

Creepy Jar – zaskakująco niska cena StarRupture

Napływające dane (przyrosty obserwujących) potwierdzają nasze założenia odnośnie potencjału wolumenowego sprzedaży StarRupture, zaś ostatnie dni (wpływ recenzji i ceny) dają nawet szansę na pozytywne zaskoczenie, o ile oczywiście gracze pozytywnie ocenią grę i ogon sprzedażowy utrzyma się. Negatywnym zaskoczeniem okazała się jednak cena gry, która została ustalona na 20 USD, z 20% w momencie premiery. Istnieje scenariusz, że ubytek przychodów wynikający z niższej ceny zostanie skompensowany wyższą sprzedażą, ale na ten moment pozostajemy przy dotychczasowym założeniu o sprzedaży 500 tys. kopii w 1Q26. Negatywny wpływ niższej ceny na wyniki w latach 2026-27 został skompensowany przez naszą decyzję o wydłużeniu zakładanego w naszym modelu okresu monetyzacji Green Hell (pokłosie bardzo dobrego przyjęcia przez graczy 90% rabatu, który w grudniu pozwolił przekroczyć granice 9 mln sprzedanych kopii), jednak w długim terminie wpływ niższej ceny pozostaje negatywny (obniżka cen przyszłych gier przy zachowaniu wolumenu bez zmian). W konsekwencji obniżamy naszą cenę docelową z 495 zł do 416 zł, natomiast wobec spadku notowań akcji utrzymujemy naszą rekomendację na TRZYMAJ. Raport w ramach PWPA 5.0.

StarRupture chce zawalczyć niską ceną

Studio ustaliło cenę wczesnego dostępu SR w dolnym zakresie komunikowanych widełek, tj. na poziomie 20 USD z możliwością nabycia w okresie premiery za 16 USD. Implikuje to naszym zdaniem docelową cenę wersji 1.0 na poziomie 25 USD, czyli o 10 USD niższej niż zakładaliśmy. Pocieszające jest jednak, że od momentu ogłoszenia ceny i zniesienia embarga na recenzje przyrosty obserwujących na Steam i pozycja na liście życzeń wyraźnie przyspieszyły. Daje to szansę na kompensację niższej ceny wyższym wolumenem, natomiast zdecydowaliśmy o pozostaniu przy dotychczasowym założeniu o sprzedaży 500 tys. kopii w 1Q26 i 1,4 mln w całym roku. Nasz scenariusz zakłada peak graczy w wysokości 22,5 tys. z względnie stabilnym rozkładem graczy po premierze, co wymagałoby uzyskania ocen w przedziale 75-85%. Obecne recenzje pozostają pozytywne, więc bieżąca jakość gry wydaje się być wystarczająca. Warto jednak podkreślić, że przyjęcie gry będzie czynnikiem decydującym dla wyceny spółki, której wyniki w najbliższych latach będą opierać się głównie na SR, co jest dużym czynnikiem ryzyka.

Green Hell z nowych szczytem

W trakcie grudniowej wyprzedaży zimowej na Steam pojawiła się możliwość nabycia Green Hell z 90% rabatem. Zainteresowanie było tak duże, że udało wyrównać dotychczasowy peak graczy na Steam z okresu premiery trybu kooperacyjnego w wysokości 20 tys. W związku z tym wydłużyliśmy okres monetyzacji GH w naszym modelu o dwa lata, co wraz z uwzględnieniem opłat za udostępnienie gry abonamentem PlayStation Plus skompensowało spodziewany ubytek przychodów wynikający z niższej ceny StarRupture w najbliższych latach.

Wartość akcji Creepy Jar oszacowano na podstawie wyceny metodą DCF (382 zł, waga 50%) i porównawczą (390 zł, waga 50%), co implikuje wycenę w horyzoncie 9-mies. na 416 zł.

mln zł	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży (mln zł)	31	33	57	56	46
EBITDA (mln zł)	15	20	44	35	28
Zysk netto (mln zł)	16	20	35	24	18
P/E	12,0	8,6	12,7	16,8	5,4
EV/EBITDA	8,9	5,4	6,8	8,2	2,1

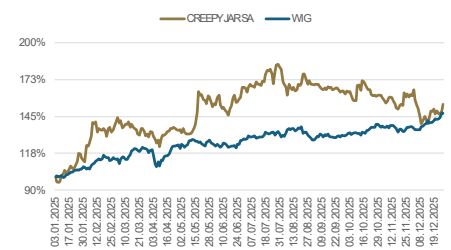
Źródło: Spółka (2023-2024), Noble Securities (2025P-2027P)

Zakończenie sporządzania Raportu nastąpiło 05.01.2026 o godz. 15:00. Pierwsze rozpowszechnienie Raportu nastąpiło: 05.01.2026 godz. 15:30.

TRZYMAJ

(aktualizacja - utrzymana)

Kurs	414 zł
Wycena (9M)	416 zł
Potencjał wzrostu	1%
Kapitalizacja	290 mln zł
Free float	55,4%
Śr. Wolumen 6M	1 158



Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities

PROFIL SPÓŁKI

Producent gier komputerowych w modelu self-publishing, w tym Green Hell (sprzedano ponad 9 mln kopii) oraz StarRupture.

STRUKTURA AKCJONARIATU

Venture FIZ	12,49%
Krzysztof Maciej Kwiatek	11,28%
Krzysztof Sałek	11,28%
Tomasz Michał Soból	9,54%
Allianz TFI	4,99%

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

Mateusz Chrzanowski, DI
Analityk Akcji, Dep. Analiz i Doradztwa
mateusz.chrzanowski@noblesecurities.pl
+48 758 904 686

Spis treści

WYCENA.....	3
WYCENA METODĄ DCF	3
WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ	4
Podsumowanie zmian i ostatnich informacji	5

WYCENA

Akcje Creepy Jar wyceniono przy wykorzystaniu 2 metod: DCF (waga 50%) oraz porównawcza dla krajowych (25%) oraz zagranicznych (25%) spółek branżowych. Cena docelowa w horyzoncie 9 miesięcznym wyznaczona została na poziomie 416,0 zł.

W tabeli poniżej prezentujemy podsumowanie wyceny:

Podsumowanie wyceny	Waga (x)	Wycena 1 akcji (zł)	Poprzednio	Zmiana
Wycena DCF	0,50	382,2	530,4	-28%
Wycena porównawcza - świat	0,25	395,9	410,4	-4%
Wycena porównawcza - kraj	0,25	383,3	364,3	5%
Średnia ważona metod		385,9	458,9	-16%
Cena docelowa (9m)		416,3	495,0	-16%
Cena aktualna		414,0	455,0	-9%
Potencjał		1%		

Źródło: Noble Securities

WYCENA METODĄ DCF

Założenia do modelu:

- Wartość przepływów pieniężnych dyskontowana początek stycznia 2026 r.,
- Rezydualna stopa wzrostu na poziomie 0%, współczynnik beta równy 1,
- Stopa wolna od ryzyka 5,37% (poprzednio 5,47%), premia za ryzyko 5,46% (poprzednio 5,35%),
- Dług netto w wysokości -75 mln zł (gotówka netto),
- Wobec ujemnego długu netto WACC jest tożsamy z kosztem kapitału własnego w wysokości 10,8% (poprzednio 10,9%),
- Wartość rezydualna została oszacowana na podstawie średniego FCFF z lat 2031-2035, który odzwierciedla typowy cykl życia kolejnych gier, zarówno pod względem generowanych przychodów jak i ponoszonych nakładów.

DCF	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Przychody ze sprzedaży	57	56	46	37	58	71	56	49	39	78
NOPAT	31	20	14	9	27	36	23	19	11	42
Amortyzacja	9	12	12	12	12	11	11	11	11	15
KON	-2	2	1	1	-3	-2	2	1	1	-6
CAPEX	-19	-7	-10	-13	-17	-15	-9	-12	-14	-15
FCFF	19	28	18	9	18	30	28	18	10	37
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	0,82	0,74	0,66	0,60	0,54	0,49	0,44	0,40	0,36
DFCF	17	23	13	6	11	16	13	8	4	13
SUMA DFCFF do 2035	125									
Wzrost FCFF po okresie prognozy	0%									
Wartość rezydualna na 2035	227									
Zdyskontowana wartość rezydualna	81									
Wartość Firmy (EV)	206									
Dług netto	-75									
Wartość kapitałów własnych	281									
Liczba akcji (w mln)	0,736									
Wartość na 1 akcję	382									

Źródło: Noble Securities

Analiza wrażliwości					
Stopa wzrostu rezydualna					
	-2%	-1%	0%	1%	2%
WACC - 1,0%	388	399	412	429	450
WACC - 0,5%	375	385	396	411	428
WACC	363	372	382	394	410
WACC + 0,5%	352	360	369	380	393
WACC + 1,0%	342	349	357	366	378

Poniższa tabela prezentuje kalkulację średnioważonego kosztu kapitału (WACC):

WACC	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Stopa wolna od ryzyka	5,37%	5,37%	5,37%	5,37%	5,37%	5,37%	5,37%	5,37%	5,37%	5,37%
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	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%
Efektywna stopa podatkowa	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%
Koszt długu	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Koszt długu po tarczy	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%
Dług netto/EV	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
WACC	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%

Źródło: Noble Securities

WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Analizę porównawczą podzieliliśmy na dwie grupy spółek, oddzielnie zagraniczne i krajowe. Wykorzystano wskaźniki P/E, EV/EBITDA oraz P/BV dla lat 2026-2028. Średnia odrzuca dwie skrajne obserwacje, uwzględnia równe wagi dla wskaźników i lat. Podsumowanie wyceny porównawczej:

Spółka	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)			P/BV		
		2026P	2027P	2028P	2026P	2027P	2028P	2026P	2027P	2028P
	Globalni deweloperzy gier video									
SQUARE ENIX HOLDINGS CO LTD	24 050	37,0	29,5	27,3	14,0	14,0	13,3	3,0	2,8	2,7
37 INTERACTIVE ENTERTAINME-A	26 786	16,2	14,6		12,4	11,4		3,3	2,9	
EVERPLAY GROUP PLC	2 306	12,0	11,4	9,4	8,3	7,7	7,0	1,6	1,4	
UBISOFT ENTERTAINMENT	3 591		14,1	7,6	4,1	2,9	2,6	0,4	0,4	0,4
EMBRACER GROUP AB	5 260	23,8	8,2	6,9	2,3	1,7	1,6	0,4	0,4	0,4
PARADOX INTERACTIVE AB	6 552	23,2	18,8	16,5	9,6	9,2	8,6	5,6	4,9	4,7
PLAYTIKA HOLDING CORP	5 333	6,4	5,7	5,4	4,1	3,9	3,8	43,9	6,2	
REMEDY ENTERTAINMENT OYJ	896	520,0	28,9		11,2	8,9		3,7	3,3	
PULLUP ENTERTAINMENT	534	6,4	5,0	4,5	2,4	2,2	2,1	0,7	0,7	0,6
MODERN TIMES GROUP-B SHS	5 355	11,7	9,9	13,2	5,4	5,0	4,7	1,0	0,9	0,8
STILLFRONT GROUP AB	1 298	4,4	4,1	3,4	3,8	3,7	3,3	0,4	0,4	
DIGITAL BROS SPA	789	11,1	7,5		3,1	2,6				
GDEV INC	1 062	8,2			5,5					
FRONTIER DEVELOPMENTS PLC	866	27,4	26,6	18,9	5,8	5,6	4,2	1,9	1,7	1,5
ENAD GLOBAL 7 AB	463				2,4	2,2				
Średnia bez skrajnych		16,7	13,7	10,3	6,0	5,4	4,5	2,2	2,0	1,2
CREEPY JAR SA	290	8,8	12,9	17,2	5,6	7,0	8,4	2,1	2,1	2,1
Premia/dyskonto do średniej (%)		-47%	-5%	67%	-7%	28%	86%	-3%	7%	77%
Implikowana wartość Creepy Jar		782	438	248	440	342	265	428	386	234
Waga		11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%
Implikowana wartość godziwa Creepy Jar		395,9								

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities, dane na 05.01.2026 r. godz. 7:30

Spółka	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)			P/BV		
		2026P	2027P	2028P	2026P	2027P	2028P	2026P	2027P	2028P
	Krajowi deweloperzy gier video									
CIGAMES	518	28,6	7,1		8,3	3,1		4,2	2,3	
BLOOBER TEAM SA	475	31,9	16,7		6,2	7,2		2,3	2,1	
PLAYWAY SA	1 733	8,8	8,7		7,8	7,6		3,8	3,8	
HUUUGE INC	1 099	5,4	6,1		1,3	1,6		2,5	2,6	
TEN SQUARE GAMES SA	609	9,7	9,7		5,8	5,8		2,8	2,7	
ARTIFEX MUNDI SA	153	6,2	6,8		3,5	2,7		1,0	0,9	
11 BIT STUDIOS SA	359	18,3	14,4		5,2	5,8		1,3	1,2	
Średnia bez skrajnych		14,3	9,3		5,7	4,9		2,5	2,2	
CREEPY JAR SA	290	8,8	12,9	17,2	5,6	7,0	8,4	2,1	2,1	2,1
Premia/dyskonto do średniej (%)		-38%	38%		-2%	41%		-17%	-3%	
Implikowana wartość Creepy Jar		397	439		230	376		430	428	
Waga		17%	17%		17%	17%		17%	17%	
Implikowana wartość godziwa Creepy Jar		383,3								

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities, dane na 05.01.2026 r. godz. 7:30

Podsumowanie zmian i ostatnich informacji

Spółka ustaliła cenę wczesnego dostępu StarRupture na 20 USD z premierowym upustem, umożliwiającym nabycie gry po 16 USD. Sądzymy, że po premierze pełnej wersji cena wzrośnie do 25 USD. Wcześniej spodziewaliśmy się finalnej ceny na poziomie 35 USD.

W piątek 2 stycznia zniesione zostało embargo na recenzje StarRupture. Przeważają pozytywne opinie, często wykorzystujące gatunkowy hit – Satisfactory jako punkt odniesienia. Chwalony jest gameplay, wielkość świata i mechanika rozbłyśku słońca, natomiast doskwiera ograniczona warstwa fabularna (studio zapowiadało, że wątek fabularny pojawi się dopiero w wersji 1.0), trudność walki w trybie solo czy toporność budowy. Reakcja fanów na zaprezentowane informacje pozostała jednak pozytywna. Dynamika przyrostu obserwujących na platformie Steam wzrosła ze średnich 241 osób dziennie (poprzedzające 7 dni) do 2,1 tys. odnotowanych w ostatnich dwóch dniach. Pozwoliło to na wyraźną poprawę pozycji na liście życzeń, z 45 na 35 lokatę. Mimo to utrzymujemy nasze założenia odnośnie wolumenu sprzedaży. Nasz model bazuje na średnim przyroście obserwujących w okresie pomiędzy 7 a 21 dniem przed debiutem. Odnotowano wówczas średni dzienny przyrost obserwujących o 187 osób, co implikuje peak w wysokości 22,5 tys. Byłaby to wartość o 10% wyższa niż w przypadku premiery trybu kooperacyjnego dla Green Hell. Warto jednak odnotować, że skala zdynamizowania przyrostu obserwujących jest ponad przeciętna (przyspieszenie w ostatnich dniach przed premierą jest częste, natomiast nie w takiej skali), co może zwiastować pozytywne zaskoczenie i skompensowanie niższej ceny wyższą sprzedażą. W grudniu w trakcie zimowej wyprzedaży Steam obniżono cenę Green Hell o 90% co pozwoliło osiągnąć rekordowy peak graczy i przekroczyć granicę 9 mln sprzedanych kopii. Skala pozytywnej reakcji skłoniła nas do wydłużenia monetyzacji GH o 2 lata, co po uwzględnieniu subskrypcji w PlayStation Plus pozwoliło ograniczyć ubytek przychodów wynikający z niższej niż zakładaliśmy ceny StarRupture.

Podsumowanie zmian (mln zł)	2022	2023	2024	2025P nowa	2025P stara	zmiana	2026P nowa	2026P stara	zmiana	2027P nowa	2027P stara	zmiana
Przychody ze sprzedaży	55	37	31	33	24	36%	57	59	-4%	56	67	-16%
Amortyzacja	1	1	1	1	1	-21%	9	9	0%	12	12	0%
Usługi obce	6	10	7	5	5	5%	6	6	0%	12	12	0%
Wynagrodzenia bez PM	2	3	4	4	4	-5%	4	4	0%	7	7	0%
Wynik operacyjny	36	16	14	19	10	93%	35	37	-6%	22	34	-34%
EBITDA	37	17	15	20	11	82%	44	46	-5%	35	46	-25%
marża %	68%	46%	49%	61%	46%	15%	77%	78%	-1%	61%	69%	-7%
Zysk netto	36	18	16	20	12	67%	35	12	183%	24	12	93%
marża %	66,4%	48,9%	51,3%	62,6%	51,0%	11,6%	60,9%	20,7%	40,2%	41,8%	18,2%	23,6%
Nakłady na prace rozwojowe (mln)	5	9	12	14	14	1%	18	18	2%	5	5	8%
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	86	79	77	76	69	10%	83	81	2%	88	94	-6%

Źródło: dane finansowe spółki, prognozy - Noble Securities

poniedziałek, 5 stycznia 2026

RZiS (mln zł)	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przychody	37	31	33	57	56	46	37	58	71	56	49	39
Amortyzacja	1	1	1	9	12	12	12	12	11	11	11	11
Zużycie materiałów i energii	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Usługi obce	10	7	5	6	12	9	7	8	11	9	8	7
Podatki i opłaty	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Wynagrodzenia	3	4	4	4	7	6	5	5	6	6	6	5
Program Motywacyjny	5	3	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ubezpieczenia społeczne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pozostałe koszty rodzajowe	1	2	1	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Wynik operacyjny	16	14	19	35	22	16	9	30	40	26	21	12
Przychody finansowe	5	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
Koszty finansowe	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Wynik brutto	21	18	23	38	26	20	13	33	43	30	24	16
Podatek	2	2	2	4	3	2	1	3	4	3	2	2
Wynik netto	18	16	20	35	24	18	12	30	39	27	22	14

Źródło: dane finansowe spółki, prognozy - Noble Securities

Bilans (mln zł)	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Aktywa trwałe	18	30	44	54	48	45	46	51	54	52	54	56
Wartości niematerialne i prawne i długoterminowe międzyokresowe	17	27	41	51	45	43	44	48	52	50	51	54
Rzeczowe aktywa trwałe	1	3	2	2	3	2	2	3	2	2	3	2
Należności i inwestycje długoterminowe	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Aktywa obrotowe	84	82	81	92	97	99	97	110	116	106	100	89
Zapasy i należności krótkoterminowe	5	5	5	9	9	8	6	9	12	9	8	6
Inwestycje krótkoterminowe i rozliczenia międzyokresowe	20	49	49	49	49	49	49	49	49	49	49	49
Środki pieniężne	60	28	27	34	39	43	42	51	55	48	43	33
Kapitał własny	98	107	121	141	138	138	137	155	164	152	147	139
Rezerwy na zobowiązania	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zobowiązania długoterminowe	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Zobowiązania krótkoterminowe	4	4	2	4	6	5	5	5	5	5	5	5

Źródło: dane finansowe spółki, prognozy - Noble Securities

poniedziałek, 5 stycznia 2026

RPP (mln zł)	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przepływy z działalności operacyjnej	23	15	18	38	34	27	21	35	45	36	30	23
Wynik netto	18	16	20	35	24	18	12	30	39	27	22	14
Amortyzacja	1	1	1	9	12	12	12	12	11	11	11	11
Nakłady na kapitał obrotowy	-4	1	1	2	-2	-1	-1	3	2	-2	-1	-1
Działalność finansowa	5	4	4	3	4	4	4	3	4	4	4	3
Program Motywacyjny	5	3	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-9	-12	-15	-19	-7	-10	-13	-17	-15	-9	-12	-14
Nakłady na rzeczowe aktywa trwałe		0	0	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Nakłady na WNIP i DRM	-9	-12	-14	-18	-5	-9	-12	-16	-14	-9	-11	-13
Przepływy z działalności finansowej	-23	-5	-4	-12	-22	-14	-10	-8	-26	-35	-23	-19
Dywidenda	28	9	8	15	26	18	13	12	30	39	27	22
Zmiana zadłużenia	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Działalność finansowa	5	4	4	3	4	4	4	3	4	4	4	3
Przepływy pieniężne netto	-9	-2	-1	7	5	4	-1	10	4	-8	-5	-9
Stan początkowy gotówki	81	60	28	27	34	39	43	42	51	55	48	43
Stan końcowy gotówki	60	28	27	34	39	43	42	51	55	48	43	33

Źródło: dane finansowe spółki, prognozy - Noble Securities

Kluczowe wskaźniki	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
EPS (zł)	25	22	28	47	32	24	16	40	53	36	30	19
P/E (x)	23,4	12,0	14,6	8,6	12,7	16,8	25,0	10,1	7,7	11,1	13,6	21,2
EBITDA (mln zł)	17	15	20	44	35	28	22	42	51	37	32	23
EV/EBITDA (x)	19,2	8,9	12,2	5,4	6,8	8,2	10,7	5,4	4,4	6,1	7,2	10,2
DN (mln zł)	-79	-76	-75	-82	-87	-91	-90	-99	-104	-96	-91	-81
DN/EBITDA (x)	-4,6	-5,0	-3,8	-1,9	-2,5	-3,2	-4,2	-2,4	-2,0	-2,6	-2,8	-3,5
ROA (%)	18%	14%	16%	24%	16%	12%	8%	18%	23%	17%	14%	10%
ROE (%)	19%	15%	17%	25%	17%	13%	9%	19%	24%	18%	15%	10%
Marża EBITDA (%)	46%	49%	61%	77%	61%	61%	58%	73%	72%	66%	66%	61%
Marża operacyjna (%)	42%	45%	59%	62%	40%	35%	25%	51%	56%	46%	43%	32%
Marża netto (%)	49%	51%	63%	61%	42%	39%	32%	51%	55%	48%	45%	36%

Źródło: dane finansowe spółki, prognozy - Noble Securities

poniedziałek, 5 stycznia 2026

Liczba sprzedanych kopii (mln)	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Green Hell	1,1	1,8	2,2	3,3	1,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
StarRupture	0,0	0,0	0,0	1,4	1,4	1,3	1,2	1,8	1,2	0,0	0,0	0,0
Green Hell 2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,8	1,4	1,3	1,2	1,4
Przychody ze sprzedaży (mln zł)	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Green Hell	37	31	30	18	#ADR!	0	0	8	0	0	0	0
StarRupture	0	0	0	36	48	46	37	29	#ADR!	0	0	18
Green Hell 2	0	0	0	0	0	0	0	28	53	56	49	39
Nakłady kapitalizowane (mln zł)	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
StarRupture	9	11	14	16	0	0	0	0	0	0	0	0
Green Hell 2	0	1	2	5	9	12	15	8	0	0	0	0
StarRupture 2	0	0	0	0	0	0	0	1	6	9	11	13
Bieżące koszty produkcji (mln zł)	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Green Hell	0	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
StarRupture	0	0	0	8	6	4	3	2	0	0	0	0
Green Hell 2	0	0	0	0	0	0	0	8	6	4	3	2

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)
11bit studios	Trzymaj	156,00	142,00	148,80	5%	22.12.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
PGE	Trzymaj	8,95	8,64	9,10	-2%	11.12.2025	9M	Michał Sztabler
Budimex	Redukuj	590,00	648,00	641,60	-8%	22.12.2025	9M	Dariusz Nawrot
CD Projekt	Akumuluj	283,00	253,00	241,70	17%	11.12.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	45,40	28,20	27,15	67%	27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Molecure	Kupuj	9,20	6,50	6,56	40%	27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Celon Pharma	Kupuj	34,60	21,60	20,40	70%	27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Captor Therapeutics	Kupuj	94,40	60,40	75,00	26%	27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Selvita	Kupuj	63,90	44,00	44,20	45%	26.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	nd	20,45	17,95	17,30	18%	25.11.2025	9M	Michał Sztabler
Apator	Kupuj	29,60	22,70	23,00	29%	21.11.2025	9M	Michał Sztabler
Amica	Kupuj	97,90	22,00	64,10	53%	21.11.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Pepco Group	Trzymaj	25,50	26,83	30,98	-18%	19.11.2025	9M	Dariusz Dadej
Dino Polska	Trzymaj	41,00	41,79	41,00	0%	19.11.2025	9M	Dariusz Dadej
PGE	Redukuj	9,95	11,37	9,10	9%	12.11.2025	9M	Michał Sztabler
Answeare.com	Akumuluj	33,70	29,00	26,00	30%	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	21200,00	8%	06.10.2025	9M	Dariusz Dadej
Bioton	Akumuluj	4,86	4,40	3,95	23%	06.10.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Toya	Kupuj	14,50	9,96	9,75	49%	03.10.2025	9M	Dariusz Nawrot
Sonel	Redukuj	14,67	17,50	15,45	-5%	03.10.2025	9M	Michał Sztabler
Torpol	Redukuj	46,20	49,60	60,40	-24%	30.09.2025	9M	Dariusz Nawrot
Unibep	Kupuj	15,00	10,00	14,55	3%	26.09.2025	9M	Dariusz Nawrot
Huuuge	Akumuluj	27,30	23,10	24,60	11%	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	641,60	-13%	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	405,00	22%	16.09.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Eurocash	Akumuluj	9,50	8,10	6,33	50%	15.09.2025	9M	Dariusz Dadej
Creotech Instruments	Akumuluj	371,00	324,00	425,00	-13%	15.09.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Tauron PE	Sprzedaj	7,17	9,35	9,04	-21%	08.09.2025	9M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Akumuluj	338,00	295,00	336,00	1%	08.09.2025	9M	Dariusz Dadej
Bogdanka	Redukuj	19,22	23,20	19,00	1%	19.08.2025	9M	Michał Sztabler
Forte	Kupuj	33,90	27,30	24,60	38%	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	17,24	82%	03.07.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
InterCars	Kupuj	774,10	568,00	579,00	34%	30.06.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Alleron	Kupuj	24,10	19,70	16,26	48%	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	1,86	99%	21.05.2025	9M	Michał Sztabler
Noctiluca	nd	184,00	98,00	93,60	97%	15.05.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Mabion	nd	15,00	10,30	7,29	106%	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
Answeare.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	73,40	11%	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
Answeare.com	Trzymaj	26,80	28,15			13.01.2025	9M	Dariusz Dadej

(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 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 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% potencjał 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 „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 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.

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

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

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

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

Raport ani żaden z jego fragmentów nie stanowi:

- oferty w rozumieniu art. 66 ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. - Kodeks cywilny,
- podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania,
- publicznego proponowania nabycia instrumentów finansowych ani oferty publicznej instrumentów finansowych w rozumieniu art. 3 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych,
- zaproszenia do subskrypcji lub zakupu papierów wartościowych Emitenta,

- usługi doradztwa inwestycyjnego, ani usługi zarządzania portfelami, o których mowa w ustawie z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi,
- porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju.

Raport:

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

UWAGI KOŃCOWE

Analitycy sporządzający Raport: Mateusz Chrzanowski – Analityk Akcji.

Zakończenie sporządzania Raportu nastąpiło 05.01.2026 o godz. 15:00. Pierwsze rozpowszechnienie Raportu nastąpiło: 05.01.2026 godz. 15:30.

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 dotycząca Creepy Jar

Rekomendacja/aktualizacja	TRZYMAJ	KUPUJ		
Data wydania	16.09.2025	26.09.2024		
Kurs z dnia rekomendacji	455	359		
Cena docelowa	495	574		
WG w dniu rekomendacji	105 951	84 295		

Źródło: Noble Securities

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