

Creepy Jar – StarRupture tuż za rogiem

Studio zawęziło okno premiery StarRupture do konkretnej daty. Gra zadebiutuje z rocznym opóźnieniem względem naszych pierwotnych oczekiwań, tj. 6 stycznia 2026r. Wczesny dostęp od początku będzie zawierał tryb kooperacyjny. Utrzymujemy naszą tezę, że nowe IP będzie cieszyło się zbliżonym zainteresowaniem do Green Hell, w czym utwierdziło nas szerokie zainteresowanie testami gry. Ale wydłużenie czasu produkcji, umocnienie PLN oraz wzrost WACC wpłynęło na obniżenie naszej wyceny do 495 zł za akcję, więc po 25% wzroście kursu od naszej ostatniej rekomendacji zmieniamy nasze zalecenie na TRZYMAJ. Równocześnie rozpoczynamy pokrycie analityczne spółki w ramach Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego GPW.

StarRupture z datą premiery

Letnie otwarte playtesty trybu *singleplayer* gry StarRupture (SR) cieszyły się sporym zainteresowaniem. Peak graczy na Steam wyniósł 6,7 tys. co przełożyło się na 158 tys. osób, które zapoznały się z grą, bawiąc się przeciętnie przez 4,5 godziny. Tytuł zebrał aż 91% pozytywnych recenzji, jednakże wielu graczy akcentowało problemy z optymalizacją czy balansem rozgrywki. W związku z czym studio postanowiło wyznaczyć datę premiery na 6 stycznia 2026 r. mimo że wcześniej sygnalizowano 4Q25. Co prawda, nakłady na produkcję gry w ostatnich kwartałach były niższe niż zakładaliśmy (łącznie o 5 mln zł na koniec 1Q25), jednak wydłużenie czasu produkcji o rok względem naszych założeń mimo wszystko spowodowało wzrost założonego budżetu bety gry do oczekiwanych przez nas 41 mln zł. Nie zmieniliśmy spodziewanego łącznego wolumenu sprzedaży StarRupture, natomiast dopasowaliśmy nieco politykę cenową na długim ogonie sprzedaży bazując na przykładzie Green Hell. Ponadto umocnienie USD spowodowało korektę w dół przyszłych przychodów. Koniec końców w premierowym kwartale spodziewamy się sprzedaży 500 tys. egzemplarzy, co wymagałoby osiągnięcia ok. 16,6 tys. graczy w peaku na Steam. W całym 2025 r. zakładamy sprzedaż 1,4 mln kopii, czyli tyle ile Green Hell w wciągu roku od wprowadzenia trybu co-op. Budżet bety szacujemy na 41 mln zł, zaś pełnej wersji gry na 57 mln zł. Finalnej premiery spodziewamy się 1Q27, zaś wersji konsolowej mocno konserwatywnie w 1Q28. Obecnie SR jest 50 na liście życzeń Steam, która w sierpniu przekroczyła 500 tys. zapisów.

Green Hell przekroczył 8 mln sprzedanych egzemplarzy

Pod koniec lipca spółka poinformowała, że sprzedaż Green Hell przekroczyła 8 mln kopii, zaś na liście życzeń Steam wciąż wciąż znajduje się 1,25 mln graczy. Skala sprzedaży w ostatnich kwartałach pozytywnie nas zaskoczyła. Udowadnia ona jak prężne IP zbudowało studio. Baza graczy będzie stanowić mocny fundament pod zapowiadany sequel gry, natomiast w modelu zakładamy sprzedaż podobną do StarRupture, tj. 1,4 mln w pierwszym roku bety oraz 5,3 mln kopii w ciągu 5 lat. Debiutu w formule early access spodziewamy się w 3Q30. Roczne opóźnienie jest pokłosiem wydłużenia czasu produkcji StarRupture, bo studio wciąż pracuje na zakładkę, korzystając z jednego zespołu deweloperów. Czas produkcji Green Hell 2 powinien być krótszy niż w przypadku nowego IP, ponieważ wiele rozwiązań jest już sprawdzonych, a zebrane doświadczenie z Unreal Engine 5 będzie procentować. Podobnego zdania jest Zarząd, który nie chce eksperymentować, tylko pogłębić dotychczasowe mechaniki. Dlatego budżet bety szacujemy na 36 mln zł, zaś pełnej wersji gry na 52 mln zł.

Rekordowe przyrosty graczy na Steam, AI oraz obniżki stóp mogą dać oddech branży

Liczba graczy przypadających na nową grę na platformie Steam od ponad roku jest na poziomie sprzed pandemii, co zawdzięczamy stabilizacji liczby debiutów oraz rekordach w liczbie graczy online (41 mln). Ponadto branża staje się beneficjentem wdrożenia modeli AI.

Wartość akcji Creepy Jar oszacowano na podstawie wyceny metodami: DCF (530,4 zł) i porównawczą (387,4 zł). Cena docelowa w horyzoncie 9-mies. wynosi 495 zł na akcję.

Podsumowanie danych finansowych	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży (mln zł)	37	31	24	59	68
EBITDA (mln zł)	17	15	11	46	46
Zysk netto (mln zł)	18	16	12	36	34
P/E	23,4	12,0	27,6	9,3	9,9
EV/EBITDA	19,2	8,9	25,8	6,0	5,8

Źródło: Noble Securities

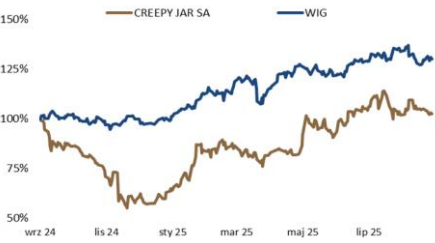
Zakończenie sporządzania raportu nastąpiło 16.09.2025 o godz. 8:30. Pierwsze rozpowszechnienie rekomendacji nastąpiło 16.09.2025 o godz. 9:00.



TRZYMAJ

(Aktualizacja - obniżona)

Kurs akcji	455,0 zł
Cena docelowa (9M)	495,0 zł
Potencjał wzrostu	9%
Kapitalizacja	318 mln zł
Free float	55,4%
Śr. wolumen 6M	918



Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities

PROFIL SPÓŁKI

Producent gier komputerowych w modelu self-publishing m.in. sprzedanej w nakładzie ponad 8 mln egzemplarzy gry Green Hell czy nowej StarRupture.

STRUKTURA AKCJONARIATU*

Venture FIZ	12,49%
Krzysztof Maciej Kwiatek	11,28%
Krzysztof Sałek	11,28%
Tomasz Michał Soból	9,54%
Allianz TFI	5,00%
Quercus TFI	3,96%

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg,

Mateusz Chrzanowski, DI
Analityk Akcji
Departament Analiz i Doradztwa

mateusz.chrzanowski@noblesecurities.pl
+48 785 904 686

REKOMENDACJA

Wycena

Akcje Creepy Jar wyceniono przy wykorzystaniu 2 metod: DCF (waga 50%) oraz porównawcza dla krajowych (25%) oraz zagranicznych (25%) spółek branżowych. Cena docelowa w horyzoncie 9 miesięcznym wyznaczona została na poziomie 495,0 zł.

Podsumowanie wyceny zaprezentowano w poniższej tabeli:

Podsumowanie wyceny	Waga (x)	Wycena 1 akcji (zł)	Poprzednio	Zmiana
Wycena DCF	0,50	530,4	602,2	-12%
Wycena porównawcza - zagraniczne	0,25	410,4	464,7	-12%
Wycena porównawcza - krajowe	0,25	364,3	464,7	-22%
Średnia ważona metod		458,9	533,4	-14%
Cena docelowa (9m)		495,0	575,4	-14%
Cena aktualna		455,0	359,0	27%
Potencjał		9%		

Źródło: Noble Securities

Wycena metodą DCF

Założenia do modelu:

- Wartość przepływów pieniężnych dyskontowana na 16 września 2025 r.,
- Rezydualna stopa wzrostu na poziomie 0%, współczynnik beta równy 1
- Stopa wolna od ryzyka 5,47% (poprzednio 5,14%), premia za ryzyko 5,35% (poprzednio 5,35%)
- Dług netto na koniec 2024 roku w wysokości -76 mln zł (gotówka netto),
- Wobec ujemnego długu netto WACC jest tożsamy z kosztem kapitału własnego w wysokości 10,9% (poprzednio 10,5%),
- Wartość rezydualna została oszacowana na podstawie średniego FCFF z lat 2030-2034, który odzwierciedla typowy cykl życia kolejnych gier, zarówno pod względem generowanych przychodów jak i ponoszonych kosztów czy nakładów.

DCF	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przychody ze sprzedaży	24	59	68	67	54	80	97	76	67	53
NOPAT	10	33	30	33	23	47	60	42	35	24
Amortyzacja	1	9	12	12	12	12	11	11	11	11
KON	0	-4	1	-1	2	-4	-2	3	1	2
CAPEX	-15	-19	-7	-10	-13	-17	-15	-9	-12	-14
FCFF	-3	19	36	35	24	38	54	47	35	23
WACC	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%
Współczynnik dyskonta	0,97	0,87	0,79	0,71	0,64	0,58	0,52	0,47	0,42	0,38
DFCF	-3	17	29	25	16	22	28	22	15	9
SUMA DFCFF do 2034	178									
Wzrost FCFF po okresie prognozy	0%									
Wartość rezydualna na 2034	359									
Zdyskontowana wartość rezydualna	137									
Wartość Firmy (EV)	315									
Dług netto	-76									
Wartość kapitałów własnych	391									
Liczba akcji (w mln)	0,736									
Wartość na 1 akcję	530,4									

Analiza wrażliwości					
Stopa wzrostu rezydualna					
	-2%	-1%	0%	1%	2%
WACC - 1,0%	537,4	556,1	578,5	605,9	640,2
WACC - 0,5%	517,2	533,7	553,3	577,1	606,5
WACC	498,5	513,2	530,4	551,2	576,6
WACC + 0,5%	481,3	494,3	509,6	527,8	549,9
WACC + 1,0%	465,4	477,0	490,6	506,6	525,9

Źródło: Noble Securities

REKOMENDACJA

Poniższa tabela prezentuje kalkulację średnioważonego kosztu kapitału (WACC):

WACC	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Stopa wolna od ryzyka	5,47%	5,47%	5,47%	5,47%	5,47%	5,47%	5,47%	5,47%	5,47%	5,47%
Premia za ryzyko	5,46%	5,46%	5,46%	5,46%	5,46%	5,46%	5,46%	5,46%	5,46%	5,46%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Koszt kapitału własnego	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%
Efektowna stopa podatkowa	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%
Koszt długu	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Koszt długu po tarczy	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%
Dług netto/EV	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%

Źródło: Noble Securities

Wycena metodą porównawczą

Analizę porównawczą podzieliśmy na dwie grupy spółek, oddzielnie zagraniczne i krajowe. Wykorzystano wskaźniki P/E, EV/EBITDA oraz P/BV dla lat 2025-2027. Średnia odrzuca dwie skrajne obserwacje, uwzględnia równe wagi dla wskaźników i lat.

Spółka	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)			P/BV		
		2025P	2026P	2027P	2025P	2026P	2027P	2025P	2026P	2027P
SQUARE ENIX HOLDINGS CO LTD	30 168	41,3	38,2	35,3	20,1	18,1	17,4	3,6	3,4	3,3
37 INTERACTIVE ENTERTAINME-A	25 875	17,8	16,1	14,8	14,9	13,9	12,4	3,6	3,3	2,9
EVERPLAY GROUP PLC	2 764	15,0	14,2	13,5	10,6	10,0	9,6	2,1	1,9	1,8
UBISOFT ENTERTAINMENT	4 857	n.d.	n.d.	19,6	3,2	3,5	2,8	0,6	0,6	0,6
EMBRACER GROUP AB	7 801	8,4	15,5	9,8	2,3	3,5	2,7	0,4	0,7	0,6
PARADOX INTERACTIVE AB	7 444	32,4	24,6	20,4	12,1	10,3	10,0	6,6	5,9	5,2
PLAYTICA HOLDING CORP	5 000	7,3	6,1	5,5	4,4	4,1	3,8	n.d.	8,5	3,8
REMEDY ENTERTAINMENT OYJ	821	118,0	n.d.	22,8	10,8	15,5	6,6	2,7	2,8	2,4
PULLUP ENTERTAINMENT	836	4,9	9,4	7,6	2,0	3,0	2,7	1,2	1,2	1,1
MODERN TIMES GROUP-B SHS	5 086	11,3	8,7	7,8	7,2	6,4	6,0	0,9	0,9	0,8
STILLFRONT GROUP AB	1 034	4,2	3,4	3,1	3,5	3,4	3,3	0,3	0,3	0,3
DIGITAL BROS SPA	747	n.d.	8,1	9,0	7,1	2,8	2,9	1,5	1,4	1,2
GDEV INC	1 154	6,6	6,5	n.d.	5,4	4,9	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
FRONTIER DEVELOPMENTS PLC	759	18,3	26,1	18,4	3,7	5,2	4,7	1,8	1,6	1,5
ENAD GLOBAL 7 AB	466	33,8	12,9	10,5	3,9	2,3	2,2	0,3	0,3	0,3
Średnia bez skrajnych		17,9	13,5	13,3	6,9	6,7	5,6	1,7	2,0	1,7
CREEPLY JAR SA	318	27,6	9,3	9,9	25,8	6,0	5,8	2,9	2,3	2,2
Premia/dyskonto do średniej (%)		54%	-31%	-25%	276%	-10%	3%	69%	16%	29%
Implikowana wartość Creeply Jar		295,4	660,7	609,9	170,8	496,9	445,3	269,5	392,4	353,3
Waga		11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%
Implikowana wartość godziwa Creeply Jar						410,44				

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities dane na 15.09.2025r. godz 17.30

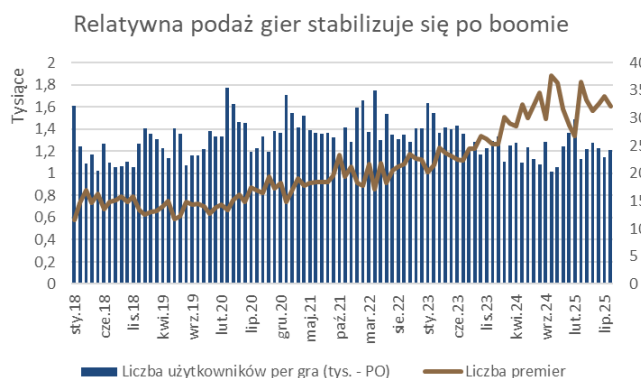
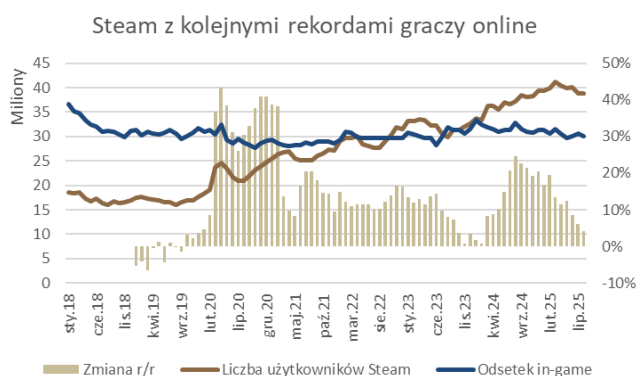
Spółka	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)			P/BV		
		2025P	2026P	2027P	2025P	2026P	2027P	2025P	2026P	2027P
CIGAMES	564	98,5	n.d.	8,1	45,2	6,6	2,9	3,6	4,2	2,4
11 BIT STUDIOS SA	443	5,8	12,1	16,6	3,6	6,6	6,3	1,5	1,3	1,2
BLOOBER TEAM SA	476	9,5	12,3	9,5	4,8	4,9	6,0	2,7	2,6	2,3
PLAYWAY SA	1 881	11,2	9,8	10,3	7,8	6,8	7,1	4,4	4,1	4,2
HUUUGE INC	1 281	4,9	6,1	7,0	2,3	2,8	3,0	1,7	1,6	1,7
TEN SQUARE GAMES SA	546	7,1	9,6	10,9	4,6	5,4	6,0	2,5	2,7	2,8
ARTIFEX MUNDI SA	180	6,9	6,0	5,8	5,1	4,0	2,9	1,3	1,1	1,0
Średnia bez skrajnych		8,1	9,4	9,2	5,2	5,5	4,9	2,4	2,5	2,1
CREEPLY JAR SA	318	27,6	9,3	9,9	25,8	6,0	5,8	2,9	2,3	2,2
Premia/dyskonto do średniej (%)		240%	-1%	9%	397%	9%	19%	21%	-7%	5%
Implikowana wartość Creeply Jar		133,7	461,2	419,3	145,9	423,7	396,1	376,4	488,0	434,4
Waga		11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%
Implikowana wartość godziwa Creeply Jar						364,30				

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities dane na 15.09.2025r. godz 17.30

Model biznesowy i strategia

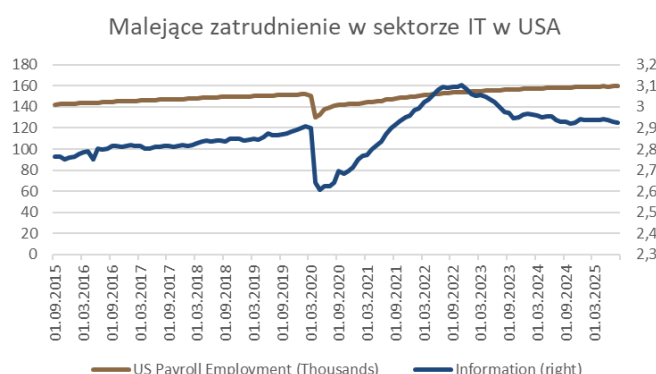
Spółka specjalizuje się w produkcji gier komputerowych wydawanych w modelu self-publishing. Tytuły oparte są o autorskie IP i zaliczają się do segmentu Indie Premium. Gatunkiem dominującym jest symulator survivalu oraz budowanie bazy, zaś rozgrywka oferuje wiele mechanik takich jak eksploracja, budowy i obrony bazy czy elementy walki. Mocnym aspektem jest wykorzystanie trybu kooperacyjnego, który umożliwia rozgrywkę w kilka osób. Ponadto zespół stawia na bliską komunikację ze społecznością graczy, co skutkuje długoterminowym wsparciem produkcji oraz systematycznym rozszerzaniem zawartości (Green Hell otrzymał 21 aktualizacji wprowadzających nowe elementy, w tym 3 dodatki fabularne). Obie kwestie pozwalają utrzymywać stabilne zainteresowanie w długim terminie, co przekłada się na utrzymanie wysokiej sprzedaży przez stosunkowo długi okres od debiutu, choć oczywiście im starszy staje się produkt tym większą wagę odgrywa stosowana polityka cenowa, w tym wysokie rabaty. Studio dba też o obecność na wszystkich platformach, choć należy odnotować, że porty są zlecane zewnętrznym podmiotom, dzięki czemu w 1Q25 udział PC w sprzedaży wynosił 56%, konsol 31% a pozostałych platform 13% (w tym Nintendo oraz VR). Ponadto spółka stawia na stabilne finanse poprzez samofinansowanie, rozszerzenie portfola produkcyjnego oraz oparcie o doświadczonych devów.

Globalny rynek gier



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Steam

Pandemia nie okazała się krótkoterminowym szokiem dla rynku gier, a trwałą tendencją, która przyspieszyła tempo pozyskiwania nowych użytkowników. Dzięki temu w 2025 r. odnotowano rekordowe ponad 41 mln graczy online wobec zaledwie niecałych 25 mln odnotowanych w szczytowym momencie 2020 r. Duże zainteresowanie ze strony graczy oraz spore oczekiwania odnośnie rynku gier wobec rekordowo niskich stóp procentowych doprowadziło do wysypu nowych produkcji. W konsekwencji w październiku 2024 r. odnotowano rekordową liczbę debiutów, tj. 1881 w ciągu miesiąca względem 723 premier w październik 2020 r. Warto jednak zauważyć stabilizacji podaży gier. W ostatnich 3 miesiącach dodano 4933 gier wobec 4850 przed rokiem, czyli wzrost wyniósł zaledwie 1,7%. Jeżeli zestawimy ze sobą przyrost graczy z liczbą debiutów wówczas dojdziemy do wniosku, że sytuacja wróciła do normy sprzed pandemii, tzn. na jedną premierę przypada zbliżona liczba graczy jak wówczas. Racją jest, że skumulowana liczba gier rośnie, natomiast musimy pamiętać o nieubłagłym starzeniu się części tytułów. Do tego dochodzi konkurencja ze strony gier darmowych, które utrzymują stałe zainteresowanie. Mimo wszystko jednak, gracze przeznaczają stabilny odsetek swojego czasu na nowe gry, więc rywalizacja o ten kawałek tortu jest nieco mniejsza, a sam kawałek regularnie rośnie.



Źródło: Obsidian, Bureau of Labor Statistics

Przeinwestowanie w sektor gier spowodowało niewidzianą dotąd w branży falę zwolnień w ostatnich latach. Mimo że rynek wydaje się zmierzać do równowagi to w bieżącym roku wciąż mieliśmy do czynienia z kolejnymi redukcjami etatów, i to w studiach które nie zawiodły w ostatnim czasie. Możliwe zatem, że jesteśmy świadkami pierwszych zwolnień spowodowanych wzrostem wydajności z tytułu zastosowania AI. Tezę tę uprawdopodabnia regularny spadek zatrudnienia w sektorze IT w USA mimo rosnącego rynku pracy.

Symulatory przetrwania i budowania bazy cieszą się sporą popularnością

Mimo dużej konkurencji na rynku, *survival* przyciągają sporo graczy, a co najważniejsze często utrzymują ich zainteresowanie przez długi czas. Warto przytoczyć liderów branży, którzy stanowią pewien punkt odniesienia, co powinno pomóc w oszacowaniu potencjału sprzedażowego gier studia, mimo że poszczególne gry mogą różnić się stopniem pokrewieństwa i rodzajem mechanik.

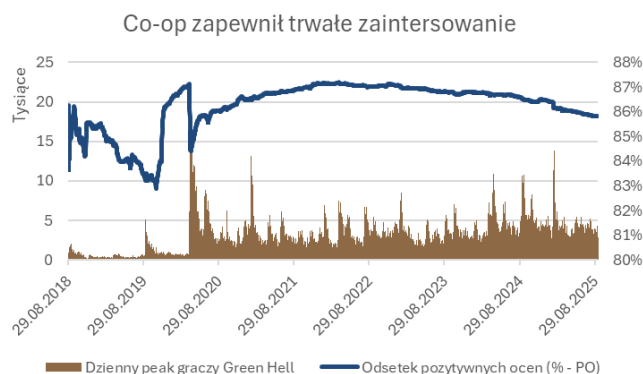
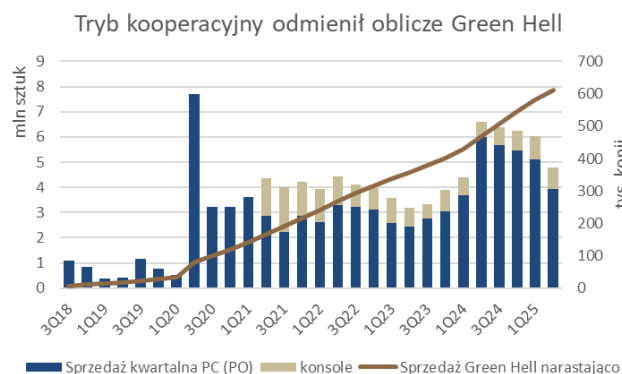
- **Satisfactory** – wymaga od gracza budowy, eksploracji oraz walki z wykorzystaniem **zaawansowanej technologii**. Gra od marca 2019r. jest dostępna w trybie *early access*. Gracze docenili ją wystawiając 96% pozytywnych recenzji oraz kupując do stycznia 2024r. **5,5 mln kopii**. Brakuje danych z premiery, natomiast od 2020r. **peak** na Steam waha się **od 12 do 34 tys.** Debiut pełnej wersji gry nastąpił we wrześniu 2024r. i gromadził **120 tys. osób** jednocześnie grających na platformie, co obrazuje ciągłą żywą skalę zainteresowania tego typu grą. Tytuł oferuje tryb kooperacji dla trójki graczy.
- **Subnautica** - pasażerowie rozbitego statku kosmicznego są zmuszeni do eksploracji oceanów obcej planety. Wczesny dostęp od grudnia 2014r. Premiera właściwa w styczniu 2018r. zgromadziła w **peaku 51 tys. osób** na Steam, Oceny sięgają 96%. W styczniu 2020r. deweloper poinformował o sprzedaniu łącznie **5,3 mln sztuk**, a w maju 2024r. osiągnięto **6 mln**.
- **Astroneer** – gra przygodowa z otwartym światem umożliwiającą **badanie i przekształcanie odległych światów** ukazała się w wersji *early access* w 2016r., zaś finalna premiera miała miejsce 6 lutego 2019r. Pierwszy debiut zebrał **12 tys. osób**, zaś drugi **18 tys.** Warto podkreślić, że gra charakteryzuje się prostszą grafiką. W marcu 2022r. producent przekazał informację o przekroczeniu **3,74 mln sprzedanych kopii**, a lipcu 2024r. **4 mln**. Oceny na poziomie 91%. Co-op dla 4 os.
- **No Man's Sky** – to z kolei przygodowa gra akcji z mocnym akcentem eksploracji i przetrwania na nowych planetach. Gra ukazała się w 2016r. i zebrała **213 tys. osób** na Steam, co obrazuje **potencjał** dla gier typu *sci-fi survival*. Pozytywne recenzje oscylują wokół 80%. W 2022r. pojawiła się informacja, że liczba sprzedanych kopii przekroczyła granicę **10 mln**.
- **Rust** – premiera **wczesnego dostępu** w grudniu 2013r. zgromadziła **25 tys. graczy** na platformie Steam. **Pełna wersja gry** zadebiutowała dopiero w lutym 2018r. i przyciągnęła **68 tys. graczy**. Po trzech miesiącach EA sprzedano **1 mln kopii**, w grudniu 2019 r. przekroczone **9 mln**, a dwa lata później **12,4 mln**. Gra zgromadziła **86% pozytywnych recenzji**.
- **The Long Dark** – gra survivalowa z otwartym światem, gdzie gracz musi przetrwać trudne surowe, zimowe warunki. Wczesny dostęp od września 2014r. zebrał w **peaku zaledwie 1 tys. osób**, choć do czasu pełnej premiery (1 sierpień 2017r.) odnotowywane były skoki do 2-4 tys. Sama premiera to już **14 tys. graczy**. Do kwietnia 2016r. sprzedano 750 tys. sztuk, zaś we wrześniu 2019r. były to już **3 mln**, zaś pod koniec 2021r. było to już **5 mln** kopii. 90% ocen jest pozytywnych.
- **The Forest** – gra łącząca ze sobą elementy horroru i survivalu premierę wczesnego dostępu dla PC miała w 2014r., zaś pełnoprawna wersja pojawiła się w kwietniu 2018r. i już w listopadzie poinformowano o sprzedaży **5,3 mln kopii**. Grę pozytywnie 95% użytkowników Steam, a osiągnięty **peak** w okolicach prawowitej premiery osiągnął **26 tys. graczy**.
- **Sons of the Forest** – kolejna produkcja typu *survival horror*, kontynuacja The Forest. Zadebiutowała w formie wczesnego dostępu w lutym 2023r. i zgromadziła w **peaku aż 414 tys. graczy**, co dobrze odzwierciedla potencjał budowania serii, jeżeli pierwsza część okazała się ciepło przyjęta. W ciągu pierwszych **24 godzin** sprzedano **2 mln egzemplarzy**.
- **ARK: Survival Evolved** – premiera EA w czerwcu 2015r., zaś pełnej wersji w sierpniu 2017r. Peak EA wyniósł **peak 80 tys. osób**, zaś finalny **57 tys. graczy**. Gra cieszy się stabilnym zainteresowaniem na przestrzeni lat. Odsetek pozytywnych ocen to **83%**. Po miesiącu wczesnego dostępu **sprzedano 1 mln egzemplarzy**, zaś w czerwcu 2022r. były to już **33 mln**.
- **Raft** – daje graczom możliwość spróbowania swoich sił w pokonywaniu oceanu na tratwie i również nie korzysta z zaawansowanej grafiki. Debiut we **wczesnym dostępie** w maju 2018r., zaś w pełnej wersji w czerwcu 2022r. Pierwsze podejście to **19 tys. peak** na Steam, zaś drugie to już **101 tys.** Oceny sięgają prawie 93%. W ciągu **pierwszych dwóch tygodni** wczesnego dostępu sprzedało się **400 tys. egzemplarzy**, nie ma jednak oficjalnych danych odnośnie dłuższego terminu. Portfal Gamalytic szacuje łączną sprzedaż na poziomie **11,6 mln sztuk**, zaś Video Games Insights na **13,1 mln**.
- **Valheim** – kolejna gra survivalowa tym razem osadzona w czyścisku zgodnym z kulturą wikingów. Prawie 94% pozytywnych opinii pozwoliło zebrać w premierowym szczycie **502 tys. osób**, co przełożyło się na sprzedaż **3 mln kopii** w ciągu pierwszych tygodni, **10 mln** w ciągu roku oraz **12 mln** w nieco ponad 2 lata od premiery, a oficjalnie to wciąż *early access*.
- **Space Engineers** - o gra typu sandbox o budowie i przetrwaniu w kosmosie z możliwością eksploracji poszczególnych planet i podróżowania między nimi statkiem kosmicznym. Pozwala na rywalizację pomiędzy graczami w sieciowym trybie PvP. Pierwszy dostęp miał miejsce w 2013r. ale nie wygenerował dużego zainteresowania, dopiero po roku **peak** na Steam doszedł do poziomu **24 tys.** i taki też wynik padł w momencie wydania pełnej wersji gry w 2019r. **89%** pozytywnych ocen poskutkowało sprzedażą łącznie **5 mln kopii** do lipca 2024r. choć do czasu finalnej premiery było to tylko 500 tys. sztuk.
- **Empyrion – Galactic Survival** – posiada otwarty, proceduralnie generowany świat kosmiczny w typie sandbox. Umożliwia budowanie, odkrywanie oraz walkę. Możliwa jest zarówno sieciowa kooperacja jak i rywalizacja w trybie PvP. Gra zebrała dość dobre oceny (**79%**). Wczesny dostęp miał miejsce w 2015r. i dopiero po roku gra osiągnęła szczyt graczy w wysokości 6,6 tys. Pełna wersja ukazała się w 2020r. i przyciągnęła **8,8 tys. osób**. Gamalytic szacuje łączną sprzedaż na **1 mln kopii**.
- **Elite Dangerous** – to symulator MMO (masowy udział graczy online) dający możliwość dowodzenia statkiem kosmicznym. Główną osią rozrywki są podróże pomiędzy planetami dlatego mamy możliwość rozbudowywania swojego promu,

natomiast nie brakuje również elementów eksploracji naziemnej i elementów walki. Na Steam **76%** ocen pozytywnych. Na PC gra zadebiutowała w maju 2015r. przyciągając ponad **9 tys.** osób, natomiast pół roku później w peaku **18 tys.** graczy. W lipcu 2024r. poinformowano, że skumulowana sprzedaż wyniosła **5,1 mln egzemplarzy**.

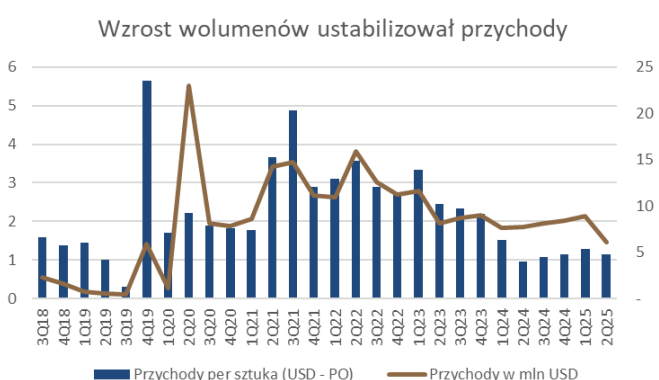
- **Soulmask** - sandboxowy survival z elementami RPG oraz strategii, umożliwiający rozbudowa życie plemienne z elementami mistycznymi w postaci pradawnej maski. Dostępny świat sięga 60 km², dostępny jest również tryb PvP. Odsetek pozytywnych ocen wynosi 79%. W przeciągu 10 dni od majowej premiery (2024) peak osiągnął poziom **47 tys.** osób. Obecnie jednak tytuł nie przyciąga nawet 10% tej wartości. Dotychczas gra sprzedawała się w nakładzie **400 tys. sztuk**.
- **ARK: Survival Ascended** – popularny tytuł został dostosowany do nowego silnia Unreal Engine 5. Premiera wczesnego dostępu miała miejsce w październiku 2023r., jednak nie przypadła graczom do gustu zbierając mieszane oceny (**58%** pozytywnych na Steam). W premierowym peaku zgromadzono **98 tys.** osób, natomiast zainteresowanie stosunkowo szybko opadło i obecnie dwukrotnie bardziej popularna jest poprzednia wersja gry. Gamalytic szacuje sprzedaż PC na **1,5 mln**
- **Pacific Drive** – to survivalowa gra polegająca na wydostaniu się ze strefy zamkniętej po nieudanych badaniach naukowych, a do pokonania rozległych terenów wykorzystujemy znaleziony samochód. Tytuł zadebiutował w lutym 2024r. i zebrał w szczycie **18 tys.** graczy na Steam oraz **82%** pozytywnych ocen. Grze nie udało się jednak utrzymać zainteresowania użytkowników i we wrześniu dominują dzienne peaki poniżej 1 tys., co być może jest konsekwencją ucieczkowej fabuły gry. Tytuł nie oferuje trybu kooperacji. Mimo to w lipcu opublikowano dane o sprzedaży łącznie **600 tys. egzemplarzy**.
- **Sunkenland** – próba przetrwania w post apokaliptycznym środowisku Ziemi, zalanej przez wielką wodę. Konieczna jest podwodna eksploracja, w tym zatopionych miast. Na powierzchni gracz ma możliwość modułowej budowy bazy i walki z NPC. Tryb kooperacji dla 14 osób. Oceny na Steam ok. **81%**. Szczytowe zainteresowania tuż po premierze bety w lipcu 2023r. i wyniosło **26 tys.** graczy. Po roku było to średnio ok. 1,5 tys. osób. Gamalytic szacuje sprzedaż na **700 tys. kopii**.
- **Nightingale** – survival w otwartym świecie fantasy z elementami walki i budowy. Dostępny jest tryb kooperacji, chociaż problemy z serwerem przeszkadzały nawet w rozgrywce solo. Wczesny dostęp ukazał się w lutym 2024r. i zgromadził aż **48 tys.** graczy w peaku na platformie Steam. Gra zebrała jednak mieszane opinie (**64%**), co nie pozwoliło jej utrzymać popularności. Aktualizacje tylko trochę poprawiły sytuację. Wg Gamalytics sprzedaż oscyluje wokół **430 tys. sztuk**.
- **Outpost: Infinity Siege** - zadebiutowała w marcu 2024r. i osiągnęła peak **17 tys. graczy**, ale oceny produkcji są mieszane, ok. **66%**. Dlatego zainteresowanie tytułem spadło. Gamalytic szacuje dotychczasową sprzedaż na **274 tys. sztuk**.
- **The Planet Crafter** - Drugi tytuł zadebiutował we wczesnym dostępie w marcu 2022r., wówczas peak wyniósł **14 tys.** graczy, natomiast pełna wersja ukazała się w kwietniu 2024r. i zgromadziła **28 tys. osób**. Oceny pozostają bardzo wysokie, na poziomie **96%**. Według Gamalytic łączna sprzedaż dopiero do pułapu **1,4 mln egzemplarzy**. Gra oferuje tryb kooperacyjny, ale surowa grafika i brak elementów walki ograniczyły potencjał sprzedażowy w długim terminie.
- **Forever Skies** - To postapokaliptyczna gra o przetrwaniu, w której gracz wraca na Ziemię zniszczoną przez katastrofę ekologiczną. Po dwóch latach wczesnego dostępu w kwietniu 2025 r. wyszła pełna wersja gry. Kilka miesięcy wcześniej dodano tryb kooperacyjny. Oba peaki powyżej 5 tys. graczy, a oceny to 80%. Sprzedaż przekroczyła w maju **400 tys. kopii**.
- **The Alters** – połączenie survivalu na opuszczonej planecie z zarządzaniem bazą, sklonowanym zespołem, co pogłębia aspekt psychologiczny. Peak 18 tys. oceny 90% pozwoliły sprzedaż **280 tys. kopii** w 3,5 tygodnia mimo dostępu w Game Pass.
- **Medieval Dynasty** – mimo widocznych różnic dobry przykład skuteczności w utrzymaniu graczy, w tym poprzez tryb kooperacyjny. Łączna sprzedaż od czasu pojawienia się wczesnego dostępu w 2020 r. przekroczyła **2,5 mln kopii**.

Green Hell

Pierwszą produkcją studia, która po latach okazała się wielkim hitem gatunku, był symulator przetrwania (survival) odbywający się w amazońskiej puszczy. Gra zadebiutowała we wczesnym dostępie na PC we wrześniu 2018r. by po roku zadebiutować w pełnej wersji. Punktem zwrotnym w sprzedaży było jednak dodanie trybu kooperacyjnego w kwietniu 2020r. Wówczas peak graczy wystrzelił do 20 tys. wobec poprzednio maksymalnie 5 tys. Skok zainteresowania przełożył się również na dane sprzedażowe. Do czasu dodania trybu kooperacyjnego łączna sprzedaż nie przekraczała 450 tys. sztuk, by w ciągu tygodnia od premiery co-opa dołożyć 180 tys. egzemplarzy, a do końca 2Q20 przekroczyć pułap 1 mln sprzedanych kopii. Dalsze regularne wsparcia rozgrywki kolejnymi aktualizacjami rozszerzającymi content zgodnie z sygnałami ze strony społeczności graczy oraz portowanie gry na kolejne platformy pozwoliły do końca lipca 2025r. sprzedać łącznie 8 mln sztuk i wejść do grona najpopularniejszych produkcji gatunku. Do końca lipca 2024 r. łączne nakłady poniesione na produkcję i wsparcie popremierowe wyniosły 20,5 mln zł wobec uzyskanych 205 mln zł przychodów. Co ciekawe, sam budżet bety gry zmieścił się w zaledwie 3,5 mln zł, ale dodano aż 21 aktualizacji contentowych.



Źródło: raporty spółki, obliczenia własne NS, SteamDB



Źródło: raporty spółki, obliczenia własne NS, SteamDB

StarRupture

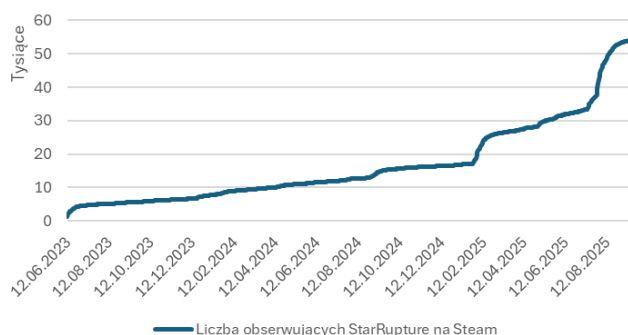
Data premiery nowej gry studia w ramach tzw. wczesnego dostępu została wyznaczona na 6 stycznia 2026r. Tytuł zaoferuje zaawansowany symulator budowy bazy z elementami survivalu (w tym eksploracja, zarządzanie zasobami czy elementy walki) w środowisku sci-fi. Już w wersji beta dostępny będzie tryb kooperacyjny dla 4 osób. Nakłady poniesione do końca 1Q25 wyniosły 29,9 mln zł. Sądzymy, że budżet bety zamknie się w kwocie 41 mln zł, zaś w przypadku finalnej wersji 57 mln zł. Spodziewamy się finalnej premiery po roku od startu wczesnego dostępu, zaś portu na konsole nie wcześniej niż wraz z pełną wersją gry, choć w modelu konserwatywnie zakładamy roczne przesunięcie. Na przełomie lipca i sierpnia odbyły się otwarte testy wczesnego builda gry, z dostępnym tylko trybem *singleplayer*, w których uczestniczyło 158 tys. graczy (peak na Steam sięgnął 6,7 tys.). Mimo że gracze pozytywnie ocenili grę (91% pozytywnych opinii) wskazywano często na problemy z optymalizacją i balansem gry, co spowodowało opóźnienie debiutu. Na liście życzeń Steam tytuł zajmuje obecnie 49 pozycję, a w połowie sierpnia ogłoszono, że przekroczyła ona 500 tys. zapisów. Naszym zdaniem StarRupture ma szansę sprzedać się w podobnym nakładzie i tempie, co Green Hell od czasu dodania trybu kooperacyjnego. Dlatego prognozujemy sprzedaż 500 tys. kopii w pierwszym kwartale wczesnego dostępu oraz 1,4 mln sztuk po roku od debiutu. Zakładamy, że domyślna cena gry zostanie ustalona na 35 USD, zaś w okresie wczesnego dostępu będzie oferowana z 5 USD rabatem.

Green Hell 2

O prowadzeniu wstępnych prac koncepcyjnych nad kierunkiem rozwoju sequela poinformowano w maju 2024 r. i skutkowało one wnioskiem, że kolejna odsłona nie będzie eksperymentem, a rozszerzeniem dotychczasowych mechanik i pogłębieniem świata. Zarząd nie spodziewa się, aby produkcja ruszyła przed oddaniem bety StarRupture. Sądzą też, że dzięki znajomości rozgrywki czas

produkcji ulegnie skróceniu. Oczekujemy, że można zaoszczędzić dwa kwartały, dlatego prognozujemy premierę wczesnego dostępu Green Hell 2 w 3Q30 z budżetem w kwocie 36 mln zł. Zakładamy politykę cenową oraz wolumeny sprzedaży analogiczne do GH i SR.

Zainteresowania wystrzeliło po playtestach

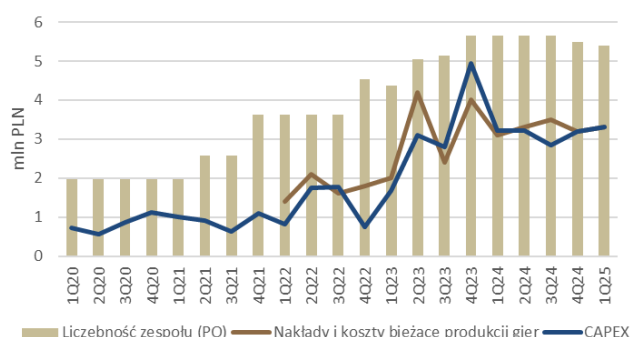


Nowe IP wymagało wydłużonego czasu produkcji

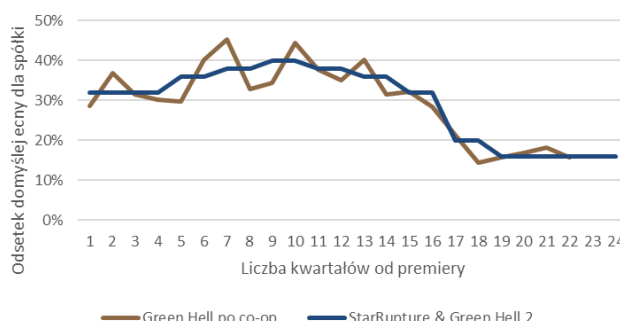


Źródło: raporty spółki, obliczenia własne i prognozy NS

Stabilizacja zespołu i kosztów produkcji



Zakładamy podobny czas trwania monetyzacji

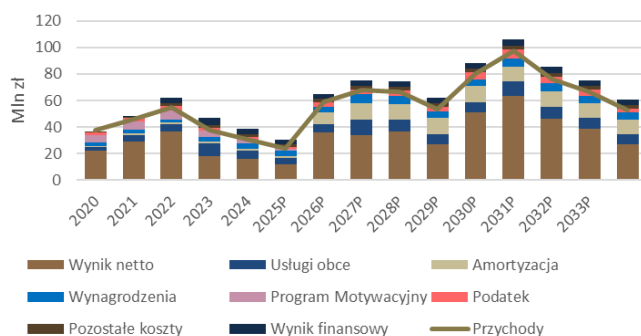


Źródło: raporty spółki, obliczenia własne i prognozy NS

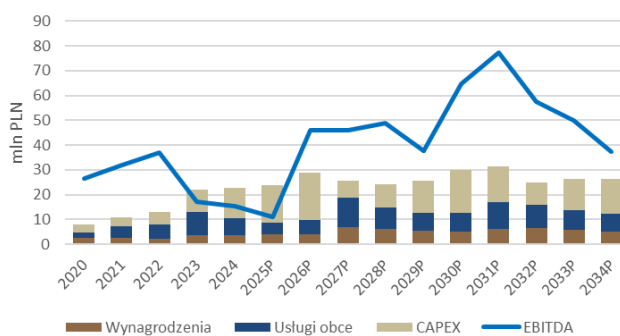
Sytuacja finansowa i prognozy

Spółka charakteryzuje się bardzo dobrą sytuacją finansową. Na koniec 2Q25 posiadała 72 mln zł w środkach pieniężnych i aktywach finansowych krótkoterminowych, więc biorąc pod uwagę wysokość budżetów produkowanych gier rezerwa mogłaby pokryć produkcję dwóch tytułów wydanych w formule wczesnego dostępu. Studio praktycznie nie korzysta z finansowania dłużnego. Ponadto od 2022 r. regularnie wypłaca dywidendę. Łącznie w tym okresie akcjonariusze otrzymali prawie 70 mln zł, z tym tegoroczne 8 mln zł, odpowiadające 50% zeszłorocznego zysku netto. Sama EBITDA w ostatnich latach niemalże pokrywała najważniejsze wydatki, w tym te kapitalizowane. Zakładając, że odbiór kolejnych produkcji studia będzie zbliżony do wyników Green Hell spodziewamy się wzrostu przychodów do 59/68/67 mln zł w latach 2026/27/28, co pozwoli osiągnąć EBITDA rzędu 46/46/49 mln zł. Przy spodziewanym budżecie bety Green Hell 2 poniżej 40 mln zł powinno to otworzyć drogę do wypłaty wyższych dywidend, bądź podjęciu decyzji o stworzeniu drugiego zespołu deweloperskiego. Po stronie kosztów nie spodziewamy się istotnej zmiany zatrudnienia, choć przejściowo raportowane koszty wzrosną, ponieważ część większego już zespołu będzie pracować przy bieżącym wsparciu i rozszerzaniu StarRapture. Usługi obce powinny kształtować się względnie stabilnie, choć zakładamy kilka mln dodatkowych kosztów w okresach premiery, zarówno z tytułu marketingu jak i portowania gier. Pamiętajmy, że rynek pracownika w sektorze gier jest już przeszłością, a postęp w obszarze AI będzie zwiększał wydajność. Zakładamy 5-letnią liniową amortyzację.

Zakładamy kontynuację wysokiej rentowności



Cashlow na bieżąco pokryje wydatki na gry



Źródło: raporty spółki, obliczenia własne i prognozy NS

REKOMENDACJA

Program Motywacyjny na lata 2023-2025 zakłada emisję maksymalnie prawie 70 tys. akcji po spełnieniu warunku lojalnościowego oraz wynikowego. Przyjęty próg 30 mln zł skumulowanego zysku brutto w wyżej wymienionym okresie najprawdopodobniej zostanie zrealizowany, dlatego w modelu przyjęliśmy zwiększoną liczbę akcji.

Liczba sprzedanych kopii (mln)	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Green Hell	1,28	1,09	1,84	1,54	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
StarRupture	0,00	0,00	0,00	0,00	1,40	1,40	1,30	1,20	1,80	1,20	0,00	0,00	0,00
Green Hell 2	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,80	1,40	1,30	1,20	1,40
Przychody ze sprzedaży (mln zł)	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Green Hell	55	37	31	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
StarRupture	0	0	0	0	59	68	67	54	42	0	0	0	0
Green Hell 2	0	0	0	0	0	0	0	0	38	72	76	67	53
Nakłady kapitalizowane (mln zł)	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
StarRupture	4	9	11	14	16	0	0	0	0	0	0	0	0
Green Hell 2	0	0	1	5	12	20	28	35	23	8	0	0	0
StarRupture 2	0	0	0	0	0	0	0	0	1	6	9	11	13
Bieżące koszty produkcji (mln zł)	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Green Hell	0	0	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
StarRupture	0	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	2

Źródło: raporty Creepy Jar, prognozy i szacunki NS

Czynniki ryzyka

Największym czynnikiem ryzyka jest duża koncentracja wyceny na pojedynczych produktach. Obecnie całość przychodów pochodzi ze sprzedaży wyłącznie jednego IP, tj. Green Hell. W związku z naturalnym procesem starzenia się gry wyniki finansowe z tego tytułu będą stopniowo wygasać, dlatego bardzo dużą wagę w wycenie odgrywa pomyślność kolejnego projektu, czyli StarRupture. Ewentualny niekorzystny odbiór ze strony graczy czy pojawienie się rażących błędów może skutkować rozczarującym zainteresowaniem grą, co przełożyłoby się negatywnie na wycenę spółki. Co prawda, studio posiada spore rezerwy środków (na koniec 2Q25 w gotówce i jej ekwiwalentach trzymano prawie 72 mln zł, które z dużym zapasem pozwoliłyby sfinansować kolejną produkcję, jednakże ewentualna premiera odbyłaby się dopiero w 2030 r. co generowałoby presję na bieżące wyniki finansowe.

Kolejnym czynnikiem jest kurs walutowy. W 2024 r. prawie 90% przychodów osiągniętych zostało w dolarze amerykańskim, ponad 8% w euro, a w polskim złotym było to zaledwie niecałe 2%. W konsekwencji umocnienie PLN negatywnie wpływa na wartość raportowanych przychodów, a tym samym na wyniki, ponieważ koszty ponoszone są głównie w Polsce, w walucie lokalnej.

Ponadto spółka prowadzi sprzedaż za pośrednictwem cyfrowych platform dystrybucyjnych, których jest zaledwie kilka, z dominującą pozycją platformy Steam (Valve), co generuje zależność od ustalanych przez dystrybutora stawek prowizji czy polityki społeczności.

Warto również dodać o dużej konkurencji na rynku gier komputerowych, co spowodowało, że gracze stali się bardziej wymagający, czy wręcz wybredni. Nie mają również oporów do wyczekania okresów pojawienia się większych rabatów cenowych. Dlatego widoczna jest na rynku duża wrażliwość na jakość produkcji oraz trafienie z produktem w oczekiwania rynku. W konsekwencji nie dość, że trudno się przebić z nowymi produkcjami to wyzwaniem pozostaje trwałość zainteresowania graczy czy widoczność gry na platformie.

Ostatnia kwestia to możliwość korzystania z preferencyjnego opodatkowania w postaci ulgi IP Box. Utrzymanie się presji na konsolidację finansów publicznych może skłonić Ministerstwo Finansów do szukania oszczędności, w tym zmiany w branży gier.

RZiS (mln zł)	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przychody	54,9	37,5	31,0	23,9	58,8	67,7	66,7	53,6	80,4	97,2	76,2	66,6	52,8
Amortyzacja	1,0	1,3	1,3	1,1	9,0	12,2	12,2	12,2	12,2	11,2	11,2	11,2	11,2
Zużycie materiałów i energii	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Usługi obce	5,9	9,5	6,6	4,8	5,8	12,1	8,8	7,4	7,8	10,8	9,4	8,1	7,1
Podatki i opłaty	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Wynagrodzenia	2,0	3,5	3,8	4,0	4,0	6,7	6,0	5,4	5,0	6,0	6,4	5,7	5,2
Program Motywacyjny	7,1	4,5	2,9	1,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ubezpieczenia społeczne	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Pozostałe koszty rodzajowe	0,8	1,5	1,5	1,8	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Wynik operacyjny	36,1	15,8	13,9	9,9	37,0	33,7	36,7	25,5	52,4	66,2	46,2	38,6	26,3
Przychody finansowe	4,0	5,4	4,0	4,1	3,4	4,1	4,2	4,8	4,3	4,9	5,2	4,7	4,4
Koszty finansowe	0,5	0,4	0,1	0,6	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Wynik brutto	39,6	20,7	17,9	13,5	40,1	37,5	40,6	30,1	56,4	70,8	51,1	43,0	30,4
Podatek	3,1	2,4	2,0	1,4	4,0	3,7	4,1	3,0	5,6	7,1	5,1	4,3	3,0
Wynik netto	36,5	18,3	15,9	12,2	36,1	33,7	36,5	27,1	50,8	63,7	46,0	38,7	27,4

Źródło: Noble Securities

Bilans (mln zł)	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Aktywa trwałe	9	18	30	44	54	48	45	46	51	54	52	54	56
Wartości niematerialne i prawne i długoterr	9	17	27	41	51	45	43	44	48	52	50	51	54
Rzeczowe aktywa trwałe	1	1	3	2	2	3	2	2	3	2	2	3	2
Należności i inwestycje długoterminowe	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Aktywa obrotowe	94	84	82	73	91	105	119	117	136	146	130	122	107
Zapasy i należności krótkoterminowe	8	5	5	4	10	11	11	9	13	16	12	11	9
Inwestycje krótkoterminowe i rozliczenia m	6	20	49	49	49	49	49	49	49	49	49	49	49
Środki pieniężne	81	60	28	20	32	45	59	59	74	81	69	62	49
Kapitał własny	100	98	107	113	140	146	158	157	181	194	176	169	158
Rezerwy na zobowiązania	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zobowiązania długoterminowe	0	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Zobowiązania krótkoterminowe	3	4	4	2	4	6	5	5	5	5	5	5	5

Źródło: Noble Securities

RPP (mln zł)	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przepływy z działalności operacyjnej	42	23	15	11	38	43	44	37	55	68	56	47	36
Wynik netto	36	18	16	12	36	34	37	27	51	64	46	39	27
Amortyzacja	1	1	1	1	9	12	12	12	12	11	11	11	11
Nakłady na kapitał obrotowy	-1	-4	1	0	4	-1	1	-2	4	2	-3	-1	-2
Działalność finansowa	4	5	4	4	3	4	4	5	4	5	5	4	4
Program Motywacyjny	7	5	3	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-5	-9	-12	-15	-19	-7	-10	-13	-17	-15	-9	-12	-14
Nakłady na rzeczowe aktywa trwałe			0	0	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Nakłady na WNIP i DRM			-12	-14	-18	-5	-9	-12	-16	-14	-9	-11	-13
Przepływy z działalności finansowej	-11	-23	-5	-4	-6	-23	-21	-23	-23	-46	-59	-41	-35
Dywidenda	15	28	9	8	9	27	25	27	27	51	64	46	39
Zmiana zadłużenia	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Działalność finansowa	4	5	4	4	3	4	4	5	4	5	5	4	4
Przepływy pieniężne netto	26	-9	-2	-8	13	13	13	1	15	7	-12	-7	-12
Stan początkowy gotówki	60	81	60	28	20	32	45	59	59	74	81	69	62
Stan końcowy gotówki	81	60	28	20	32	45	59	59	74	81	69	62	49

Źródło: Noble Securities

Kluczowe wskaźniki	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
EPS (zł)	49,5	24,9	21,6	16,5	49,0	45,8	49,6	36,7	68,9	86,5	62,4	52,5	37,1
P/E (x)	13,1	23,4	12,0	27,6	9,3	9,9	9,2	12,4	6,6	5,3	7,3	8,7	12,2
EBITDA (mln zł)	37	17	15	11	46	46	49	38	65	77	57	50	37
EV/EBITDA (x)	9,5	19,2	8,9	25,8	6,0	5,8	5,2	6,8	3,8	3,1	4,3	5,1	7,0
DN (mln zł)	-86	-79	-76	-68	-81	-93	-107	-108	-122	-129	-117	-110	-98
DN/EBITDA (x)	-2,32	-4,63	-5,00	-6,15	-1,75	-2,04	-2,19	-2,86	-1,89	-1,67	-2,04	-2,20	-2,60
ROA (%)	35%	18%	14%	10%	25%	22%	22%	17%	27%	32%	25%	22%	17%
ROE (%)	36%	19%	15%	11%	26%	23%	23%	17%	28%	33%	26%	23%	17%
Marża EBITDA (%)	68%	46%	49%	46%	78%	68%	73%	70%	80%	80%	75%	75%	71%
Marża operacyjna (%)	66%	42%	45%	42%	63%	50%	55%	48%	65%	68%	61%	58%	50%
Marża netto (%)	66%	49%	51%	51%	61%	50%	55%	51%	63%	66%	60%	58%	52%

Źródło: 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)
MO-BRUK	Akumuluj	338,00	295,00	291,50	16%	08.09.2025	9M	Dariusz Dadej
Bogdanka	Redukuj	19,22	23,20	22,80	-16%	19.08.2025	9M	Michał Sztabler
Forte	Kupuj	33,90	27,30	28,80	18%	18.08.2025	9M	Dariusz Dadej
Aparator	Akumuluj	23,20	20,40	24,10	-4%	22.07.2025	9M	Michał Sztabler
Selvita	Kupuj	51,10	31,90	34,00	50%	18.07.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Auto Partner	Kupuj	31,30	20,40	19,06	64%	03.07.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
InterCars	Kupuj	774,10	568,00	543,00	43%	30.06.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Ailleron	Kupuj	24,10	19,70	18,94	27%	25.06.2025	9M	Dariusz Dadej
Captor Therapeutics	Kupuj	86,00	32,50	36,60	135%	24.06.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Celon Pharma	Kupuj	33,70	21,80	22,30	51%	24.06.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Molecure	Kupuj	11,90	5,70	6,98	70%	24.06.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Ryvü Therapeutics	Kupuj	59,70	30,10	28,65	108%	24.06.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Pepco Group	Akumuluj	21,90	19,36	19,97	10%	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	2,88	28%	21.05.2025	9M	Michał Sztabler
Noctiluca	nd	184,00	98,00	97,40	89%	15.05.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Mabion	nd	15,00	10,30	8,60	74%	15.05.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Sonel	nd	15,14	16,50	17,30	-12%	08.05.2025	9M	Michał Sztabler
Unibep	nd	14,30	10,60	9,86	45%	06.05.2025	9M	Dariusz Nawrot
Budimex	Sprzedaj	515,00	640,00	523,80	-2%	29.04.2025	9M	Dariusz Nawrot
Answer.com	Akumuluj	31,30	27,85	28,80	9%	22.04.2025	9M	Dariusz Dadej
TOYA	nd	12,40	6,37	9,44	31%	17.04.2025	9M	Dariusz Nawrot
MCI Capital	nd	42,20	23,90	30,50	38%	11.04.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Budimex	Trzymaj	510,00	529,00			07.04.2025	9M	Dariusz Nawrot
Aplisens	nd	24,30	19,60	18,50	31%	02.04.2025	9M	Michał Sztabler
Ryvü Therapeutics	Kupuj	59,80	19,30			24.03.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Dino Polska	Sprzedaj	35,84	48,82	46,70	-23%	19.03.2025	9M	Dariusz Dadej
Eurocash	Akumuluj	9,90	9,32	8,10	22%	19.03.2025	9M	Dariusz Dadej
Budimex	Sprzedaj	510,00	632,00			13.03.2025	9M	Dariusz Nawrot
Bioton	nd	4,52	3,50	4,17	8%	05.03.2025	9M	Krzysztof Radojewski
LPP	Kupuj	23 300,00	18 140,00	18190,00	28%	03.03.2025	9M	Dariusz Dadej
Huuuge	Kupuj	25,40	17,32	21,50	18%	03.03.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Celon Pharma	Kupuj	37,50	23,20			21.02.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Budimex	Redukuj	510,00	557,00			14.02.2025	9M	Dariusz Nawrot
Torpol	Trzymaj	39,40	39,70	47,00	-16%	12.02.2025	9M	Dariusz Nawrot
XTB	Kupuj	81,30	64,90	75,72	7%	11.02.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Forte	Akumuluj	33,80	31,40			06.02.2025	9M	Dariusz Dadej
Photon Energy	nd	5,36	4,40			03.02.2025	9M	Michał Sztabler
Answer.com	Trzymaj	26,80	28,15			13.01.2025	9M	Dariusz Dadej
Unibep	nd	11,70	6,98			20.12.2024	9M	Dariusz Nawrot
11bit studios	Kupuj	242,90	162,00	179,50	35%	19.12.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Ailleron	Akumuluj	24,00	20,10			16.12.2024	9M	Dariusz Dadej
Budimex	Kupuj	550,00	460,00			12.12.2024	9M	Dariusz Nawrot
Sonel	nd	16,61	15,40			12.12.2024	9M	Michał Sztabler
CD Projekt	Kupuj	222,90	169,20	252,30	-12%	02.12.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Bogdanka	Trzymaj	22,34	23,00	22,80	-2%	02.12.2024	9M	Michał Sztabler
Wielton	Trzymaj	5,31	5,50	6,95	-24%	02.12.2024	9M	Michał Sztabler
XTB	Kupuj	88,60	70,70			29.11.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Toya	nd	12,40	7,50			29.11.2024	9M	Dariusz Nawrot
Molecure	Kupuj	17,60	10,30			29.11.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Selvita	Kupuj	70,60	53,50			27.11.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Tauron PE	Akumuluj	3,94	3,60	9,01	-56%	26.11.2024	9M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Akumuluj	394,70	332,00			22.11.2024	9M	Dariusz Dadej
Pepco Group	Kupuj	20,68	15,77			20.11.2024	9M	Dariusz Dadej
Torpol	Kupuj	36,00	29,90			15.11.2024	9M	Dariusz Nawrot
11 bit studios	Kupuj	423,00	269,00			14.11.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Ryvü Therapeutics	Kupuj	74,40	48,60			14.11.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Budimex	Akumuluj	540,00	503,00			06.11.2024	9M	Dariusz Nawrot
Amica	Kupuj	82,30	58,00	54,20	52%	04.11.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
PGE	Redukuj	6,15	6,79	11,00	-44%	18.10.2024	9M	Michał Sztabler
Torpol	Akumuluj	36,50	32,40			14.10.2024	9M	Dariusz Nawrot
Captor Therapeutics	Kupuj	127,90	73,00			08.10.2024	9M	Krzysztof Radojewski
MCI Capital	nd	43,70	27,10			30.09.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Creepy Jar	Kupuj	575,40	359,00	449,00	28%	26.09.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
11bit studios	Kupuj	622,20	353,00			23.09.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Mabion	nd	17,30	16,90			18.09.2024	9M	Krzysztof Radojewski

(1) Data wydania jest równocześnie datą pierwszego rozpowszechnienia, (2) rekomendacja obowiązuje przez 9 miesięcy lub do momentu aktualizacji

(3) Opis stanowisk: Krzysztof Radojewski - Zastępca Dyrektora Departamentu Analiz i Doradztwa, Michał Sztabler - Analityk Akcji, Dariusz Dadej - Analityk Akcji; Mateusz Chrzanowski - Analityk Akcji, Dariusz Nawrot -

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
EBITDAA – EBITDA skorygowana o zmianę wartości godziwej portfeli
EPS – zysk netto przypadający na 1 akcję
DPS – dywidenda przypadająca na 1 akcję
IFI – 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 przypadającego 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

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 znane Analitykowi na dzień sporządzenia Raportu, w szczególności informacje przekazane przez Emitenta w raportach bieżących i okresowych sporządzanych w ramach wykonywania 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, bez uzgodnień z Emitentem ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne.

NS ani Analityk nie udzielają żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się.

Raport wydawany przez NS obowiązuje przez okres 9 miesięcy, chyba że zostanie wcześniej zaktualizowany. Częstotliwość aktualizacji wynika z terminu publikacji przez Emitenta wyników finansowych za dany okres sprawozdawczy, sytuacji rynkowej lub subiektywnej oceny Analityka.

SILNE I SŁABE STRONY METOD WYCENY STOSOWANYCH PRZEZ NS W RAPORCIE

Metoda DCF (ang. *discounted cash flow*) – uważana jest za najbardziej właściwą metodologicznie technikę wyceny i polega na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez oceniany podmiot. Silne strony tej metody to uwzględnienie wszystkich strumieni gotówki, jakie wpływają i wypływają ze spółki oraz kosztu pieniądza w czasie. Wadami metody wyceny DCF są: duża ilość założeń i parametrów, które trzeba oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych czynników. Odmianą tej metody jest metoda zdyskontowanych dywidend.

Metoda porównawcza – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży, w której działa oceniany podmiot. Metoda ta bardzo dobrze odzwierciedla bieżący stan rynku, wymaga mniejszej liczby założeń oraz jest prostsza w zastosowaniu (stosunkowo duża dostępność wskaźników dla podmiotów porównywalnych). Do jej wad można zaliczyć dużą zmienność związaną z wahaniami cen i indeksów giełdowych (w przypadku porównywania do spółek giełdowych), subiektywizm w doborze grupy porównywalnych firm oraz uproszczenie obrazu spółki prowadzące do pominięcia pewnych istotnych parametrów (np. tempo wzrostu, corporate governance, aktywa pozaoperacyjne, różnice w standardach rachunkowości).

INTERESY LUB KONFLIKTY INTERESÓW, KTÓRE MOGŁYBY WPŁYNĄĆ 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 lub innymi rodzajami transakcji, które prowadzi NS lub jakiegokolwiek inna osoba prawna będąca częścią grupy, do której należy NS lub z opłatami za transakcje, które otrzymują NS lub te osoby. Nie można wykluczyć, że wynagrodzenie, które może przysługiwać w przyszłości Analitykowi 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. 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 lub innymi rodzajami transakcji, które prowadzi NS lub jakiegokolwiek inna osoba prawna będąca częścią grupy, do której należy NS lub z opłatami za transakcje, które otrzymują NS lub te osoby. Nie można wykluczyć, że wynagrodzenie, które może przysługiwać w przyszłości Analitykowi 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

Szczegółowe zasady postępowania w przypadku powstania konfliktów interesów zawarte są w „Regulaminie zarządzania konfliktami interesów w Noble Securities S.A.” dostępnym na stronie internetowej www.noblesecurities.pl w zakładce: „O nas”/„Regulacje”/„Polityka informacyjna”.

Struktura wewnętrzna NS zapewnia organizacyjne oddzielenie od siebie Analityków od osób (zespołów) wykonujących czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów oraz zapobiega powstawaniu konfliktów interesów, a w przypadku powstania takiego konfliktu umożliwia ochronę interesów Klienta przed szkodliwym wpływem tego konfliktu. W szczególności 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 o to, by nie istniały żadne powiązania pomiędzy wysokością wynagrodzeń pracowników jednej jednostki organizacyjnej oraz wysokością wynagrodzeń pracowników innej jednostki organizacyjnej lub wysokością przychodów osiągniętych przez tę 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, który ma 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, tzw. chińskie mury, tj. 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.

NS posiada wdrożony regulamin w zakresie wykonywania czynności polegających na sporządzaniu analiz inwestycyjnych, analiz finansowych 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. Zakazane jest 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. Ponadto Analitycy nie mogą zawierać transakcji osobistych dotyczących instrumentów finansowych Emitenta bądź powiązanych instrumentów finansowych przed rozpoczęciem rozpowszechniania Raportu, a także transakcji osobistych sprzecznych z treścią Raportu oraz 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..

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. Ponadto Analitycy nie mogą zawierać transakcji osobistych dotyczących instrumentów finansowych Emitenta bądź powiązanych instrumentów finansowych przed rozpoczęciem rozpowszechniania Raportu, a także transakcji osobistych sprzecznych z treścią Raportu oraz 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 w oparciu o ogólnodostępne fakty i informacje uznane przez Analityka za wiarygodne, rzetelne i obiektywne, jednak NS ani Analitycy 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 Analitycy ani NS nie biorą odpowiedzialności za zawartość tych stron.

Investowanie 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, w szczególności 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 choć powyższe informacje zostały sporządzone z należytą starannością, w szczególności w sposób rzetelny oraz zgodnie z najlepszą wiedzą NS, to jednak mogą nie być wyczerpujące i w konkretnej sytuacji, w jakiej znajduje się lub będzie znajdować się inwestor, mogą zaistnieć lub zaktualizować się inne czynniki ryzyka, aniżeli 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 zapisów nie stanowi:

- oferty w rozumieniu art. 66 ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. - kodeks cywilny,
- podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania,
- 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

- 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 szczególności 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.

UWAGI KOŃCOWE

Analitycy sporządzający Raport: Mateusz Chrzanowski

Data i godzina zakończenia sporządzania Raportu: 16.09.2025, godz. 8.30. Data i godzina pierwszego rozpowszechniania Raportu: 16.09.2025, godz. 9.00.

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

NS podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

Ostatnio wydane rekomendacje dotycząca Creepy Jar	
Rekomendacja/aktualizacja	KUPUJ
Data wydania	26.09.2024 godz. 11:40
Kurs z dnia rekomendacji	359,0
Cena docelowa	574,4
WIG w dniu rekomendacji	84 295,55

DEPARTAMENT ANALIZ I DORADZTWA

Sobiesław Kozłowski, MPWsobieslaw.kozlowski@noblesecurities.pl

tel: +48 22 213 22 39

Modelowe portfele w ramach doradztwa inwestycyjnego

Krzysztof Radojewskikrzysztof.radojewski@noblesecurities.pl

tel: +48 22 213 22 35

Biotechnologia

Michał Sztablermichal.sztabler@noblesecurities.pl

tel: +48 22 213 22 36

Spółki przemysłowe, energetyka, wydobywanie

Dariusz Dadejdariusz.dadej@noblesecurities.pl

tel: +48 22 660 24 83

mobile: +48 781 910 497

Handel detaliczny, przemysł

Krzysztof Ojczyk, MPWkrzysztof.ojczyk@noblesecurities.pl

tel: +48 12 422 31 00

Analiza techniczna

Mateusz Chrzanowski, DImateusz.chrzanowski@noblesecurities.pl

tel: +48 785 904 686

Przemysł, automotive, gamedev, XTB

Dariusz Nawrotdariusz.nawrot@noblesecurities.pl

tel: +48 783 391 515

Przemysł. Budownictwo, deweloperzy, chemia

Jacek Borawskijacek.borawski@noblesecurities.pl

tel: +48 697 970 113

Analiza techniczna

DEPARTAMENT OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH

Jacek Paszkowski, CFAjacek.paszkowski@noblesecurities.pl

tel: +48 22 244 13 02

mobile: +48 783 934 027

Piotr Dudzińskipiotr.dudzinski@noblesecurities.pl

tel: +48 22 244 13 04

