 10 mln zł. Drugim istotnym składnikiem wzrostu były usługi obce, które osiągnęły poziom 43,7 mln zł, co oznacza wzrost o 9,1 mln zł względem 34,6 mln zł odnotowanych w pierwszym półroczu 2025 roku. Przyczyną tej dynamiki są koszty usług podwykonawców zaangażowanych w realizację projektów Mikroglob i CAMILA.

Umowa opcji nabycia akcji Thorium Space

Creotech Instruments zawarł w maju 2026 roku umowę opcji z Thorium Space, na mocy której spółka ma prawo objęcia około 19,99% akcji nowej emisji (serii I) za cenę ustaloną jako dyskonto 20% od ceny emisyjnej z przyszłej oferty publicznej Thorium na NewConnect, przy czym cena ta nie może być niższa niż 25 zł ani wyższa niż 30 zł za jedną akcję. Opcja będzie wykonywalna dopiero po upływie roku od dopuszczenia akcji Thorium do obrotu na GPW lub NewConnect, a termin jej ważności wynosi cztery lata od tego momentu. W ramach porozumienia Thorium zobowiązał się do zmiany statutu, co da Creotechowi prawo powoływania jednego członka rady nadzorczej oraz zagwarantuje mu wpływ na kluczowe decyzje spółki poprzez katalog spraw wymagających zgody RN.

Emisja akcji serii M i podwyższenie kapitału zakładowego

3 czerwca 2026 r. Zwyczajne Walne Zgromadzenie Creotech Instruments podjęło uchwałę o emisji nowych akcji serii M, a 8 czerwca 2026 r. spółka rozpoczęła proces przyspieszonej budowy księgi popytu na nie więcej niż 650 tys. papierów. W dniu 15 czerwca 2026 r. zakończono subskrypcję, ustalając cenę emisyjną na 740 zł za akcję, co przełożyło się na łączny wpływ ze sprzedaży w wysokości 481 mln zł brutto (466 mln zł netto). Spółka poinformowała o zakończeniu procesu zawierania umów objęcia z inwestorami oraz podjęciu uchwały o przydziale 650 tys. akcji serii M. 14 lipca 2026 r. Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy zarejestrował zmiany statutu spółki wynikające z emisji akcji serii M, co doprowadziło do podwyższenia kapitału zakładowego do 350 434,70 zł. Kapitał spółki dzieli się obecnie na 3 504 347 akcji zwykłych na okaziciela, w tym 650 tys. nowo wyemitowanych akcji serii M.

Program motywacyjny dla prezesa zarządu

3 czerwca 2026 roku Zwyczajne Walne Zgromadzenie Creotech Instruments podjęło również uchwałę o ustanowieniu programu motywacyjnego dla prezesa zarządu Grzegorza Brony. Ma on obowiązywać do końca 2029 r. i łącznie objąć maksymalnie 103,6 tys. akcji serii N, podzielonych na siedem równych transz po 14,8 tys. akcji każda. Przyznanie kolejnych transz jest uzależnione od spełnienia dwóch warunków: utrzymania funkcji w zarządzie (kryterium lojalnościowe) oraz wzrostu kursu akcji do określonych poziomów względem ceny podstawowej (cena emisyjna akcji serii M, czyli 740 zł). Poszczególne transze odblokowują się po osiągnięciu przez kurs odpowiednio 125%, 150%, 175%, 200%, 225%, 250% oraz 275% ceny podstawowej.

Przekazanie zarządzania konstelacją satelitarną PIAST

16 czerwca 2026 r. Creotech Instruments przekazał zarządzanie oraz kontrolę nad konstelacją satelitarną PIAST (satelity PIAST-M, PIAST-S1 i PIAST-S2) Laboratorium „Centrum Operacji Satelitarnych” Wojskowej Akademii Technicznej. Przekazanie to oznacza rozpoczęcie pracy konstelacji w trybie nominalnym i jest kolejnym etapem projektu realizowanego w ramach programu Szafir dla Ministerstwa Obrony Narodowej.

Zatwierdzenie dokumentacji wynikowej D2 w projekcie Mikroglob

26 czerwca 2026 r. Skarb Państwa – Agencja Uzbrojenia zatwierdził dokumentację wynikową D2 sporządzoną w ramach umowy na wytworzenie i dostawę systemu SSOZ „Mikroglob”. Zatwierdzenie stanowi odbiór częściowy fazy D, a spółce przysługuje z tego tytułu wynagrodzenie w wysokości 42,1 mln zł.

Uzyskanie łączności ze wszystkimi satelitami Mikroglob

7 lipca 2026 r. pierwszy satelita projektu Mikroglob został wyniesiony na orbitę rakiętą Falcon 9, a spółka nawiązała z nim dwukierunkową łączność i rozpoczęła fazę testów orbitalnych. Kolejny ważny krok nastąpił 1 października 2026 r., gdy na orbitę trafiły trzy następne satelity konstelacji: Mikroglob-2, Mikroglob-3 i Mikroglob-4, z którymi również pomyślnie nawiązano łączność oraz odebrano dane telemetryczne. Tym samym Creotech umieścił na orbicie pełną czterosatelitarną konstelację budowaną dla Agencji Uzbrojenia, realizując projekt w ciągu zaledwie 21 miesięcy od podpisania umowy. Obecnie satelity przechodzą fazę commissioning, obejmującą szczegółową weryfikację systemów pokładowych przed przekazaniem pełnej funkcjonalności użytkownikowi. Projekt Mikroglob stanowi jeden z kluczowych programów krajowego systemu obserwacji Ziemi i ma wspierać potrzeby polskiego sektora bezpieczeństwa i obronności.

Powołanie nowego członka zarządu

18 sierpnia 2026 r. Rada Nadzorcza Creotech Instruments powołała Jakuba Bochińskiego na stanowisko Wiceprezesa Zarządu ze skutkiem od tej samej daty. Dr Jakub Bochiński to menedżer z ponad 15-letnim doświadczeniem w sektorze kosmicznym, od 2020 r. związany z Creotech Instruments, gdzie odpowiadał m.in. za rozwój produktów kosmicznych i programy satelitarne.

Podpisanie umowy na projekt „IOD B” z ESA

24 lipca 2026 r. spółka podpisała z Europejską Agencją Kosmiczną (ESA) umowę na realizację pierwszej fazy projektu budowy satelity „IOD B - Dynamic Satellite Tasking”, którego celem jest demonstracja szybkiego zlecania zadań satelitom. Wartość tej fazy wynosi 750 tys. EUR, a po jej zakończeniu możliwa jest kontynuacja prac o przewidywanej wartości 15 mln EUR.

Podpisanie umowy na satelitę pogody kosmicznej SAWA

1 września 2026 r. Creotech Instruments zawarł z ESA umowę jako lider projektu na budowę i operowanie satelitą SAWA monitorującym ziemską magnetosferę i termosferę. Całkowita wartość projektu wynosi 13,9 mln EUR, a wyniesienie satelity planowane jest na pierwszą połowę 2029 roku. Misja SAWA będzie pierwszym w historii Polski projektem realizowanym dla ESA w formule „mission-as-a-service”, w którym Creotech pełni rolę głównego wykonawcy, integratora oraz dostawcy platformy satelitarnej HyperSat. Projekt wzmocni pozycję spółki w segmencie Space Safety, a jednocześnie potwierdzi zdolność Creotech do realizacji kompleksowych misji kosmicznych dla międzynarodowych instytucji, rozszerzając zastosowania platformy HyperSat o obszar monitorowania pogody kosmicznej i ochrony infrastruktury krytycznej.

Creotech w Polish SatCom Alliance

W połowie września Creotech poinformował, że wraz z EXATEL, Energa-Operator i Phoenix Systems podpisał memorandum o współpracy w ramach Polish SatCom Alliance, którego celem jest przygotowanie polskiego systemu satelitarnej łączności i dostępu do internetu z wykorzystaniem krajowych technologii.

Podpisanie umowy na projekt IRIS² Low LEO

17 września 2026 r. Creotech Instruments podpisał z ESA kontrakt o wartości 1,47 mln EUR na realizację fazy konsolidacyjnej projektu IRIS² Low LEO, w którym pełni rolę lidera międzynarodowego konsorcjum. Celem projektu jest opracowanie koncepcji usług oraz demonstracyjnej misji satelitarnej dla europejskiego systemu bezpiecznej łączności IRIS², obejmującej segment kosmiczny, naziemny i użytkownika, a także analizę interoperacyjności, bezpieczeństwa i zgodności z docelową architekturą programu. Creotech odpowiada za platformę satelitarną oraz integrację systemu, natomiast partner projektu, belgijski Aerospacelab, dostarcza kompetencje w zakresie ładunku komunikacyjnego i przetwarzania danych. Na spółkę przypada ok. 950 tys. EUR wartości kontraktu. Projekt realizowany do stycznia 2027 r. ma przygotować podstawy pod kolejne etapy rozwoju IRIS² i w ocenie zarządu spółki stanowi dla Creotech ważne potwierdzenie kompetencji w obszarze projektowania oraz integracji zaawansowanych systemów satelitarnych dla przyszłych europejskich konstelacji telekomunikacyjnych. Współpraca z Aerospacelab, zaangażowanym w budowę 264 satelitów segmentu LEO dla IRIS², może dodatkowo zwiększyć pozycję spółki w jednym z najważniejszych programów kosmicznych realizowanych obecnie w Europie.

Zawarcie umowy podwykonawczej z ICEYE Oy

18 września 2026 r. Creotech Instruments zawarł umowę z ICEYE Oy dotyczącą udziału w studium projektowym architektury Europejskiego Rządowego Systemu Obserwacji Ziemi (EOGS). Jako członek konsorcjum ARISE, spółka będzie wspierać opracowanie definicji wybranych elementów segmentu kosmicznego, a łączna wartość netto umowy wynosi 140 tys. EUR.

Rejestracja zmiany statutu dotyczącej warrantów w ramach programu motywacyjnego

22 września 2026 r. zarejestrowano w KRS zmianę statutu spółki, która wprowadza kapitał warunkowy w wysokości nie więcej niż 10 360 zł dzielący się na 103 600 akcji serii N. Prawo do objęcia tych akcji przysługuje posiadaczom imiennych warrantów subskrypcyjnych emitowanych wcześniej i może być wykonane do 31 marca 2030 r.

Umowa przedwstępna nabycia nieruchomości

24 września 2026 r. spółka zawarła umowę przedwstępną nabycia dwóch niezabudowanych działek w województwie mazowieckim o łącznej wartości 20,1 mln zł. Na terenie tych działek Creotech Instruments planuje budowę nowego zakładu produkcyjnego, co realizuje przyjętą strategię rozwoju infrastruktury.

Planowane otwarcie biur zagranicznych

28 września 2026 r. prezes Grzegorz Brona poinformował, że spółka przygotowuje się do otwarcia nowych biur we Francji i Niemczech w najbliższych miesiącach. Jednocześnie potwierdzono plan oddania do użytku nowego zakładu produkcyjnego na przełomie 2028 i 2029 roku.

EUROPEJSKI RYNEK KOSMICZNY**EOGS (Earth Observation Governmental Service)**

Program EOGS (Earth Observation Governmental Service) to planowany unijny system obserwacji Ziemi przeznaczony dla zastosowań związanych z bezpieczeństwem i obronnością, którego celem jest zapewnienie Europie niezależnego dostępu do danych satelitarnych. W przeciwieństwie do cywilnego programu Copernicus, dane i usługi EOGS będą dostępne wyłącznie dla uprawnionych użytkowników rządowych na poziomie UE i państw członkowskich. System ma integrować satelity, infrastrukturę naziemną i centra przetwarzania danych, uzupełniając narodowe zdolności obserwacyjne oraz wzmacniając europejską autonomię w zakresie rozpoznania satelitarnego. Warto dodać, że satelity dedykowane dla EOGS są pomyślane wyłącznie na niską orbitę okołoziemską, na którą Creotech wysłał niedawno z sukcesem misję Mikroglob.

Komisja Europejska uruchomiła na początku 2024 r. etap przygotowawczy programu EOGS z udziałem przedstawicieli przemysłu kosmicznego. Docelowo projekt ma być finansowany ze środków planowanego Europejskiego Funduszu Konkurencyjności na lata 2028-2034, a jego uruchomienie przewidywane jest w kolejnej perspektywie budżetowej UE, od 2028 r. Ostateczna skala finansowania programu pozostaje jednak niepewna i będzie zależała od wyniku negocjacji budżetowych prowadzonych przez Parlament Europejski i Radę UE.

Prace przygotowawcze prowadzi ESA w programie ERS-EO (European Resilience from Space – Earth Observation), zatwierdzonym na Radzie Ministerialnej w listopadzie 2025 r. 17 września 2026 r. ESA podpisała kontrakty z ICEYE i Leonardo, które pokierują dwoma konsorcjami prowadzącymi równoległe studia nad architekturą end-to-end EOGS. Wyniki tych studiów mają być znane w 2027 r. **Dla przypomnienia 18 września 2026 r. Creotech Instruments podpisał z ICEYE Oy kontrakt o wartości 140 tys. EUR na udział w pracach projektowych konsorcjum nad architekturą europejskiego systemu obserwacji Ziemi.**

IRIS² (Infrastructure for Resilience, Interconnectivity and Security by Satellite)

IRIS² (Infrastructure for Resilience, Interconnectivity and Security by Satellite) to unijna konstelacja satelitów do bezpiecznej łączności. Projekt realizowany jest w formule partnerstwa publiczno-prywatnego, w ramach którego konsorcjum SpaceRISE (SES, Eutelsat, Hispasat) odpowiada za projektowanie, budowę i eksploatację systemu na podstawie 12-letniej umowy koncesyjnej zawartej z Komisją Europejską. W rozwój infrastruktury zaangażowane są m.in. ESA, EUSPA (Agencja Unii Europejskiej ds. Programu Kosmicznego) oraz czołowi europejscy producenci satelitów, tacy jak Airbus Defence and Space, Thales Alenia Space, OHB i Aerospacelab.

W sierpniu 2026 r. program IRIS² przeszedł z fazy planowania do pełnego wdrożenia po podpisaniu umowy wykonawczej pomiędzy Komisją Europejską a konsorcjum SpaceRISE. W ramach zaktualizowanej architektury liczba satelitów została zwiększona do 348 jednostek, w tym do 330 satelitów na niskiej orbicie okołoziemskiej (LEO) oraz 18 satelitów na orbicie średniej (MEO). Dodatkowe 66 satelitów LEO ma wspierać przede wszystkim zastosowania związane z bezpieczeństwem, obronnością i reagowaniem kryzysowym, zwiększając zdolności bezpiecznej łączności dla użytkowników rządowych w Unii Europejskiej.

IRIS² ma stworzyć europejski, niezależny od podmiotów spoza UE system bezpiecznej komunikacji satelitarnej, zapewniający szerokopasmową łączność o niskich opóźnieniach, wysoką odporność na zakłócenia oraz globalny zasięg. Rozbudowa projektu przełożyła się również na wzrost jego łącznego budżetu do ponad 15,6 mld EUR wobec pierwotnych szacunków na poziomie 10,5-11 mld EUR, przy czym finansowanie ma pochodzić zarówno ze środków UE i ESA, jak i wkładów państw członkowskich oraz partnerów przemysłowych.

Istotną rolę w programie odgrywa Polska, która zadeklarowała wkład w wysokości 656 mln EUR. Dzięki temu krajowe podmioty mają uczestniczyć w budowie 12 satelitów (6 LEO i 6 MEO) przeznaczonych do konstelacji IRIS², a także w realizacji infrastruktury naziemnej, w tym stacji Gateway w Warszawie. Pierwsze starty satelitów zaplanowano na 2029 r., natomiast uruchomienie pierwszych usług dla użytkowników rządowych ma nastąpić w 2030 r., co czyni IRIS² jednym z najważniejszych europejskich projektów kosmicznych i telekomunikacyjnych obecnej dekady.

Dla przypomnienia, w lutym 2026 roku Creotech Instruments i Creotech Quantum zawarły strategiczne partnerstwo z europejskim operatorem satelitarnym Eutelsat, które ma wspierać ich udział w programach bezpiecznej łączności satelitarnej, w szczególności właśnie w projekcie IRIS². Natomiast od września 2026 roku Creotech Instruments jako lider polsko-belgijskiego konsorcjum z Aerospacelab realizuje dla ESA projekt o wartości 1,47 mln EUR dotyczący przygotowania demonstracyjnej misji satelitarnej dla systemu IRIS², odpowiadając za platformę satelitarną i integrację całego systemu. Docelowo projekt może się przełożyć na znacznie większe zlecenia.

AKTUALIZACJA PROGNOZ FINANSOWYCH

Ambicją Creotechu jest uczestnictwo w realizacji wielkich europejskich programów EOGS i IRIS². Kroki podejmowane przez spółkę i podpisywane przez nią umowy sugerują, że konsekwentnie zmierza ona w tym kierunku, co skłania nas do rewizji prognoz finansowych na lata począwszy od 2028 roku. Obecnie w 2028 roku prognozujemy przychody 550 mln zł (zamiast poprzednio 400 mln zł). Dodatkowo brak faktury z tytułu realizacji Mikroglob w 3Q26 skłania nas do rewizji naszych prognoz na 2026 rok i przesunięcia znaczącej części zakładanych przychodów na 2027 rok.

Podsumowanie zmian prognoz

	2025	2026P Stara	2026P Nowa	zmiana	2027P Stara	2027P Nowa	zmiana
Przychody z dotacjami	150	282	216	-24%	387	509	31%
Projekty kosmiczne	84	278	211	-24%	382	504	32%
Inne	3	5	5	0%	5	5	
EBIT	25	44	9	-80%	73	106	46%
EBITDA	38	59	24	-60%	88	122	39%
Projekty kosmiczne	23	92	61	-33%	130	169	30%
Inne i niealokowane	15	-34	-37	11%	-42	-47	12%
zysk netto	20	37	8	-77%	67	95	41%

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

GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

Ryzyko koncentracji przychodów – szacujemy, że przychody z tytułu realizacji kontraktu Mikroglob oraz CAMILA będą w latach 2026-27 łącznie stanowiły znaczną część przychodów, co powoduje koncentrację przychodów na dwóch głównych klientach – Skarbie Państwa Agencji Uzbrojenia oraz Europejskiej Agencji Kosmicznej. Kolejnym kontraktem, który pojawił się w portfelu spółki jest Sawa realizowana również dla ESA – 13,9 mln EUR. Oprócz tego spółka liczy na realizację innych projektów, m.in. takich jak Twardowski (50-100 mln EUR), kolejnej wersji Mikroglob, a przede wszystkim kontraktów w ramach dużych europejskich programów EOGS i IRIS². Dlatego zakładamy, że po 2027 roku Creotech odnowi, a nawet zwiększy portfel zamówień. Dodatkowo we wczesnej fazie rozwoju są m.in. projekty RAVEN i ASTRAL – serwisowanie satelitów na orbicie (in-orbit servicing), SAFIR-PNT – system wzmacniający bezpieczeństwo nawigacji satelitarnej, SBOM – obserwacja i monitorowanie śmieci kosmicznych oraz projekty Twardowski (wspomniany wcześniej) i Plasma Observatory – mapowanie surowców na Księżycu i badania magnetosfery i plazmy w otoczeniu Ziemi.

Ryzyko niepowodzeń realizowanych misji – po nieudanej misji EagleEye, kolejne misje spółki takie jak PIAST czy Mikroglob zakończyły się sukcesem, dlatego traktujemy to ryzyko jako znikome.

środa, 14 października 2026

Wskaźnik	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
EPS, Adj+	-7,1	-7,5	7,0	2,9	33,2	38,3
Revenue	44	20	150	216	509	555
Gross Margin %	-24%	-25%	26%	25%	32%	32%
Operating Profit	-17	-22	25	9	106	124
EBIT	-17	-22	25	9	106	124
EBITDA	-9	-16	39	24	122	145
Pre-Tax Profit	-17	-22	25	10	117	135
Net Income Adj+	-14	-18	20	8	95	109
Net Debt	-73	-32	-115	-569	-596	-627
BPS	45	30	56	222	255	294
CPS	7,6	-7,8	17,4	9,5	44,5	46,4
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Return on Equity %	-39%	-20%	28%	5%	15%	15%
Return on Assets %	-33%	-10%	12%	2%	11%	10%
Depreciation	4,5	5,0	5,5	5,7	5,9	6,1
Amortization	3,7	3,0	8,8	9,2	10,0	14,8
Free Cash Flow	-7,1	-38,5	22,4	-22,9	27,0	32,4
CAPEX	22,6	19,9	27,3	50,0	100,0	100,0

Źródło: Creotech Instruments, Noble Securities

Rachunek zysków i strat	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Przychody	44	20	150	216	509	555
Koszty operacyjne	61	40	125	207	402	431
Zysk netto na sprzedaży	-17	-21	25	9	106	124
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	0	-2	0	0	0	0
EBIT	-17	-22	25	9	106	124
Koszty i przychody finansowe netto	-1	1	0	1	10	11
Zysk przed opodatkowaniem	-17	-22	25	10	117	135
Podatek dochodowy	-3	-4	5	2	22	26
Zysk netto	-14	-18	20	8	95	109
Amortyzacja	8	7	14	15	16	21
EBITDA	-9	-16	39	24	122	145

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

Bilans	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Aktywa	173	162	333	855	1 088	1 218
Aktywa trwałe	77	108	120	155	239	318
Rzeczowe aktywa trwałe	33	33	39	74	158	237
Wartości niematerialne i prawne	36	50	55	55	55	55
Inne aktywa trwałe	8	24	26	26	26	26
Aktywa obrotowe	95	55	213	700	849	900
Zapasy	10	9	16	26	51	55
Należności handlowe	11	12	50	72	171	186
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	73	32	115	569	596	627
Inne aktywa obrotowe	1	2	32	32	32	32
Pasywa	173	162	333	855	1 088	1 218
Kapitał własny razem	91	71	159	634	728	838
Zobowiązania długookresowe	57	62	49	49	49	49
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	0	0	0	0	0	0
Inne	57	62	49	49	49	49
Zobowiązania krótkookresowe	24	30	114	173	311	331
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	0	0	0	0	0	0
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	21	22	89	147	286	306
Inne	4	8	25	25	25	25

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

Rachunek przepływów pieniężnych	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
CF operacyjny	15	-19	50	27	127	132
CF inwestycyjny	-22	-19	-25	-50	-100	-100
Podwyższenie kapitału	57	0	76	466	0	0
Zmiana zadłużenia odsetkowego	0	0	0	0	0	0
Inne	-1	-2	-1	-1	-1	-1
Dywidenda i inne wypłaty dla właścicieli	0	0	0	0	0	0
CF finansowy	54	-4	69	465	-1	-1
CF	48	-41	94	443	26	31
Stan środków pieniężnych na początek okresu	26	74	33	127	569	596
Stan środków pieniężnych na koniec okresu	74	33	127	569	596	627

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

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)
Bogdanka	Sprzedaj	21,36	27,20	25,95	-18%	12.10.2026	12M	Michał Sztabler
Sonet	Akumuluj	13,64	12,80	12,95	5%	12.10.2026	12M	Michał Sztabler
Torpol	Redukuj	59,70	69,60	68,60	-13%	25.09.2026	12M	Dariusz Nawrot
Bioton	Kupuj	5,00	3,50	3,80	32%	25.09.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Huuuge	Akumuluj	27,10	23,25	24,40	11%	24.09.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Budimex	Sprzedaj	562,00	713,00	696,00	-19%	17.09.2026	12M	Dariusz Nawrot
Eurocash	Trzymaj	5,70	5,76	4,98	14%	10.09.2026	12M	Krzysztof Radojewski
MO-BRUK	Akumuluj	462,00	388,00	419,00	10%	31.08.2026	12M	Michał Sztabler
Enea	Trzymaj	19,94	19,67	22,54	-12%	25.08.2026	12M	Michał Sztabler
Inter Cars	Akumuluj	1117,00	977,00	996,00	12%	13.08.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Auto Partner	Akumuluj	34,90	29,60	31,90	9%	06.08.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
XTB	Akumuluj	151,70	138,00	135,84	12%	29.07.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Celon Pharma	Kupuj	29,30	20,60	18,88	55%	23.07.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Ten Square Games	Kupuj	152,70	89,40	99,00	54%	23.07.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
PGE	Trzymaj	9,56	9,63	17,29	-45%	06.07.2026	12M	Michał Sztabler
11 bit studios	Redukuj	116,00	138,00	120,80	-4%	25.06.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Unibep	Kupuj	16,00	12,80	14,84	8%	24.06.2026	12M	Dariusz Nawrot
Ailleron	Trzymaj	16,80	16,10	16,38	3%	23.06.2026	12M	Dariusz Dadej
CD Projekt	Akumuluj	250,00	226,00	265,90	-6%	18.06.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Pepco Group	Redukuj	27,90	34,30	45,10	-38%	09.06.2026	12M	Dariusz Dadej
Selvita	Kupuj	41,90	30,30	20,70	102%	09.06.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	31,40	17,40	17,20	83%	27.05.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	Akumuluj	21,52	18,65	19,75	9%	26.05.2026	12M	Michał Sztabler
Captor Therapeutics	Kupuj	110,80	78,00	60,00	85%	25.05.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Apator	Akumuluj	30,31	25,75	24,80	22%	21.05.2026	12M	Michał Sztabler
Eurocash	Akumuluj	6,30	5,40	4,98		19.05.2026	12M	Dariusz Dadej
Amica	Kupuj	74,00	51,70	45,30	63%	14.05.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Sonet	Trzymaj	14,84	14,95			12.05.2026	12M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Kupuj	456,90	347,50	419,00		12.05.2026	12M	Dariusz Dadej
Creepy Jar	Trzymaj	616,00	598,00	400,00	54%	11.05.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Creotech Instruments	Trzymaj	667,00	640,00	880,00	-24%	08.05.2026	12M	Krzysztof Radojewski
MCI Capital ASI	Kupuj	39,90	26,90	28,00	43%	06.05.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Unibep	Akumuluj	17,50	14,74	14,84		21.04.2026	12M	Dariusz Nawrot
Answear.com	Akumuluj	20,70	17,98	22,40	-8%	21.04.2026	12M	Dariusz Dadej
Molecure	Kupuj	7,50	5,20	6,53	15%	20.04.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Huuuge Games	Akumuluj	25,60	23,00			17.04.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Inter Cars	Kupuj	892,00	722,00	996,00		16.04.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Auto Partner	Akumuluj	24,60	21,40	31,90	-23%	16.04.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Tauron PE	Redukuj	9,37	10,33	9,79	-4%	09.04.2026	12M	Michał Sztabler
LPP	Akumuluj	26300,00	22500,00	25260,00	4%	08.04.2026	12M	Dariusz Dadej
Ryvu Therapeutics	Kupuj	43,10	20,70	17,20		31.03.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Toya	Kupuj	15,50	8,90	10,28	51%	27.03.2026	12M	Dariusz Nawrot
Dino Polska	Akumuluj	46,90	41,50	36,51	28%	18.03.2026	12M	Dariusz Dadej
Torpol	Sprzedaj	53,00	66,20			18.03.2026	12M	Dariusz Nawrot
Bioton	Kupuj	4,98	4,10			16.03.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Budimex	Sprzedaj	619,00	785,00			05.03.2026	12M	Dariusz Nawrot
Bogdanka	Sprzedaj	13,97	20,00			26.02.2026	12M	Michał Sztabler
Wielton	Akumuluj	7,25	6,07	4,92	47%	16.02.2026	12M	Michał Sztabler
Forte	Redukuj	19,60	23,30	14,95	31%	16.02.2026	12M	Dariusz Dadej
XTB	Kupuj	95,70	75,00	135,84		16.01.2026	9M	Mateusz Chrzanowski
MO-BRUK	Kupuj	424,80	352,50	419,00		14.01.2026	9M	Dariusz Dadej
Creepy Jar	Trzymaj	802,00	798,00	400,00		12.01.2026	9M	Mateusz Chrzanowski
Creepy Jar	Trzymaj	416,00	414,00	400,00		05.01.2026	9M	Mateusz Chrzanowski
Ailleron	Akumuluj	17,30	15,40	16,38		23.12.2025	9M	Dariusz Dadej
11bit studios	Trzymaj	156,00	142,00	120,80		22.12.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Budimex	Redukuj	590,00	648,00			22.12.2025	9M	Dariusz Nawrot
Creotech Instruments	Akumuluj	390,00	355,00	880,00		17.12.2025	9M	Krzysztof Radojewski
PGE	Trzymaj	8,95	8,64	17,29		11.12.2025	9M	Michał Sztabler
CD Projekt	Akumuluj	283,00	253,00	265,90		11.12.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	45,40	28,20	17,20		27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Molecure	Kupuj	9,20	6,50	6,53		27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Celon Pharma	Kupuj	34,60	21,60	18,88		27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Captor Therapeutics	Kupuj	94,40	60,40	60,00		27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Selvita	Kupuj	63,90	44,00	20,70		26.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	nd	20,45	17,95	19,75		25.11.2025	9M	Michał Sztabler
Apator	Kupuj	29,60	22,70	24,80		21.11.2025	9M	Michał Sztabler
Amica	Kupuj	97,90	55,00	45,30		21.11.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Pepco Group	Trzymaj	25,50	26,83	45,10		19.11.2025	9M	Dariusz Dadej
Dino Polska	Trzymaj	41,00	41,79	36,51		19.11.2025	9M	Dariusz Dadej
PGE	Redukuj	9,95	11,37	17,29		12.11.2025	9M	Michał Sztabler
Answear.com	Akumuluj	33,70	29,00	22,40		20.10.2025	9M	Dariusz Dadej
MCI Capital	Kupuj	43,20	29,30	28,00		14.10.2025	9M	Krzysztof Radojewski

(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 Chrzanowski - 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
lfi – dynamika sprzedaży porównywalnej w ujęciu r/r
P – prognozy analityka lub analityków Noble Securities S.A. sporządzających rekomendację
P/E – stosunek ceny akcji do zysku netto przypadającego na 1 akcję
P/EBIT – stosunek ceny akcji do zysku operacyjnego przypadającego na 1 akcję
P/EBITDA – stosunek ceny akcji do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację przypadającą na 1 akcję
P/BV – stosunek ceny akcji do wartości księgowej przypadającej na 1 akcję
EV/EBIT – stosunek wyceny rynkowej spółki powiększonej o dług netto do zysku operacyjnego
EV/EBITDA – stosunek wyceny rynkowej spółki powiększonej o dług netto do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację
ROE – stopa zwrotu z kapitału własnego
ROA – stopa zwrotu z aktywów
WACC – średni ważony koszt kapitału
FCFF – wolne przepływy pieniężne dla właścicieli kapitału własnego i wierzycieli
Beta – współczynnik uwzględniający zależność zmiany ceny akcji danej spółki od zmiany wartości indeksu
SG&A – suma kosztów ogólnego zarządu i sprzedaży
LTM – za okres ostatnich 12 miesięcy (ang. Last Twelve Months)

ZASTRZEŻENIA PRAWNE

PODSTAWOWE ZASADY WYDAWANIA RAPORTU ANALITYCZNEGO

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

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

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

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

NS ani Analityk nie gwarantują, że prognozy się sprawdzą.

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

System wydawania informacji kierunkowych ma poniższą charakterystykę:

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

SILNE I SŁABE STRONY METOD WYCENY STOSOWANYCH PRZEZ NS W RAPORCIE

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

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

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

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

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

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

INTERESY LUB KONFLIKTY INTERESÓW, KTÓRE MOGŁYBY WPŁYNAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ RAPORTU

Raport został sporządzony przez NS odpłatnie, na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.

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

- nie jest bezpośrednio powiązane z transakcjami dotyczącymi usług maklerskich świadczonych przez NS;
- nie zależy od innych transakcji, które prowadzi NS lub jakkolwiek inna osoba prawna będąca częścią grupy, do której należy NS;
- nie jest związane z opłatami za transakcje, które otrzymują NS lub te osoby.

Wynagrodzenie Analityka (które może przysługiwać w przyszłości od NS z innego tytułu), może być w sposób pośredni uzależnione od wyników finansowych NS, w tym z uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej dotyczących instrumentów finansowych Emitenta.

Jest możliwe, że NS ma lub będzie miał zamiar złożenia oferty świadczenia usług na rzecz Emitenta.

ROZWIĄZANIA ORGANIZACYJNE I ADMINISTRACYJNE ORAZ BARIERY INFORMACYJNE USTANOWIONE W CELU ZAPOBIEGANIA KONFLIKTOM INTERESÓW ORAZ ICH UNIKANIA

Ogólny opis *Regulaminu zarządzania konfliktami interesów* w Noble Securities S.A. zawarty jest w Pkt. XIV dokumentu *Szczegółowe informacje dotyczące Noble Securities S.A.* zamieszczonego na stronie internetowej: www.noblesecurities.pl w zakładce: Dom maklerski/Regulamin maklerski/Dokumenty.

Na życzenie Klienta, NS przekazuje przy użyciu trwałego nośnika informacji lub za pośrednictwem strony internetowej NS www.noblesecurities.pl, dodatkowe informacje na temat Regulaminu zarządzania konfliktami interesów w Noble Securities S.A.

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

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

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

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

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

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

Zakazane jest:

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

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

Analitycy nie mogą:

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

POZOSTAŁE INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

NS zapewnia, że Raport został przygotowany z należytą starannością i rzetelnością. 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 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 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 14.10.2026 o godz. 08:37. Pierwsze rozpowszechnienie raportu nastąpiło 14.10.2026 godz. 08:40.

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

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

Ostatnio wydana rekomendacja/aktualizacja dla Creotech Instruments S.A.

Rekomendacja/aktualizacja					Akumuluj	Akumuluj	Trzymaj
Data wydania					2025-09-15	2025-12-17	2026-05-08
Kurs z dnia rekomendacji					324	355	640
Cena docelowa					371	390	667
WIG w dniu rekomendacji					107484,1	114381,4	131781,5

DEPARTAMENT ANALIZ I DORADZTWA

Dariusz Nawrot

dariusz.nawrot@noblesecurities.pl

tel. +48 783 931 515

Przemysł, budownictwo, deweloperzy, chemia

Krzysztof Radojewski

krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl

tel.: +48 669 102 509

Biotechnologia

Mateusz Chrzanowski, DI

mateusz.chrzanowski@noblesecurities.pl

tel.: +48 785 904 686

Przemysł, automotive, gamedev, XTB

Michał Sztabler

michal.sztabler@noblesecurities.pl

tel.: +48 667 852 196

Spółki przemysłowe, energetyka, wydobywanie

Krzysztof Ojczyk, MPW

krzysztof.ojczyk@noblesecurities.pl

tel.: +48 12 422 31 00

Analiza techniczna

Jacek Borawski

jacek.borawski@noblesecurities.pl

tel: +48 697 970 113

Analiza techniczna

Szymon Pogoda

szymon.pogoda@noblesecurities.pl

tel. +48 785 925 184

DEPARTAMENT OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH

Jacek Paszkowski, CFA

jacek.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