

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

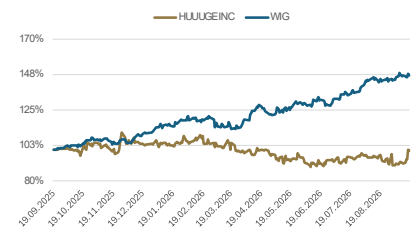
Źródło: Spółka (2023-2024), Noble Securities (2026P-2028P)

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

Źródło: Noble Securities

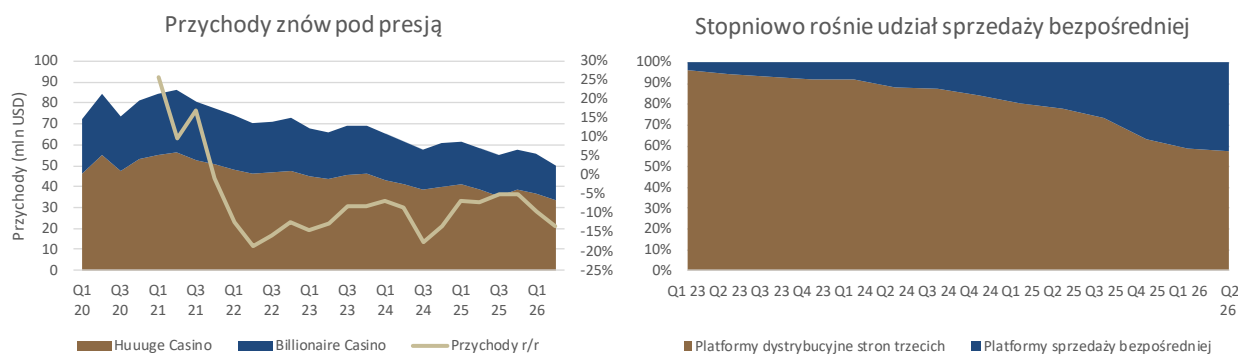
Ostatnie wydarzenia w spółce

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%).

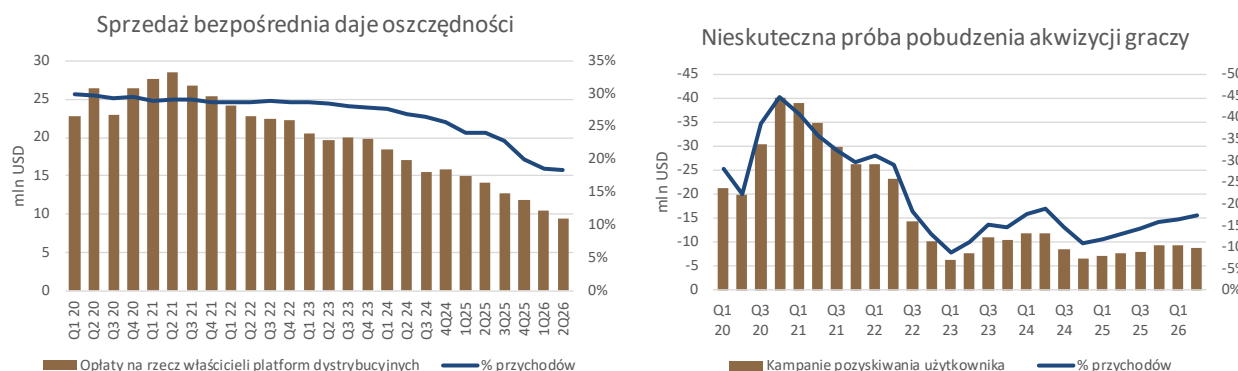
Najważniejsze zjawiska

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.



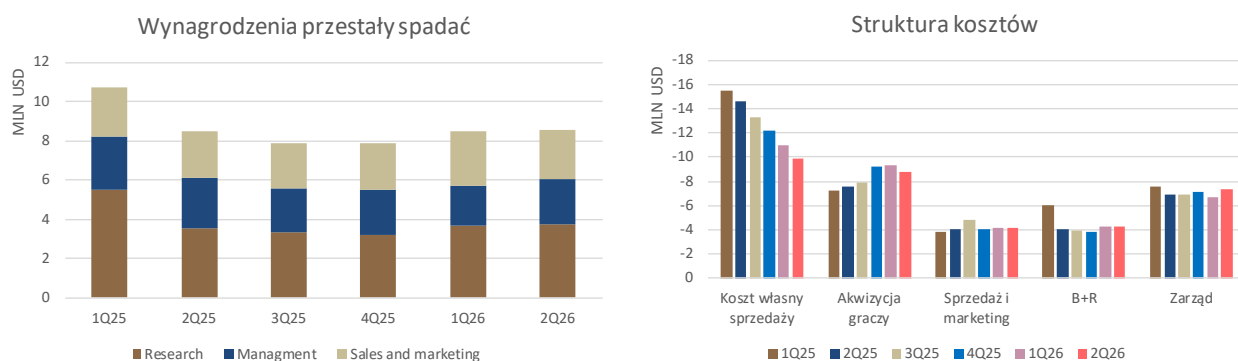
Źródło: obliczenia własne na podstawie raportów finansowych spółki

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

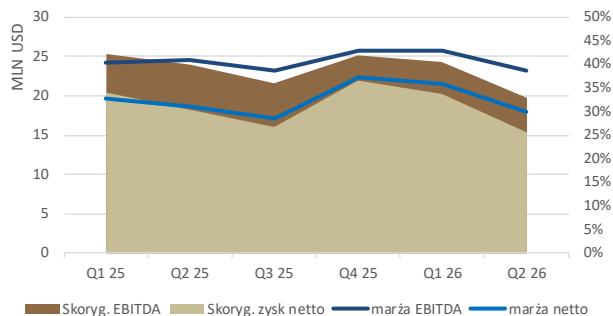
Wśród rozczarowań w trakcie 1H26 należy wskazać wzrost wynagrodzeń. Spodziewaliśmy się kontynuacji oszczędności z tytułu rozpoczętej pod koniec 2024 r. restrukturyzacji, w tym zwolnień grupowych. Wobec redukcji 30% zatrudnienia spodziewaliśmy się obniżenia kosztów wynagrodzeń o 25% do 7,1 mln USD kwartalnie,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



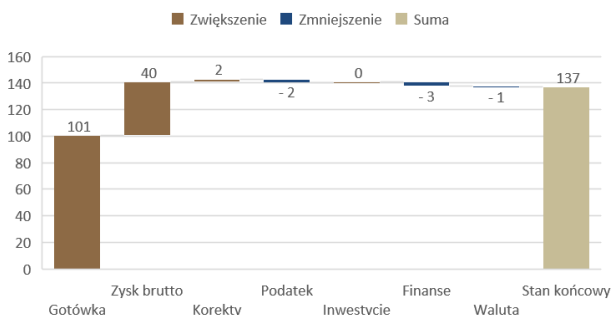
Źródło: obliczenia własne na podstawie raportów finansowych spółki

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



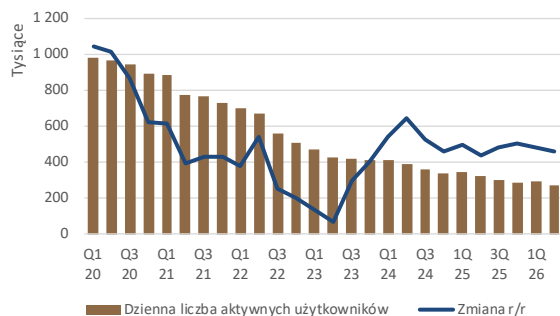
Cashflow 1H26 pozostaje solidny



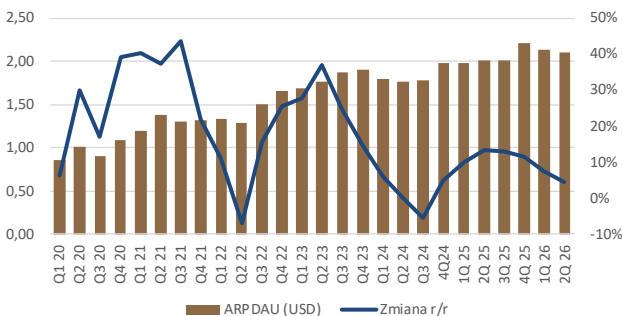
Źródło: obliczenia własne na podstawie raportów finansowych spółki

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
Przychody ze sprzedaży	283	251	236	203	175	155	138	122	108	96	85	76
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
Marża brutto na sprzedaży (%)	71%	72%	76%	81%	81%	81%	81%	81%	81%	80%	80%	80%
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
Zysk/(strata) z działalności operacyjnej	94	71	84	69	56	46	38	31	23	16	9	3
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
Zysk/(strata) netto	82	65	73	60	48	39	32	27	20	14	8	3
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
Środki pieniężne	152	145	103	48	44	41	38	34	35	33	28	22
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
AKTYWA	217	203	148	85	83	83	82	80	84	85	84	81
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
PASYWA	217	203	148	85	83	83	82	80	84	85	84	81

Źródło: Noble Securities

RPP (mln USD)	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
CF Operacyjny	82	59	72	64	51	43	36	30	23	17	11	6
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
CF Inwestycyjny	4	-3	5	-2	-9	-8	-8	-8	-8	-8	-8	-8
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
CF Finansowy	-155	-63	-119	-116	-46	-37	-31	-26	-14	-11	-7	-5
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
Cash flow netto	-68	-8	-42	-55	-4	-3	-3	-4	1	-2	-5	-7
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 WPŁYNAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ RAPORTU

Raport został sporządzony przez NS odpłatnie, na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.

Analityk nie jest stroną jakiegokolwiek umowy zawartej z Emitentem i nie otrzymuje wynagrodzenia od Emitenta. Wynagrodzenie przysługujące Analitykowi z tytułu sporządzenia Raportu, należne od NS:

- nie jest bezpośrednio powiązane z transakcjami dotyczącymi usług maklerskich świadczonych przez NS;
- nie zależy od innych transakcji, które prowadzi NS lub 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 w zakładce: Dom maklerski/Regulamin maklerski/Dokumenty.

Na życzenie Klienta, NS przekazuje przy użyciu trwałego nośnika informacji lub za pośrednictwem strony internetowej NS www.noblesecurities.pl, dodatkowe informacje na temat *Regulaminu zarządzania konfliktami interesów* w Noble Securities S.A.

NS zapewnia organizacyjne oddzielenie od siebie Analityków od osób (zespołów) wykonujących czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów. Zapobiegamy powstawaniu konfliktów interesów. W przypadku powstania takiego konfliktu umożliwiamy ochronę interesów Klienta przed jego szkodliwym wpływem. Analitycy nie posiadają dostępu do informacji o transakcjach zawieranych na rachunek własny NS oraz do zleceń Klientów. NS dba o to, by nie istniała możliwość wywierania przez osoby trzecie jakiegokolwiek niekorzystnego wpływu na sposób wykonywania pracy przez Analityków. NS dba, aby wynagrodzenia jednej jednostki organizacyjnej:

- nie były powiązane z wysokością wynagrodzeń pracowników innej jednostki organizacyjnej lub
- nie zależały od przychodów osiąganych przez inną jednostkę organizacyjną, jeżeli jednostki te wykonują czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów.

NS posiada wdrożony regulamin wewnętrzny dotyczący przepływu informacji poufnych oraz stanowiących tajemnicę zawodową. Ma on na celu zabezpieczenie informacji poufnej lub tajemnicy zawodowej oraz zapobieganie nieuzasadnionemu ich przepływowi bądź niewłaściwemu ich wykorzystaniu. NS ogranicza do niezbędnego minimum krąg osób mających dostęp do informacji poufnej lub tajemnicy zawodowej. W celu kontrolowania dostępu do istotnych informacji o charakterze niepublicznym, w ramach NS funkcjonują wewnętrzne ograniczenia i bariery w przekazywaniu informacji. Są to tzw. chińskie mury, czyli zasady, procedury i fizyczne rozwiązania mające na celu uniemożliwienie przepływu i wykorzystania informacji poufnej oraz stanowiących tajemnicę zawodową. NS stosuje ograniczenia w fizycznym dostępie (odrębne pokoje, szafy zamykane na klucz) oraz w zakresie dostępu do systemów informatycznych.

Regulamin świadczenia przez Noble Securities S.A. usług maklerskich oraz prowadzenia rachunków papierów wartościowych i rachunków pieniężnych określa:

- zasady wykonywania czynności polegających na sporządzaniu analiz oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych, a także
- procedurę wewnętrzną regulującą przedmiotowy zakres.

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

Zakazane jest:

- przyjmowanie przez NS lub Analityka korzyści materialnych lub niematerialnych od podmiotów posiadających istotny interes w treści Raportu,
- proponowanie Emitentowi przez NS lub Analityka treści korzystnej dla tego Emitenta,
- udostępnianie Emitentowi lub innym osobom niż Analitycy, Raportu, zawierającego treść zalecenia lub cenę docelową, przed rozpoczęciem jego dystrybucji w celach innych niż weryfikacja zgodności działania NS z jego zobowiązaniami prawnymi.

NS posiada wdrożony regulamin wewnętrzny dotyczący zasad zawierania transakcji osobistych przez osoby zaangażowane, który m.in. zabrania wykorzystywania do transakcji osobistych informacji uzyskanych w związku z wykonywanymi czynnościami służbowymi.

Analitycy nie mogą:

- zawierać transakcji osobistych dotyczących instrumentów finansowych Emitenta bądź powiązanych instrumentów finansowych przed rozpoczęciem rozpowszechniania Raportu,
- zawierać transakcji osobistych sprzecznych z treścią Raportu oraz
- zawierać transakcji osobistych w przypadku, gdy NS rozpoczyna lub prowadzi prace nad emisją instrumentów finansowych Emitenta od czasu powzięcia przez Analityka informacji w tym zakresie do czasu opublikowania prospektu – w przypadku oferty publicznej albo do uruchomienia oferty.

POZOSTAŁE INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

NS zapewnia, że Raport został przygotowany z należytą starannością i rzetelnością. Analityk oparł ją o ogólnodostępne fakty i informacje, które uznał za wiarygodne, rzetelne i obiektywne. Jednak NS ani Analityk nie gwarantują, że są one w pełni dokładne i kompletne. W przypadku gdy Raport wskazuje adresy stron internetowych, z których korzystano przy sporządzeniu Raportu ani Analityk ani NS nie biorą odpowiedzialności za zawartość tych stron.

Inwestowanie może wiązać się z dużym ryzykiem inwestycyjnym. Raport analityczny nie może być traktowany jako zapewnienie lub gwarancja uniknięcia strat, lub osiągnięcia potencjalnych lub spodziewanych rezultatów, (zysków lub innych korzyści z transakcji realizowanych na jego podstawie), lub w związku z powstrzymaniem się od realizacji takich transakcji. Ogólny opis instrumentów finansowych oraz ryzyka związanego z inwestowaniem w poszczególne instrumenty finansowe jest przedstawiony na www.noblesecurities.pl w zakładce Dom maklerski/Rachunek maklerski/Dokumenty. NS zwraca uwagę, że powyższe informacje zostały sporządzone z należytą starannością, w sposób rzetelny oraz zgodnie z najlepszą wiedzą NS, jednak mogą nie być wyczerpujące. W konkretnej sytuacji, w jakiej znajduje się lub będzie znajdować się inwestor, mogą zaistnieć lub zaktualizować się inne czynniki ryzyka, niż te, które zostały wskazane w powyższej informacji przez NS. Inwestor powinien mieć na uwadze, że inwestycje w poszczególne instrumenty finansowe mogą pociągnąć za sobą utratę części lub całości zainwestowanych środków, a nawet wiązać się z koniecznością poniesienia dodatkowych kosztów.

Inwestorzy korzystający z Raportu nie mogą zrezygnować z przeprowadzenia niezależnej oceny i uwzględnienia innych okoliczności niż wskazywane przez Analityka czy przez NS.

Raport został przygotowany zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność, w szczególności z zgodnie z Rozporządzeniem delegowanym Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów 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 Sztabier
Enea	Trzymaj	19,94	19,67	19,36	3%	25.08.2026	12M	Michał Sztabier
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 Sztabier
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 Sztabier
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 Sztabier
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 Sztabier
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 Sztabier
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 Sztabier
Wielton	Akumuluj	7,25	6,07	5,05	44%	16.02.2026	12M	Michał Sztabier
Forte	Redukuj	19,60	23,30	15,85	24%	16.02.2026	12M	Dariusz Dadej
XTB	Kupuj	95,70	75,00	153,10	38%	16.01.2026	9M	Mateusz Chrzanowski
MO-BRUK	Kupuj	424,80	352,50	406,50	46%	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	12%	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	-22%	17.12.2025	9M	Krzysztof Radojewski
PGE	Trzymaj	8,95	8,64	13,65	-4%	11.12.2025	9M	Michał Sztabier
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	41%	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	56%	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		25.11.2025	9M	Michał Sztabier
Apator	Kupuj	29,60	22,70	24,95	31%	21.11.2025	9M	Michał Sztabier
Amica	Kupuj	97,90	55,00	47,15	51%	21.11.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Pepco Group	Trzymaj	25,50	26,83	43,37	-38%	19.11.2025	9M	Dariusz Dadej
Dino Polska	Trzymaj	41,00	41,79	35,48	15%	19.11.2025	9M	Dariusz Dadej
PGE	Redukuj	9,95	11,37	13,65	-25%	12.11.2025	9M	Michał Sztabier
Answer.com	Akumuluj	33,70	29,00	22,25	51%	20.10.2025	9M	Dariusz Dadej
MCI Capital	Kupuj	43,20	29,30	27,10	59%	14.10.2025	9M	Krzysztof Radojewski
LPP	Kupuj	23000,00	17495,00	24520,00	32%	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 Sztabier
Torpol	Redukuj	46,20	49,60	69,30	-33%	30.09.2025	9M	Dariusz Nawrot
Unibep	Kupuj	15,00	10,00	14,50	50%	26.09.2025	9M	Dariusz Nawrot
Huuuge	Akumuluj	27,30	23,10	23,30	2%	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 Sztabier - Analityk Akcji, Dariusz Dadej - Analityk Akcji, Mateusz Chrzanowski - Analityk Akcji

DEPARTAMENT ANALIZ I DORADZTWA

Dariusz Nawrot

dariusz.nawrot@noblesecurities.pl

tel. +48 783 931 515

Przemysł, budownictwo, deweloperzy, chemia

Krzysztof Radojewski

krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl

tel.: +48 669 102 509

Biotechnologia

Mateusz Chrzanowski, DI

mateusz.chrzanowski@noblesecurities.pl

tel.: +48 785 904 686

Przemysł, automotive, gamedev, XTB

Michał Sztabler

michal.sztabler@noblesecurities.pl

tel.: +48 667 852 196

Spółki przemysłowe, energetyka, wydobywanie

Dariusz Dadej

dariusz.dadej@noblesecurities.pl

tel.: +48 602 445 334

Handel detaliczny, przemysł

Krzysztof Ojczyk, MPW

krzysztof.ojczyk@noblesecurities.pl

tel.: +48 12 422 31 00

Analiza techniczna

Jacek Borawski

jacek.borawski@noblesecurities.pl

tel: +48 697 970 113

Analiza techniczna

Szymon Pogoda

szymon.pogoda@noblesecurities.pl

tel. +48 785 925 184

DEPARTAMENT OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH

Jacek Paszkowski, CFA

jacek.paszkowski@noblesecurities.pl

tel: +48 22 244 13 02

mobile: +48 783 934 027

Piotr Dudziński

piotr.dudzinski@noblesecurities.pl

tel: +48 22 244 13 04