# TEN SQUARE GAMES (wycena 152,7 zł z dnia 23.07.2026 r.) - Wyniki 3Q26 – zgodnie z naszymi prognozami, ale poniżej oczekiwań rynku

**Skorygowana EBITDA była zgodna z naszymi prognozami kwartalnymi (8,9 vs 9,1 mln zł), ale rynek miał wyższe oczekiwania (12,6 mln zł). Przychody były wyższe o 1,1 mln zł wyższe niż odnotowane bieżące płatności z gier. Koszty, za wyjątkiem marketingu, były niższe niż zakładaliśmy. W konsekwencji marża operacyjna zaskoczyła pozytywnie, ale marżą netto wobec wysokiej stopy podatkowej negatywnie.**

| Wybrane dane finansowe (mln $) | 3Q25 | 3Q26 | r/r | 3Q26P | vs NS |
|---|---|---|---|---|---|
| **Przychody ze sprzedaży** | **90,4** | **98,9** | **9,5%** | **97,8** | **1,2%** |
| *w tym płatności bieżące* | *85,0* | *97,8* | *15,0%* | *97,8* | *0,0%* |
| *w tym płatności odroczone* | *5,4* | *1,2* | *-78,4%* | *0,0* | |
| Koszt własny sprzedaży | 15,6 | 16,9 | 8,3% | 17,3 | -2,3% |
| Koszty marketingu | 20,1 | 42,6 | 112,5% | 39,5 | 7,8% |
| Koszty prowizji | 21,7 | 21,2 | -2,1% | 22,5 | -5,7% |
| Koszty sprzedaży | 5,5 | 6,2 | 14,1% | 6,3 | -0,3% |
| Koszty zarządu | 6,0 | 5,3 | -12,3% | 6,7 | -20,6% |
| Wynik operacyjny | 21,7 | 6,5 | -70,0% | 5,3 | 22,0% |
| **EBITDA skorygowana** | **22,1** | **8,9** | **-59,7%** | **9,1** | **-2,3%** |
| Saldo finansowe netto | -2,0 | 0,7 | -134,8% | 1,0 | -32,2% |
| Wynik brutto | 19,6 | 7,2 | -63,3% | 6,4 | 13,1% |
| **Wynik netto** | **17,8** | **5,1** | **-71,1%** | **5,6** | **-8,6%** |
| *Marża brutto na płatnościach (%)* | *81,6%* | *82,7%* | *1,3%* | *82,3%* | *0,5%* |
| *Marketing jako % płatności* | *23,6%* | *43,6%* | *84,7%* | *40,4%* | *7,8%* |
| *Prowizje jako % płatności* | *25,5%* | *21,7%* | *-14,9%* | *23,0%* | *-5,7%* |
| *Marża operacyjna (%)* | *25,5%* | *6,7%* | *-73,9%* | *5,5%* | *22,0%* |
| *Marża EBITDA (%)* | *26,0%* | *9,1%* | *-65,0%* | *9,3%* | *-2,3%* |
| *Marża netto (%)* | *20,9%* | *5,3%* | *-74,9%* | *5,7%* | *-8,5%* |

*Źródło: Spółka, Noble Securities*

| mln zł | 3Q25 | 3Q26 | r/r | 3Q26P | vs NS |
|---|---|---|---|---|---|
| **Płatności z gier** | **85,0** | **97,8** | **15,0%** | **97,8** | **0,0%** |
| *w tym Fishing Clash* | *47,1* | *45,1* | -4,4% | *45,1* | *-0,1%* |
| *w tym Hunting Clash* | *14,6* | *13,5* | -7,3% | *13,5* | *0,0%* |
| *w tym Trophy Hunter* | *3,2* | *15,3* | 379,9% | *15,3* | *-0,1%* |
| *w tym Wings of Heroes* | *8,4* | *12,0* | 42,6% | *11,9* | *0,6%* |
| *w tym RFS* | *5,5* | *4,8* | -12,8% | *4,7* | *1,4%* |
| *w tym Medal Hunter* | *0,0* | *2,8* | | *2,8* | *-1,2%* |
| **Koszty marketingu** | **20,1** | **42,6** | **112,5%** | **39,5** | **7,8%** |
| *w tym Fishing Clash* | *6,5* | *9,8* | 50,1% | *9,2* | *5,9%* |
| *w tym Hunting Clash* | *2,7* | *0,7* | -73,6% | *0,7* | *2,8%* |
| *w tym Trophy Hunter* | *6,1* | *17,0* | 178,6% | *16,8* | *1,0%* |
| *w tym Wings of Heroes* | *4,7* | *7,4* | 57,0% | *4,6* | *62,7%* |
| *w tym Medal Hunter* | *0,0* | *7,5* | | *7,0* | *7,7%* |
| **Pierwsza marża** | ***64,9*** | ***55,1*** | **-15,1%** | ***58,3*** | ***-5,3%*** |
| w tym Fishing Clash | 40,6 | 35,3 | -13,2% | 35,9 | -1,6% |
| w tym Hunting Clash | 11,9 | 12,8 | 7,7% | 12,8 | -0,2% |
| w tym Trophy Hunter | -2,9 | -1,7 | -41,4% | -1,5 | 11,7% |
| w tym Wings of Heroes | 3,7 | 4,5 | 23,9% | 7,3 | -38,2% |
| w tym Medal Hunter | **0,0** | **-4,8** | | **-4,2** | **13,6%** |
| Amortyzacja gier | *2,3* | *2,3* | 2,7% | *2,2* | 4,2% |
| Kapitalizowane wydatki na gry | *0,1* | *0,4* | 640,6% | | |

*Źródło: spółka, prognoza Noble Securities*

**Podsumowanie wyników:**

- Przychody zaskoczyły lekko pozytywnie, dzięki rozliczeniu dodatkowych 1,2 mln zł odroczonych płatności. Z kolei bieżące płatności z gier były zgodne ze wstępnymi danymi. Warto odnotować rekordowe płatności z Trophy Hunter oraz Wings of Heroes. Debiutujące Medal Hunter wygenerowało 2,8 mln zł, co oceniamy pozytywnie (w premierowym kwartale Trophy Hunter odnotował 3,2 mln zł, ale zaliczył jeden miesiąc więcej w tym okresie).

- Koszt własny sprzedaży zbliżony do naszych oczekiwań (16,9 vs 17,3 mln zł). Amortyzacja bez większych zmian w porównaniu do 2Q26, zaś koszty wynagrodzeń spadły o 1 mln zł, ale jest to efekt zaprzestania kapitalizowania części wydatków związanych z nowymi grami.
- Koszty marketingu nieco wyższe niż zakładaliśmy (42,6 vs 39,5 mln zł), na co wpływ miały przede wszystkim wyższe wydatki na Wings of Heroes (7,4 vs 4,6 mln zł), a w dalszej kolejności na Fishing Clash/Trophy Hunter/Medal Hunter w kwocie 0,6/0,2/0,5 mln zł.
- Koszty prowizji i tantiem wyniosły 21,2 mln zł wobec spodziewanych 22,5 mln zł, koszty ogólnego zarządu wyniosły 5,3 mln zł wobec zakładanych przez nas 6,7 mln zł (w tym niższe o 0,5 mln zł wynagrodzenia oraz o 0,3 mln zł wydatki na spółki zależne, ale też cofnięcie 0,5 mln zł rezerwy na Program Motywacyjny), zaś pozostałe koszty sprzedaży były zgodne z naszymi założeniami.
- Ostatecznie łączne koszty wyniosły 93,2 mln zł, czyli dokładnie tyle ile prognozowaliśmy, natomiast wobec nieco wyższych przychodów wynik operacyjny okazał się wyższy o 1,2 mln zł (6,5 vs 5,3 mln zł). Najważniejsza jest jednak skorygowana EBITDA, która nie uwzględnia niegotówkowych czynników (jak rozliczenie odroczonych płatności jak i modyfikacje Programu Motywacyjnego). Kwota 8,9 mln zł jest zbliżona do naszych oczekiwań (9,1 mln zł), dlatego ogólny wydźwięk wyników oceniamy neutralnie.
- Saldo z działalności finansowej okazało się nieco niższe niż zakładaliśmy (0,7 vs 1 mln zł), natomiast wyraźnie wyższa była stopa podatkowa (28,8% vs 12,3% w 2Q26 i 11,9% prognozy NS w 3Q26), co przełożyło się na niższy wynik netto (5,1 vs 5,6 mln zł).

**Konkludując**, wyniki oceniamy neutralnie – ponieważ skorygowana EBITDA była niemalże identyczna z naszą prognozą. Co prawda, marketing był nieco wyższy niż zakładaliśmy, ale traktujemy to w kategorii inwestycji i charakterystyki obecnego etapu cyklu wydawniczego Co więcej, pozostałe koszty zaskoczyły pozytywnie, w tym po stronie wynagrodzeń – co traktujemy jako dobry prognostyk na przyszłość dla dalszych oszczędności. W konsekwencji podtrzymujemy nasze pozytywne nastawienie do studia w najbliższych czasie – czekając na dalszy wzrost płatności z nowych gier.

**Mateusz Chrzanowski, DI**
**Analityk Akcji, Dep. Analiz i Doradztwa**
**mateusz.chrzanowski@noblesecurities.pl**
**+48 785 904 686**

**OBJAŚNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ ZASTOSOWANEJ W MATERIAŁACH DYSTRYBUOWANYCH PRZEZ NOBLE SECURITIES S.A.**

**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

**lfl** – 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)

**PODSTAWOWE ZASADY WYDAWANIA MATERIAŁU**

**Komentarz analityczny, zwany dalej „Materiałem" został przygotowany przez Noble Securities S.A. („NS") z siedzibą w Warszawie.**

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

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

Przedstawione w Materiale 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.

**INTERESY LUB KONFLIKTY INTERESÓW, KTÓRE MOGŁYBY WPŁYNĄĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ MATERIAŁU**

Analityk nie jest stroną jakiejkolwiek umowy zawartej z Emitentem i nie otrzymuje wynagrodzenia od Emitenta. Wynagrodzenie przysługujące Analitykowi z tytułu sporządzenia Materiału, 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 (które może przysługiwać w przyszłości 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 przekaże 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 sporządzania analiz oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych, a także
- procedurę wewnętrzną regulująca przedmiotowy zakres.

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

Zakazane jest:

- przyjmowanie przez NS lub Analityka korzyści materialnych lub niematerialnych od podmiotów posiadających istotny interes w treści Materiału,
- proponowanie Emitentowi przez NS lub Analityka treści korzystnej dla tego Emitenta.
- udostępnianie Emitentowi lub innym osobom niż Analitycy, Materiału, 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 Materiału,
- zawierać transakcji osobistych sprzecznych z treścią Materiału 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 Materiał został przygotowany z należytą starannością i rzetelnością. Analityk oparł go 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 Materiał wskazuje adresy stron internetowych, z których korzystano przy sporządzeniu Materiału ani Analityk ani NS nie biorą odpowiedzialności za zawartość tych stron.

Inwestowanie może wiązać się z dużym ryzykiem inwestycyjnym. Materiał nie może być traktowany jako zapewnienie lub gwarancja NS 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 Materiału nie mogą zrezygnować z przeprowadzenia niezależnej oceny i uwzględnienia innych okoliczności niż wskazywane przez Analityka czy przez NS.**

**Ostateczna decyzja w zakresie dokonania określonych transakcji w oparciu o Materiał, w szczególności zbycia lub nabycia instrumentu finansowego lub powstrzymania się od dokonania takich transakcji, należy wyłącznie do inwestora.**

Materiał 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. Materiał 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.

**Materiał 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.

**Materiał: Mateusz Chrzanowski - Analityk Departamentu Analiz i Doradztwa Noble Securities S.A**

- sporządzany jest bez uwzględnienia indywidualnej sytuacji oraz potrzeb inwestora i nie stanowią usługi doradztwa inwestycyjnego,
- jest dystrybuowany wśród Klientów i pracowników NS.
- 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 Materiału zostały wybrane tylko niektóre dane dotyczące Emitenta,
- ma wyłącznie charakter informacyjny, więc nie jest możliwa kompleksowa ocena Emitenta na podstawie Materiału,
- nie został ujawniony Emitentowi, do którego się bezpośrednio lub pośrednio odnosi przed pierwszym rozpowszechnieniem.

**UWAGI KOŃCOWE**

Analityk sporządzający Materiał: Mateusz Chrzanowski - Analityk Departamentu Analiz i Doradztwa Noble Securities S.A

Zakończenie sporządzania Materiału nastąpiło 10.11.2026 o godz. 10:03. Pierwsze rozpowszechnienie materiału nastąpiło 10.11.2026 godz. 10:06.

Rozpowszechnianie lub powielanie Materiału (w całości lub w jakiejkolwiek części) bez uprzedniej pisemnej zgody Noble Securities S.A. jest zabronione.

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

**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) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| MCI Capital ASI | Kupuj | 40,00 | 27,70 | 27,40 | 46% | 29.10.2026 | 12M | Krzysztof Radojewski |
| Toya | Kupuj | 17,00 | 10,30 | 12,48 | 36% | 16.10.2026 | 12M | Dariusz Nawrot |
| Creotech Instruments | Trzymaj | 914,00 | 855,00 | 780,00 | 17% | 14.10.2026 | 12M | Krzysztof Radojewski |
| Bogdanka | Sprzedaj | 21,36 | 27,20 | 26,30 | -19% | 12.10.2026 | 12M | Michał Sztabler |
| Sonel | Akumuluj | 13,64 | 12,80 | 12,95 | 5% | 12.10.2026 | 12M | Michał Sztabler |
| Creepy Jar | Trzymaj | 448,00 | 437,00 | 401,00 | 12% | 12.10.2026 | 12M | Mateusz Chrzanowski |
| Unibep | Kupuj | 19,60 | 13,94 | 14,80 | 32% | 30.09.2026 | 12M | Dariusz Nawrot |
| Torpol | Redukuj | 59,70 | 69,60 | 66,80 | -11% | 25.09.2026 | 12M | Dariusz Nawrot |
| Bioton | Kupuj | 5,00 | 3,50 | 3,76 | 33% | 25.09.2026 | 12M | Krzysztof Radojewski |
| Huuuge | Akumuluj | 27,10 | 23,25 | 24,25 | 12% | 24.09.2026 | 12M | Mateusz Chrzanowski |
| Budimex | Sprzedaj | 562,00 | 713,00 | 702,80 | -20% | 17.09.2026 | 12M | Dariusz Nawrot |
| Eurocash | Trzymaj | 5,70 | 5,76 | 5,07 | 12% | 10.09.2026 | 12M | Krzysztof Radojewski |
| Mo-BRUK | Akumuluj | 462,00 | 388,00 | 435,50 | 6% | 31.08.2026 | 12M | Michał Sztabler |
| Enea | Trzymaj | 19,94 | 19,67 | 21,82 | -9% | 25.08.2026 | 12M | Michał Sztabler |
| Inter Cars | Akumuluj | 1117,00 | 977,00 | 1012,00 | 10% | 13.08.2026 | 12M | Mateusz Chrzanowski |
| Auto Partner | Akumuluj | 34,90 | 29,60 | 28,70 | 22% | 06.08.2026 | 12M | Mateusz Chrzanowski |
| XTB | Akumuluj | 151,70 | 138,00 | 147,82 | 3% | 29.07.2026 | 12M | Mateusz Chrzanowski |
| Celon Pharma | Kupuj | 29,30 | 20,60 | 19,90 | 47% | 23.07.2026 | 12M | Krzysztof Radojewski |
| Ten Square Games | Kupuj | 152,70 | 89,40 | 98,75 | 55% | 23.07.2026 | 12M | Mateusz Chrzanowski |
| PGE | Trzymaj | 9,56 | 9,63 | 16,50 | -42% | 06.07.2026 | 12M | Michał Sztabler |
| 11 bit studios | Redukuj | 116,00 | 138,00 | 120,20 | -3% | 25.06.2026 | 12M | Mateusz Chrzanowski |
| Unibep | Kupuj | 16,00 | 12,80 | | | 24.06.2026 | 12M | Dariusz Nawrot |
| Ailleron | Trzymaj | 16,80 | 16,10 | 16,52 | 2% | 23.06.2026 | 12M | Dariusz Dadej |
| CD Projekt | Akumuluj | 250,00 | 226,00 | 262,40 | -5% | 18.06.2026 | 12M | Mateusz Chrzanowski |
| Pepco Group | Redukuj | 27,90 | 34,30 | 48,00 | -42% | 09.06.2026 | 12M | Dariusz Dadej |
| Selvita | Kupuj | 41,90 | 30,30 | 19,80 | 112% | 09.06.2026 | 12M | Krzysztof Radojewski |
| Ryvu Therapeutics | Kupuj | 31,40 | 17,40 | 18,04 | 74% | 27.05.2026 | 12M | Krzysztof Radojewski |
| Aplisens | Akumuluj | 21,52 | 18,65 | 18,50 | 16% | 26.05.2026 | 12M | Michał Sztabler |
| Captor Therapeutics | Kupuj | 110,80 | 78,00 | 57,00 | 94% | 25.05.2026 | 12M | Krzysztof Radojewski |
| Apator | Akumuluj | 30,31 | 25,75 | 25,75 | 18% | 21.05.2026 | 12M | Michał Sztabler |
| Eurocash | Akumuluj | 6,30 | 5,40 | 5,07 | | 19.05.2026 | 12M | Dariusz Dadej |
| Amica | Kupuj | 74,00 | 51,70 | 45,55 | 62% | 14.05.2026 | 12M | Mateusz Chrzanowski |
| Sonel | Trzymaj | 14,84 | 14,95 | | | 12.05.2026 | 12M | Michał Sztabler |
| MO-BRUK | Kupuj | 456,90 | 347,50 | 435,50 | | 12.05.2026 | 12M | Dariusz Dadej |
| Creepy Jar | Trzymaj | 616,00 | 598,00 | | | 11.05.2026 | 12M | Mateusz Chrzanowski |
| Creotech Instruments | Trzymaj | 667,00 | 640,00 | 896,00 | | 08.05.2026 | 12M | Krzysztof Radojewski |
| MCI Capital ASI | Kupuj | 39,90 | 26,90 | 28,20 | | 06.05.2026 | 12M | Krzysztof Radojewski |
| Unibep | Akumuluj | 17,50 | 14,74 | | | 21.04.2026 | 12M | Dariusz Nawrot |
| Answear.com | Akumuluj | 20,70 | 17,98 | 21,60 | -4% | 21.04.2026 | 12M | Dariusz Dadej |
| Molecure | Kupuj | 7,50 | 5,20 | 6,32 | 19% | 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 | 1012,00 | | 16.04.2026 | 12M | Mateusz Chrzanowski |
| Auto Partner | Akumuluj | 24,60 | 21,40 | 28,70 | -14% | 16.04.2026 | 12M | Mateusz Chrzanowski |
| Tauron PE | Redukuj | 9,37 | 10,33 | 9,31 | 1% | 09.04.2026 | 12M | Michał Sztabler |
| LPP | Akumuluj | 26300,00 | 22500,00 | 26400,00 | 0% | 08.04.2026 | 12M | Dariusz Dadej |
| Ryvu Therapeutics | Kupuj | 43,10 | 20,70 | 18,04 | | 31.03.2026 | 12M | Krzysztof Radojewski |
| Toya | Kupuj | 15,50 | 8,90 | 10,62 | | 27.03.2026 | 12M | Dariusz Nawrot |
| Dino Polska | Akumuluj | 46,90 | 41,50 | 37,77 | 24% | 18.03.2026 | 12M | Dariusz Dadej |
| Torpol | Sprzedaj | 53,00 | 66,20 | | | 18.03.2026 | 12M | Dariusz Nawrot |
| Bioton | Kupuj | 4,98 | 4,10 | | | 16.03.2026 | 12M | Krzysztof Radojewski |
| Budimex | Sprzedaj | 619,00 | 785,00 | | | 05.03.2026 | 12M | Dariusz Nawrot |
| Bogdanka | Sprzedaj | 13,97 | 20,00 | | | 26.02.2026 | 12M | Michał Sztabler |
| Wielton | Akumuluj | 7,25 | 6,07 | 4,96 | 46% | 16.02.2026 | 12M | Michał Sztabler |
| Forte | Redukuj | 19,60 | 23,30 | 14,55 | 35% | 16.02.2026 | 12M | Dariusz Dadej |
| XTB | Kupuj | 95,70 | 75,00 | 147,82 | | 16.01.2026 | 9M | Mateusz Chrzanowski |
| MO-BRUK | Kupuj | 424,80 | 352,50 | 435,50 | | 14.01.2026 | 9M | Dariusz Dadej |
| Creepy Jar | Trzymaj | 802,00 | 798,00 | | | 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 | 16,52 | | 23.12.2025 | 9M | Dariusz Dadej |
| 11bit studios | Trzymaj | 156,00 | 142,00 | 120,20 | | 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 | 896,00 | | 17.12.2025 | 9M | Krzysztof Radojewski |
| PGE | Trzymaj | 8,95 | 8,64 | 16,50 | | 11.12.2025 | 9M | Michał Sztabler |
| CD Projekt | Akumuluj | 283,00 | 253,00 | 262,40 | | 11.12.2025 | 9M | Mateusz Chrzanowski |
| Ryvu Therapeutics | Kupuj | 45,40 | 28,20 | 18,04 | | 27.11.2025 | 9M | Krzysztof Radojewski |
| Molecure | Kupuj | 9,20 | 6,50 | 6,32 | | 27.11.2025 | 9M | Krzysztof Radojewski |
| Celon Pharma | Kupuj | 34,60 | 21,60 | 19,90 | | 27.11.2025 | 9M | Krzysztof Radojewski |
| Captor Therapeutics | Kupuj | 94,40 | 60,40 | 57,00 | | 27.11.2025 | 9M | Krzysztof Radojewski |
| Selvita | Kupuj | 63,90 | 44,00 | 19,80 | | 26.11.2025 | 9M | Krzysztof Radojewski |
| Aplisens | nd | 20,45 | 17,95 | 18,50 | | 25.11.2025 | 9M | Michał Sztabler |
| Apator | Kupuj | 29,60 | 22,70 | 25,75 | | 21.11.2025 | 9M | Michał Sztabler |
| Amica | Kupuj | 97,90 | 55,00 | 45,55 | | 21.11.2025 | 9M | Mateusz Chrzanowski |
| Pepco Group | Trzymaj | 25,50 | 26,83 | 48,00 | | 19.11.2025 | 9M | Dariusz Dadej |
| Dino Polska | Trzymaj | 41,00 | 41,79 | 37,77 | | 19.11.2025 | 9M | Dariusz Dadej |
| PGE | Redukuj | 9,95 | 11,37 | 16,50 | | 12.11.2025 | 9M | Michał Sztabler |

(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

**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, wydobycie

**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