

Creepy Jar – rozczarowująca sprzedaż StarRupture

Każdy kolejny miesiąc przynosi coraz niższe pozycje sprzedażowe StarRupture na Steam, zaś w 3Q26 średnia miesięczna pozycja była niższa niż w przypadku Green Hell, który od ponad miesiąca każdego dnia sprzedawał się lepiej niż StarRupture. W konsekwencji obniżamy nasze prognozy, obniżamy cenę docelową 12M z 616 do 448 zł i utrzymujemy zalecenie TRZYMAJ.

StarRupture słabnie w oczach

Tryb kooperacyjny okazał się niewystarczający, aby zakotwiczyć sprzedaż StarRupture na satysfakcjonującym poziomie. Z każdym kolejnym miesiącem pozycja w rankingu sprzedaży Steam wyraźnie spada. W konsekwencji obniżyliśmy naszą prognozę i spodziewamy się w tym roku sprzedaży łącznie 1,055 mln kopii (poprzednio 1,5 mln). Podtrzymujemy nasze założenie o premierze wersji 1.0 w 1Q27, zaś wersji konsolowej w 1Q28 (wciąż nie podpisano umowy na port gry na konsole, co wspiera nasze założenie, że wersja konsolowa pojawi się później niż wersja 1.0 na PC – zakładamy 1Q28). Finalna premiera wciąż może trwale ustabilizować sprzedaż na wyższym niż obecnie poziomie, natomiast skala utraty zainteresowania graczy SR budzi w nas obawy o grubość ogona sprzedażowego po premierze.

Green Hell maksymalnie wykorzystany

Obniżenie ceny Green Hell o 90% w ciągu trzech kwartałów pozwoliło sprzedać kolejne ponad 4,5 mln kopii. Ponadto gra od września zeszłego roku jest dostępna w subskrypcji PlayStation Plus, za co studio otrzymuje cykliczne wynagrodzenie (szacujemy już ok. 4 mln zł). Przychody z Green Hell niewątpliwie stanowią pozytywne zaskoczenie ostatnich kwartałów – pokazują siłę tytułu. Uprawnione jest zatem stawianie wyższych oczekiwań sprzedażowych wobec GH2 niż w przypadku SR (co czynimy w naszych prognozach), natomiast rosnąca konkurencja (w tym w segmencie gier wieloosobowych) skłania nas do większej ostrożności i obniżenia prognoz sprzedażowych GH2. Wcześniej zakładaliśmy sprzedaż 5,2 mln kopii w ciągu pierwszych 3 lat, zaś obecnie 4,2 mln.

Hojnie wynagradzany zespół

W konsekwencji świetnej premiery StarRupture i rekordowych wyników w 1H26 utworzono rezerwę na premię dla pracowników w wysokości 2,1 mln zł (6% zysku netto). Ponadto w 2Q26 w kapitalizowanych nakładach na produkcję gier uwzględniono dodatkowe 3 mln zł z tytułu zmiennych wynagrodzeń. W sumie mowa o kwocie odpowiadającej 15% przychodów wygenerowanych przez StarRupture. Ponadto należy pamiętać o wydatkach na usługi obce – w 1Q26 licencjonowanie silnika UE5 kosztowało dodatkowe 800 tys. zł. Pozostałe powtarzalne koszty produkcji utrzymują się na dotychczasowym, stabilnym poziomie.

Program Motywacyjny 2026-2028 wciąż w zasięgu

Mimo obniżenia prognoz wciąż oczekujemy, że studio wypełni cele Programu Motywacyjnego na lata 2026-2028 (średnioroczny zysk brutto powyżej 30 mln zł), co zwiększy liczbę akcji do 755 tys. Sytuacja bilansowa spółki pozostaje mocna (109 mln zł gotówki netto na koniec 2Q) i pozwoliłaby sfinansować dwie kolejne produkcje. Wydaje się zatem, że w przyszłym roku inwestorzy również będą mogli liczyć na wysoką dywidendę, być może powyżej 30 zł na akcję. **Wartość akcji Creepy Jar oszacowano na podstawie wyceny metodą DCF (410 zł, waga 50%) i porównawczą (395 zł, waga 50%), co implikuje wycenę w horyzoncie 12-mies. na 448 zł.**

mln zł	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Przychody ze sprzedaży (mln zł)	31	30	72	69	58
EBITDA (mln zł)	15	17	54	47	39
Zysk netto (mln zł)	16	17	39	27	20
P/E	12,4	17,6	8,5	12,3	16,5
EV/EBITDA	7,9	13,8	4,7	5,3	6,2

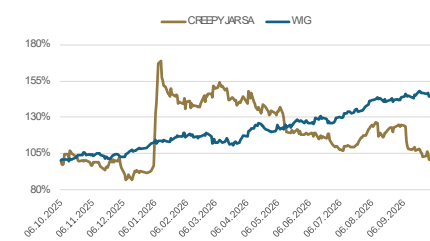
Źródło: Spółka (2024-2025), Noble Securities (2026P-2028P)

Zakończenie sporządzania Raportu nastąpiło 12.10.2026 o godz. 16:26. Pierwsze rozpowszechnienie raportu nastąpiło 12.10.2026 godz. 16:29.

TRZYMAJ

(aktualizacja - podtrzymana)

Kurs	437 zł
Wycena (12M)	448 zł
Potencjał wzrostu	3%
Kapitalizacja	314 mln zł
Free float	67,9%
Śr. Wolumen 6M	1 720



Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities

PROFIL SPÓŁKI

Producent gier komputerowych w modelu self-publishing, w tym Green Hell (sprzedano ponad 12 mln kopii) oraz StarRupture.

STRUKTURA AKCJONARIATU

Krzysztof Maciej Kwiatek	11,28%
Krzysztof Sałek	11,28%
Tomasz Michał Soból	9,54%
Venture FIZ	5,55%
Quercus TFI	5,29%

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 porównawczej dla krajowych (25%) i zagranicznych (25%) spółek branżowych. Cena docelowa w horyzoncie 12 miesięcznym wyznaczona została na poziomie 448 zł.

W tabeli poniżej prezentujemy podsumowanie wyceny:

Podsumowanie wyceny	Waga (x)	Wycena 1 akcji (zł)	Poprzednio	Zmiana
Wycena DCF	0,50	410,6	647,6	-37%
Wycena porównawcza - świat	0,25	421,9	453,3	-7%
Wycena porównawcza - kraj	0,25	368,6	475,1	-22%
Średnia ważona metod		402,9	555,9	-28%
Cena docelowa (12m)		448,0	616,0	-27%
Cena aktualna		437,0	598,0	-27%
Potencjał		3%		

Źródło: Noble Securities

WYCENA METODĄ DCF

Założenia do modelu:

- Wartość przepływów pieniężnych dyskontowana na październik 2026 r.,
- Rezydualna stopa wzrostu na poziomie 0%, współczynnik beta równy 1 (bez zmian),
- Stopa wolna od ryzyka 5,94% (poprzednio 5,48%), premia za ryzyko 5,25% (poprzednio 5,33%),
- Gotówka netto w wysokości 71 mln zł,
- Wobec gotówki netto WACC jest tożsamy z kosztem kapitału własnego w wysokości 11,2% (poprzednio 10,8%),
- 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	72	69	58	29	20	59	58	68	59	77
NOPAT	38	24	17	6	2	32	22	29	28	51
Amortyzacja	13	20	20	6	1	6	13	15	11	3
KON	0	2	1	2	1	-5	2	-1	0	-4
CAPEX	-17	-6	-8	-11	-15	-20	-8	-11	-13	-16
FCFF	35	41	31	3	-11	12	29	32	26	34
WACC	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%
Współczynnik dyskonta	0,98	0,88	0,79	0,71	0,64	0,57	0,52	0,46	0,42	0,38
DFCF	34	36	24	2	-7	7	15	15	11	13
SUMA DFCFF do 2035	149									
Wzrost FCFF po okresie prognozy	0%									
Wartość rezydualna na 2035	239									
Zdyskontowana w. rezydualna	90									
Wartość Firmy (EV)	238									
Dług netto	-71									
Wartość kapitałów własnych	310									
Liczba akcji (w mln)	0,755									
Wartość na 1 akcję	410									

Źródło: Noble Securities

Analiza wrażliwości					
Stopa wzrostu rezydualna					
	-2%	-1%	0%	1%	2%
WACC - 1,0%	414	426	440	457	478
WACC - 0,5%	402	412	424	439	457
WACC	390	399	410	423	439
WACC + 0,5%	380	388	397	409	423
WACC + 1,0%	370	377	386	396	408

Poniższa tabela prezentuje kalkulację średnioważonego kosztu kapitału (WACC):

WACC	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Stopa wolna od ryzyka	5,94%	5,94%	5,94%	5,94%	5,94%	5,94%	5,94%	5,94%	5,94%	5,94%
Premia za ryzyko	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Koszt kapitału własnego	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%
Efektywna stopa podatkowa	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
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	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%
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%	11,2%

Źródło: Noble Securities

WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Analizę porównawczą podzielono na dwie grupy spółek, oddzielnie zagraniczne i krajowe. Wykorzystano wskaźniki P/E, EV/EBITDA oraz P/BV dla lat 2026-2028. Użyto mediany i uwzględniono 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									
UBISOFT ENTERTAINMENT	3 062				2,9	2,7	1,7	0,5	0,6	0,6
EMBRACER GROUP AB	7 314	25,0	14,4	11,9	3,8	3,6	3,1	0,7	1,0	0,9
PARADOX INTERACTIVE AB	5 739	24,7	20,5	19,0	10,7	9,2	8,8	6,1	5,6	5,1
REMEDY ENTERTAINMENT OYJ	1 006	99,1	24,6	25,1	11,0	8,1	8,6	3,9	3,4	3,3
PULLUP ENTERTAINMENT	286			9,9	2,1	2,0	1,8	0,4	0,5	0,5
DIGITAL BROS SPA	718		61,7		3,2	3,3	3,1	1,5	1,3	1,2
FRONTIER DEVELOPMENTS PLC	1 069	12,4	14,2	15,6	4,4	4,6	4,9	2,1	1,6	1,4
ENAD GLOBAL 7 AB	524	11,6	5,6	4,9	2,9	2,6	2,6			
Mediana		24,7	17,5	13,8	3,5	3,5	3,1	1,5	1,3	1,2
CREEPY JAR SA	314	8,5	12,3	16,5	4,7	5,3	6,2	2,4	2,6	2,7
Premia/dyskonto do średniej (%)		-66%	-30%	20%	33%	52%	100%	63%	102%	138%
Implikowana wartość Creepy Jar		1270	622	365	328	298	249	267	216	183
Waga		11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%
Implikowana w. godziwa CRJ		421,9								

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities, dane na 09.10.2026 r. godz. 8:00

poniedziałek, 12 października 2026

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	545	8,6	8,7	8,3	6,1	3,8	3,8	2,5	1,9	1,6
BLOOBER TEAM SA	436	17,4	15,1	3,1	6,0	5,5	2,2	2,2	1,9	1,3
PLAYWAY SA	1 590	9,5	9,1	8,2	5,9	5,0	4,6	3,9	3,9	3,7
HUUUGE INC	1 047	4,3	3,2	3,9	1,7	2,0	2,3	2,6	2,7	2,8
TEN SQUARE GAMES SA	639	11,5	8,4	7,8	7,7	5,9	5,3			
ARTIFEX MUNDI SA	245	11,3	11,3	7,8	7,7	4,6	3,8			
11 BIT STUDIOS SA	290	29,0	21,3	8,4	5,8	6,6	3,5	1,1	0,9	0,8
Mediana		11,3	9,1	7,8	6,0	5,0	3,8	2,5	1,9	1,6
CREEPY JAR SA	314	8,5	12,3	16,5	4,7	5,3	6,2	2,4	2,6	2,7
Premia/dyskonto do średniej (%)		-25%	35%	112%	-22%	5%	63%	-4%	35%	77%
Implikowana wartość Creepy Jar		579	324	206	503	395	285	454	324	248
Waga		11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%
Implikowana w. godziwa CRJ		368,6								

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities, dane na 09.10.2026 r. godz. 8:00

Podsumowanie zmian i ostatnich informacji

Minione kwartały rozczarowały nas pod względem sprzedaży StarRupture. O ile w 2Q26 można było jeszcze podnosić argument przesycenia po bardzo dobrej premierze, o tyle pogłębienie spadków na liście sprzedażowej Steam w 3Q26 budzi nasze obawy o długość ogona sprzedażowego. Wciąż istnieje możliwość, że pełna premiera wraz z dodaniem trybu fabularnego ustabilizuje sprzedaż na wyższym niż obecnie poziomie, ale mimo wszystko zdecydowaliśmy się na obniżenie naszych prognoz dotyczących trajektorii sprzedaży StarRupture, a w konsekwencji też Green Hell 2. Fakt ten wynika z rosnącej konkurencji na rynku, również w segmencie gier oferujących rozrywkę wieloosobową, i o ile GH stał się bardzo mocną franczyzą, o tyle sprzedaż sequela w długim okresie po debiucie może nie być aż tak imponująca jak przy pierwszej odsłonie.

W trakcie Zwyczajnego Walnego Zgromadzenia dnia 22 czerwca 2026 r. podjęto uchwałę w sprawie ustanowienia Programu Motywacyjnego na lata 2026-2028. Jeżeli w wymienionym okresie zysk brutto średniorocznie przekroczy kwotę 30 mln zł wówczas kluczowi pracownicy spółki będą mogli liczyć na przyznanie 18,5 tys. akcji zwykłych serii H oraz 18,5 tys. akcji zwykłych serii I.

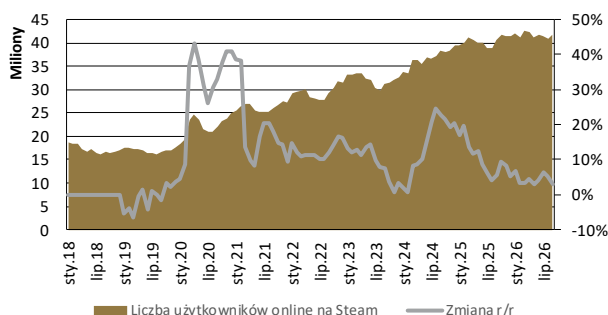
W opublikowanym 28 września raporcie półrocznym wyniki 2Q26 były na zbliżonym poziomie do naszej prognozy kwartalnej. Przychody ze sprzedaży wyniosły 12,3 mln zł (prognozowaliśmy 11,8 mln zł), EBITDA 8,6 mln zł (8,5), zaś zysk netto 5,1 mln zł (6,6). Różnica na poziomie netto wynikała głównie z wyższej niż zakładaliśmy amortyzacji (1,2 mln zł).

Na początku września StarRupture otrzymało darmowy Update 2: Quality of life, zaś w październiku pojawił się Hotfix 0.3.5 poprawiający grę.

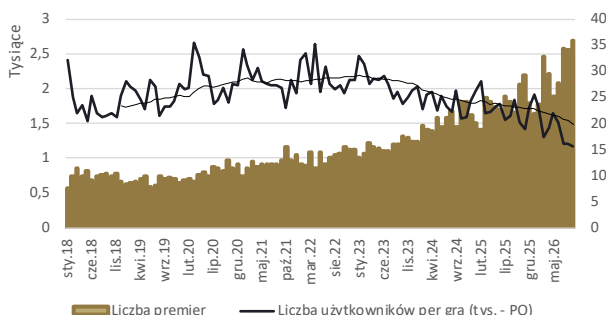
Podsumowanie zmian (mln zł)	2023	2024	2025	2026P nowa	2026P stara	zmiana	2027P nowa	2027P stara	zmiana	2028P nowa	2028P stara	zmiana
Przychody ze sprzedaży	37	31	30	72	75	-4%	69	76	-9%	58	70	-17%
Amortyzacja	1	1	1	13	14	-5%	20	19	5%	20	19	5%
Usługi obce	10	7	5	7	6	13%	13	12	4%	10	9	13%
Wynagrodzenia bez PM	3	4	4	6	4	58%	7	7	-4%	6	6	1%
Wynik operacyjny	16	14	16	40	48	-16%	27	35	-24%	19	33	-43%
EBITDA	17	15	17	54	62	-14%	47	54	-14%	39	52	-26%
marża %	46%	49%	56%	74%	83%	-8%	68%	71%	-3%	67%	74%	-7%
Zysk netto	18	16	17	39	46	-15%	27	35	-23%	20	34	-41%
marża %	48,9%	51,3%	57,6%	54,0%	61,3%	-7,4%	39,0%	46,1%	-7,0%	34,5%	48,6%	-14,0%
Nakłady na prace rozwojowe (mln)	9	12	14	16	16	2%	4	5	-16%	7	9	-22%
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	79	77	72	79	83	-4%	85	98	-14%	91	115	-21%

Źródło: dane finansowe spółki, prognozy - Noble Securities

Liczba graczy na Steam wciąż rośnie



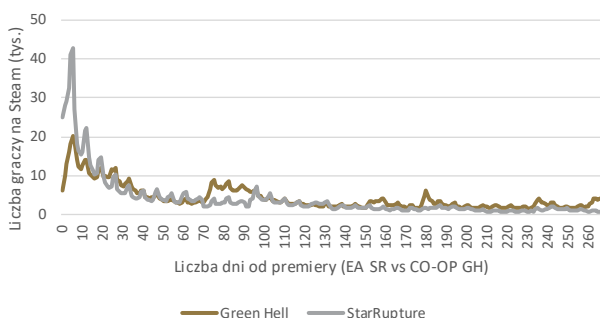
Współczynnik użytkowników na grę nadal spada



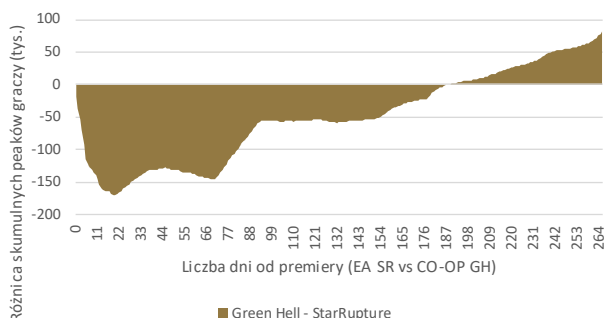
Źródło: obliczenia własne na podstawie raportów spółki oraz danych Steam

W ostatnich miesiącach tempo przyrostu peaku graczy online na platformie spowolniło do jednocyfrowych wartości, natomiast liczba premier pozostaje na rekordowych poziomach. W konsekwencji liczba graczy przypadających na debiutujące gry nadal maleje, co obrazuje z jak trudnym rynkiem mają do czynienia producenci gier, szczególnie w sytuacji, gdy wchodzi na rynek z zupełnie nowym IP.

Mocny początek StarRapture



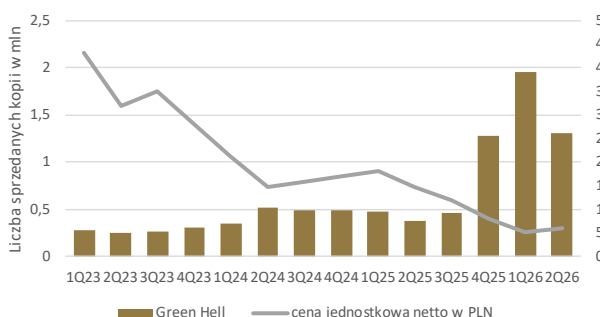
Na dystansie StarRapture radzi sobie gorzej



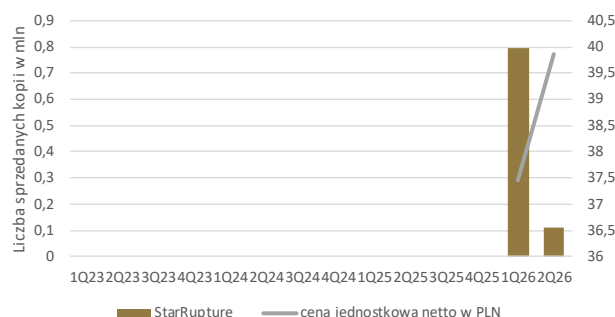
Źródło: obliczenia własne na podstawie raportów spółki oraz danych Steam

Premiera StarRapture była niewątpliwie sukcesem, natomiast im więcej czasu mija od debiutu tym większe można mieć wątpliwości nt. długości ogona sprzedażowego. W porównaniu do Green Hell jeszcze kilka miesięcy temu widać było, że zainteresowanie graczy w okresie popremierowym utrzymuje się na podobnym poziomie (mimo dużo większego zaangażowania na starcie). Obecnie jednak StarRapture systematycznie traci na znaczeniu, co dostrzec można w rankingu sprzedażowym Steam. Green Hell we wrześniu zajmował średnio 624 pozycję, zaś StarRapture 1230.

Promocja 90% mocno pobudziła sprzedaż GH



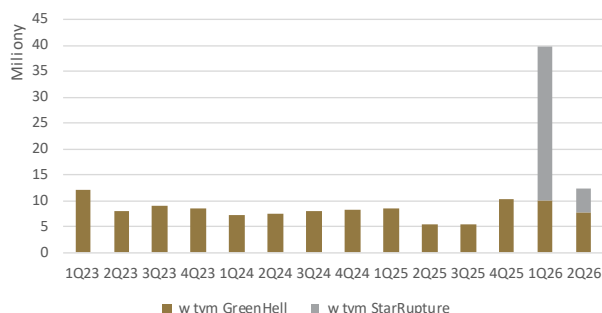
Wyraźne wyhamowanie sprzedaży StarRapture



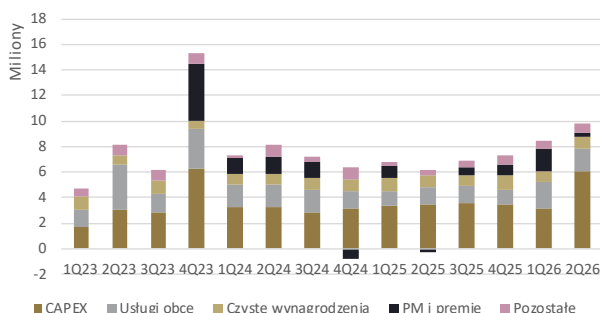
Źródło: obliczenia własne na podstawie raportów spółki oraz danych Steam

Pod koniec zeszłego roku studio zdecydowało o zaoferowaniu Green Hell z 90% rabatem, co poskutkowało skokowym wzrostem sprzedanych kopii. Efekt ten wciąż się utrzymuje, co pokazuje z jak silną franczyzą mamy do czynienia. Oczywiście spowodowało to spadek średniego przychodu uzyskiwanego z każdego egzemplarza, natomiast efekt ten został częściowo zneutralizowany poprzez płatności za udział gry w abonamencie PS+. Z kolei StarRapture wystartował z prawie 800 tys. sprzedanych kopii w premierowym kwartale, by w 2Q26 spowolnić do jedynie 110 tys. sztuk. Sądymy, że w 3Q26 wynik sprzedażowy okaże się jeszcze słabszy. Warto jednak odnotować stosunkowo wysokie wartości jednostkowego przychodu, co wynika ze sporego zainteresowania Supporter Pack (4 USD), a poprawa w 2Q26 jest efektem osiągnięcia niższej prowizji Steam (po przekroczeniu 10 mln USD przychodów brutto stawka maleje z 30% do 25%).

Struktura przychodów



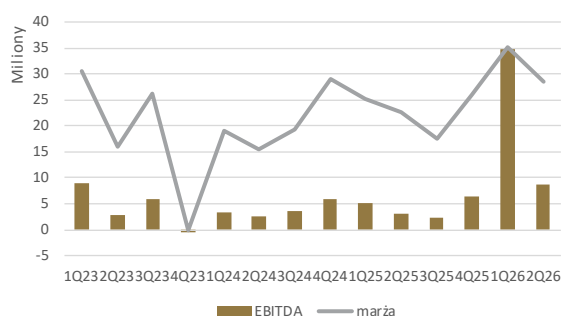
Struktura kosztów



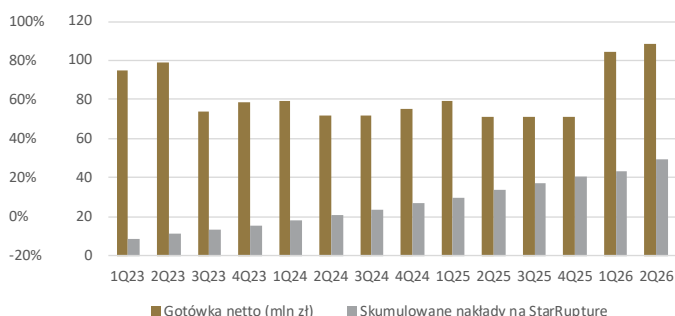
Źródło: obliczenia własne na podstawie raportów spółki oraz danych Steam

Mimo wszystko 1H26 należy zaliczyć do udanych. Przychody wyniosły rekordowe 52 mln zł, co pozwoliło osiągnąć 35 mln zł zysku netto. Oprócz świetnej premiery StarRupture udało się również poprawić płatności z Green Hell (zasługa 90% promocji oraz rozliczania subskrypcji PS+). Dobre wyniki dociężyły jednak stronę kosztową. Do stabilnej bazy wydatkowej doszło 2,1 mln zł rezerw na premie oraz skapitalizowane w 2Q26 3 mln zł wynagrodzenia zmiennego. Ponadto wzrost odnotowały usługi obce, w tym licencjonowanie silnika UE5 (w 1Q26 kwota rzędu 800 tys. zł).

Wciąż wysoka marża EBITDA



Wciąż mocna pozycja gotówkowa



Źródło: obliczenia własne na podstawie raportów spółki oraz danych Steam

Ostatecznie EBITDA w 1H26 wyniosła 43 mln zł, zaś marżę osiągnęła 83%. Ponadto wydatki na produkcję gier, za wyjątkiem części uzależnionej od wyników, pozostają na stabilnym poziomie. W konsekwencji studio utrzymało mocną pozycję gotówkową. Łącznie na koniec 2Q26 posiadało ponad 109 mln zł środków pieniężnych netto, czyli kwotę przekraczającą dwukrotność budżetu produkcyjnego pełnej wersji StarRupture, Widzimy zatem potencjał do wypłacenia w przyszłym roku kolejnej wysokiej dywidendy w kwocie nawet przekraczającej tegoroczne 30 mln zł.

poniedziałek, 12 października 2026

RZiS (mln zł)	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Przychody	31	30	72	69	58	29	20	59	58	68	59	77
Amortyzacja	1	1	13	20	20	6	1	6	13	15	11	3
Zużycie materiałów i energii	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Usługi obce	7	5	7	13	10	8	8	10	12	11	9	9
Podatki i opłaty	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Wynagrodzenia	4	4	6	7	6	5	5	5	7	6	5	5
Program Motywacyjny	3	2	3	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	2	1	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Wynik operacyjny	14	16	40	27	19	7	3	36	24	33	31	57
Przychody finansowe	4	4	3	4	4	4	3	2	3	3	3	3
Koszty finansowe	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Wynik brutto	18	19	43	30	22	11	6	38	26	35	34	59
Podatek	2	2	4	3	2	1	1	4	3	4	3	6
Wynik netto	16	17	39	27	20	10	5	34	24	32	30	53

Źródło: dane finansowe spółki, prognozy - Noble Securities

Bilans (mln zł)	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Aktywa trwałe	30	43	46	32	19	25	39	53	48	44	46	58
WMIp i dł. rozliczenia	27	41	44	29	17	23	36	51	46	41	44	56
Rzeczowe aktywa trwałe	3	2	2	3	2	2	3	2	2	3	2	2
Należności i inwestycje dł.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Aktywa obrotowe	82	80	91	96	101	82	63	78	75	87	82	92
Zapasy i należności krótkoterminowe	5	9	12	11	9	5	3	10	10	11	10	13
Inwestycje kr. i rozliczenia	49	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50
Środki pieniężne	28	22	30	35	42	27	10	19	16	26	23	30
Kapitał własny	107	119	130	118	111	101	96	125	115	123	121	145
Rezerwy na zobowiązania	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Zobowiązania długoterminowe	1	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Zobowiązania krótkoterminowe	4	3	6	7	7	4	3	4	6	6	5	4

Źródło: dane finansowe spółki, prognozy - Noble Securities

poniedziałek, 12 października 2026

RPP (mln zł)	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Przepływy z działalności operacyjnej	15	14	51	46	38	13	3	32	36	43	38	50
Wynik netto	16	17	39	27	20	10	5	34	24	32	30	53
Amortyzacja	1	1	13	20	20	6	1	6	13	15	11	3
Nakłady na kapitał obrotowy	1	3	0	-2	-1	-2	-1	5	-2	1	0	4
Działalność finansowa	4	3	3	3	4	4	3	2	2	2	3	3
Program Motywacyjny	3	2	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-12	-14	-17	-6	-8	-11	-15	-20	-8	-11	-13	-16
Nakłady na rzeczowe aktywa trwałe	0	0	0	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Nakłady na WNI i DRM	-12	-14	-16	-4	-7	-11	-13	-20	-7	-10	-12	-15
Przepływy z działalności finansowej	-5	-5	-27	-35	-23	-16	-6	-3	-32	-21	-29	-28
Dywidenda	9	8	30	39	27	20	10	5	34	24	32	30
Zmiana zadłużenia	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Działalność finansowa	4	3	3	3	4	4	3	2	2	2	3	3
Przepływy pieniężne netto	-2	-5	8	5	7	-14	-18	9	-3	11	-3	6
Stan początkowy gotówki	79	77	72	79	85	91	77	59	68	65	76	73
Stan końcowy gotówki	77	72	79	85	91	77	59	68	65	76	73	79

Źródło: dane finansowe spółki, prognozy - Noble Securities

Kluczowe wskaźniki	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
EPS (zł)	21	23	51	36	26	13	7	45	32	42	40	71
P/E (x)	12,4	17,6	8,5	12,3	16,5	34,1	64,3	9,7	13,9	10,5	10,9	6,2
EBITDA (mln zł)	15	17	54	47	39	13	3	41	37	48	42	60
EV/EBITDA (x)	7,9	13,8	4,7	5,3	6,2	19,7	81,9	6,4	7,2	5,3	6,2	4,2
DN (mln zł)	-76	-71	-79	-84	-91	-77	-59	-68	-65	-75	-72	-79
DN/EBITDA (x)	-5,0	-4,3	-1,5	-1,8	-2,3	-5,9	-17,7	-1,6	-1,7	-1,6	-1,7	-1,3
ROA (%)	14%	14%	28%	21%	17%	9%	5%	26%	19%	24%	24%	36%
ROE (%)	15%	14%	30%	23%	18%	10%	5%	27%	21%	26%	25%	37%
Marża EBITDA (%)	49%	56%	74%	68%	67%	44%	17%	70%	63%	71%	70%	78%
Marża operacyjna (%)	45%	53%	56%	39%	32%	24%	13%	61%	41%	48%	52%	74%
Marża netto (%)	51%	58%	54%	39%	35%	33%	26%	58%	41%	47%	51%	69%

Źródło: dane finansowe spółki, prognozy - Noble Securities

poniedziałek, 12 października 2026

Liczba sprzedanych kopii (mln)	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Green Hell	1,8	2,6	5,6	2,8	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
StarRupture	0,0	0,0	1,1	1,1	1,2	1,2	1,6	1,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Green Hell 2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,3	1,4	1,5	1,5	2,0
Przychody ze sprzedaży (mln zł)	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Green Hell	31	30	32	15	6	0	0	0	0	0	0	0
StarRupture	0	0	40	54	52	29	20	10	0	0	0	0
Green Hell 2	0	0	0	0	0	0	0	49	58	68	59	42
Nakłady kapitalizowane (mln zł)	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
StarRupture	11	14	16	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Green Hell 2	0	0	1	4	7	11	13	16	0	0	0	0
StarRupture 2	0	0	0	0	0	0	0	4	7	10	12	15
Bieżące koszty produkcji (mln zł)	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Green Hell	2	0	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	0	8	6	4	3

Źródło: dane finansowe spółki, prognozy - Noble Securities

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)
Torpol	Redukuj	59,70	69,60	67,50	-12%	25.09.2026	12M	Dariusz Nawrot
Bioton	Kupuj	5,00	3,50	3,85	30%	25.09.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Huuuge	Akumuluj	27,10	23,25	23,15	17%	24.09.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Budimex	Sprzedaj	562,00	713,00	690,00	-19%	17.09.2026	12M	Dariusz Nawrot
Eurocash	Trzymaj	5,70	5,76	5,01	14%	10.09.2026	12M	Krzysztof Radojewski
MO-BRUK	Akumuluj	462,00	388,00	409,00	13%	31.08.2026	12M	Michał Sztabler
Enea	Trzymaj	19,94	19,67	22,50	-11%	25.08.2026	12M	Michał Sztabler
Inter Cars	Akumuluj	1117,00	977,00	991,00	13%	13.08.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Auto Partner	Akumuluj	34,90	29,60	31,45	11%	06.08.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
XTB	Akumuluj	151,70	138,00	139,72	9%	29.07.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Celon Pharma	Kupuj	29,30	20,60	18,70	57%	23.07.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Ten Square Games	Kupuj	152,70	89,40	99,30	54%	23.07.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
PGE	Trzymaj	9,56	9,63	16,70	-43%	06.07.2026	12M	Michał Sztabler
11 bit studios	Redukuj	116,00	138,00	122,30	-5%	25.06.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Unibep	Kupuj	16,00	12,80	14,76	8%	24.06.2026	12M	Dariusz Nawrot
Ailleron	Trzymaj	16,80	16,10	16,72	0%	23.06.2026	12M	Dariusz Dadej
CD Projekt	Akumuluj	250,00	226,00	263,00	-5%	18.06.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Pepco Group	Redukuj	27,90	34,30	43,82	-36%	09.06.2026	12M	Dariusz Dadej
Selvita	Kupuj	41,90	30,30	21,20	98%	09.06.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	31,40	17,40	16,50	90%	27.05.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	Akumuluj	21,52	18,65	19,85	8%	26.05.2026	12M	Michał Sztabler
Captor Therapeutics	Kupuj	110,80	78,00	64,00	73%	25.05.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Apator	Akumuluj	30,31	25,75	25,60	18%	21.05.2026	12M	Michał Sztabler
Eurocash	Akumuluj	6,30	5,40	5,01		19.05.2026	12M	Dariusz Dadej
Amica	Kupuj	74,00	51,70	45,90	61%	14.05.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Sonel	Trzymaj	14,84	14,95	12,70	17%	12.05.2026	12M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Kupuj	456,90	347,50	409,00		12.05.2026	12M	Dariusz Dadej
Creepy Jar	Trzymaj	616,00	598,00	437,00	41%	11.05.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Creotech Instruments	Trzymaj	667,00	640,00	853,00	-22%	08.05.2026	12M	Krzysztof Radojewski
MCI Capital ASI	Kupuj	39,90	26,90	26,90	48%	06.05.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Unibep	Akumuluj	17,50	14,74	14,76		21.04.2026	12M	Dariusz Nawrot
Answer.com	Akumuluj	20,70	17,98	22,20	-7%	21.04.2026	12M	Dariusz Dadej
Molecule	Kupuj	7,50	5,20	6,66	13%	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	991,00		16.04.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Auto Partner	Akumuluj	24,60	21,40	31,45	-22%	16.04.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Tauron PE	Redukuj	9,37	10,33	9,64	-3%	09.04.2026	12M	Michał Sztabler
LPP	Akumuluj	26300,00	22500,00	25040,00	5%	08.04.2026	12M	Dariusz Dadej
Ryvu Therapeutics	Kupuj	43,10	20,70	16,50		31.03.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Toya	Kupuj	15,50	8,90	10,40	49%	27.03.2026	12M	Dariusz Nawrot
Dino Polska	Akumuluj	46,90	41,50	35,81	31%	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
Bogdan	Sprzedaj	13,97	20,00	27,20	-49%	26.02.2026	12M	Michał Sztabler
Wielton	Akumuluj	7,25	6,07	4,95	46%	16.02.2026	12M	Michał Sztabler
Forte	Redukuj	19,60	23,30	15,30	28%	16.02.2026	12M	Dariusz Dadej
XTB	Kupuj	95,70	75,00	139,72		16.01.2026	9M	Mateusz Chrzanowski
MO-BRUK	Kupuj	424,80	352,50	409,00		14.01.2026	9M	Dariusz Dadej
Creepy Jar	Trzymaj	802,00	798,00	437,00		12.01.2026	9M	Mateusz Chrzanowski
Creepy Jar	Trzymaj	416,00	414,00	437,00		05.01.2026	9M	Mateusz Chrzanowski
Ailleron	Akumuluj	17,30	15,40	16,72		23.12.2025	9M	Dariusz Dadej
11bit studios	Trzymaj	156,00	142,00	122,30		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	853,00		17.12.2025	9M	Krzysztof Radojewski
PGE	Trzymaj	8,95	8,64	16,70		11.12.2025	9M	Michał Sztabler
CD Projekt	Akumuluj	283,00	253,00	263,00		11.12.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	45,40	28,20	16,50		27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Molecule	Kupuj	9,20	6,50	6,66		27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Celon Pharma	Kupuj	34,60	21,60	18,70		27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Captor Therapeutics	Kupuj	94,40	60,40	64,00		27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Selvita	Kupuj	63,90	44,00	21,20		26.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	nd	20,45	17,95	19,85		25.11.2025	9M	Michał Sztabler
Apator	Kupuj	29,60	22,70	25,60		21.11.2025	9M	Michał Sztabler
Amica	Kupuj	97,90	55,00	45,90		21.11.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Pepco Group	Trzymaj	25,50	26,83	43,82		19.11.2025	9M	Dariusz Dadej
Dino Polska	Trzymaj	41,00	41,79	35,81		19.11.2025	9M	Dariusz Dadej
PGE	Redukuj	9,95	11,37	16,70		12.11.2025	9M	Michał Sztabler
Answer.com	Akumuluj	33,70	29,00	22,20		20.10.2025	9M	Dariusz Dadej
MCI Capital	Kupuj	43,20	29,30	26,90		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
II – dynamika sprzedaży porównywalnej w ujęciu r/r
P – prognozy analityka lub analityków Noble Securities S.A. sporządzających rekomendację
P/E – stosunek ceny akcji do zysku netto przypadającego na 1 akcję
P/EBIT – stosunek ceny akcji do zysku operacyjnego przypadającego na 1 akcję
P/EBITDA – stosunek ceny akcji do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację przypadającą na 1 akcję
P/BV – stosunek ceny akcji do wartości księgowej przypadającej na 1 akcję
EV/EBIT – stosunek wyceny rynkowej spółki powiększonej o dług netto do zysku operacyjnego
EV/EBITDA – stosunek wyceny rynkowej spółki powiększonej o dług netto do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację
ROE – stopa zwrotu z kapitału własnego
ROA – stopa zwrotu z aktywów
WACC – średni ważony koszt kapitału
FCFF – wolne przepływy pieniężne dla właścicieli kapitału własnego i wierzycieli
Beta – współczynnik uwzględniający zależność zmiany ceny akcji danej spółki od zmiany wartości indeksu
SG&A – suma kosztów ogólnego zarządu i sprzedaży
LTM – za okres ostatnich 12 miesięcy (ang. Last Twelve Months)

ZASTRZEŻENIA PRAWNE

PODSTAWOWE ZASADY WYDAWANIA RAPORTU ANALITYCZNEGO

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

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

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

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

NS ani Analityk nie gwarantują, że prognozy się sprawdzą.

Raport wydawany przez NS obowiązuje przez okres 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 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 jakakolwiek 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 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: Mateusz Chrzanowski - Analityk Departamentu Analiz i Doradztwa Noble Securities S.A

- 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 Departamentu Analiz i Doradztwa Noble Securities S.A

Zakończenie sporządzania Raportu nastąpiło 12.10.2026 o godz. 16:26. Pierwsze rozpowszechnienie raportu nastąpiło 12.10.2026 godz. 16:29.

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

Ostatnio wydana rekomendacja/aktualizacja dla Creepy Jar S.A.

Rekomendacja/aktualizacja			Kupuj	Trzymaj	Trzymaj	Trzymaj	Trzymaj
Data wydania			2024-09-26	2025-09-16	2026-01-05	2026-01-12	2026-05-11
Kurs z dnia rekomendacji			359	455	414	798	598
Cena docelowa			575,4	495	416	802	616
WIG w dniu rekomendacji			84399,52	105950,8	120337,3	122027,2	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, handel

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

Kamil Kowalewski

kamil.kowalewski@noblesecurities.pl

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