

## Huuuge – wzrost wynagrodzeń i kosztów akwizycji graczy

Wyniki 1H26 charakteryzowały się przyspieszeniem tempa spadku przychodów, wzrostem wynagrodzeń oraz próbą pobudzenia graczy zwiększonymi wydatkami na marketing, co przełożyło się na spadek zysków oraz marż. W konsekwencji obniżamy nasze prognozy na najbliższe lata, natomiast decyzja o skupie akcji własnych poprawiła wycenę mnożnikową. Ostatecznie cenę docelową w horyzoncie 12M ustaliliśmy na poziomie 27,1 zł, co implikuje utrzymanie zalecenia AKUMULUJ. Tym samym w naszej ocenie warto pozytywnie odpowiedzieć na wezwanie po cenie 27,5 zł.

### Spadki przychodów znów przyspieszyły

O ile w ubiegłym roku przychody ograniczyły tempo spadku r/r do 7% w 1H15 i 5% w 2H25, o tyle w bieżącym roku odnotowaliśmy kolejno -9% i -13% w 1Q26 i 2Q26. Co prawda, słabość w 2Q26 mogła wynikać z przesunięcia uwagi części użytkowników na mundial w USA, z Zarząd spodziewa się ożywienia w 2H26. Mimo to pogarszające się dane operacyjne (spadek liczby użytkowników utrzymuje dotychczasowe tempo, ale dodatkowo spowolnił wzrost płatności przypadających na gracza) skłoniły nas do podwyższenia średniego kwartalnego tempa spadku przychodów z 2,8% do 3%.

### Koszty też zaczęły rozczarowywać

W 1H26 obserwowaliśmy zarówno wzrost kosztów wynagrodzeń (mimo że spodziewaliśmy się dalszych oszczędności z tytułu rozpoczętej w 2024 r. restrukturyzacji), jak i wydatków na kampanie pozyskujące użytkowników. Nie dostrzegamy pozytywnych efektów podwyższonych kosztów marketingu, dlatego pozytywnie oceniamy decyzję o ograniczeniu nakładów w 2H26. Na plus wyróżnić można dalszy wzrost udziału sprzedaży bezpośredniej (DTC) w przychodach, który w lipcu wyniósł 45% wobec 42,5% w 2Q26 i 41% w 1Q26 – co będzie sprzyjać poprawie pierwszej marży.

### Kolejny skup akcji własnych

Spółka przeznaczy 120 mln USD na skup 16,44 mln akcji własnych po cenie 7,3 USD (27,50 zł), tj. 36,7% KZ celem umorzenia. Kwota odpowiada 164% wolnych przepływów pieniężnych za ubiegły rok, więc studio sięgnęło po część odłożonej gotówki (polityka dystrybucji kapitału zakłada 50-100%), co naszym zdaniem ogranicza szanse na przeprowadzenie akwizycji w tym roku – dlatego zredukowaliśmy tegoroczną kwotę przeznaczoną na M&A z 5 mln USD do 0. Ponadto realizacja skupu i umorzenie akcji wzmacnia wycenę mnożnikową, która mimo korekty wyników w dół wzrosła o 14%.

### Podsumowanie

Performance wynikowy 1H26 jest nieco słabszy niż można było spodziewać się na początku roku, ale nie zmienia diametralnie sytuacji studia. Wśród rozczarowań należy wymienić przyspieszenie spadku przychodów, wzrost kosztów marketingu i wynagrodzeń. Pozytywnie wyróżniła się redukcja opłat dla platform dystrybucyjnych, dzięki dalszemu rozwojowi DTC oraz decyzja o skupie akcji własnych o wartości 120 mln USD, która wspiera wycenę mnożnikową. Spodziewamy się, że 1H26 może wyglądać nieco lepiej. Zarząd zapowiedział ograniczenie nakładów na marketing, zaś udział sprzedaży bezpośredniej w przychodach ponownie wzrósł. Ponadto nowe dodatki do gier mogą co najmniej przejściowo wesprzeć aktywność graczy. Niemniej uważamy ofertę skupu akcji własnych jako atrakcyjną i zalecamy z niej skorzystać.

**Wartość akcji Huuuge oszacowano na podstawie wyceny metodą DCF (23,5 zł, waga 50%) i porównawczą (25,4 zł, waga 50%), co implikuje wycenę w horyzoncie 12M na 27,1 zł.**

| Podsumowanie danych fin.         | 2024 | 2025 | 2026P | 2027P | 2028P |
|----------------------------------|------|------|-------|-------|-------|
| Przychody ze sprzedaży (mln USD) | 283  | 251  | 236   | 203   | 175   |
| EBITDA (mln USD)                 | 99   | 76   | 88    | 73    | 60    |
| Zysk netto (mln USD)             | 82   | 65   | 73    | 60    | 48    |
| P/E (x)                          | 5,5  | 4,0  | 3,6   | 4,4   | 5,5   |
| EV/EBITDA (x)                    | 3,1  | 1,6  | 1,8   | 3,0   | 3,6   |

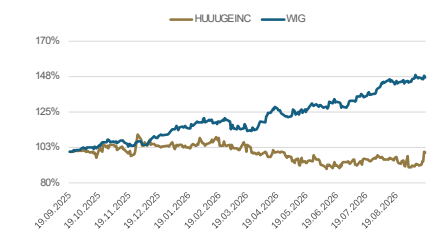
Źródło: Spółka (2023-2024), Noble Securities (2026P-2028P)

Zakończenie sporządzania Raportu nastąpiło 24.09.2026 o godz. 16:16. Pierwsze rozpowszechnienie raportu nastąpiło 24.09.2026 godz. 16:19.

## AKUMULUJ

(aktualizacja - utrzymana)

|                   |             |
|-------------------|-------------|
| Kurs              | 23,25 zł    |
| Wycena (12M)      | 27,1 zł     |
| Potencjał wzrostu | 17%         |
| Kapitalizacja     | 1040 mln zł |
| Free float        | 47,9%       |
| Śr. Wolumen 6M    | 23 805      |



Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities

## PROFIL SPÓŁKI

Producent gier mobilnych o zasięgu globalnym, w szczególności dwóch flagowych tytułów, Huuuge Casino i Billionaire Casino.

## STRUKTURA AKCJONARIATU

|               |        |
|---------------|--------|
| Anton Gauffin | 32,44% |
| Raine Group   | 12,37% |
| Huuuge        | 7,30%  |
| NN OFE        | 6,26%  |

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

Mateusz Chrzanowski

Analitik Akcji - Dep. Analiz i Doradztwa  
mateusz.chrzanowski@noblesecurities.pl  
+48 785 904 686

## Spis treści

|                                    |   |
|------------------------------------|---|
| WYCENA.....                        | 3 |
| WYCENA METODĄ DCF .....            | 3 |
| WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ .....    | 4 |
| Podsumowanie prognoz .....         | 5 |
| Ostatnie wydarzenia w spółce ..... | 5 |
| Najważniejsze zjawiska .....       | 6 |

## WYCENA

Akcje Huuuge wyceniono przy wykorzystaniu 2 metod: DCF (waga 50%) oraz porównawcza dla branżowych spółek (50%). Cena docelowa w horyzoncie 12 miesięcznym wyznaczona została na poziomie 27,1 zł.

W tabeli poniżej prezentujemy podsumowanie wyceny:

| Podsumowanie wyceny        | Waga (x) | Wycena 1 akcji (zł) | Poprzednio | Zmiana |
|----------------------------|----------|---------------------|------------|--------|
| Wycena DCF                 | 0,50     | 23,5                | 24,0       | -2%    |
| Wycena porównawcza         | 0,50     | 25,4                | 22,2       | 14%    |
| Średnia ważona metod       |          | 24,4                | 23,1       | 6%     |
| <b>Cena docelowa (12m)</b> |          | 27,1                | 25,6       | 6%     |
| Cena aktualna              |          | 23,3                | 23,0       | 1%     |
| Potencjał                  |          | 17%                 |            |        |

Źródło: Noble Securities

## WYCENA METODĄ DCF

Założenia do modelu:

- Wartość przepływów pieniężnych dyskontowana na wrzesień,
- Zdyskontowana wartość rezydualna o wartości 0 mln USD (poprzednio 6 mln USD), współczynnik beta równy 1,
- Stopa wolna od ryzyka 5,76% (poprzednio 5,34%), premia za ryzyko 5,33% (bez zmian),
- Dług netto -98 mln USD (gotówka netto),
- Wobec ujemnego długu netto WACC jest tożsamy z kosztem kapitału własnego w wysokości 11,1% (poprzednio 10,7%),
- NOPAT skorygowany o koszt programu opcji na akcje dla pracowników,
- CAPEX uwzględnia zakładane przez nas średnioroczne wydatki na M&A w wysokości 5 mln USD z wyjątkiem 2026 r.,
- Wartość 1 akcji wyrażona w PLN ustalona przy kursie USD/PLN równym 3,75 (poprzednio 3,6).

| DCF (mln USD)                   | 2026P | 2027P | 2028P | 2029P | 2030P | 2031P | 2032P | 2033P | 2034P | 2035P |
|---------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody ze sprzedaży          | 203   | 175   | 155   | 138   | 122   | 108   | 96    | 85    | 76    | 67    |
| NOPAT skoryg.                   | 60    | 48    | 40    | 33    | 27    | 20    | 14    | 9     | 4     | 0     |
| Amortyzacja bez leasingu        | 4     | 4     | 4     | 4     | 4     | 3     | 3     | 3     | 3     | 3     |
| KON                             | -4    | -1    | -1    | -1    | -1    | -1    | -1    | 0     | 0     | 0     |
| CAPEX bez leasingu              | 2     | 9     | 8     | 8     | 8     | 8     | 8     | 8     | 8     | 8     |
| w tym M&A                       | 0     | 5     | 5     | 5     | 5     | 5     | 5     | 5     | 5     | 5     |
| FCFF                            | 65    | 45    | 36    | 29    | 24    | 16    | 10    | 5     | 0     | -5    |
| WACC                            | 11%   | 11%   | 11%   | 11%   | 11%   | 11%   | 11%   | 11%   | 11%   | 11%   |
| Współczynnik dyskonta           | 0,97  | 0,87  | 0,79  | 0,71  | 0,64  | 0,57  | 0,52  | 0,46  | 0,42  | 0,38  |
| DFCF                            | 64    | 39    | 28    | 21    | 15    | 9     | 5     | 2     | 0     | -2    |
| SUMA DFCFF do 2035              | 182   |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Wzrost FCFF po okresie prognozy | -3,0% |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Wartość rezydualna na 2035      | 0     |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Zdyskontowana w. rezydualna     | 0     |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Wartość Firmy (EV)              | 182   |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Dług netto                      | -98   |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Wartość kapitałów własnych      | 280   |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Liczba akcji (w mln)            | 44,75 |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Wartość na 1 akcję (PLN)        | 23,5  |       |       |       |       |       |       |       |       |       |

Źródło: Noble Securities

| Analiza wrażliwości |                                          |       |       |       |       |
|---------------------|------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|
|                     | Średniokwartalne tempo zmiany przychodów |       |       |       |       |
|                     | -4,0%                                    | -3,5% | -3,0% | -2,5% | -2,0% |
| WACC - 1,0%         | 14,5                                     | 18,7  | 23,7  | 29,9  | 37,4  |
| WACC - 0,5%         | 14,5                                     | 18,6  | 23,6  | 29,6  | 37,0  |
| WACC                | 14,5                                     | 18,6  | 23,5  | 29,4  | 36,6  |
| WACC + 0,5%         | 14,6                                     | 18,5  | 23,3  | 29,1  | 36,2  |
| WACC + 1,0%         | 14,6                                     | 18,5  | 23,2  | 28,9  | 35,8  |

Poniższa tabela prezentuje kalkulację średnioważonego kosztu kapitału (WACC):

| WACC                      | 2026P | 2027P | 2028P | 2029P | 2030P | 2031P | 2032P | 2033P | 2034P | 2035P |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Stopa wolna od ryzyka     | 5,76% | 5,76% | 5,76% | 5,76% | 5,76% | 5,76% | 5,76% | 5,76% | 5,76% | 5,76% |
| 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   | 11,1% | 11,1% | 11,1% | 11,1% | 11,1% | 11,1% | 11,1% | 11,1% | 11,1% | 11,1% |
| Efektywna stopa podatkowa | 18,0% | 18,0% | 18,0% | 18,0% | 18,0% | 18,0% | 18,0% | 18,0% | 18,0% | 18,0% |
| Koszt długu               | 7,3%  | 7,3%  | 7,3%  | 7,3%  | 7,3%  | 7,3%  | 7,3%  | 7,3%  | 7,3%  | 7,3%  |
| Koszt długu po tarczy     | 6,0%  | 6,0%  | 6,0%  | 6,0%  | 6,0%  | 6,0%  | 6,0%  | 6,0%  | 6,0%  | 6,0%  |
| Dług netto/EV             | 0%    | 0%    | 0%    | 0%    | 0%    | 0%    | 0%    | 0%    | 0%    | 0%    |
| WACC                      | 11,1% | 11,1% | 11,1% | 11,1% | 11,1% | 11,1% | 11,1% | 11,1% | 11,1% | 11,1% |

Źródło: Noble Securities

## WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Analizę porównawczą oparliśmy o globalnych konkurentów z branży gier mobilnych oraz krajowych deweloperów. Wykorzystano mediany wskaźników P/E/G, EV/EBITDA oraz P/BV dla lat 2026-2028 z równymi wagami. Podsumowanie wyceny porównawczej:

| Spółka                          | Kapitalizacja<br>(mln PLN) | P/E/G (x)  |            |            | EV/EBITDA (x) |            |            | P/BV       |            |            |
|---------------------------------|----------------------------|------------|------------|------------|---------------|------------|------------|------------|------------|------------|
|                                 |                            | 2026P      | 2027P      | 2028P      | 2026P         | 2027P      | 2028P      | 2026P      | 2027P      | 2028P      |
| DOUBLEUGAMES CO LTD             | 3 446                      | 6,5        | 4,4        | 5,0        | 2,5           | 2,4        | 2,2        | 0,9        | 0,8        | 0,7        |
| PLAYTIKA HOLDING CORP           | 3 338                      | 6,3        | 3,3        | 2,9        | 3,7           | 3,5        | 3,4        |            |            | 3,8        |
| GDEV INC                        | 788                        | 1,1        | 1,6        |            | 1,4           | 1,2        |            |            |            |            |
| PLAYSTUDIOS INC                 | 209                        |            |            |            |               |            |            | 0,3        | 0,3        | 0,3        |
| TEN SQUARE GAMES SA             | 651                        | 10,2       | 13,0       | 7,4        | 7,5           | 6,2        | 5,3        | 3,0        | 2,8        | 2,7        |
| ARTIFEX MUNDI SA                | 256                        | 13,7       | 10,9       | 4,1        | 8,1           | 4,8        | 3,7        | 1,6        | 1,4        | 1,2        |
| <b>Mediana</b>                  |                            | <b>6,5</b> | <b>4,4</b> | <b>4,5</b> | <b>3,7</b>    | <b>3,5</b> | <b>3,6</b> | <b>1,3</b> | <b>1,1</b> | <b>1,2</b> |
| HUUUGE INC                      | 1 040                      | 3,6        | 4,5        | 5,4        | 1,8           | 2,2        | 2,7        | 2,1        | 2,1        | 2,1        |
| Premia/dyskonto do średniej (%) |                            | -45%       | 2%         | 18%        | -51%          | -36%       | -23%       | 65%        | 94%        | 73%        |
| Implikowana wartość Huuuge      |                            | 42         | 23         | 20         | 42            | 33         | 29         | 14         | 12         | 13         |
| Waga                            |                            | 11%        | 11%        | 11%        | 11%           | 11%        | 11%        | 11%        | 11%        | 11%        |
| Implikowana w. godziwa Huuuge   |                            | 25,4       |            |            |               |            |            |            |            |            |

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities, dane na 23.09.2026 r. godz. 8:00

## Podsumowanie prognoz

| Aktualizacja prognoz (mln USD)    | 2023 | 2024 | 2025 | 2026P<br>nowa | 2026P<br>stara | zmiana | 2027P<br>nowa | 2027P<br>stara | zmiana | 2028P<br>nowa | 2028P<br>stara | zmiana |
|-----------------------------------|------|------|------|---------------|----------------|--------|---------------|----------------|--------|---------------|----------------|--------|
| Przychody ze sprzedaży            | 283  | 251  | 236  | <b>203</b>    | 209            | -3%    | <b>175</b>    | 178            | -2%    | <b>155</b>    | 158            | -2%    |
| Koszt własny sprzedaży (provizje) | 83   | 69   | 56   | <b>39</b>     | 44             | -11%   | <b>34</b>     | 42             | -20%   | <b>30</b>     | 38             | -21%   |
| W relacji do przychodów (%)       | 29%  | 28%  | 24%  | <b>19%</b>    | 21%            | -2%    | <b>19%</b>    | 24%            | -5%    | <b>19%</b>    | 24%            | -5%    |
| Kampanie pozyskiwania użytkownika | 35   | 39   | 32   | <b>34</b>     | 31             | 11%    | <b>29</b>     | 22             | 31%    | <b>25</b>     | 20             | 24%    |
| W relacji do przychodów (%)       | 12%  | 16%  | 14%  | <b>17%</b>    | 15%            | 2%     | <b>16%</b>    | 13%            | 3%     | <b>16%</b>    | 13%            | 3%     |
| Koszty sprzedaży i marketingu     | 15   | 14   | 17   | <b>16</b>     | 15             | 8%     | <b>14</b>     | 12             | 20%    | <b>14</b>     | 11             | 24%    |
| Koszty prac badawczo-rozwojowych  | 22   | 22   | 18   | <b>17</b>     | 13             | 31%    | <b>16</b>     | 12             | 35%    | <b>16</b>     | 12             | 30%    |
| Koszty ogólne zarządu             | 34   | 31   | 28   | <b>28</b>     | 25             | 11%    | <b>26</b>     | 24             | 9%     | <b>25</b>     | 23             | 9%     |
| EBITDA                            | 103  | 80   | 93   | <b>77</b>     | 90             | -14%   | <b>65</b>     | 72             | -10%   | <b>54</b>     | 60             | -9%    |
| Marża EBITDA (%)                  | 36%  | 32%  | 39%  | <b>38%</b>    | 43%            | -5%    | <b>37%</b>    | 41%            | -4%    | <b>35%</b>    | 38%            | -3%    |
| Saldo finansowe netto             | 5    | 7    | 4    | <b>4</b>      | 4              | -1%    | <b>2</b>      | 6              | -70%   | <b>2</b>      | 5              | -67%   |
| Wynik netto                       | 82   | 65   | 73   | <b>60</b>     | 70             | -15%   | <b>48</b>     | 58             | -18%   | <b>39</b>     | 48             | -18%   |
| Marża netto (%)                   | 29%  | 26%  | 31%  | <b>29%</b>    | 33%            | -4%    | <b>27%</b>    | 33%            | -6%    | <b>25%</b>    | 30%            | -5%    |

Źródło: Noble Securities

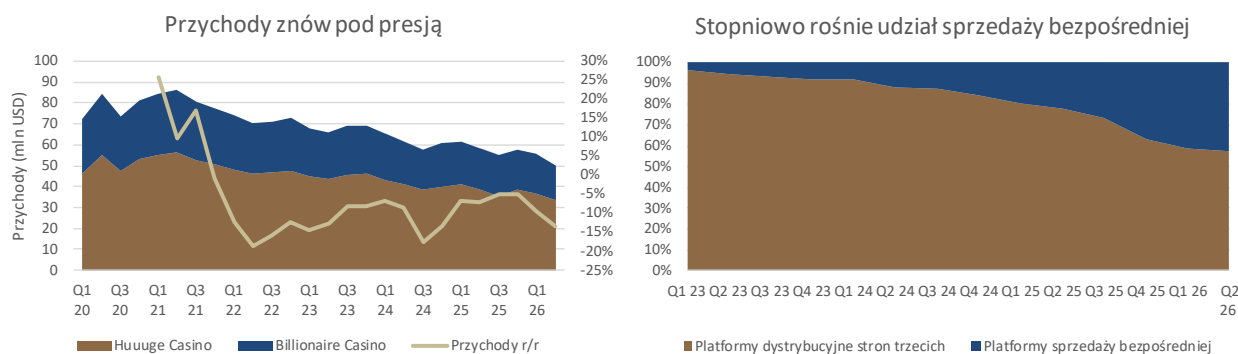
## Ostatnie wydarzenia w spółce

W wynikach 1H26 zwracają uwagę lekki wzrost wynagrodzeń oraz próba zaktywizowania graczy przez zwiększone nakłady marketingowe, która jednak nie przyniosła oczekiwanych skutków. Liczba aktywnych graczy spadła w zbliżonym tempie, co w poprzednich kwartałach, zaś same przychody wróciły do dwucyfrowych spadków. W konsekwencji zdecydowaliśmy się obniżyć nieco nasze prognozy finansowe, mimo że Zarząd z jednej strony spodziewana się ożywienia aktywności graczy w wyniku udostępnienia im nowych treści, zaś z drugiej zapowiedział ograniczenie nakładów na pozyskiwanie użytkowników.

Wraz z raportem półrocznym spółka ogłosiła kolejny skup akcji własnych, tym razem o wartości 120 mln USD. Oferta obejmuje 16,44 mln akcji po cenie 7,3 USD (27,50 zł) i potrwa do 2 października. Zważywszy, że proponowana cena przewyższa naszą cenę docelową uważamy, że inwestorzy powinni pozytywnie odpowiedzieć na wezwanie, mimo niesprzyjającego otoczenia podatkowego (podatek u źródło w wysokości 30% bądź 15%).

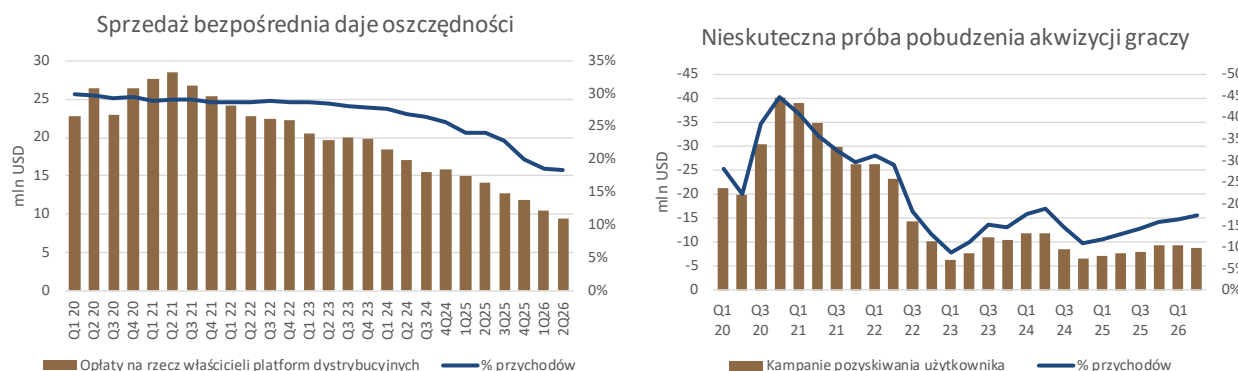
## Najważniejsze zjawiska

Przychody ze sprzedaży odnotowały w 1H16 pogłębienie tempa spadku. W ubiegłym roku było to 5-7%, natomiast w 1Q26: 9%, a w 2Q26: 13%. Z tego tytułu zdecydowaliśmy się nieco zwiększyć prognozowane średniokwartalne tempo spadku przychodów – z 2,8% do 3%. Spółka spodziewa się jednak ożywienia w 2H26 za sprawą dodawanej sezonowo nowej zawartości we flagowych grach. Z plusów postronnie sprzedaży możemy wskazać nadal rosnący odsetek kanału direct-to-consumer, dzięki któremu omijane są prowizje dla platform dystrybucyjnych. O ile w 2Q26 odnotowano zbliżony odsetek DTC, co w 1Q26, o tyle w lipcu odnotowano wzrost do 45%, co ponownie będzie wspierać poprawę pierwszej marży.



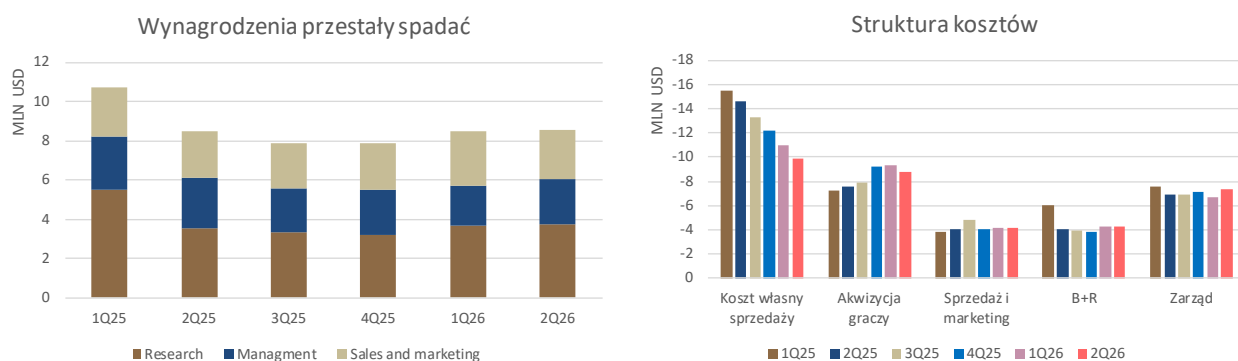
Źródło: obliczenia własne na podstawie raportów finansowych spółki

Wzmocnienie kanału sprzedaży bezpośredniej pozwoliło obniżyć znacząco opłaty dla platform dystrybucyjnych. Koszt ten pierwotnie obejmował 30% przychodów, natomiast obecnie jest to 18,5% z perspektywą dalszego spadku. Inaczej sytuacja wygląda w przypadku nakładów na kampanie na rzecz pozyskiwania graczy. Studio jesienią zeszłego roku postawiło nieco wzmocnić działania marketingowe z tytułu wsparcia nowej zawartości we flagowych grach. Próby te były kontynuowane w 2H26, natomiast nie dostrzegamy zadowalających efektów. W 2Q26 koszty te odpowiadały 17% przychodów w sytuacji, gdy przed rokiem było to zaledwie 13%. Zarząd zapowiedział jednak ograniczenie wydatków w 2H26.



Źródło: obliczenia własne na podstawie raportów finansowych spółki

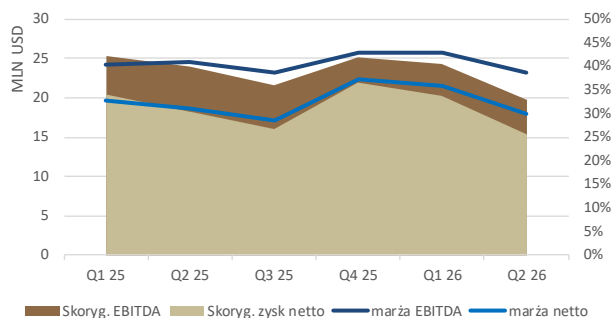
Wśród rozczarowań w trakcie 1H26 należy wskazać wzrost wynagrodzeń. Spodziewaliśmy się kontynuacji oszczędności z tytułu rozpoczętej pod koniec 2024 r. restrukturyzacji, w tym zwolnień grupowych. Wobec redukcji 30% zatrudnienia spodziewaliśmy się obniżenia kosztów wynagrodzeń o 25% do 7,1 mln USD kwartalnie, natomiast po osiągnięciu pułapu 7,9 mln USD w 2H25 odnotowano wzrost do 8,5 mln USD w 1H26.



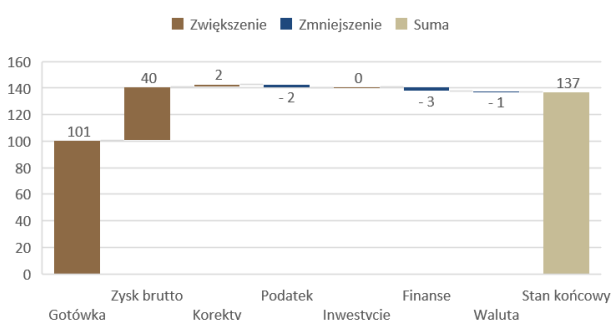
Źródło: obliczenia własne na podstawie raportów finansowych spółki

Podsumowując segment kosztowy – widzimy pozytywne tendencje po stronie kosztu własnego sprzedaży (dalsze ograniczenie opłat dla platform dystrybucyjnych), nieudaną próbę wzmocnienia akwizycji graczy (która jednak może zostać ograniczona), stabilizację pozostałych kosztów sprzedaży oraz lekki wzrost w obszarze B+R czy kosztów zarządu, co może jednak być konsekwencjom przygotowania się do transakcji na rynku iGaming.

Marże wciąż pod kontrolą



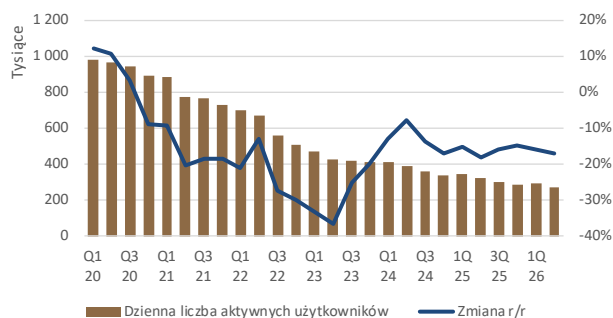
Cashflow 1H26 pozostaje solidny



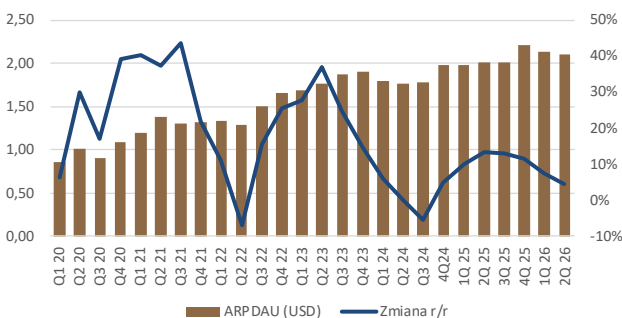
Źródło: obliczenia własne na podstawie raportów finansowych spółki

W konsekwencji wyżej wymienionych tendencji zyski w 2Q26 uległy pogorszeniu zarówno w ujęciu nominalnym, jak i w przypadku marży. Niemniej studio wciąż generuje wyraźnie dodatnie wolne przepływy pieniężne, co pozwoliło zwiększyć zasoby gotówki w 1H26 o 36 mln USD. W konsekwencji Zarząd zaproponował kolejny skup akcji własnych, tym razem o wartości 120 mln USD.

Liczba graczy nadal spada



Przychód per capita nie rośnie już tak szybko



Źródło: obliczenia własne na podstawie raportów finansowych spółki

Pod względem operacyjnym dzienna liczba klientów nadal spada w zbliżonym tempie, tj. 17% w 2Q26 (16% w przypadku graczy płacących). Warto jednak odnotować spowolnienie tempa wzrostu przychodów przypadających na liczbę aktywnych graczy do zaledwie 4% r/r (3% dla płacących).

| RZiS (mln USD)                                  | 2023       | 2024       | 2025       | 2026P      | 2027P      | 2028P      | 2029P      | 2030P      | 2031P      | 2032P      | 2033P      | 2034P      |
|-------------------------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>Przychody ze sprzedaży</b>                   | <b>283</b> | <b>251</b> | <b>236</b> | <b>203</b> | <b>175</b> | <b>155</b> | <b>138</b> | <b>122</b> | <b>108</b> | <b>96</b>  | <b>85</b>  | <b>76</b>  |
| Koszt własny sprzedaży                          | -83        | -69        | -56        | -39        | -34        | -30        | -27        | -24        | -21        | -19        | -17        | -15        |
| Zysk/(strata) brutto ze sprzedaży               | 201        | 182        | 180        | 164        | 142        | 126        | 111        | 99         | 87         | 77         | 68         | 61         |
| <b>Marża brutto na sprzedaży (%)</b>            | <b>71%</b> | <b>72%</b> | <b>76%</b> | <b>81%</b> | <b>81%</b> | <b>81%</b> | <b>81%</b> | <b>81%</b> | <b>81%</b> | <b>80%</b> | <b>80%</b> | <b>80%</b> |
| Koszty sprzedaży i marketingu, w tym            | -50        | -53        | -49        | -51        | -43        | -38        | -35        | -31        | -29        | -26        | -24        | -23        |
| Kampanie pozyskiwania użytkownika               | -35        | -39        | -32        | -34        | -29        | -25        | -22        | -20        | -17        | -15        | -14        | -12        |
| Koszty sprzedaży i marketingu                   | -15        | -14        | -17        | -16        | -14        | -14        | -13        | -12        | -11        | -11        | -11        | -11        |
| Koszty prac badawczo-rozwojowych                | -22        | -22        | -18        | -17        | -16        | -16        | -15        | -14        | -14        | -14        | -14        | -14        |
| Koszty ogólne zarządu                           | -34        | -31        | -28        | -28        | -26        | -25        | -24        | -22        | -22        | -22        | -21        | -21        |
| Utrata w. aktywów niematerialnych               | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| Poz. przychody (koszty) oper. netto             | 0          | -4         | -1         | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| <b>Zysk/(strata) z działalności operacyjnej</b> | <b>94</b>  | <b>71</b>  | <b>84</b>  | <b>69</b>  | <b>56</b>  | <b>46</b>  | <b>38</b>  | <b>31</b>  | <b>23</b>  | <b>16</b>  | <b>9</b>   | <b>3</b>   |
| Marża operacyjna (%)                            | 33%        | 28%        | 36%        | 34%        | 32%        | 30%        | 28%        | 26%        | 21%        | 16%        | 11%        | 4%         |
| Przychody finansowe                             | 6          | 7          | 7          | 4          | 2          | 2          | 1          | 1          | 1          | 1          | 1          | 1          |
| Koszty finansowe                                | -1         | 0          | -3         | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| Zysk/(strata) brutto                            | 99         | 78         | 88         | 73         | 58         | 48         | 40         | 33         | 24         | 16         | 10         | 4          |
| Podatek dochodowy                               | -17        | -12        | -15        | -13        | -10        | -9         | -7         | -6         | -4         | -3         | -2         | -1         |
| <b>Zysk/(strata) netto</b>                      | <b>82</b>  | <b>65</b>  | <b>73</b>  | <b>60</b>  | <b>48</b>  | <b>39</b>  | <b>32</b>  | <b>27</b>  | <b>20</b>  | <b>14</b>  | <b>8</b>   | <b>3</b>   |
| Marża netto (%)                                 | 29%        | 26%        | 31%        | 29%        | 27%        | 25%        | 24%        | 22%        | 18%        | 14%        | 9%         | 4%         |

Źródło: Noble Securities

| Bilans (mln USD)                   | 2023       | 2024       | 2025       | 2026P     | 2027P     | 2028P     | 2029P     | 2030P     | 2031P     | 2032P     | 2033P     | 2034P     |
|------------------------------------|------------|------------|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| <b>Środki pieniężne</b>            | <b>152</b> | <b>145</b> | <b>103</b> | <b>48</b> | <b>44</b> | <b>41</b> | <b>38</b> | <b>34</b> | <b>35</b> | <b>33</b> | <b>28</b> | <b>22</b> |
| Należności handlowe                | 36         | 33         | 30         | 24        | 21        | 19        | 17        | 15        | 13        | 12        | 11        | 9         |
| Aktywa niematerialne               | 10         | 8          | 4          | 3         | 3         | 2         | 2         | 2         | 2         | 2         | 1         | 1         |
| Aktywa z tyt. prawa do użytkowania | 7          | 5          | 3          | 5         | 4         | 4         | 4         | 4         | 4         | 4         | 4         | 4         |
| Inwestycje długoterminowe          | 0          | 1          | 0          | 0         | 5         | 10        | 15        | 20        | 25        | 30        | 35        | 40        |
| Pozostałe                          | 13         | 12         | 9          | 6         | 6         | 6         | 6         | 5         | 5         | 5         | 5         | 5         |
| <b>AKTYWA</b>                      | <b>217</b> | <b>203</b> | <b>148</b> | <b>85</b> | <b>83</b> | <b>83</b> | <b>82</b> | <b>80</b> | <b>84</b> | <b>85</b> | <b>84</b> | <b>81</b> |
| Kapitał własny                     | 177        | 172        | 126        | 65        | 65        | 66        | 67        | 67        | 71        | 74        | 73        | 71        |
| Zobowiązania handlowe              | 17         | 11         | 13         | 11        | 9         | 8         | 7         | 7         | 6         | 5         | 5         | 4         |
| Leasing długoterminowy             | 7          | 4          | 1          | 2         | 2         | 1         | 1         | 1         | 1         | 1         | 1         | 1         |
| Podatek dochodowy                  | 8          | 8          | 1          | 3         | 2         | 2         | 2         | 2         | 1         | 1         | 1         | 1         |
| Leasing krótkoterminowy            | 4          | 4          | 4          | 2         | 2         | 2         | 2         | 2         | 2         | 2         | 2         | 2         |
| Pozostałe                          | 5          | 4          | 4          | 3         | 2         | 2         | 2         | 2         | 2         | 2         | 2         | 2         |
| <b>PASYWA</b>                      | <b>217</b> | <b>203</b> | <b>148</b> | <b>85</b> | <b>83</b> | <b>83</b> | <b>82</b> | <b>80</b> | <b>84</b> | <b>85</b> | <b>84</b> | <b>81</b> |

Źródło: Noble Securities

| RPP (mln USD)            | 2023        | 2024       | 2025        | 2026P       | 2027P      | 2028P      | 2029P      | 2030P      | 2031P      | 2032P      | 2033P     | 2034P     |
|--------------------------|-------------|------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-----------|-----------|
| <b>CF Operacyjny</b>     | <b>82</b>   | <b>59</b>  | <b>72</b>   | <b>64</b>   | <b>51</b>  | <b>43</b>  | <b>36</b>  | <b>30</b>  | <b>23</b>  | <b>17</b>  | <b>11</b> | <b>6</b>  |
| Zysk netto               | 82          | 65         | 73          | 60          | 48         | 39         | 32         | 27         | 20         | 14         | 8         | 3         |
| Amortyzacja bez leasingu | 5           | 5          | 4           | 4           | 4          | 4          | 4          | 4          | 3          | 3          | 3         | 3         |
| KOn                      | 0           | 4          | 1           | -4          | -1         | -1         | -1         | -1         | -1         | -1         | 0         | 0         |
| Saldo finansowe          | -2          | 10         | 4           | 4           | 2          | 2          | 1          | 1          | 1          | 1          | 1         | 1         |
| <b>CF Inwestycyjny</b>   | <b>4</b>    | <b>-3</b>  | <b>5</b>    | <b>-2</b>   | <b>-9</b>  | <b>-8</b>  | <b>-8</b>  | <b>-8</b>  | <b>-8</b>  | <b>-8</b>  | <b>-8</b> | <b>-8</b> |
| CAPEX bez leasingu       | 3           | -1         | -5          | 2           | 4          | 3          | 3          | 3          | 3          | 3          | 3         | 3         |
| M&A                      | 0           | 4          | 0           | 0           | 5          | 5          | 5          | 5          | 5          | 5          | 5         | 5         |
| <b>CF Finansowy</b>      | <b>-155</b> | <b>-63</b> | <b>-119</b> | <b>-116</b> | <b>-46</b> | <b>-37</b> | <b>-31</b> | <b>-26</b> | <b>-14</b> | <b>-11</b> | <b>-7</b> | <b>-5</b> |
| Skup akcji               | 151         | 70         | 120         | 120         | 48         | 38         | 32         | 27         | 15         | 11         | 8         | 6         |
| Zmiana zadłużenia        | -4          | -3         | -3          | 0           | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0         | 0         |
| Saldo finansowe          | 2           | 10         | 4           | 4           | 2          | 2          | 1          | 1          | 1          | 1          | 1         | 1         |
| <b>Cash flow netto</b>   | <b>-68</b>  | <b>-8</b>  | <b>-42</b>  | <b>-55</b>  | <b>-4</b>  | <b>-3</b>  | <b>-3</b>  | <b>-4</b>  | <b>1</b>   | <b>-2</b>  | <b>-5</b> | <b>-7</b> |
| gotówka na początku      | 22          | 152        | 145         | 103         | 48         | 44         | 41         | 38         | 34         | 35         | 33        | 28        |
| gotówka na koniec okresu | 152         | 145        | 103         | 48          | 44         | 41         | 38         | 34         | 35         | 33         | 28        | 22        |

Źródło: Noble Securities

| Kluczowe wskaźniki       | 2023 | 2024 | 2025 | 2026P | 2027P | 2028P | 2029P | 2030P | 2031P | 2032P | 2033P | 2034P |
|--------------------------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| EPS, Adj+ (USD)          | 1    | 1    | 1    | 1     | 1     | 1     | 1     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| Revenue (USD m)          | 283  | 251  | 236  | 203   | 175   | 155   | 138   | 122   | 108   | 96    | 85    | 76    |
| Gross Margin %           | 71%  | 72%  | 76%  | 81%   | 81%   | 81%   | 81%   | 81%   | 81%   | 80%   | 80%   | 80%   |
| EBIT (USD m)             | 94   | 71   | 84   | 69    | 56    | 46    | 38    | 31    | 23    | 16    | 9     | 3     |
| EBITDA (USD m)           | 106  | 86   | 93   | 77    | 65    | 54    | 46    | 39    | 30    | 22    | 16    | 10    |
| Net Income, Adj+ (USD m) | 85   | 71   | 73   | 60    | 48    | 39    | 32    | 27    | 20    | 14    | 8     | 3     |
| Net Debt (USD m)         | -141 | -137 | -98  | -44   | -40   | -38   | -35   | -31   | -32   | -30   | -25   | -19   |
| BPS (USD)                | 3,1  | 3,5  | 2,5  | 1,5   | 1,4   | 1,4   | 1,4   | 1,4   | 1,4   | 1,5   | 1,4   | 1,4   |
| DPS (USD)                | -    | -    | -    | -     | -     | -     | -     | -     | -     | -     | -     | -     |
| ROE (%)                  | 48%  | 41%  | 58%  | 92%   | 73%   | 59%   | 49%   | 40%   | 28%   | 18%   | 11%   | 4%    |
| ROA (%)                  | 39%  | 35%  | 49%  | 70%   | 57%   | 48%   | 40%   | 33%   | 23%   | 16%   | 10%   | 4%    |
| Depreciation (USD m)     | 0,0  | 3,5  | 0,0  | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   |
| Amortization (USD m)     | 9,1  | 9,2  | 8,5  | 8,1   | 8,4   | 8,0   | 7,6   | 7,2   | 7,0   | 6,8   | 6,7   | 6,5   |
| Free Cash Flow (USD m)   | 79,6 | 55,2 | 77,1 | 61,3  | 42,4  | 34,1  | 27,5  | 21,8  | 14,6  | 8,4   | 2,9   | -1,9  |
| CAPEX (USD m)            | 2,8  | 3,5  | -0,5 | -5,0  | 2,3   | 3,5   | 3,4   | 3,1   | 3,0   | 3,2   | 3,1   | 3,1   |

Źródło: Noble Securities

## 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  
**IIR** – dynamika sprzedaży porównywalnej w ujęciu r/r  
**P** – prognozy analityka lub analityków Noble Securities S.A. sporządzających rekomendację  
**P/E** – stosunek ceny akcji do zysku netto przypadającego na 1 akcję  
**P/EBIT** – stosunek ceny akcji do zysku operacyjnego przypadającego na 1 akcję  
**P/EBITDA** – stosunek ceny akcji do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację przypadającą na 1 akcję  
**P/BV** – stosunek ceny akcji do wartości księgowej przypadającej na 1 akcję  
**EV/EBIT** – stosunek wyceny rynkowej spółki powiększonej o dług netto do zysku operacyjnego  
**EV/EBITDA** – stosunek wyceny rynkowej spółki powiększonej o dług netto do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację  
**ROE** – stopa zwrotu z kapitału własnego  
**ROA** – stopa zwrotu z aktywów  
**WACC** – średni ważony koszt kapitału  
**FCFF** – wolne przepływy pieniężne dla właścicieli kapitału własnego i wierzycieli  
**Beta** – współczynnik uwzględniający zależność zmiany ceny akcji danej spółki od zmiany wartości indeksu  
**SG&A** – suma kosztów ogólnego zarządu i sprzedaży  
**LTM** – za okres ostatnich 12 miesięcy (ang. Last Twelve Months)

## ZASTRZEŻENIA PRAWNE

### PODSTAWOWE ZASADY WYDAWANIA RAPORTU ANALITYCZNEGO

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

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

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

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

NS ani Analityk nie gwarantują, że prognozy się sprawdzą.

Raport wydawany przez NS obowiązuje przez okres 12 miesięcy, chyba że zostanie wcześniej zaktualizowany. Częstotliwość aktualizacji wynika z terminu publikacji przez Emitenta wyników finansowych za dany okres sprawozdawczy, sytuacji rynkowej lub subiektywnej oceny Analityka.

### System wydawania informacji kierunkowych ma poniższą charakterystykę:

Kupuj – oznacza, co najmniej +20% potencjału zmiany ceny docelowej wobec kursu odniesienia,  
 Akumuluj – oznacza, między +5% a +20% potencjału zmiany ceny docelowej wobec kursu odniesienia,  
 Trzymaj – oznacza, między -5% a +5% potencjału zmiany ceny docelowej wobec kursu odniesienia,  
 Redukuj – oznacza, między -5% a -20% potencjału zmiany ceny docelowej wobec kursu odniesienia,  
 Sprzedaj – oznacza, co najmniej -20% potencjału zmiany ceny docelowej wobec kursu odniesienia.

### SILNE I SŁABE STRONY METOD WYCENY STOSOWANYCH PRZEZ NS W RAPORCIE

**Metoda DCF** (ang. *discounted cash flow*) – to jedna z głównych technik wyceny firm. Polega na obliczeniu wartości spółki na podstawie przyszłych przepływów pieniężnych, czyli wpływów i wydatków. Te przepływy „dyskontuje się”, czyli przelicza na obecną wartość.

- Zalety Metody DCF:** uwzględnia wszystkie przepływy pieniężne w firmie i pokazuje koszt pieniądza w czasie (to, że dziś złotówka ma większą wartość niż w przyszłości).
- Wady Metody DCF:** wymaga wielu założeń i szacunków, wycena mocno zależy od zmian w przyjętych parametrach.

**Metoda porównawcza** – polega na zestawieniu ocenianej firmy z innymi spółkami z tej samej branży. Porównuje się tzw. mnożniki wyceny, czyli wskaźniki finansowe.

- Zalety Metody porównawczej:** dobrze pokazuje bieżący stan rynku, wymaga mniej założeń niż inne metody, jest łatwa w użyciu, bo dostępnych jest wiele wskaźników do porównań.
- Wady Metody porównawczej:** wyniki są zmienne, bo zależą od cen akcji i indeksów giełdowych, dobór firm porównawczych bywa subiektywny, metoda upraszcza obraz spółki i może pomijać ważne czynniki, np.: tempo wzrostu, zasady zarządzania (corporate governance), aktywa nieużywane w działalności, różnice w standardach rachunkowości.

**Metoda sum częściowych** – polega na oddzielnej wycenie każdego segmentu działalności firmy. Następnie sumuje się wyniki, aby otrzymać łączną wartość spółki.

- Wady Metody sum częściowych:** duża wrażliwość na zmiany założeń co do wyceny poszczególnych segmentów.

### INTERESY LUB KONFLIKTY INTERESÓW, KTÓRE MOGĘBY 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;
- nie zależy od innych transakcji, które prowadzi NS lub jakiegokolwiek 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.

**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 przekaze 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 partycularnych 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 24.09.2026 o godz. 16:16. Pierwsze rozpowszechnienie raportu nastąpiło 24.09.2026 godz. 16:19.

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 Huuuge S.A.

| Rekomendacja/aktualizacja |  |  |  | Kupuj      | Kupuj      | Akumuluj   | Akumuluj   |
|---------------------------|--|--|--|------------|------------|------------|------------|
| Data wydania              |  |  |  | 2025-03-03 | 2025-09-18 | 2025-09-24 | 2026-04-17 |
| Kurs z dnia rekomendacji  |  |  |  | 17,32      | 22         | 23,1       | 23         |
| Cena docelowa             |  |  |  | 25,4       | 27,8       | 27,3       | 25,6       |
| WIG w dniu rekomendacji   |  |  |  | 92526,5    | 105564,9   | 106520,9   | 135197,2   |

**Wykaz wszystkich rekomendacji rozpowszechnionych w ostatnich 12 miesiącach**

| Spółka               | Zalecenie | Cena docelowa (4) | Cena przy wydaniu | Cena bieżąca | Różnica do Ceny Docelowej | Data wydania (1) | Data ważności (2) | Sporządził (3)       |
|----------------------|-----------|-------------------|-------------------|--------------|---------------------------|------------------|-------------------|----------------------|
| Budimex              | Sprzedaj  | 562,00            | 713,00            | 703,00       | -20%                      | 17.09.2026       | 12M               | Dariusz Nawrot       |
| Eurocash             | Trzymaj   | 5,70              | 5,76              | 5,22         | 9%                        | 10.09.2026       | 12M               | Krzysztof Radojewski |
| MO-BRUK              | Akumuluj  | 462,00            | 388,00            | 406,50       | 14%                       | 31.08.2026       | 12M               | Michał Sztabler      |
| Enea                 | Trzymaj   | 19,94             | 19,67             | 19,36        | 3%                        | 25.08.2026       | 12M               | Michał Sztabler      |
| Inter Cars           | Akumuluj  | 1117,00           | 977,00            | 917,00       | 22%                       | 13.08.2026       | 12M               | Mateusz Chrzanowski  |
| Auto Partner         | Akumuluj  | 34,90             | 29,60             | 30,10        | 16%                       | 06.08.2026       | 12M               | Mateusz Chrzanowski  |
| XTB                  | Akumuluj  | 151,70            | 138,00            | 153,10       | -1%                       | 29.07.2026       | 12M               | Mateusz Chrzanowski  |
| Celon Pharma         | Kupuj     | 29,30             | 20,60             | 19,40        | 51%                       | 23.07.2026       | 12M               | Krzysztof Radojewski |
| Ten Square Games     | Kupuj     | 152,70            | 89,40             | 97,85        | 56%                       | 23.07.2026       | 12M               | Mateusz Chrzanowski  |
| PGE                  | Trzymaj   | 9,56              | 9,63              | 13,65        | -30%                      | 06.07.2026       | 12M               | Michał Sztabler      |
| 11 bit studios       | Redukuj   | 116,00            | 138,00            | 117,40       | -1%                       | 25.06.2026       | 12M               | Mateusz Chrzanowski  |
| Unibep               | Kupuj     | 16,00             | 12,80             | 14,50        | 10%                       | 24.06.2026       | 12M               | Dariusz Nawrot       |
| Ailleron             | Trzymaj   | 16,80             | 16,10             | 15,20        | 11%                       | 23.06.2026       | 12M               | Dariusz Dadej        |
| CD Projekt           | Akumuluj  | 250,00            | 226,00            | 249,30       | 0%                        | 18.06.2026       | 12M               | Mateusz Chrzanowski  |
| Pepco Group          | Redukuj   | 27,90             | 34,30             | 43,37        | -36%                      | 09.06.2026       | 12M               | Dariusz Dadej        |
| Selvita              | Kupuj     | 41,90             | 30,30             | 22,50        | 86%                       | 09.06.2026       | 12M               | Krzysztof Radojewski |
| Ryvu Therapeutics    | Kupuj     | 31,40             | 17,40             | 15,84        | 98%                       | 27.05.2026       | 12M               | Krzysztof Radojewski |
| Aplisens             | Akumuluj  | 21,52             | 18,65             | 19,45        | 11%                       | 26.05.2026       | 12M               | Michał Sztabler      |
| Captor Therapeutics  | Kupuj     | 110,80            | 78,00             | 70,30        | 58%                       | 25.05.2026       | 12M               | Krzysztof Radojewski |
| Apator               | Akumuluj  | 30,31             | 25,75             | 24,95        | 21%                       | 21.05.2026       | 12M               | Michał Sztabler      |
| Eurocash             | Akumuluj  | 6,30              | 5,40              | 5,22         | 19%                       | 19.05.2026       | 12M               | Dariusz Dadej        |
| Amica                | Kupuj     | 74,00             | 51,70             | 47,15        | 57%                       | 14.05.2026       | 12M               | Mateusz Chrzanowski  |
| Sonel                | Trzymaj   | 14,84             | 14,95             | 12,30        | 21%                       | 12.05.2026       | 12M               | Michał Sztabler      |
| MO-BRUK              | Kupuj     | 456,90            | 347,50            | 406,50       | 12%                       | 12.05.2026       | 12M               | Dariusz Dadej        |
| Creepy Jar           | Trzymaj   | 616,00            | 598,00            | 462,00       | 33%                       | 11.05.2026       | 12M               | Mateusz Chrzanowski  |
| Creotech Instruments | Trzymaj   | 667,00            | 640,00            | 785,00       | -15%                      | 08.05.2026       | 12M               | Krzysztof Radojewski |
| MCI Capital ASI      | Kupuj     | 39,90             | 26,90             | 27,10        | 47%                       | 06.05.2026       | 12M               | Krzysztof Radojewski |
| Unibep               | Akumuluj  | 17,50             | 14,74             | 14,50        | 21%                       | 21.04.2026       | 12M               | Dariusz Nawrot       |
| Answer.com           | Akumuluj  | 20,70             | 17,98             | 22,25        | -7%                       | 21.04.2026       | 12M               | Dariusz Dadej        |
| Molecure             | Kupuj     | 7,50              | 5,20              | 7,45         | 1%                        | 20.04.2026       | 12M               | Krzysztof Radojewski |
| Huuuge Games         | Akumuluj  | 25,60             | 23,00             | 23,30        | 10%                       | 17.04.2026       | 12M               | Mateusz Chrzanowski  |
| Inter Cars           | Kupuj     | 892,00            | 722,00            | 917,00       | 24%                       | 16.04.2026       | 12M               | Mateusz Chrzanowski  |
| Auto Partner         | Akumuluj  | 24,60             | 21,40             | 30,10        | -18%                      | 16.04.2026       | 12M               | Mateusz Chrzanowski  |
| Tauron PE            | Redukuj   | 9,37              | 10,33             | 8,87         | 6%                        | 09.04.2026       | 12M               | Michał Sztabler      |
| LPP                  | Akumuluj  | 26300,00          | 22500,00          | 24520,00     | 7%                        | 08.04.2026       | 12M               | Dariusz Dadej        |
| Ryvu Therapeutics    | Kupuj     | 43,10             | 20,70             | 15,84        | 64%                       | 31.03.2026       | 12M               | Krzysztof Radojewski |
| Toya                 | Kupuj     | 15,50             | 8,90              | 10,40        | 49%                       | 27.03.2026       | 12M               | Dariusz Nawrot       |
| Dino Polska          | Akumuluj  | 46,90             | 41,50             | 35,48        | 32%                       | 18.03.2026       | 12M               | Dariusz Dadej        |
| Torpol               | Sprzedaj  | 53,00             | 66,20             | 69,30        | -24%                      | 18.03.2026       | 12M               | Dariusz Nawrot       |
| Bioton               | Kupuj     | 4,98              | 4,10              | 3,55         | 40%                       | 16.03.2026       | 12M               | Krzysztof Radojewski |
| Budimex              | Sprzedaj  | 619,00            | 785,00            |              |                           | 05.03.2026       | 12M               | Dariusz Nawrot       |
| Bogdanka             | Sprzedaj  | 13,97             | 20,00             | 24,60        | -43%                      | 26.02.2026       | 12M               | Michał Sztabler      |
| Wielton              | Akumuluj  | 7,25              | 6,07              | 5,05         | 44%                       | 16.02.2026       | 12M               | Michał Sztabler      |
| Forte                | Redukuj   | 19,60             | 23,30             | 15,85        | 24%                       | 16.02.2026       | 12M               | Dariusz Dadej        |
| XTB                  | Kupuj     | 95,70             | 75,00             | 153,10       | 16%                       | 16.01.2026       | 9M                | Mateusz Chrzanowski  |
| MO-BRUK              | Kupuj     | 424,80            | 352,50            | 406,50       | 14%                       | 14.01.2026       | 9M                | Dariusz Dadej        |
| Creepy Jar           | Trzymaj   | 802,00            | 798,00            | 462,00       | 72%                       | 12.01.2026       | 9M                | Mateusz Chrzanowski  |
| Creepy Jar           | Trzymaj   | 416,00            | 414,00            | 462,00       | 10%                       | 05.01.2026       | 9M                | Mateusz Chrzanowski  |
| Ailleron             | Akumuluj  | 17,30             | 15,40             | 15,20        | 12%                       | 23.12.2025       | 9M                | Dariusz Dadej        |
| 11bit studios        | Trzymaj   | 156,00            | 142,00            | 117,40       | 25%                       | 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            | 785,00       | 12%                       | 17.12.2025       | 9M                | Krzysztof Radojewski |
| PGE                  | Trzymaj   | 8,95              | 8,64              | 13,65        | 16%                       | 11.12.2025       | 9M                | Michał Sztabler      |
| CD Projekt           | Akumuluj  | 283,00            | 253,00            | 249,30       | 12%                       | 11.12.2025       | 9M                | Mateusz Chrzanowski  |
| Ryvu Therapeutics    | Kupuj     | 45,40             | 28,20             | 15,84        | 65%                       | 27.11.2025       | 9M                | Krzysztof Radojewski |
| Molecure             | Kupuj     | 9,20              | 6,50              | 7,45         | 30%                       | 27.11.2025       | 9M                | Krzysztof Radojewski |
| Celon Pharma         | Kupuj     | 34,60             | 21,60             | 19,40        | 44%                       | 27.11.2025       | 9M                | Krzysztof Radojewski |
| Captor Therapeutics  | Kupuj     | 94,40             | 60,40             | 70,30        | 35%                       | 27.11.2025       | 9M                | Krzysztof Radojewski |
| Selvita              | Kupuj     | 63,90             | 44,00             | 22,50        | 65%                       | 26.11.2025       | 9M                | Krzysztof Radojewski |
| Aplisens             | nd        | 20,45             | 17,95             | 19,45        | 14%                       | 25.11.2025       | 9M                | Michał Sztabler      |
| Apator               | Kupuj     | 29,60             | 22,70             | 24,95        | 27%                       | 21.11.2025       | 9M                | Michał Sztabler      |
| Amica                | Kupuj     | 97,90             | 55,00             | 47,15        | 51%                       | 21.11.2025       | 9M                | Mateusz Chrzanowski  |
| Pepco Group          | Trzymaj   | 25,50             | 26,83             | 43,37        | 16%                       | 19.11.2025       | 9M                | Dariusz Dadej        |
| Dino Polska          | Trzymaj   | 41,00             | 41,79             | 35,48        | 14%                       | 19.11.2025       | 9M                | Dariusz Dadej        |
| PGE                  | Redukuj   | 9,95              | 11,37             | 13,65        | 29%                       | 12.11.2025       | 9M                | Michał Sztabler      |
| Answer.com           | Akumuluj  | 33,70             | 29,00             | 22,25        | 34%                       | 20.10.2025       | 9M                | Dariusz Dadej        |
| MCI Capital          | Kupuj     | 43,20             | 29,30             | 27,10        | 38%                       | 14.10.2025       | 9M                | Krzysztof Radojewski |
| LPP                  | Kupuj     | 23000,00          | 17495,00          | 24520,00     | 33%                       | 06.10.2025       | 9M                | Dariusz Dadej        |
| Bioton               | Akumuluj  | 4,86              | 4,40              | 3,55         | 28%                       | 06.10.2025       | 9M                | Krzysztof Radojewski |
| Toya                 | Kupuj     | 14,50             | 9,96              | 10,40        | 31%                       | 03.10.2025       | 9M                | Dariusz Nawrot       |
| Sonel                | Redukuj   | 14,67             | 17,50             | 12,30        | 30%                       | 03.10.2025       | 9M                | Michał Sztabler      |
| Torpol               | Redukuj   | 46,20             | 49,60             | 69,30        | 33%                       | 30.09.2025       | 9M                | Dariusz Nawrot       |
| Unibep               | Kupuj     | 15,00             | 10,00             | 14,50        | 48%                       | 26.09.2025       | 9M                | Dariusz Nawrot       |
| Huuuge               | Akumuluj  | 27,30             | 23,10             | 23,30        | 18%                       | 24.09.2025       | 9M                | Mateusz Chrzanowski  |

(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](mailto:dariusz.nawrot@noblesecurities.pl)

tel. +48 783 931 515

Przemysł, budownictwo, deweloperzy, chemia

**Krzysztof Radojewski**

[krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl](mailto:krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl)

tel.: +48 669 102 509

Biotechnologia

**Mateusz Chrzanowski, DI**

[mateusz.chrzanowski@noblesecurities.pl](mailto:mateusz.chrzanowski@noblesecurities.pl)

tel.: +48 785 904 686

Przemysł, automotive, gamedev, XTB

**Michał Sztabler**

[michal.sztabler@noblesecurities.pl](mailto:michal.sztabler@noblesecurities.pl)

tel.: +48 667 852 196

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

**Jacek Borawski**

[jacek.borawski@noblesecurities.pl](mailto:jacek.borawski@noblesecurities.pl)

tel: +48 697 970 113

Analiza techniczna

**Szymon Pogoda**

[szymon.pogoda@noblesecurities.pl](mailto:szymon.pogoda@noblesecurities.pl)

tel. +48 785 925 184

**DEPARTAMENT OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH**

**Jacek Paszkowski, CFA**

[jacek.paszkowski@noblesecurities.pl](mailto:jacek.paszkowski@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