

## Creepy Jar – normalizacja sprzedaży StarRapture

Opadająca szybciej niż zakładaliśmy trajektoria liczby graczy po premierze StarRapture skłoniła nas do obniżenia oczekiwanego wolumenu sprzedaży gry do 1,5 mln kopii w 2026 r. Mimo podwyższenia prognozy przychodów z Green Hell obniżyliśmy tegoroczną prognozę EBITDA o 24% do 62 mln zł, zaś cenę docelową akcji w horyzoncie 12M z 802 zł do 616 zł. Dlatego przy aktualnym kursie utrzymujemy zalecenie TRZYMAJ.

### StarRapture podąża drogą Green Hell

Liczba graczy na Steam, po rewelacyjnej premierze, nie utrzymała trajektorii z premiery trybu kooperacyjnego GH (liczba graczy po danym okresie jako % maksymalnej liczby graczy). W ujęciu nominalnym zainteresowanie SR po 120 dniach jest jednak na zbliżonym poziomie do GH w analogicznym okresie po premierze co-op. W związku z tym mówimy raczej o normalizacji i dostosowaniu się do bazy graczy w długim terminie niż rozczarowaniu, choć nasze założenia z okresu tuż po premierze SR okazały się zbyt optymistyczne. Rozkład sprzedaży w czasie przypomina bardziej nasze wcześniejsze założenia, stąd skorygowaliśmy prognozy wolumenu w dół z 2,5/2/2 mln kopii w latach 2026/27/28 do 1,5/1,6/1,6 mln kopii.

### Świetny finisz Green Hell

Zaoferowanie graczom 90% promocji cenowej na nowo pobudziło sprzedaż GH. W 4Q25 sprzedano 1,274 mln kopii (z czego 1,19 mln na PC przy średniej z ostatnich 4 kwartałów na poziomie 384 tys.). Informacja o przekroczeniu progu 12 mln sztuk łącznej sprzedaży potwierdza, że popyt na grę dalej się utrzymuje. Szacujemy, że w 1Q26 sprzedano ok. 1,8 mln kopii. W konsekwencji zdecydowaliśmy się wydłużyć okres monetyzacji o rok oraz podnieść tegoroczną prognozę przychodów z GH o 5 mln zł.

### Wycena w dół

Obniżenie oczekiwanej sprzedaży SR poskutkowało obniżeniem prognozy EBITDA na lata 2026/27/28 kolejno o 24/15/16%. W konsekwencji wycena DCF spadła o 15%. Większe znaczenie miało jednak skrócenie okresu amortyzacji do 3 lat – zgodnie z zapowiedziami Zarządu – co obniżyło wycenę porównawczą o ponad 35%.

### Prognoza 1Q26

Szacujemy, że sprzedaż StarRapture w 1Q'26 osiągnęła niecałe 700 tys. egzemplarzy, co przełożyło się na ok. 22 mln zł przychodów. Dodając do tego wciąż dobrą sprzedaż GH (8,5 mln zł) oraz kolejną transzę PS+ (2 mln zł), całość przychodów może wynieść niecałe 33 mln zł. Mniej więcej stabilne koszty kw/kw (wyraźnie wzrosło tylko amortyzacja - do 3,6 mln zł, zaś zniknie 0,8 mln zł Programu Motywacyjnego), pozwolą na wygenerowanie ok. 30 mln zł EBITDA oraz 24,5 mln zł zysku netto. Jest to wynik poniżej naszych premierowych założeń (szacowaliśmy 36 mln zł przychodów, ale z większym udziałem SR), natomiast wystarczający do utrzymania pozytywnego nastawienia do spółki względem bieżącej ceny rynkowej.

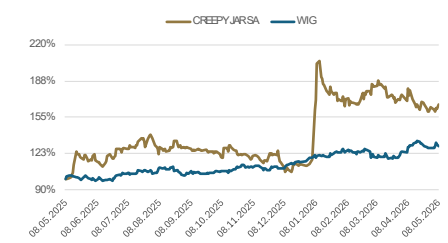
Wartość akcji Creepy Jar oszacowano na podstawie wyceny metodą DCF (648 zł, waga 50%) i porównawczą (464 zł, waga 50%), co implikuje wycenę w horyzoncie 12-mies. na 616 zł.

mln zł	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Przychody ze sprzedaży (mln zł)	31	30	75	76	70
EBITDA (mln zł)	15	17	62	54	52
Zysk netto (mln zł)	16	17	46	35	34
P/E	12,0	17,1	9,6	12,6	13,1
EV/EBITDA	7,6	13,3	5,8	6,3	6,3

Źródło: Spółka (2023-2024), Noble Securities (2026P-2028P)

## TRZYMAJ (aktualizacja - podtrzymana)

Kurs	598 zł
Wycena (12M)	616 zł
Potencjał wzrostu	3%
Kapitalizacja	418 mln zł
Free float	67,9%
Śr. Wolumen 6M	3 654



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 StarRapture.

### STRUKTURA AKCJONARIATU

Krzysztof Maciej Kwiatek	11,28%
Krzysztof Sałek	11,28%
Tomasz Michał Soból	9,54%
Venture FIZ	5,55%
Esaliens TFI	3,94%

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 616 zł.

W tabeli poniżej prezentujemy podsumowanie wyceny:

Podsumowanie wyceny	Waga (x)	Wycena 1 akcji (zł)	Poprzednio	Zmiana
Wycena DCF	0,50	647,6	760,8	-15%
Wycena porównawcza - świat	0,25	453,3	711,0	-36%
Wycena porównawcza - kraj	0,25	475,1	741,0	-36%
Średnia ważona metod		555,9	743,4	-25%
<b>Cena docelowa (12m)</b>		<b>616,0</b>	<b>801,9</b>	<b>-23%</b>
Cena aktualna		598,0	797,9	-25%
Potencjał		3%		

Źródło: Noble Securities

## WYCENA METODĄ DCF

Założenia do modelu:

- Wartość przepływów pieniężnych dyskontowana na 11 maja 2026 r.,
- Rezydualna stopa wzrostu na poziomie 0%, współczynnik beta równy 1,
- Stopa wolna od ryzyka 5,48% (poprzednio 5,37%), premia za ryzyko 5,33% (poprzednio 5,46%),
- Gotówka netto w wysokości -71 mln zł,
- Wobec gotówki netto WACC jest tożsamy z kosztem kapitału własnego w wysokości 10,8% (be zmian),
- 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	75	76	70	40	78	106	88	56	56	115
NOPAT	43	32	30	17	55	66	46	19	31	83
Amortyzacja	14	19	19	5	1	13	18	18	6	7
KON	-2	2	0	2	-7	-2	4	5	-2	-10
CAPEX	-17	-7	-10	-13	-17	-15	-9	-12	-14	-17
FCFF	38	46	40	12	32	62	59	29	21	65
WACC	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%
Współczynnik dyskonta	0,94	0,84	0,76	0,69	0,62	0,56	0,51	0,46	0,41	0,37
DFCF	36	39	30	8	20	35	30	13	9	24
SUMA DFCFF do 2035	243									
Wzrost FCFF po okresie prognozy	0%									
Wartość rezydualna na 2035	437									
Zdyskontowana w. rezydualna	162									
Wartość Firmy (EV)	405									
Dług netto	-71									
Wartość kapitałów własnych	477									
Liczba akcji (w mln)	0,736									
Wartość na 1 akcję	648									

Analiza wrażliwości					
Stopa wzrostu rezydualna					
	-2%	-1%	0%	1%	2%
WACC - 1,0%	657	679	706	739	781
WACC - 0,5%	632	652	675	704	740
WACC	609	627	648	673	703
WACC + 0,5%	589	604	622	644	671
WACC + 1,0%	569	583	599	618	641

Źródło: Noble Securities

Poniższa tabela prezentuje kalkulację średnioważonego kosztu kapitału (WACC):

WACC	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Stopa wolna od ryzyka	5,48%	5,48%	5,48%	5,48%	5,48%	5,48%	5,48%	5,48%	5,48%	5,48%
Premia za ryzyko	5,33%	5,33%	5,33%	5,33%	5,33%	5,33%	5,33%	5,33%	5,33%	5,33%
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	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	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 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
<b>Globalni deweloperzy gier video</b>										
UBISOFT ENTERTAINMENT	2 790			27,1	5,6	4,4	3,3	0,5	0,5	0,5
EMBRACER GROUP AB	5 681	24,6	10,9	9,0	2,9	2,5	2,3	0,5	0,5	0,5
PARADOX INTERACTIVE AB	5 564	22,9	19,7	17,7	9,4	9,0	8,2	5,5	5,0	4,6
REMEDY ENTERTAINMENT OYJ	750	102,0	22,2		8,5	6,4	21,4	3,0	2,7	2,6
PULLUP ENTERTAINMENT	326	243,2	6,8	4,6	1,9	1,8	1,7	0,5	0,5	0,5
DIGITAL BROS SPA	617	12,0	11,4	9,4	3,2	2,9	3,1	1,3	1,2	1,0
FRONTIER DEVELOPMENTS PLC	549	7,8	10,5	10,6	2,3	2,3	2,5	1,3	1,1	0,9
ENAD GLOBAL 7 AB	718	18,9	8,7	7,4	4,0	3,7	3,6			
<b>Mediana</b>		<b>22,9</b>	<b>10,9</b>	<b>9,4</b>	<b>3,6</b>	<b>3,3</b>	<b>3,2</b>	<b>1,3</b>	<b>1,1</b>	<b>0,9</b>
<b>Creepy Jar SA</b>										
Creepy Jar SA	418	9,6	12,6	13,1	5,8	6,3	6,3	3,1	3,0	2,9
Premia/dyskonto do średniej (%)		-58%	15%	39%	61%	93%	96%	146%	175%	214%
Implikowana wartość Creepy Jar		1418	518	430	384	339	340	243	217	190
Waga		11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%
Implikowana w. godziwa CRJ							453,3			

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities, dane na 11.05.2026 r. godz. 8:00

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	580	29,0	8,8	17,9	4,6	3,6	5,0	3,4	2,2	2,0
BLOOBER TEAM SA	502	21,7	17,3	3,5	6,3	6,3	2,6	2,4	2,1	1,4
PLAYWAY SA	1 663	9,1	9,3	9,5	7,3	7,6	6,7	3,5	3,3	3,4
HUUUGE INC	982	4,0	4,5	5,1	2,1	2,3	2,5	1,7	1,4	1,3
TEN SQUARE GAMES SA	695	12,1	8,0	8,7	6,6	5,7	5,5	3,2	2,8	2,9
ARTIFEX MUNDI SA	282	12,3	10,2	7,1	8,5	4,9	3,9	1,8	1,5	1,3
11 BIT STUDIOS SA	372	41,1	66,1	8,2	6,9	7,4	3,9	1,4	1,4	1,2
<b>Mediana</b>		<b>12,3</b>	<b>9,3</b>	<b>8,2</b>	<b>6,6</b>	<b>5,7</b>	<b>3,9</b>	<b>2,4</b>	<b>2,1</b>	<b>1,4</b>
Krajowi deweloperzy gier video										
CREEPY JAR SA	418	<b>9,6</b>	<b>12,6</b>	<b>13,1</b>	<b>5,8</b>	<b>6,3</b>	<b>6,3</b>	<b>3,1</b>	<b>3,0</b>	<b>2,9</b>
Premia/dyskonto do średniej (%)		-21%	36%	60%	-12%	10%	59%	32%	45%	109%
Implikowana wartość Creepy Jar		762	440	374	635	522	392	453	411	287
Waga		11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%
Implikowana w. godziwa CRJ							475,1			

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities, dane na 11.05.2026 r. godz. 8:00

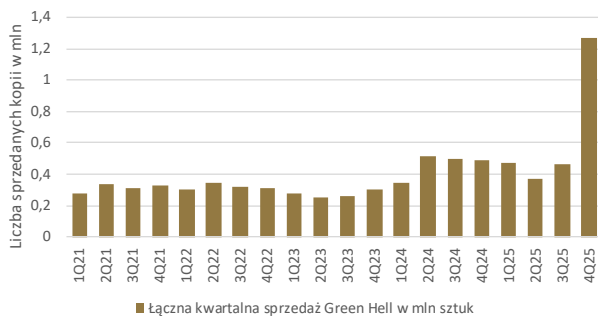
## Podsumowanie zmian i ostatnich informacji

Od ostatniej aktualizacji pojawił się raport roczny oraz informacja o przekroczeniu 12 mln kopii Green Hell. Utrzymująca się drugi kwartał z rzędu wysoka sprzedaż GH po wprowadzeniu 90% rabatu skłoniła nas do wydłużenia okresu monetyzacji o rok i podniesienia tegorocznej prognozy przychodów o 5 mln zł. Trajektoria rozkładu graczy StarRupture względem okresu premiery okazała się niższa niż oczekiwaliśmy, w związku z czym obniżaliśmy prognozy sprzedaży z 2,5/2/2 mln kopii w latach 2026/27/28 do 1,5/1,6/1,6 mln kopii. Rozkład sprzedaży gry w czasie realizuje się wg scenariusza zakładanego przez nas przed premierą, tj. podążania pod względem wolumenu zgodnie ze ścieżką Green Hell po dodaniu trybu kooperacyjnego. Względem poprzedniej prognozy skróciliśmy okres amortyzacji gier do 3 lat – zgodnie z deklaracjami Zarządu oraz zawężiliśmy krąg zagranicznych spółek porównywalnych do produktowo najbardziej zbliżonych. Ostatecznie prognoza EBITDA na kolejne lata została obniżona kolejno o 24/15/16%.

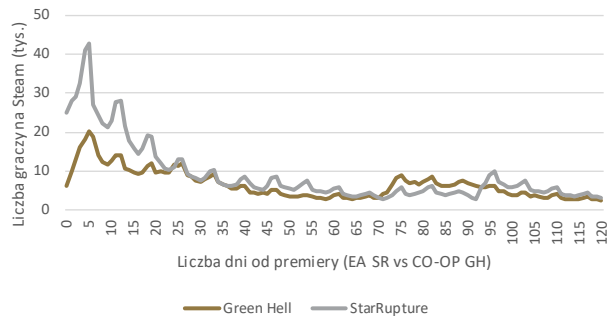
Podsumowanie zmian (mln zł)	2023	2024	2025	2026P nowa	2026P stara	zmiana	2027P nowa	2027P stara	zmiana	2027P nowa	2028P stara	zmiana
Przychody ze sprzedaży	37	31	30	<b>75</b>	95	-21%	<b>76</b>	86	-11%	<b>70</b>	80	-13%
Amortyzacja	1	1	1	<b>14</b>	9	58%	<b>19</b>	12	58%	<b>19</b>	12	58%
Usługi obce	10	7	5	<b>6</b>	6	-3%	<b>12</b>	12	1%	<b>9</b>	9	-3%
Wynagrodzenia bez PM	3	4	4	<b>4</b>	4	0%	<b>7</b>	7	-4%	<b>6</b>	6	1%
Wynik operacyjny	16	14	16	<b>48</b>	73	-35%	<b>35</b>	52	-32%	<b>33</b>	50	-34%
EBITDA	17	15	17	<b>62</b>	82	-24%	<b>54</b>	64	-15%	<b>52</b>	62	-16%
marża %	46%	49%	56%	<b>83%</b>	86%	-3%	<b>71%</b>	74%	-3%	<b>75%</b>	78%	-3%
Zysk netto	18	16	17	<b>46</b>	69	-34%	<b>35</b>	51	-31%	<b>34</b>	50	-33%
marża %	48,9%	51,3%	57,6%	<b>61,0%</b>	72,6%	-11,6%	<b>45,9%</b>	59,3%	-13,4%	<b>48,0%</b>	62,5%	-14,5%
Nakłady na prace rozwojowe (mln)	9	12	14	<b>16</b>	18	-9%	<b>5</b>	5	8%	<b>9</b>	9	0%
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	79	77	72	<b>83</b>	111	-25%	<b>98</b>	120	-18%	<b>115</b>	134	-14%

Źródło: dane finansowe spółki, prognozy - Noble Securities

Promocja 90% data wielkie pobudzenie dla GH



StarRupture śladem Green Hell na dystansie



Źródło: obliczenia własne na podstawie raportów spółki oraz danych Steam

RZiS (mln zł)	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
<b>Przychody</b>	<b>31</b>	<b>30</b>	<b>75</b>	<b>76</b>	<b>70</b>	<b>40</b>	<b>78</b>	<b>106</b>	<b>88</b>	<b>56</b>	<b>56</b>	<b>115</b>
Amortyzacja	1	1	14	19	19	5	1	13	18	18	6	7
Zużycie materiałów i energii	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Usługi obce	7	5	6	12	9	7	8	11	9	8	7	7
Podatki i opłaty	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Wynagrodzenia	4	4	4	7	6	5	5	6	6	6	5	5
Program Motywacyjny	3	2	0	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
<b>Wynik operacyjny</b>	<b>14</b>	<b>16</b>	<b>48</b>	<b>35</b>	<b>33</b>	<b>19</b>	<b>61</b>	<b>73</b>	<b>51</b>	<b>21</b>	<b>35</b>	<b>93</b>
Przychody finansowe	4	4	3	4	4	5	5	5	5	5	4	4
Koszty finansowe	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Wynik brutto</b>	<b>18</b>	<b>19</b>	<b>51</b>	<b>39</b>	<b>37</b>	<b>24</b>	<b>66</b>	<b>78</b>	<b>56</b>	<b>25</b>	<b>38</b>	<b>97</b>
Podatek	2	2	5	4	4	2	7	8	6	3	4	10
<b>Wynik netto</b>	<b>16</b>	<b>17</b>	<b>46</b>	<b>35</b>	<b>34</b>	<b>21</b>	<b>59</b>	<b>70</b>	<b>51</b>	<b>23</b>	<b>35</b>	<b>87</b>

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	34	24	31	48	50	41	35	43	52
WMiP i dł. rozliczenia	27	41	43	31	22	29	45	47	38	32	40	50
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	95	111	127	113	134	145	136	113	115	158
Zapasy i należności krótkoterminowe	5	9	12	12	11	7	13	17	14	9	9	19
Inwestycje kr. i rozliczenia	49	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50
Środki pieniężne	28	22	33	49	66	57	71	78	72	55	56	90
Kapitał własny	107	119	134	135	142	139	176	187	168	140	152	204
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	5	7	6	4	3	6	7	6	4	4

Źródło: dane finansowe spółki, prognozy - Noble Securities

poniedziałek, 11 maja 2026

RPP (mln zł)	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
<b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>	<b>15</b>	<b>14</b>	<b>55</b>	<b>53</b>	<b>49</b>	<b>24</b>	<b>48</b>	<b>76</b>	<b>68</b>	<b>41</b>	<b>34</b>	<b>81</b>
Wynik netto	16	17	46	35	34	21	59	70	51	23	35	87
Amortyzacja	1	1	14	19	19	5	1	13	18	18	6	7
Nakłady na kapitał obrotowy	1	3	2	-2	0	-2	7	2	-4	-5	2	10
Działalność finansowa	4	3	3	3	4	5	4	5	5	5	4	4
Program Motywacyjny	3	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-12</b>	<b>-14</b>	<b>-17</b>	<b>-7</b>	<b>-10</b>	<b>-13</b>	<b>-17</b>	<b>-15</b>	<b>-9</b>	<b>-12</b>	<b>-14</b>	<b>-17</b>
Nakłady na rzeczowe aktywa trwałe	0	0	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Nakłady na WNIPI i DRM	-12	-14	-16	-5	-9	-12	-16	-14	-9	-11	-13	-16
<b>Przepływy z działalności finansowej</b>	<b>-5</b>	<b>-5</b>	<b>-27</b>	<b>-31</b>	<b>-22</b>	<b>-20</b>	<b>-17</b>	<b>-55</b>	<b>-65</b>	<b>-46</b>	<b>-19</b>	<b>-31</b>
Dywidenda	9	8	30	34	26	25	21	59	70	51	23	35
Zmiana zadłużenia	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Działalność finansowa	4	3	3	3	4	5	4	5	5	5	4	4
Przepływy pieniężne netto	-2	-5	11	15	17	-9	15	7	-7	-17	1	34
Stan początkowy gotówki	79	77	72	83	98	115	106	121	128	121	104	106
<b>Stan końcowy gotówki</b>	<b>77</b>	<b>72</b>	<b>83</b>	<b>98</b>	<b>115</b>	<b>106</b>	<b>121</b>	<b>128</b>	<b>121</b>	<b>104</b>	<b>106</b>	<b>140</b>

Źródło: dane finansowe spółki, prognozy - Noble Securities

Kluczowe wskaźniki	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
EPS (zł)	22	23	62	48	46	29	80	95	69	31	47	118
P/E (x)	12,0	17,1	9,6	12,6	13,1	20,7	7,5	6,3	8,7	19,3	12,7	5,1
EBITDA (mln zł)	15	17	62	54	52	24	62	86	70	39	41	100
EV/EBITDA (x)	7,6	13,3	5,8	6,3	6,3	13,8	5,2	3,7	4,6	8,7	8,3	3,0
DN (mln zł)	-76	-71	-82	-98	-115	-106	-120	-127	-121	-103	-105	-139
DN/EBITDA (x)	-5,0	-4,3	-1,3	-1,8	-2,2	-4,4	-1,9	-1,5	-1,7	-2,7	-2,6	-1,4
ROA (%)	14%	14%	32%	24%	22%	15%	33%	36%	29%	15%	22%	41%
ROE (%)	15%	14%	34%	26%	24%	15%	34%	37%	30%	16%	23%	43%
Marża EBITDA (%)	49%	56%	83%	71%	75%	60%	80%	81%	79%	70%	73%	87%
Marża operacyjna (%)	45%	53%	64%	47%	47%	47%	79%	69%	58%	37%	62%	80%
Marża netto (%)	51%	58%	61%	46%	48%	53%	76%	66%	57%	41%	62%	75%

Źródło: dane finansowe spółki, prognozy - Noble Securities

poniedziałek, 11 maja 2026

Liczba sprzedanych kopii (mln)	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Green Hell	1,8	2,6	5,1	2,8	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
StarRupture	0,0	0,0	1,5	1,6	1,6	1,2	2,0	2,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Green Hell 2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,2	1,9	2,1	1,4	2,1	2,4
Przychody ze sprzedaży (mln zł)	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Green Hell	31	30	23	13	6	0	0	0	0	0	0	0
StarRupture	0	0	45	63	64	40	36	33	0	0	0	0
Green Hell 2	0	0	0	0	0	0	41	73	88	56	56	43
Nakłady kapitalizowane (mln zł)	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
StarRupture	11	14	14	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Green Hell 2	0	0	2	5	9	12	15	8	0	0	0	0
StarRupture 2	0	0	0	0	0	0	1	6	9	11	13	16
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	4	7	5	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)
Unibep	Akumuluj	17,50	14,74	14,92	17%	21.04.2026	12M	Dariusz Nawrot
Answear.com	Akumuluj	20,70	17,98	19,28	7%	21.04.2026	12M	Dariusz Dadej
Molecure	Kupuj	7,50	5,20	5,60	34%	20.04.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Huuuge Games	Akumuluj	25,60	23,00	21,95	17%	17.04.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Inter Cars	Kupuj	892,00	722,00	769,00	16%	16.04.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Auto Partner	Akumuluj	24,60	21,40	22,60	9%	16.04.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Tauron PE	Redukuj	9,37	10,33	9,50	-1%	09.04.2026	12M	Michał Sztabler
LPP	Akumuluj	26300,00	22500,00	20820,00	26%	08.04.2026	12M	Dariusz Dadej
Rywu Therapeutics	Kupuj	43,10	20,70	23,20	86%	31.03.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Toya	Kupuj	15,50	8,90	9,06	71%	27.03.2026	12M	Dariusz Nawrot
Dino Polska	Akumuluj	46,90	41,50	30,39	54%	18.03.2026	12M	Dariusz Dadej
Torpol	Sprzedaj	53,00	66,20	72,00	-26%	18.03.2026	12M	Dariusz Nawrot
Bioton	Kupuj	4,98	4,10	4,18	19%	16.03.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Budimex	Sprzedaj	619,00	785,00	660,00	-6%	05.03.2026	12M	Dariusz Nawrot
Bogdanka	Sprzedaj	13,97	20,00	23,85	-41%	26.02.2026	12M	Michał Sztabler
Welton	Akumuluj	7,25	6,07	5,58	30%	16.02.2026	12M	Michał Sztabler
Forte	Redukuj	19,60	23,30	19,95	-2%	16.02.2026	12M	Dariusz Dadej
XTB	Kupuj	95,70	75,00	100,52	-5%	16.01.2026	9M	Mateusz Chrzanowski
MO-BRUK	Kupuj	424,80	352,50	357,00	19%	14.01.2026	9M	Dariusz Dadej
Creepy Jar	Trzymaj	802,00	798,00	598,00	34%	12.01.2026	9M	Mateusz Chrzanowski
Creepy Jar	Trzymaj	416,00	414,00			05.01.2026	9M	Mateusz Chrzanowski
Ailleron	Akumuluj	17,30	15,40	17,20	1%	23.12.2025	9M	Dariusz Dadej
11bit studios	Trzymaj	156,00	142,00	153,70	1%	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	633,00	-38%	17.12.2025	12M	Krzysztof Radojewski
PGE	Trzymaj	8,95	8,64	10,54	-15%	11.12.2025	9M	Michał Sztabler
CD Projekt	Akumuluj	283,00	253,00	260,80	9%	11.12.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Rywu Therapeutics	Kupuj	45,40	28,20			27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Molecure	Kupuj	9,20	6,50			27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Calon Pharma	Kupuj	34,60	21,60	21,30	62%	27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Captor Therapeutics	Kupuj	94,40	60,40	79,00	19%	27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Selvita	Kupuj	63,90	44,00	31,60	102%	26.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	nd	20,45	17,95	18,50	11%	25.11.2025	9M	Michał Sztabler
Apator	Kupuj	29,60	22,70	24,75	20%	21.11.2025	9M	Michał Sztabler
Amica	Kupuj	97,90	22,00	52,10	88%	21.11.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Pepco Group	Trzymaj	25,50	26,83	31,79	-20%	19.11.2025	9M	Dariusz Dadej
Dino Polska	Trzymaj	41,00	41,79			19.11.2025	9M	Dariusz Dadej
PGE	Redukuj	9,95	11,37			12.11.2025	9M	Michał Sztabler
Answear.com	Akumuluj	33,70	29,00			20.10.2025	9M	Dariusz Dadej
MCI Capital	Kupuj	43,20	29,30	28,50	52%	14.10.2025	9M	Krzysztof Radojewski
LPP	Kupuj	23000,00	17495,00			06.10.2025	9M	Dariusz Dadej
Bioton	Akumuluj	4,86	4,40			06.10.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Toya	Kupuj	14,50	9,96			03.10.2025	9M	Dariusz Nawrot
Sonel	Redukuj	14,67	17,50	15,10	-3%	03.10.2025	9M	Michał Sztabler
Torpol	Redukuj	46,20	49,60			30.09.2025	9M	Dariusz Nawrot
Unibep	Kupuj	15,00	10,00			26.09.2025	9M	Dariusz Nawrot
Huuuge	Akumuluj	27,30	23,10			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			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			16.09.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Eurocash	Akumuluj	9,50	8,10	5,52	72%	15.09.2025	9M	Dariusz Dadej
Creotech Instruments	Akumuluj	371,00	324,00			15.09.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Tauron PE	Sprzedaj	7,17	9,35			08.09.2025	9M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Akumuluj	338,00	295,00			08.09.2025	9M	Dariusz Dadej
Bogdanka	Redukuj	19,22	23,20			19.08.2025	9M	Michał Sztabler
Forte	Kupuj	33,90	27,30			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			03.07.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
InterCars	Kupuj	774,10	568,00			30.06.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Ailleron	Kupuj	24,10	19,70			25.06.2025	9M	Dariusz Dadej
Captor Therapeutics	Kupuj	86,00	32,50			24.06.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Calon Pharma	Kupuj	33,70	21,80			24.06.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Molecure	Kupuj	11,90	5,70			24.06.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Rywu 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	1,36	172%	21.05.2025	9M	Michał Sztabler
Noctiluca	nd	184,00	98,00	100,60	83%	15.05.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Mabion	nd	15,00	10,30	7,58	98%	15.05.2025	9M	Krzysztof Radojewski

(1) Data wydania jest równocześnie datą pierwszego rozpowszechnienia, (2) rekomendacja obowiązuje przez 9 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 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% potencjał 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 WPLYNAĆ 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](http://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](http://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](http://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 11.05.2026 o godz. 16:09. Pierwsze rozpowszechnienie raportu nastąpiło 11.05.2026 godz. 16:12.

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 Creepy Jar S.A.**

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

**DEPARTAMENT ANALIZ I DORADZTWA**

**Krzysztof Radojewski**  
[krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl](mailto:krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl)  
tel.: +48 22 213 22 35  
Biotechnologia

**Michał Sztabler**  
[michal.sztabler@noblesecurities.pl](mailto:michal.sztabler@noblesecurities.pl)  
tel.: +48 22 213 22 36  
Spółki przemysłowe, energetyka, wydobywanie

**Dariusz Dadej**  
[dariusz.dadej@noblesecurities.pl](mailto:dariusz.dadej@noblesecurities.pl)  
tel.: +48 602 445 334  
Handel detaliczny, przemysł

**Krzysztof Ojczyk, MPW**  
[krzysztof.ojczyk@noblesecurities.pl](mailto:krzysztof.ojczyk@noblesecurities.pl)  
tel.: +48 12 422 31 00  
Analiza techniczna

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

**Dariusz Nawrot**  
[dariusz.nawrot@noblesecurities.pl](mailto:dariusz.nawrot@noblesecurities.pl)  
tel. +48 783 931 515  
Przemysł, budownictwo, deweloperzy, chemia

**Jacek Borawski**  
[jacek.borawski@noblesecurities.pl](mailto:jacek.borawski@noblesecurities.pl)  
tel: +48 697 970 113  
Analiza techniczna

**DEPARTAMENT OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH**

**Jacek Paszkowski, CFA**  
[jacek.paszowski@noblesecurities.pl](mailto:jacek.paszowski@noblesecurities.pl)  
tel: +48 22 244 13 02  
mobile: +48 783 934 027

**Piotr Dudziński**  
[piotr.dudzinski@noblesecurities.pl](mailto:piotr.dudzinski@noblesecurities.pl)  
tel: +48 22 244 13 04