

Huuuge – maszynka do generowania pieniędzy

Od naszej ostatniej rekomendacji kurs akcji wzrósł o ponad 25%, a ze spółki pojawiły się informacje o mniejszym spadku przychodów niż oczekiwaliśmy oraz przymiarkach do wejścia w rynek iGaming. Są to wciąż zbyt powierzchowne zmiany, by skłonić nas do odejścia od tezy o kontynuacji spadkowej tendencji przychodów, ale wystarczające, aby obniżyć tempo spodziewanego ubytku, co poskutkowało podniesieniem naszej prognozy wyników. Dlatego mimo negatywnego wpływu umocnienia PLN względem USD podnieśliśmy wycenę z 25,4 do 27,8 zł za akcję i podtrzymaliśmy rekomendację KUPUJ. Równocześnie rozpoczynamy pokrycie analityczne spółki w ramach Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego GPW.

Poprawa wyników powyżej oczekiwań

Spodziewane oszczędności z tytułu przeprowadzonej redukcji zatrudnienia o 29% okazały się zgodne z naszymi szacunkami i powinny wynieść ok. 12 mln USD rocznie. Pozytywnie zaskoczyła nas jednak dynamika przychodów, które w 1H25 spadły zaledwie o 7% r/r względem oczekiwanego spadku o 12%. Dalej rośnie też udział sprzedaży bezpośredniej, co poprawia pierwszą marżę. Dlatego dzięki dyscyplinie kosztowej i poprawie efektywności EBITDA w 2025 r. może okazać się o 25% wyższa niż przed rokiem. Ponadto część zjawisk wspierających wynik może utrzymać się w czasie. Mowa tutaj o wzroście zaangażowania graczy w reakcji na zmiany w grach czy też dalszym promowaniu sprzedaży bezpośredniej, czemu sprzyjać będzie też zmiana warunków AppStore, znosząca zakaz umieszczania linków.

W poszukiwaniu stabilizacji przychodów

Spadki przychodów wyhamowały w ostatnich dwóch miesiącach w ujęciu r/r, natomiast jeśli spojrzeć się wyłącznie na rynek amerykański oraz europejski to widać nawet delikatne wzrosty kw/kw. Również liczb graczy wydaje się stabilizować, natomiast naszym zdaniem są to wciąż zbyt słabe przesłanki, aby stwierdzić, że przychody w kolejnych latach przestaną spadać. Dlatego utrzymujemy założenie o trendzie spadkowym, choć w nieco wolniejszym tempie. Jeżeli poprawa aktywności graczy okaże się trwała, wówczas pojawi się przestrzeń do bardziej optymistycznego spojrzenia. Pomóc może też próba wejścia na rynek iGaming, jednak to raczej perspektywa przyszłego roku. Na stole leżą też potencjalne akwizycje.

Rewelacyjny cashflow

Mimo trudnej sytuacji rynkowej i presji na wyniki spółka była w stanie w latach 2023-2024 dokonać skupu akcji własnych za kwotę 220 mln USD, a wciąż dysponuje gotówką o wartości 165 mln USD. Stan ten obrazuje jak duże wolne przepływy pieniężne jest w stanie osiągać spółka. Jesteśmy zdania, że nawet w pesymistycznym wariacie utrzymania aktualnego tempa spadku przychodów i przeznaczaniu średniorocznie 5 mln USD na próby akwizycji spółka będzie w stanie wygenerować do 2034 r. ponad 330 mln USD wolnych środków pieniężnych, z czego aż 267 mln USD w najbliższych 5 latach i stąd atrakcyjność inwestycji.

Brak decyzji odnośnie skupu akcji własnych

Zarząd wciąż nie podjął decyzji odnośnie sposobu alokacji posiadanych środków. Akcentuje świadomość niedowartościowania akcji, lecz priorytetem pozostaje rozwój studia, w tym z wykorzystaniem akwizycji. Wskazuje się też na chęć wejścia do branży iGaming, co również może odbyć się za pośrednictwem transakcji. W konsekwencji pozostaje niepewność, ile ze zgromadzonych środków trafi do akcjonariuszy, a ile zostanie zainwestowanych w nowe przedsięwzięcia, których skuteczność historycznie może budzić uzasadnione obawy.

Wartość akcji Huuuge oszacowano na podstawie wyceny metodami: DCF (26,0 zł) i porównawczą (25,4 zł). Cena docelowa w horyzoncie 9-mies. wynosi 27,8 zł na akcję.

Podsumowanie danych finansowych	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży (mln USD)	283	251	231	200	178
EBITDA (mln USD)	99	76	94	86	72
Zysk netto (mln USD)	82	65	79	72	61
P/E	5,5	5,0	4,2	4,6	5,4
EV/EBITDA	3,1	2,6	1,8	2,1	2,7

Źródło: Noble Securities

Zakończenie sporządzania raportu nastąpiło 18.09.2025 o godz. 17:30. Pierwsze rozpowszechnienie rekomendacji nastąpiło 18.09.2025 o godz. 19:00.

**NOBLE
SECURITIES**
DOM MAKLECKI

KUPUJ

(utrzymana)

Kurs akcji	22,0 zł
Cena docelowa (9M)	27,8 zł
Potencjał wzrostu	26%
Kapitalizacja	1 320 mln zł
Free float	49,9%
Śr. wolumen 6M	29 167



Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities

PROFIL SPÓŁKI

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

STRUKTURA AKCJONARIATU*

Anton Gauffin	31,30%
Raine Group	12,67%
NN OFE	8,19%
Huuuge Inc (akcje własne)	6,57%
Pekao TFI	2,15%
Generali OFE	2,07%

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg,

Mateusz Chrzanowski, DI
Analitik Akcji
Departament Analiz i Doradztwa

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

Spis treści

Spis treści	2
Wycena	3
Wycena metodą DCF	3
Wycena metodą porównawczą	4
Podsumowanie zmian prognoz	4
Model biznesowy i strategia	5
Przychody nadal pod presją ale widać światło w tunelu	5
Imponująca dyscyplina kosztowa	6
Rewelacyjny cash flow i wymagające prognozy	7
Aplikacje mobilne wciąż na fali	8
Globalny rynek gier mobilnych wraca do wzrostów	8
Gry kasyno są mało popularne ale niezwykle dochodowe	8
Spora podaż gier	8
Pozycja gier Huuuge	9
Zmiany w polityce prywatności utrudniły pozyskiwanie użytkowników	9
Trudno się przebić nowym tytułom	9
Strumień przychodów zawęża się do największych gier i lokalnych aplikacji	10
Coraz większa skłonność do regulacji smartfonów	10
Młodzi zaczynają grać coraz szybciej, a nowi emeryci będą grać częściej niż obecni	10
Szacowany wpływ sztucznej inteligencji	10
5G, chmura, VR i przenośne konsole a gry mobilne	10
Konsolidacja, multiplatformowość i globalne IP	11
Koniec presji płacowej w branży gier	11
Potencjał rynku iGaming	11
Ryzyka związane z działalnością Huuuge Games	11

Wycena

Akcje HUUUGE wyceniono przy wykorzystaniu 2 metod: DCF (waga 50%) oraz porównawcza dla branżowych spółek (50%). Cena docelowa w horyzoncie 9 miesięcznym wyznaczona została na poziomie 27,8 zł.

Podsumowanie wyceny zaprezentowano w poniższej tabeli:

Podsumowanie wyceny	Waga (x)	Wycena 1 akcji (zł)	Poprzednio	Zmiana
Wycena DCF	0,50	26,0	23,0	13%
Wycena porównawcza	0,50	25,4	23,9	6%
Średnia ważona metod		25,7	23,5	9%
Cena docelowa (9m)		27,8	25,4	9%
Cena aktualna		22,0	17,3	27%
Potencjał		26%		

Źródło: Noble Securities

Wycena metodą DCF

Założenia do modelu:

- Wartość przepływów pieniężnych dyskontowana na 18 września,
- Zdyskontowana wartość rezydualna o wartości 11 mln USD (poprzednio 0), współczynnik beta równy 1,
- Stopa wolna od ryzyka 5,46% (poprzednio 5,85%), premia za ryzyko 5,46% (bez zmian),
- Dług netto -137 mln USD (gotówka netto),
- Wobec ujemnego długu netto WACC jest tożsamy z kosztem kapitału własnego w wysokości 10,9% (poprzednio 11,3%)
- 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 (bez zmian),
- Wartość 1 akcji wyrażona w PLN ustalona przy kursie USD/PLN równym 3,75 (poprzednio 4,00).

DCF (mln USD)	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przychody ze sprzedaży	231	200	178	158	140	124	110	98	87	77
NOPAT skoryg.	76	69	57	48	39	31	24	18	13	8
Amortyzacja bez leasingu	4	4	4	4	3	3	3	3	3	3
KON	-2	-1	-1	-1	-1	-1	-1	0	0	0
CAPEX bez leasingu	5	8	8	8	7	7	7	7	7	7
w tym M&A	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
FCFF	77	66	54	44	35	28	21	14	9	4
WACC	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%
Współczynnik dyskonta	0,97	0,87	0,79	0,71	0,64	0,58	0,52	0,47	0,42	0,38
DFCF	75	58	43	32	23	16	11	7	4	2
SUMA DFCF do 2034	268									
Wzrost FCFF po okresie prognozy	-3%									
Wartość rezydualna na 2034	28									
Zdyskontowana wartość rezydualna	11									
Wartość Firmy (EV)	279									
Dług netto	-137									
Wartość kapitałów własnych	416									
Liczba akcji (w mln)	60									
Wartość na 1 akcję (PLN)	26,0									

Źródło: Noble Securities

Analiza wrażliwości					
Średniokwartalne tempo zmiany przychodów					
	-4,0%	-3,5%	-3,0%	-2,5%	-2,0%
WACC - 1,0%	16,3	20,9	26,5	33,3	41,7
WACC - 0,5%	16,4	20,9	26,2	32,8	40,9
WACC	16,6	20,8	26,0	32,3	40,1
WACC + 0,5%	16,6	20,8	25,8	31,9	39,3
WACC + 1,0%	16,7	20,7	25,5	31,4	38,6

REKOMENDACJA

Poniższa tabela prezentuje kalkulację średnioważonego kosztu kapitału (WACC):

WACC	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Stopa wolna od ryzyka	5,46%	5,46%	5,46%	5,46%	5,46%	5,46%	5,46%	5,46%	5,46%	5,46%
Premia za ryzyko	5,46%	5,46%	5,46%	5,46%	5,46%	5,46%	5,46%	5,46%	5,46%	5,46%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Koszt kapitału własnego	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%
Efektowna stopa podatkowa	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%
Koszt długu	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Koszt długu po tarczy	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%
Dług netto/EV	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%

Źródło: Noble Securities

Wycena metodą porównawczą

Analizę porównawczą oparliśmy o globalnych konkurentów z branży gier mobilnych oraz krajowych deweloperów. Wykorzystano wskaźniki P/E/G, EV/EBITDA oraz P/BV dla lat 2025-2027 z równymi wagami. Średnia odrzuca dwie skrajne obserwacje.

Spółka	Kapitałizacja (mln PLN)	P/E/G (x)			EV/EBITDA (x)			P/BV		
		2025P	2026P	2027P	2025P	2026P	2027P	2025P	2026P	2027P
DOUBLEGAMES CO LTD	3 052	9,0	6,4	6,3	3,3	3,0	2,8	0,9	0,8	0,7
PLAYTIKA HOLDING CORP	4 749	7,3	5,4	4,9	4,3	4,0	3,7	n.d.	8,1	3,6
GDEV INC	1 239	7,1	6,4	n.d.	5,8	5,3	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
PLAYSTUDIOS INC	432	n.d.	n.d.	4,3	0,1	0,1	0,1	0,5	0,6	0,5
TEN SQUARE GAMES SA	546	6,9	11,2	12,3	4,6	5,4	6,0	2,5	2,7	2,8
ARTIFEX MUNDI SA	178	7,4	4,6	4,2	5,1	3,9	2,9	1,3	1,1	0,9
Średnia bez skrajnych		7,3	6,1	5,1	4,3	4,1	3,1	1,1	1,5	1,5
HUUUGE INC	1 320	3,6	5,4	6,9	2,0	2,4	3,0	1,6	1,7	1,8
Premia/dyskonto do średniej (%)		-51%	-11%	34%	-53%	-41%	-3%	45%	11%	20%
Implikowana wartość HUUUGE		44,8	24,8	16,4	35,4	30,9	22,5	15,2	19,9	18,3
Waga		11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%
Implikowana wartość godziwa HUUUGE						25,36				

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities dane na 18.09.2025r. godz 17.20

Podsumowanie zmian prognoz

Aktualizacja prognoz (mln USD)	2022	2023	2024	2025P nowa	2025P stara	zmiana	2026P nowa	2026P stara	zmiana	2027P nowa	2027P stara	zmiana
Przychody ze sprzedaży	319	283	251	231	220	5%	200	194	3%	178	170	5%
Koszt własny sprzedaży (prowinizje)	97	83	69	55	59	-7%	46	51	-9%	41	45	-8%
W relacji do przychodów (%)	30,4%	29,1%	27,5%	23,8%	26,8%	-3,0%	23,2%	26,3%	-3,1%	23,2%	26,5%	-3,3%
Kampanie pozyskiwania użytkownika	74	35	39	27	32	-15%	24	28	-15%	21	25	-16%
W relacji do przychodów (%)	23,1%	12,5%	15,5%	11,8%	14,5%	-2,8%	11,8%	14,4%	-2,6%	11,8%	14,7%	-2,9%
Koszty sprzedaży i marketingu	15	15	14	12	12	1%	10	11	-10%	9	11	-14%
Koszty prac badawczo-rozwojowych	30	22	22	18	10	79%	13	6	117%	13	6	115%
Koszty ogólne zarządu	40	34	31	28	28	-1%	25	27	-6%	25	26	-4%
EBITDA	50	103	80	99	83	19%	90	73	23%	76	60	26%
Marża EBITDA (%)	15,6%	36,4%	31,9%	42,8%	37,7%	5,1%	44,8%	37,6%	7,1%	42,6%	35,3%	7,3%
Wynik finansowy netto	0	5	7	4	5	-26%	6	5	27%	6	4	46%
Wynik netto	32	82	65	79	68	16%	72	60	21%	61	50	22%
Marża netto (%)	10,0%	29,0%	26,1%	34,2%	30,9%	3,3%	36,1%	30,9%	5,2%	34,2%	29,4%	4,8%

Źródło: sprawozdania finansowe spółki, prognozy - Noble Securities

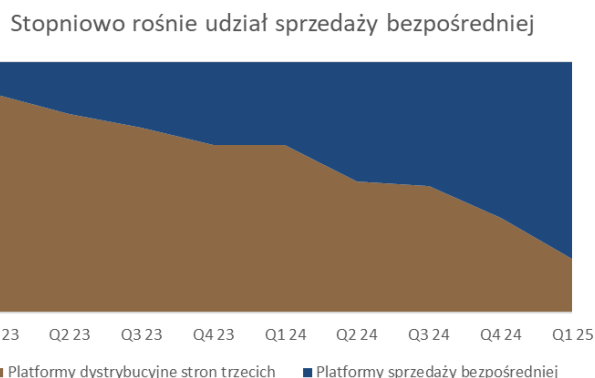
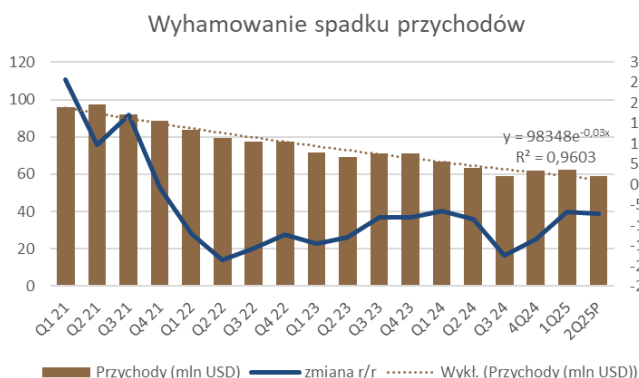
Model biznesowy i strategia

Spółka jest deweloperem i wydawcą gier mobilnych. Działa w segmencie F2P oraz specjalizuje się w gatunku gier imitujących kasyno. Strumień przychodów opiera się głównie na dwóch flagowych tytułach, Huuuge Casino oraz Billionaire Casino, które łącznie w 2024 r. odpowiadały za 98% przychodów. Siedziba spółki mieści się w Dover w USA, dlatego działa ona na podstawie prawa stanu Delaware. Na koniec 2024 r. roku studio zatrudniało 428 osób, ale po przeprowadzeniu zwolnień grupowych liczebność zespołu pomniejszyła się i obecnie wynosi ok 300 osób. Firma Eilers & Krejciak, że rynek gier typu social casino osiągnął wartość 7,15 mld USD w 2024 r. Firma liczy się ze średniorocznym spadkiem rynku gier social casino o 2,9% do 2027 r. mimo oczekiwań Newzoo na 3,1% CAGR całego rynku gier. Warto jednak odnotować trend rosnących przychodów z platform internetowych i bezpośrednich (Web/Direct-To-Consumer), które w 2024r. powiększyły się o 16,6%. Jest to m. in. pokłosie wprowadzenia unijnych regulacji rynku.

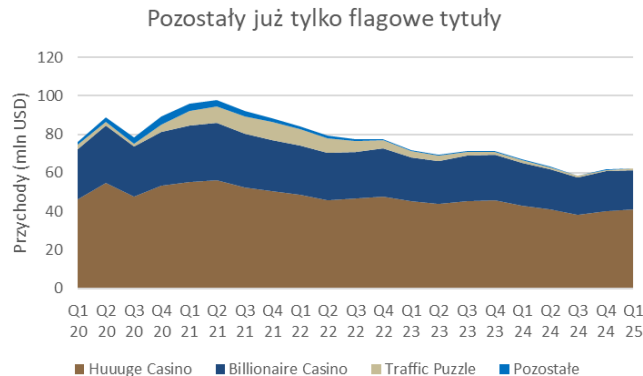
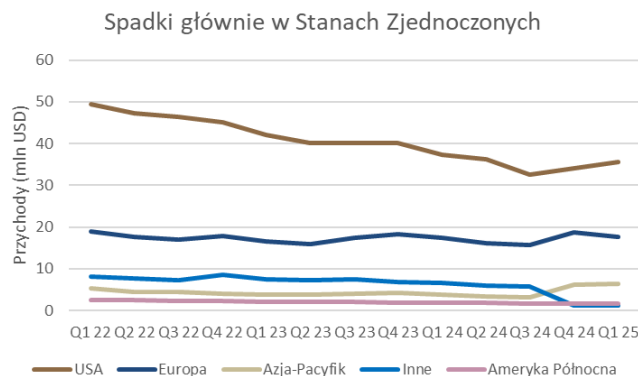
Obecnie studio skupia się na bieżącej bazie klientów, chcąc poprawić monetyzację flagowych tytułów, dlatego też ograniczono wydatki na pozyskiwanie użytkowników (UA). W listopadzie 2024 r. wprowadzono nowe funkcjonalności, w tym Huuuge Pass, które poskutkowały zwiększeniem stopnia zaangażowania graczy. W ramach strategicznej reorganizacji podjęto decyzję o zakończeniu prac nad grami typu casual i pozostawieniu jedynie core-owej działalności i jedynie szukając okazji w gatunkach pokrewnych social casino. Wśród strategicznych inicjatyw można wyróżnić personalizację i jakość rozgrywki (wprowadzenie Huuuge Pass), sklep internetowy umożliwiający mikropłatności (regularny wzrost sprzedaży Direct-to-Consumer), poprawę stabilności flagowych gier, wdrażanie rozwiązań opartych o sztuczną inteligencję zarówno w procesach deweloperskich jak i w obszarze zabezpieczeń. Warto również nadmienić o ostatnich transakcjach oraz dokonanych skupach akcji własnych. W 2021 r. nabyto prawa do gry Traffic Puzzle od studia Picadilla Games za 38,9 mln USD. Niestety generowane przychody z gry nie okazały się być trwałe, co poskutkowało odpisem w wysokości 26 mln USD uwzględnionym w wynikach za 2022 r. Kolejną próbą była inwestycja maksymalnie 6 mln USD w Bananas Studios celem rozwoju gry Slots Cash, ale ostatecznie doszło do odpisu 3,5 USD w raporcie za 2024 r. Z drugiej strony dobry cash-flow pozwolił dokonać w latach 2023-24 skupu akcji własnych o wartości 220 mln USD, a wszystkie akcje skupiono w ostatniej transzy zostały umorzone. Obecnie studio posiada 3,9 mln akcji własnych (6,53% KZ) przeznaczonych na program dla pracowników.

Na konferencji po wynikach za 1Q25 przedstawiciele spółki przedstawili cztery główne kierunki rozwoju w najbliższym czasie. Po pierwsze chęć stabilizacji podstawowego biznesu, tj. koncentracja na monetyzacji flagowych gier i utrzymaniu udziałów w rynku, ale też dalszy rozwój płatności bezpośredni czy rozwój nowych funkcjonalności. Ponadto analizowane jest wejście na nowy rynek, tj. iGaming (gry hazardowe i zakłady online) i nie wyklucza się akwizycji w tym obszarze. Poza tym Zarząd wciąż przygląda się i szuka szans na przejęcie podmiotu o wysokim potencjalnym wzroście w dotychczasowym segmencie działalności. Podkreślono też poczucie niedowartościowania wyceny akcji i kolejne skupki akcji własnych celem umorzenia nie są wykluczone, ale priorytetem jest rozwój.

Przychody nadal pod presją ale widać światło w tunelu

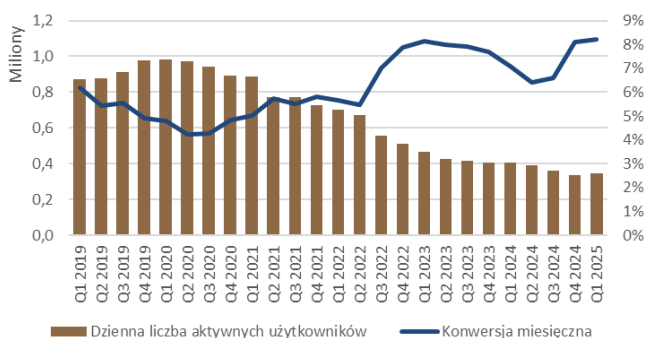


Źródło: sprawozdania finansowe spółki

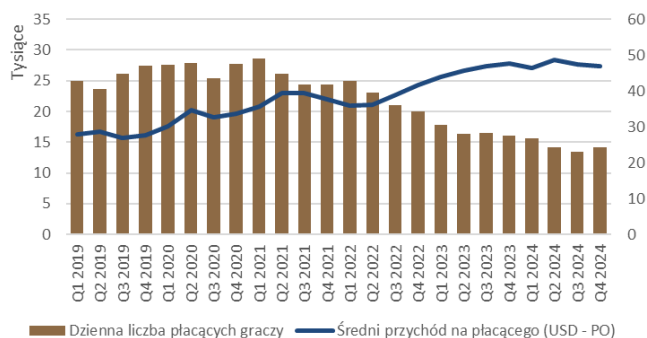


Źródło: sprawozdania finansowe spółki

Spada liczba graczy ale nie skłonność do płatności



Wyrwali gracze płacą coraz więcej

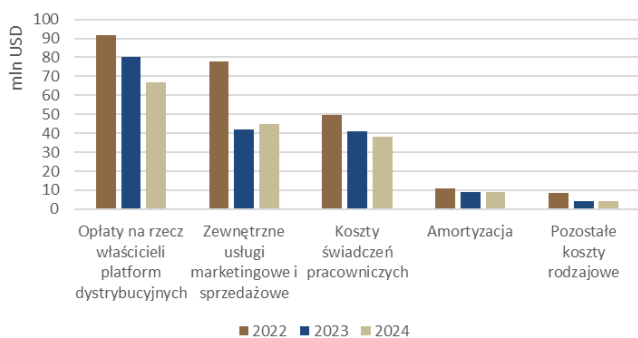


Źródło: sprawozdania finansowe spółki

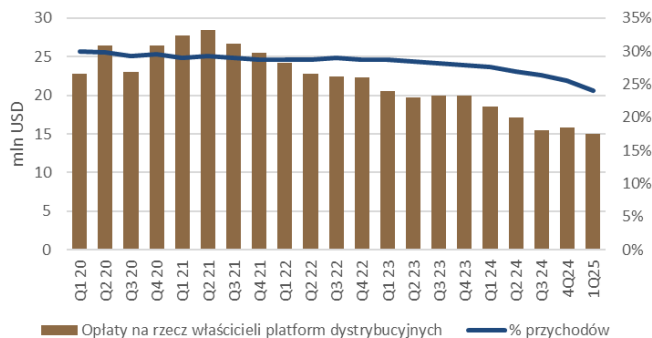
Przychody spółki są w regularnym trendzie spadkowym. Na nic zdała się też próba zaistnienia z przejętą grą Traffic Puzzle z segmentu match-3 czy inwestycja w Slots Cash. Presja wynika głównie z tendencji globalnych w postaci chociażby zmian w strukturze wiekowej użytkowników (młodzi użytkownicy lubują się bardziej w produkcjach typu casual) czy rosnącej absorpcji uwagi ze strony najbardziej rozpoznawalnych tytułów (konsekwencja konsolidacji szeroko pojętej branży gier i multiplatformowości). Z drugiej strony Huuuge rozpoczął starania na rzecz przekierowania mikropłatności poza aplikację celem ominięcia opłat dla platform dystrybucyjnych. Podjęta działania okazały się skuteczne i udział sprzedaży bezpośredniej wyniósł w 1Q25 już 19,6% wobec 3,2% przed dwoma laty. W kwietniu odsetek ten wyniósł 21,5%, a Zarząd liczy na dalszy wzrost, co będzie poprawiać marżę ze sprzedaży. Jeśli spojrzemy na podział geograficzny sprzedaży to wciąż dominującym rynkiem są Stany Zjednoczone, jednakże to również tam odnotowano największy ubytek przychodów w ostatnich latach. Rozbicie na regiony pozwala jednak optymistycznie spojrzeć w przód, ponieważ pokazuje pozytywne symptomy zarówno w USA jak i Europie, które w skonsolidowanych ujęciu przykrywa trochę duży spadek pozostałych rynków. Pod względem produktów sprzedaż opiera się na dwóch grach, wokół których studio się skupia. Od strony danych operacyjnych warto zauważyć, że liczba użytkowników, zarówno aktywnych jak i płatnych, odnotowała wyraźny spadek w ostatnich latach, choć w ostatnich kwartałach widać oznaki stabilizacji, chociażby za sprawą wprowadzenia nowych funkcjonalności (w tym Huuuge Pass). Udało się też poprawić konwersję graczy, tzn. odsetek płatnych spośród aktywnych. Warto też odnotować, że kwoty pozostawiane przez płatnych graczy regularnie rosną, co jest pozytywne i świadczy o ich zaangażowaniu.

Imponująca dyscyplina kosztowa

Mocne cięcie kosztów

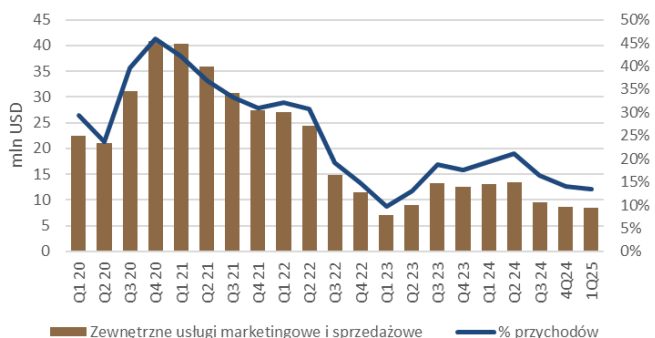


Sprzedaż bezpośrednia daje oszczędności

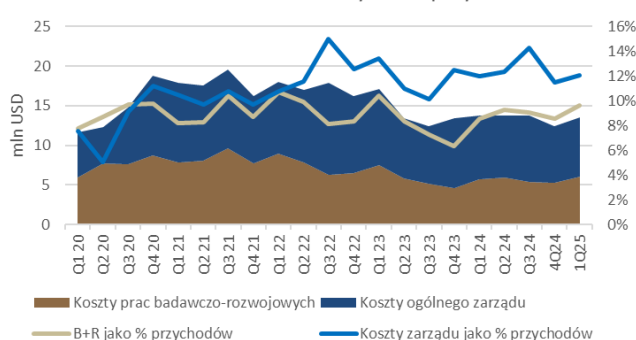


Źródło: sprawozdania finansowe spółki

Wyraźne ograniczenie marketingu i akwizycji



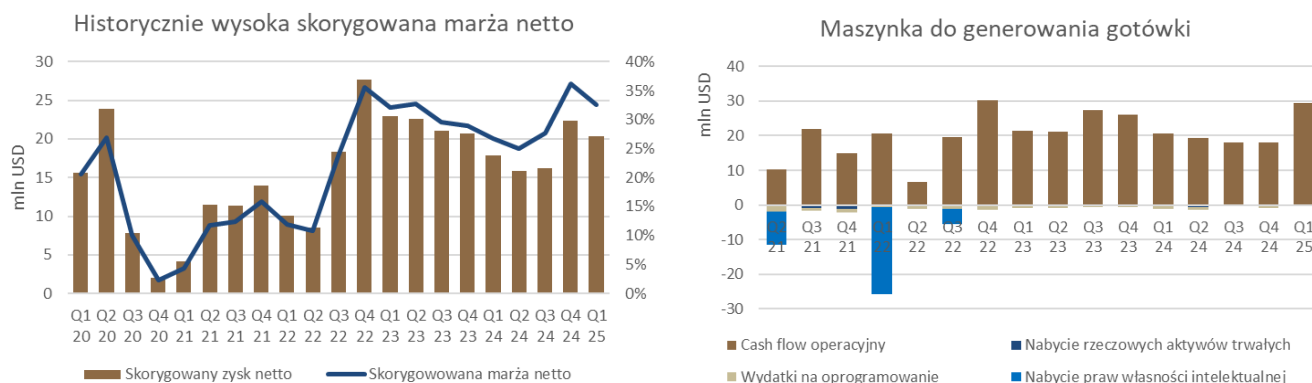
Dostosowanie kosztów stałych do przychodów



Źródło: sprawozdania finansowe spółki

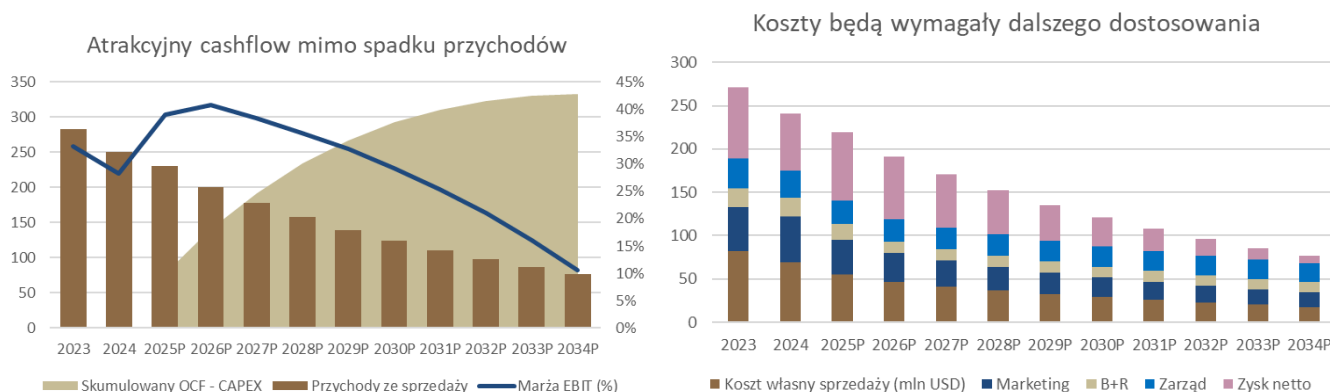
Zarząd stara się jednak sprostować niekorzystnej sytuacji rynkowej i stara się dostosować do niej strukturę kosztową. Jednym z działań na rzecz poprawy marży jest rozwijanie kanału sprzedaży bezpośredniej. Dzięki temu omija się zewnętrzne platformy dystrybucyjne, które pobierają 30% prowizji od mikropłatności. W konsekwencji udział opłat dla dystrybutorów na tle przychodów spadł z 28,6% w 1Q23 do 24,1% w 1Q25. Należy spodziewać się dalszej poprawy, ponieważ kwiecień był pod względem sprzedaży bezpośredniej rekordowy, a Zarząd przekonuje o chęci kontynuacji trendu. Konserwatywnie jednak zakłada spadek opłat do 23% przychodów w 2Q25 i utrzymanie tego poziomu w kolejnych okresach. Oszczędności znaleziono również po stronie wydatków marketingowych, kiedy ich skuteczność (m. in. w wyniku zmian w polityce prywatności Apple) stała się rozczarowująca. Dokonano bardzo dużej redukcji kosztów na kampanie pozyskujące użytkowników, zarówno w ujęciu nominalnym, jak i w relacji do przychodów. W modelu zakładamy utrzymanie średniej z ostatnich dwóch kwartałów, odpowiadającej 13,7% przychodów. Z roku na rok maleją również koszty świadczeń pracowniczych, a 2025 r. przyniósł cięcia w zatrudnieniu o 29%, co ma skutkować oszczędnościami rzędu 12 mln \$.

Rewelacyjny cash flow i wymagające prognozy



Źródło: sprawozdania finansowe spółki

Podjęte działania restrukturyzacyjne pozwoliły powrócić w ostatnich dwóch kwartałach do kwartalnego skorygowanego zysku netto w okolicach 20 mln USD, co przy spadających przychodach oznacza wzrost skorygowanej marży netto do historycznie wysokich poziomów. Ponadto spółka praktycznie nie korzysta z zadłużenia (leasing na koniec 1Q25 wyniósł niecałe 4 mln USD), a gotówka w kwiecie 165 mln USD odpowiadała na koniec 1Q25 za ¼ bilansu. Jest to konsekwencją bardzo dobrej sytuacji płynnościowej. Spółka praktycznie nie ponosi dodatkowych nakładów kapitalizowanych na bilansie (suma wydatków na oprogramowanie i rzeczowe aktywa trwałe w 2024 r. wyniosły 3,5 mln zł), a koszty związane z oprogramowaniem i sprzętem IT obciążały w ubiegłym roku wynik jedynie kwotą 3 mln USD). Wartości te przy wygenerowanych w zeszłym roku 76 mln USD z działalności operacyjnej pokazują skalę opłacalności biznesu. Potencjalnym zagrożeniem dla nadwyżek pieniężnych są kolejne nieudane akwizycje, natomiast mimo ostatnich nieudanych prób spółka i tak była w stanie w ostatnich dwóch latach przeznaczyć 220 mln USD na skup akcji własnych.



Źródło: sprawozdania finansowe spółki

Uważamy, że rynek gier social casino nadal będzie pod presją, dlatego mimo oznak stabilizacji, póki co zakładamy, że jest ona tylko przejściowa, spodziewamy się dalszej erozji przychodów, choć w minimalnie wolniejszym tempie niż przy poprzednim raporcie. Nie zakładamy też żadnego skutecznego przejęcia, ponieważ rynek gier mobilnych jest mocno konkurencyjny, a coraz większą rolę odgrywają w nim duże IP i giganci cyfrowi. Poczynione oszczędności, w tym redukcja zatrudnienia mająca przynieść średniorocznie 12 mln USD (w pełni widoczne od 3Q25), rozwój sprzedaży bezpośredniej i próby aktywizacji graczy przyniosą przejściowy wzrost marży EBIT. Sądymy, że jeżeli nie uda się ustabilizować przychodów to presja kosztowa będzie coraz większa i zacznie uszczuplać marżę, choć są jeszcze przestrzenie do oszczędności. Mimo to w okresie prognozy spółka powinna wygenerować ponad 300 mln USD wolnych środków pieniężnych i to po uwzględnieniu wydatków na potencjalną akwizycję (5mln USD rocznie), dlatego uważamy inwestycje w akcje za atrakcyjny pomysł, szczególnie że jest przestrzeń do pozytywnych zaskoczeń w postaci ustabilizowania się przychodów, dzięki zawężeniu grupy do najbardziej wiernych graczy, dalszego wzrostu DTC czy wejściu na rynek iGaming.

Aplikacje mobilne wciąż na fali

W 2024r. liczba pobrań aplikacji mobilnych wyniosła 136 mld, co oznacza kontynuację stabilizacji zapoczątkowanej w 2020r. Mimo tego udało się uzyskać o 12,5% wyższe przychody z zakupów w aplikacji, które po raz pierwszy w historii przekroczyły 150 mld USD. Udało się to między innymi dzięki wydłużeniu czasu spędzonego w aplikacjach o 5,8% do łącznych 4,3 bilionów godzin. Przeciętny użytkowników spędza na urządzeniach mobilnych średnio 3,5 godzin dziennie (+2,9%r/r) i korzysta z 26 aplikacji miesięcznie.

Pod względem liczby pobrań największym rynkiem były Indie (od 25 do 39 mld w zależności od źródła Sensor Tower vs Apptica), drugie miejsce zajmuje Brazylia, zaś trzecie USA (12,5-18,6). Od strony dochodowej niekwestionowanym liderem pozostają USA. Przychody na tym rynku wyniosły od 31,8 do ponad 50 mld USD. Drugą pozycję zajęły Chiny (uwzględnia się tylko część kontynentalną dla iOS) z 17,3-25 mld USD, zaś podium zamyka Japonia, gdzie jednak odnotowano spadek r/r do 11,25-15 mld USD. Pod względem łącznego czasu spędzanego w aplikacji liderem są Indie, ale drugiej miejsce zajmuje Indonezja, zaś trzecie Brazylia.

Globalny rynek gier mobilnych wraca do wzrostów

Po dwóch latach korekty globalny rynek gier mobilnych wrócił w 2024r. do wzrostów i zarówno branżowe ośrodki analityczne (Sensor Tower, Newzoo) jak i globalni konsultanci (PWC, EY, KPMG, BCG) są przekonani o wzroście przekraczającym dynamikę PKB czy branży rozrywkowej w kolejnych latach. Wśród przyczyn słabości rynku w latach 2022-2023 wymieniana jest kryzys inflacyjny, powrót do zajęć stacjonarnych, zmianę polityki prywatności Apple oraz chińskie restrykcje mające ograniczyć czas spędzany w grach. Z kolei za wzrost w kolejnych latach mają odpowiadać czynniki demograficzne (przyrost populacji krajów rozwijających), zmiana pokoleniowa (nowe roczniki emerytów częściej korzystają z gier mobilnych a dzieci zaczynają grać w coraz młodszym wieku) oraz rosnące nasycenie smartfonami w krajach rozwijających się (wzrost dochodów, poprawa infrastruktury, przystępność cenowa).

Sensor Tower szacuje przychody z gier mobilnych na poziomie 81 mld USD, co oznacza wzrost o 4% po dwuletnim okresie spadków, mimo że liczba pobrań spadła o 6% r/r do najniższego poziomu od 2019r. (49,6 mld). Wśród najchętniej pobieranych gier można wyróżnić symulatory (9,8 mld, +0,4% r/r i 20% rynku – wzrost przychodów o 8,8% i 7,4% rynku), puzzle (9,7 mld, -3% r/r i 20% rynku – wzrost przychodów o 14% i 14,9% rynku) oraz Arcade (9,6 mld, -13% r/r i 19% rynku – spadek przychodów o 22,5% i 2% rynku). Wśród zeszłorocznych premier najchętniej pobierano Pokemon TCG Pocket, Call of Duty: Warzone oraz Perfect Tidy, natomiast w starszych produkcjach najczęściej sięgano po Block Blast, Roblox i Monopoly GO!. W TOP3 pod względem przychodów znalazły się strategie, RPG i puzzle. W ubiegłym roku gracze najwięcej czasu spędzili w grach typu Shooter|Battle Royale, Strategy|MOBA oraz Simulation|Sandbox. Łącznie te 3 gatunki odpowiadają za 31,46% łącznego czasu poświęconego w grach.

Dla samych gier mobilnych największym rynkiem pod względem liczby pobrań były Indie, Brazylia i Stany Zjednoczone kolejno z 9, 6 i 5 mld, zaś w kategorii przychodów na czele klasyfikacji plasują się USA, Chiny i Japonia z 13, 8 i 7 mld USD. Wśród 3 największych rynków pod względem liczby pobrań kategoria gier kasyno uplasowało się w TOP15 jedynie w Indiach z 76,6 mln. Lepiej wygląda sytuacja w klasyfikacji przychodów, gdzie segment zajmuje 4 miejsce w USA (1,34 mld), 8 w Chinach (191 mln USD) oraz 15 w Japonii (48 mln USD). Wg Apptica gry typu kasyno były 15 najbardziej dochodową kategorią wśród aplikacji z przychodami rzędu 2,5 mld USD. Segment ten pozytywnie wyróżnia się pod względem wskaźnika retencji, zajmując 3 miejsce na iOS i 4 na Androidzie.

Gry kasyno są mało popularne ale niezwykle dochodowe

Wśród gier segment kasyno był dopiero 12 kategorią pod względem liczby pobrań, natomiast pod względem przychodów osiągnięto 4 miejsce z 8,9% wzrostem r/r i 14,3% udziałem w rynku i to pomimo spadku liczby pobrań o 39,6%, co odpowiadało zaledwie 2% rynku. Najczęściej pobieraną grą typu Casino|Slots było Jackpot Party Casino, natomiast w segmencie Casino|Coin Looters Monopoly Go!. Najpopularniejsze trzy gry typu kasyno odpowiadają za 20,2% wszystkich pobrań, co czyni tę kategorię drugą najbardziej skoncentrowaną, tuż za grami opartymi o geolokalizację. W przypadku TOP20 koncentracja wynosi 40,8%, co plasuje kategorię na 5 miejscu. Pod względem przychodów TOP3 odpowiadają za 8% przychodów (4 miejsce), a TOP20 za 14,5% (5 miejsce). Ważniejsze wnioski płyną jednak ze struktury przychodów w zależności od wieku gry, mianowicie aż 94,7% przychodów generują gry mające premierę co najmniej przed dwoma laty, co obrazuje jak trudno przebić się z nowym tytułem w tej kategorii. Poszczególne segmenty gier typu kasyno znalazły się po przeciwnych biegunach łaski graczy i tak gry typu Casino|Slots (najchętniej pobierana gra tego typu to Slotomania) odnotowały trzeci największy spadek liczby pobrań spośród wszystkich kategorii rzędu 282 mln, zaś segment Casino|Coin Looters (Monopoly GO!) wygenerował największy przyrost przychodów spośród wszystkich kategorii o 936 mln USD. W przykładowym kwietniu 2024r. Statista szacowała, że największe przychody w segmencie gier kasyno odnotowało Monopoly GO! z 107 mln USD. Coin Master zanotował 55 mln USD, zaś kolejne 8 gier wahało się w przedziale 13-18 mln USD. Warto odnotować, że obecnie w tym segmencie ok. 60% przychodów pochodzi z zakupów w aplikacji, natomiast pozostałe 40% z wyświetlanych reklam.

Spora podaż gier

W Google Play i Apple App Store dostępnych jest ponad 700 tysięcy gier mobilnych i ich liczba wciąż rośnie, co pokazuje skalę konkurencyjności rynku, choć duża część przychodów zgarniają największe tytuły. BCG szacuje, że 10 największych podmiotów kontroluje 70% rynku gier, a sama największa trójka (Tencent, Sony i Microsoft) odpowiadają za 40%. Co ciekawe, wiele produkcji nie wytrzymuje próby czasu. Wg Apptica na systemach iOS tylko 4,6% gier funkcjonuje po upływie 30 dni od premier, a na Androidzie jest to jedynie 3,9%. W podziale na kategorie najwyższą retencję po 30 dniach mają gry typu kasyno i planszowe na obu platformach. Dane wskazują, że większa konkurencja jest na platformie Google, ponieważ retencja jest niższa. Na Androidzie nie ma kategorii, której wskaźnik retencji przekraczałby 10% po 30 dniach, natomiast na systemach iOS granicę tę przekraczają 4 kategorie. Badanie Deloitte pokazało, że nawet połowa aktywnych graczy w najpopularniejszych tytułach gra po raz pierwszy (duża rotacja).

Topowe gry mobilne

Ranking	Najwyższe przychody	Ranking	Najwięcej pobrań
1	Honor of Kings (Tencent)	1	Roblox (Roblox Corp.)
2	MONOPOLY GO! (Scopely)	2	Block Blast! (Hungry Studio)
3	Royal Match (Dream Games)	3	Subway Surfers (SYBO Games)
4	PUBG MOBILE (Tencent)	4	Pizza Ready! (Supercent)
5	Roblox (Roblox Corp.)	5	Ludo King (Gametion)
6	Last War: Survival (FunFly)	6	Free Fire: Winterland (Garena)
7	Candy Crush Saga (King)	7	Free Fire MAX (Garena)
8	Whiteout Survival (Century Games)	8	Offline Games (JindoBlu)
9	Dungeon & Fighter (Tencent)	9	8 Ball Pool (Miniclip.com)
10	Coin Master (Moon Active)	10	My Talking Tom 2 (Outfit7)

Źródło: Pocketgamer.biz via AppMagic

W 2024r. najwyższe przychody w wysokości 2,6 mld USD wygenerowała gra Honor of Kings, która dzierży ten tytuł od 2017r. choć z przerwą w latach 2020-21, kiedy liderem zestawienia była inna produkcja od Tencent, PUBG. Kolejne miejsce zajęło Monopoly GO! z 2,2 mld USD. Od 2017r. Podium zamyka Royal Match (pierwsza gra od Dream Games) z 2 mld USD przychodu, co w kategorii match-3 pozwoliło pokonać dotychczasowego lidera gatunku Candy Crush (podobnej sztuki w 2020r. dokonał Gardenscapes od Playrix). Czwarte miejsce przypadło PUBG (1,7 mld USD), zaś piąte Roblox (1,6 mld USD). Na uwagę zwraca również skokowa poprawa Last War: Survival. Jest to gra strategiczna 4X, która wykorzystując mechanikę bramek rodem z gier hyper-casual zaczęła się przebiegać pod koniec 2023r. Warto również dodać, że Candy Crush Saga utrzymała przychody na poziomie z 2023r. (1,5 mld USD). Wszystkie 10 najlepiej sprzedających się gier przekroczyło granicę 1 mld USD przychodu, co oznacza pobicie rekordu z 2021r. kiedy tej sztuki dokonało 9 gier. Ogólnie rzecz biorąc, globalny rynek gier mobilnych wygenerował 81,8 mld USD licząc App Store i Google Play w okresie od 1 stycznia do 17 grudnia 2024 r, co stanowi wzrost o 4,9% r/r.

Pod względem liczby pobrań liderem pozostał, podobnie jak w 2023r., Roblox z 212 mln. Kolejna na liście była gra logiczna Block Bust firmy Hungry Studio z 206 mln, awansując z 4 pozycji w 2023r. Podium zamyka Subway Surfers od SYBO Games z 172 mln, zaś dalej jest Pizza Ready (Supercent) oraz Ludo King (Gametion) z odpowiednio 168 i 167 mln pobrań. Co ciekawe, Supercent powstał w 2021r. i pierwszy rok zamknął z 20 mln pobrań, by obecnie móc pochwalić się liczbą 484 mln dla całego portfolio. W TOP25 nie zmieścił się żaden z tegorocznych tytułów. W zeszłym roku w takim było dwóch debutantów (Monopoly GO! oraz Tic Tac Toe), podobnie jak w 2022r. (Merge Master i Tall Man Run), co pokazuje jakim wyzwaniem dla nowych gier jest przebicie się na rynku.

Pozycja gier Huuuge

Na podstawie danych z AppMagic w 2024r. najchętniej pobieraną grą z kategorii kasyno było Monopoly GO! z ponad 50 mln pobrań. Następne w kolejce było Coin Master, रमी सर्कल, Animals & Coins Adventure Game oraz A23. Wszystkie przekroczyły 20 mln pobrań. Huuuge Casino 888 Slots Games przekroczyło granicę 2 mln pobrań, co pozwoliło zająć 43 miejsce i odnotować poprawę aż o 68 oczek. Z kolei Billionaire Casino Slots 777 (też od Huuuge Games) uplasował się na 55 pozycji (poprawa o 127), również przekraczając 2 mln pobrań. Przechodząc do rankingu przedstawiającego przychody liderem jest ponownie Monopoly GO! z 1 mld USD przychodu. Następnie Coin Master (500 mln USD) oraz Bingo Blitz, Jackpot Party, Lighting Link oraz Dice Dreams (wszystkie powyżej 200 mln USD). Huuuge Casino 777 zajęło w 2024r. łącznie na obu platformach 17 pozycję (spadek o 2 r/r) z ponad 50 mln USD przychodu, natomiast Billionaire Casino 36 miejsce (spadek o 3 r/r) z ponad 20 mln USD przychodu. Dostępny jest również ranking przedstawiający Featuring Score, który w syntetyczny sposób ocenia efektywność aplikacji. Liderem w minionym roku było oczywiście Monopoly GO! z 8,4 mln pkt. Na podium znalazło się również Dice Dreams (3,8 mln i wzrost o 3 pozycje r/r) oraz Coin Master (3,7 mln i spadek o jedną lokatę). Huuuge Casino 777 osiągnęło 115 tys. pkt, co pozwoliło zająć 36 miejsce (poprawa o 79 r/r). Co ciekawe, kolejną grą w tej klasyfikacji ze stajni Huuuge Games jest debiutujący Stars Slots, który z 75 tys. uplasował się na 61 pozycji. Dopiero potem znajdziemy na 87 miejscu z 61 tys. pkt Billionaire Casino (poprawa o 133 miejsca).

Zmiany w polityce prywatności utrudniły pozyskiwanie użytkowników

W 2021r. Apple zmieniło politykę prywatności, rezygnując z wykorzystania IDFA (identyfikator dla reklamodawców). Uniemożliwiło to wydawcom śledzenie ruchów użytkowników, ocenę efektywności kampanii akwizycyjnych oraz możliwość dopasowywania modeli monetyzacji do aktywności graczy. Przełożyło się to negatywnie na liczbę pozyskiwanych użytkowników. Do aktualizacji polityki prywatności przymierza się również Google. Docelowo Privacy Sandbox ma zastąpić GAID (identyfikator reklamowy). Okres przejściowy oferuje możliwość mierzenia ruchu jednocześnie w dotychczasowej jak i nowej formule, co ma pozwolić wydawcom na walidację strategii akwizycyjnych. Nowe rozwiązanie bazuje na zagregowanych danych, więc jego skuteczność pozostaje tajemnicą.

Trudno się przebić nowym tytułom

Większość z najpopularniejszych gier pod względem miesięcznej aktywności użytkowników (MAU) w 2023r. powstało ponad 5 lat wcześniej, zaś za wygenerowanie 90% przychodów odpowiadały zaledwie 43 tytuły. Ponadto miesięcznie przeciętny gracz wybiera zaledwie od 2 do 5 gier. Dziesięć najlepiej zarabiających premier zarobiło w 2024r. łącznie 3 mld USD. Jedynym debutantem, któremu udało się przekroczyć 1 mld USD (i to licząc tylko chińskie iOS) była bijatyka RPG o nazwie Dungeon & Fighter: Mobile będąca efektem współpracy Nexon i Tencent. Tytuł trafił do grona 10 najbardziej dochodowych gier roku choć problemy z chińskim regulatorem opóźniły premierę o 2 lata. Na drugiej lokacie z przychodami rzędu 397 mln USD uplasowała się gra Love & Deepspace oferujące symulację randek i walki. Popularność grze na rynku azjatyckim zapewniło dodanie elementów sci-fi, personalizacji postaci i estetyki 3D. Podium zamyka gra karciana wykorzystująca znaną franczyzę, tj. Pokemon TSG Pocket, osiągając 291 mln USD.

Strumień przychodów zawęży się do największych gier i lokalnych aplikacji

Last War (Strategy|4X), Whiteout Survival (Strategy|4X), Dungeon & Fighter (Action|Brawler) i Brawl Stars (Strategy|MOBA) dołączyły do grona 26 aplikacji, które chociaż raz przekroczyły granicę 1 mld USD przychodów trakcie roku kalendarzowego.

Łącznie tej sztuki w 2024r. dokonało 11 gier (+4 r/r). Granicę 100 mln USD przekroczyło 144 gier (-6), a 10 mln USD 858 gier (-25). Warto odnotować, że w USA kolejny spadek przychód przypadający na nowe produkcje, choć wciąż jest powyżej średniej z lat 2020-22. Z drugiej strony kolejny rok z rzędu rośnie przeciętny przychód przypadający na starsze gry. Najlepiej zarabiającym debiutem w USA było Pokemon TCG Pocket, natomiast wśród starszych tytułów największą popularnością cieszyło się Monopoly GO!. Podkreślimy też, że 2024 to kolejny rok ze spadkiem liczby nowych gier w USA, a mimo tego kolejny rok z rzędu spada średnia liczba pobrań premier.

Ponad 90% aplikacji pobieranych w Chinach jest pochodzenia krajowego, kiedy w przypadku USA mówimy o 50%. Pod względem przychodów udziały rynkowe krajowych aplikacji zbliżają się do 100% w Chinach i ok. 50% w USA. W samym segmencie gier w obu krajach widać w ostatnich latach tendencję wzrostową do zwiększania udziału przez macierzyste tytuły. Pod względem liczby pobrań w Chinach jest to 90%, a pod względem przychodów blisko 100%, kiedy w USA mówimy o 30% w obu kategoriach.

Coraz większa skłonność do regulacji smartfonów

W ostatnim czasie Albania zdecydowała się na roczne zablokowanie dostępu do owianej złą sławą aplikacji Tik Tok. Z kolei w Australii wprowadzono zakaz korzystania z mediów społecznościowych dla osób poniżej 16 r.ż. Nowe przepisy obejmują m.in. takie aplikacje jak Instagram, Facebook, Tik Tok czy X. O podobnym rozwiązaniu dyskutuje się również w Wielkiej Brytanii. Coraz częściej pojawia się też kwestia wprowadzenia zakazu korzystania ze smartfonów w szkołach. W gronie takich państw znajduje się chociażby Francja, Hiszpania, Szwecja czy Finlandia. Możliwe również, że kolejne kraje pójdą w ślady Chin, które zakazały pewnych form nagród, skłaniających do codziennego logowania. O ile blokowanie poszczególnych aplikacji może przesunąć zainteresowanie użytkowników w kierunku gier mobilnych, o tyle trend ograniczenia czasu spędzanego na smartfonach oddziaływałby negatywnie.

Młodzi zaczynają grać coraz szybciej, a nowi emeryci będą grać częściej niż obecnie

W raporcie Newzoo możemy zapoznać się z preferencjami poszczególnych grup wiekowych odnośnie gatunków gier mobilnych. Pokolenie Z premiuje gry typu battle royale, sandbox i MOBA, a najpopularniejszymi franczyzami są Fortnite, Roblox, Minecraft i Among Us. Widzimy zatem spory wpływ gier komputerowych. Millenialsi najbardziej lubią gry RPG, strategiczne i przygodowe, w tym takie jak Hearthstone. Gracze z pokolenia Z interesują się głównie grami logicznymi, strzelankami i grami sportowymi. Z kolei dzieci wyżu demograficznego koncentrują się na łamigłówkach, grach planszowych i polegających na dopasowywaniu elementów, jak w Candy Crush Saga. Ogólna zależność jest taka, że im młodszy gracz tym mniejsze zainteresowanie grami typu casual. Wśród Baby Boomers gry te odpowiadają za 79% czasu, zaś w przypadku Gen Z tylko za 37%. Z drugiej strony młodsze pokolenia charakteryzują się wyższym zaangażowaniem, ponieważ wśród nich odsetek osób deklarujących regularne granie jest dwukrotnie wyższy. Średnia wieku wynosi 36 lat, więc gry to już nie tylko domena najmłodszych, choć im młodsze pokolenie tym większy odsetek osób grających. Osoby z przedziału 65-75 lat grają dwukrotnie rzadziej niż osoby w wieku 18-24, choć w przypadku deklaracji o codziennym graniu różnica ta spada z 42 do 15 p.p. Badanie Deloitte z 2024r. potwierdza, że w USA z każdym pokoleniem rośnie odsetek osób grających. Z kolei ankiety BCG wskazują, że pokolenie Z jest pierwszym, w którym granie dorównało częstotliwości oglądania video.

Szacowany wpływ sztucznej inteligencji

Oczekiwania odnośnie zastosowania AI dotyczą zarówno poprawy wydajności gier jak i usprawnienia procesów wraz z redukcją kosztów. Coraz częściej pojawia się również mowa o utworzeniu dodatkowych strumieni płatności poprzez lepszą implementację reklam czy autonomizację płatnej personalizacji. Od strony kosztowej już teraz widać przyspieszenie fazy pre-produkcji poprzez używanie modeli iterujących koncepcje artystyczne i wczesne wizualizacje. GenAI przyspiesza renderowanie grafik, testowanie kodu bądź samej rozrywki i służy jako asystent w dokumentacji projektowej. Wyzwaniem nie jest już też wykorzystanie sztucznej inteligencji na etapie dubbingowania. Branża ma spore oczekiwania odnośnie usprawnienia zachowania NPC (postać niezależna), co zwiększyłoby responsywność i immersyjność rozrywki. W styczniu 2024 roku Nvidia ogłosiła, że Ubisoft, Tencent (Riot Games), MiHoYo, NetEase i Ourpalm wykorzystują narzędzia AI do tworzenia bardziej realistycznych NPC, a swoje sukcesy na tym polu odnosi również NetEase z grą Justice Mobile. Modele AI wykorzystywane są również do samouczka gry, trenującego gracza do rywalizacji, co ma miejsce np. w Call of Duty czy Honor of Kings. Z kolei takie narzędzia jak Story Machines, które analizują zachowanie graczy, aby dynamicznie generować fabuły mogą otworzyć drogę do wydłużenia okresu monetyzacji trybów fabularnych. AI może też umożliwić personalizację reklam w grach w czasie rzeczywistym, co otworzyłoby drogę do dodatkowej monetyzacji.

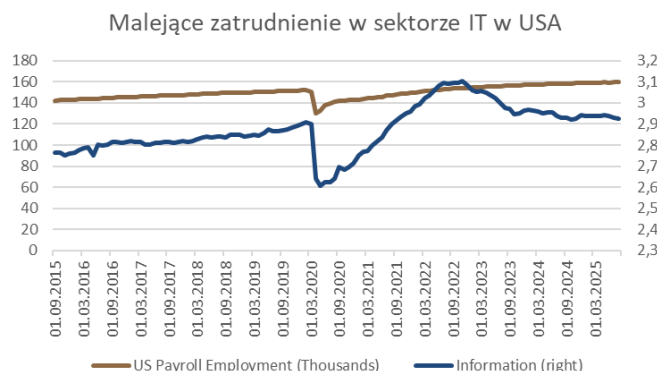
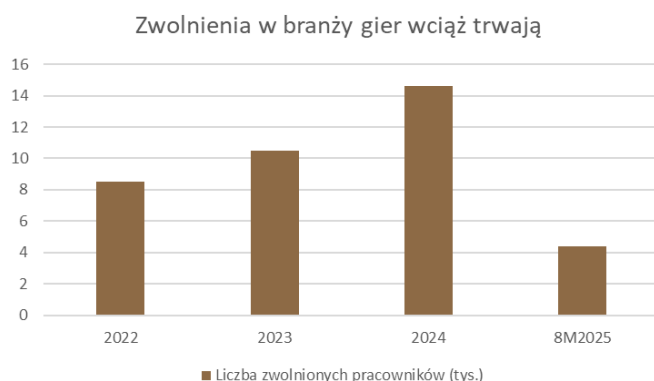
5G, chmura, VR i przenośne konsole a gry mobilne

Analitycy BCG uważają, że w najbliższym czasie nowe platformy w postaci chmury czy VR nie zwiększą istotnie swoich udziałów. Wartość rynku gier AR i VR ma wzrosnąć z 1,2 mld USD w 2024r. do 1,75 mld USD w 2028r. Będą to zatem wciąż niewielkie liczby względem 137 mld USD przychodów z gier mobilnych. PWC obawia się o konkurencję ze strony nowego Nintendo Switch oraz innych przenośnych konsol, których popularność rośnie, natomiast należy pamiętać, że jest to bardziej alternatywna dla PC i stacjonarnych konsol niż smartfonów (duży wydatek na zakup). EY zauważa, że rosnącego pokrycie 5G (Ericsson spodziewa się potrojenia do 2028r. i objęcia 60% użytkowników, tj. 5,3 mld) wciąż będzie stymulować rozwój gier mobilnych, szczególnie w obszarze gier umożliwiających rywalizację online graczy, choć poprawi również zdolność smartfonów do obsługi gier „stacjonarnych” w chmurze.

Konsolidacja, multiplatformowość i globalne IP

Spora rywalizacja skłania wielu wydawców i producentów do szukania oparcia dla swoich nowych gier w znanych IP. Skutecznym wykorzystaniem znanej marki w ostatnim czasie były chociażby takie gry Monopoly GO! czy Pokemon TCG Pocket. Pojawiła się też tendencja do maksymalizacji monetyzacji danego IP, skąd też kolejne tytuły pojawiają się na nowych dla siebie platformach. Przykładem integrowania gier stacjonarnych na urządzenia mobilne jest produkcja Call of Duty, która miała dotrzeć nawet do 200 mln aktywnych użytkowników smartfonów, choć w przeszłości sporą popularnością na smartfonach cieszyły się również takie tytuły jak Roblox, Diablo, FIFA, Genshin Impact czy PUBG. Ciekawa była też inicjatywa Square Enix, które po przejęciu Eidos wykorzystało wartość intelektualną takich franczyz jak Hitman, Tomb Raider czy Deus Ex i po przeprojektowaniu wydało gry logiczne. Dochodzi przez to do konsolidacji międzyplatformowej. Take-Two kupiło Zenga, EA nabyło Glu Mobile, Sony przejął Bungie i Savage Game, a Microsoft przy okazji transakcji Activision Blizzard stał się właścicielem King, a zatem i Candy Crush Saga. Obawy o przyjęcie nowych gier sprzyjają również tendencji ucieczki w model GaaS, który zapewniałby długi okres monetyzacji. Swoją mocną pozycję w świecie rozrywki próbuje wykorzystać również Netflix, który zaangażował się w gry mobilne. Perspektywa pełnej konwergencji rozrywki pomiędzy poszczególnymi platformami wydaje się jednak odległa, szczególnie w takich gatunkach jak tzw. strzelanki czy RPG, natomiast mogą pojawić się nowe tytuły, które będą tworzone z myślą o optymalizacji z perspektywy wszystkich urządzeń. Wzrost kosztów produkcji i finansowa skłonił również wiele podmiotów do zaangażowania w nowe produkcje, stawiając w większym stopniu na rozpoznawalne IP (co teoretycznie powinno ograniczyć ryzyko odbioru gry), na czym ucierpiała kategoria hyper-casual.

Koniec presji płacowej w branży gier



Według *PC Gamer*, od 2022 roku pracę straciło ponad 30 tys. osób, czyli ok. 10% siły roboczej branży gier. Estymacja portalu Obsidian wskazuje, że w samym 2024r. zredukowanych zostało prawie 15 tys. etatów. Można zatem powiedzieć, że presja płacowa ze względu na utrudniony dostęp do pracowników jest już przeszłością, a automatyzacja dzięki AI może to zjawisko tylko wzmocnić.

Potencjał rynku iGaming

iGaming (online gambling) obejmuje zakłady online oraz gry kasynowe. Szacowana spodziewana wartość w 2025 r. waha się od 87 do 117 mld USD. Spodziewane tempo wzrostu do roku 2028 wynosi 6-8%, natomiast w perspektywie lat 30 wzrasta do przedziału 10,5-12,3%. Dominujący udział w sprzedaży mają zakłady sportowe (ok. połowa), a głównymi czynnikami wzrostu jest rosnąca mobilność oraz postępująca liberalizacja w USA. Firmy starają się również wykorzystać gamifikację do zwiększenia retencji graczy. Spore oczekiwania odnoszą się również do rozwoju na rynkach wschodzących, które wobec rosnącej populacji i wzrostu zamożności powinny odgrywać coraz większą rolę, szczególnie że w krajach tych korzystanie ze smartfonów jest niezwykle upowszechnione. Po stronie wyzwań należy wymienić regulacje wymagające zgodności z AML czy ochronę graczy przed uzależnieniem. Ponadto istotna jest skuteczność wydatków na pozyskiwanie klientów, stąd próby oferowania pakietów lojalności czy influencer marketingu. Branża pozostaje konkurencyjna, mimo kolejnych fuzji i choć doświadczenie z gier może procentować to wejście na ten rynek będzie trudne.

Ryzyka związane z działalnością Huuuge Games

Spółka większość środków zarabia w walucie obcej, w szczególności w amerykańskim dolarze, w związku z czym wycena spółki jak i wyniki finansowe są wrażliwe na zmiany notowań. Kolejne ryzyko związane ze zmianami regulacyjnymi wynikającymi z krajowych przepisów, ale również z wewnętrznych wytycznych platform dystrybucyjnych. W ostatnim czasie szczególnie istotna okazała się zmiana polityki prywatności systemu iOS, która utrudniła wykorzystywanie danych użytkowników, a przez negatywnie wpłynęła na efektywność prowadzonych kampanii na rzecz pozyskania graczy. Po stronie krajowej jurysdykcji należy liczyć się ze zmianą przepisów odnośnie korzystania z gier naśladujących kasyno bądź ogólnymi restrykcjami dotyczącymi czasu spędzanego na smartfonach przez młodzież. Po stronie operacyjnej z aspektów wewnętrznych, na które Zarząd ma istotny wpływ, największe ryzyko widzimy w pokusie nadmiernych inwestycji w podmioty zewnętrzne, co może doprowadzić do przeinwestowania dużej części środków. Pewną niewiadomą pozostaje wpływ sztucznej inteligencji na branżę. Na ten moment wydaje się, że nowa technologia wesprze wydajność i ewentualnie obniży koszty produkcji podmiotów, które dotychczas działały na rynku. Mało prawdopodobny jest scenariusz mocnego obniżenia barier wejścia na rynek, który spowodowałby wysyp nowych produkcji, a nawet jeśli to wciąż wyzwaniem byłyby nakłady na marketing, bez których nie sposób przebić się w dzisiejszym środowisku. Ze strony konkurencji jako ryzyko postrzegamy trend konsolidacji wokół znanych IP i dużych wydawców z naciskiem na multiplatformowość, co może odbierać uwagę mniejszym tytułom.

RZiS (mln USD)	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przychody ze sprzedaży	283	251	231	200	178	158	140	124	110	98	87	77
Koszt własny sprzedaży	-83	-69	-55	-46	-41	-37	-32	-29	-25	-23	-20	-18
Zysk/(strata) brutto ze sprzedaży	201	182	176	154	137	121	107	95	85	75	66	59
Marża brutto na sprzedaży (%)	71%	72%	76%	77%	77%	77%	77%	77%	77%	77%	77%	77%
Koszty sprzedaży i marketingu, w tym	-50	-53	-40	-34	-30	-28	-25	-23	-21	-19	-18	-16
Kampanie pozyskiwania użytkownika	-35	-39	-27	-24	-21	-19	-17	-15	-13	-12	-10	-9
Koszty sprzedaży i marketingu	-15	-14	-12	-10	-9	-9	-9	-8	-8	-8	-8	-7
Koszty prac badawczo-rozwojowych	-22	-22	-18	-13	-13	-13	-13	-13	-12	-12	-12	-12
Koszty ogólne zarządu	-34	-31	-28	-25	-25	-24	-24	-23	-23	-23	-22	-22
Utrata wartości aktywów niematerialnych	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pozostałe przychody (koszty) operacyjne net	0	-4	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zysk/(strata) z działalności operacyjnej	94	71	90	82	68	56	46	36	28	21	14	8
Marża operacyjna (%)	33%	28%	39%	41%	38%	36%	33%	29%	25%	21%	16%	11%
Przychody finansowe	6	7	7	7	6	6	4	4	4	3	2	2
Koszty finansowe	-1	0	-3	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zysk/(strata) brutto	99	78	94	88	74	62	50	40	31	23	16	10
Podatek dochodowy	-17	-12	-15	-16	-13	-11	-9	-7	-6	-4	-3	-2
Zysk/(strata) netto	82	65	79	72	61	51	41	33	26	19	13	8
Marża netto (%)	29%	26%	34%	36%	34%	32%	29%	27%	23%	19%	15%	11%

Źródło: Noble Securities

Bilans (mln USD)	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Środki pieniężne	152	145	165	152	139	126	114	102	91	80	69	59
Należności handlowe	36	33	26	24	21	19	17	15	13	12	11	10
Aktywa niematerialne	10	8	6	5	5	4	4	3	3	2	2	2
Aktywa z tytułu prawa do użytkowania	7	5	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
Inwestycje długoterminowe	0	1	6	11	16	21	26	31	36	41	46	51
Pozostałe	13	12	11	11	10	10	9	9	9	8	8	8
AKTYWA	217	203	217	205	193	183	173	163	155	147	139	133
Kapitał własny	177	172	193	183	173	164	155	148	140	133	127	121
Zobowiązania handlowe	17	11	10	9	8	7	6	6	5	4	4	3
Leasing długoterminowy	7	4	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Podatek dochodowy	8	8	5	4	4	3	3	3	2	2	2	2
Leasing krótkoterminowy	4	4	3	3	3	3	3	3	3	2	2	2
Pozostałe	5	4	4	4	3	3	3	3	3	3	3	3
PASYWA	217	203	217	205	193	183	173	163	155	147	139	133

Źródło: Noble Securities

RPP (mln USD)	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
CF Operacyjny	82	59	82	71	60	50	41	33	26	20	14	9
Zysk netto	82	65	79	72	61	51	41	33	26	19	13	8
Amortyzacja bez leasingu	5	5	4	4	4	4	3	3	3	3	3	3
KOn	0	4	-2	-1	-1	-1	-1	-1	-1	0	0	0
Saldo finansowe	-2	10	4	6	6	5	4	4	3	3	2	2
CF Inwestycyjny	4	-3	-5	-8	-8	-8	-7	-7	-7	-7	-7	-7
CAPEX bez leasingu	3	-1	0	3	3	3	2	2	2	2	2	2
M&A	0	4	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
CF Finansowy	-155	-63	-57	-76	-65	-55	-46	-37	-30	-23	-18	-12
Skup akcji	151	70	59	82	71	60	50	41	33	26	20	14
Zmiana zadłużenia	-4	-3	-2	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Saldo finansowe	2	10	4	6	6	5	4	4	3	3	2	2
Cash flow netto	-68	-8	20	-13	-13	-13	-12	-12	-11	-11	-11	-10
gotówka na początku	22	152	145	165	152	139	126	114	102	91	80	69
gotówka na koniec okresu	152	145	165	152	139	126	114	102	91	80	69	59

Źródło: Noble Securities

Kluczowe wskaźniki	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
EPS (zł)	5,1	4,1	4,9	4,5	3,8	3,2	2,6	2,1	1,6	1,2	0,8	0,5
P/E (x)	5,5	5,0	4,5	4,9	5,8	7,0	8,6	10,7	13,7	18,6	26,5	42,8
EBITDA (mln zł)	372	283	354	322	270	224	184	148	116	88	63	41
EV/EBITDA (x)	3,1	2,6	2,0	2,4	3,0	3,9	5,0	6,4	8,6	11,8	17,1	27,4
DN (mln zł)	-531	-514	-595	-549	-500	-454	-409	-366	-325	-284	-244	-206
DN/EBITDA (x)	-1,4	-1,8	-1,7	-1,7	-1,9	-2,0	-2,2	-2,5	-2,8	-3,2	-3,9	-5,1
ROA (%)	38%	32%	36%	35%	31%	28%	24%	20%	17%	13%	10%	6%
ROE (%)	46%	38%	41%	39%	35%	31%	26%	22%	18%	14%	10%	7%
Marża operacyjna (%)	33%	28%	39%	41%	38%	36%	33%	29%	25%	21%	16%	11%
Marża netto (%)	29%	26%	34%	36%	34%	32%	29%	27%	23%	19%	15%	11%

Źródło: Noble Securities

Wykaz wszystkich rekomendacji rozpowszechnionych w ostatnich 12 miesiącach:

Spółka	Zalecenie	Cena docelowa (4)	Cena przy wydaniu	Cena bieżąca	Różnica do Ceny Docelowej	Data wydania (1)	Data ważności (2)	Sporządził (3)
Creepy Jar	Trzymaj	495,00	455,00	449,00	10%	16.09.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Eurocash	Akumuluj	9,50	8,10	8,18	16%	15.09.2025	9M	Dariusz Dadej
Creotech Instruments	Akumuluj	371,00	324,00	337,00	10%	15.09.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Tauron PE	Sprzedaj	7,17	9,35	8,56	-16%	08.09.2025	9M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Akumuluj	338,00	295,00	290,00	17%	08.09.2025	9M	Dariusz Dadej
Bogdanka	Redukuj	19,22	23,20	23,45	-18%	19.08.2025	9M	Michał Sztabler
Forte	Kupuj	33,90	27,30	26,80	26%	18.08.2025	9M	Dariusz Dadej
Apator	Akumuluj	23,20	20,40	24,40	-5%	22.07.2025	9M	Michał Sztabler
Selvita	Kupuj	51,10	31,90	38,40	33%	18.07.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Auto Partner	Kupuj	31,30	20,40	19,46	61%	03.07.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
InterCars	Kupuj	774,10	568,00	545,00	42%	30.06.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Ailleron	Kupuj	24,10	19,70	18,10	33%	25.06.2025	9M	Dariusz Dadej
Captor Therapeutics	Kupuj	86,00	32,50	36,20	138%	24.06.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Celon Pharma	Kupuj	33,70	21,80	21,70	55%	24.06.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Molecure	Kupuj	11,90	5,70	7,31	63%	24.06.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	59,70	30,10	27,80	115%	24.06.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Pepco Group	Akumuluj	21,90	19,36	20,64	6%	13.06.2025	9M	Dariusz Dadej
MO-BRUK	Akumuluj	321,00	270,00			30.05.2025	9M	Dariusz Dadej
Photon Energy	nd	3,70	3,50	2,94	26%	21.05.2025	9M	Michał Sztabler
Noctiluca	nd	184,00	98,00	102,50	80%	15.05.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Mabion	nd	15,00	10,30	8,99	67%	15.05.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Sonel	nd	15,14	16,50	17,20	-12%	08.05.2025	9M	Michał Sztabler
Unibep	nd	14,30	10,60	10,00	43%	06.05.2025	9M	Dariusz Nawrot
Budimex	Sprzedaj	515,00	640,00	521,80	-1%	29.04.2025	9M	Dariusz Nawrot
Answer.com	Akumuluj	31,30	27,85	29,00	8%	22.04.2025	9M	Dariusz Dadej
TOYA	nd	12,40	6,37	9,50	31%	17.04.2025	9M	Dariusz Nawrot
MCI Capital	nd	42,20	23,90	29,20	45%	11.04.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Budimex	Trzymaj	510,00	529,00			07.04.2025	9M	Dariusz Nawrot
Aplisens	nd	24,30	19,60	18,50	31%	02.04.2025	9M	Michał Sztabler
Ryvu Therapeutics	Kupuj	59,80	19,30			24.03.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Dino Polska	Sprzedaj	35,84	48,82	46,31	-23%	19.03.2025	9M	Dariusz Dadej
Eurocash	Akumuluj	9,90	9,32			19.03.2025	9M	Dariusz Dadej
Budimex	Sprzedaj	510,00	632,00			13.03.2025	9M	Dariusz Nawrot
Bioton	nd	4,52	3,50	4,50	0%	05.03.2025	9M	Krzysztof Radojewski
LPP	Kupuj	23 300,00	18 140,00	18110,00	29%	03.03.2025	9M	Dariusz Dadej
Huuuge	Kupuj	25,40	17,32	22,00	15%	03.03.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Celon Pharma	Kupuj	37,50	23,20			21.02.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Budimex	Redukuj	510,00	557,00			14.02.2025	9M	Dariusz Nawrot
Torpol	Trzymaj	39,40	39,70	47,90	-18%	12.02.2025	9M	Dariusz Nawrot
XTB	Kupuj	81,30	64,90	73,00	11%	11.02.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Forte	Akumuluj	33,80	31,40			06.02.2025	9M	Dariusz Dadej
Photon Energy	nd	5,36	4,40			03.02.2025	9M	Michał Sztabler
Answer.com	Trzymaj	26,80	28,15			13.01.2025	9M	Dariusz Dadej
Unibep	nd	11,70	6,98			20.12.2024	9M	Dariusz Nawrot
11bit studios	Kupuj	242,90	162,00	183,40	32%	19.12.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Ailleron	Akumuluj	24,00	20,10			16.12.2024	9M	Dariusz Dadej
Budimex	Kupuj	550,00	460,00			12.12.2024	9M	Dariusz Nawrot
Sonel	nd	16,61	15,40			12.12.2024	9M	Michał Sztabler
CD Projekt	Kupuj	222,90	169,20	262,60	-15%	02.12.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Bogdanka	Trzymaj	22,34	23,00	23,45	-5%	02.12.2024	9M	Michał Sztabler
Wielton	Trzymaj	5,31	5,50	7,34	-28%	02.12.2024	9M	Michał Sztabler
XTB	Kupuj	88,60	70,70			29.11.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Toya	nd	12,40	7,50			29.11.2024	9M	Dariusz Nawrot
Molecure	Kupuj	17,60	10,30			29.11.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Selvita	Kupuj	70,60	53,50			27.11.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Tauron PE	Akumuluj	3,94	3,60			26.11.2024	9M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Akumuluj	394,70	332,00			22.11.2024	9M	Dariusz Dadej
Pepco Group	Kupuj	20,68	15,77			20.11.2024	9M	Dariusz Dadej
Torpol	Kupuj	36,00	29,90			15.11.2024	9M	Dariusz Nawrot
11 bit studios	Kupuj	423,00	269,00			14.11.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	74,40	48,60			14.11.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Budimex	Akumuluj	540,00	503,00			06.11.2024	9M	Dariusz Nawrot
Amica	Kupuj	82,30	58,00	53,60	54%	04.11.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
PGE	Redukuj	6,15	6,79	10,58	-42%	18.10.2024	9M	Michał Sztabler
Torpol	Akumuluj	36,50	32,40			14.10.2024	9M	Dariusz Nawrot
Captor Therapeutics	Kupuj	127,90	73,00			08.10.2024	9M	Krzysztof Radojewski
MCI Capital	nd	43,70	27,10			30.09.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Creepy Jar	Kupuj	575,40	359,00			26.09.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
11bit studios	Kupuj	622,20	353,00			23.09.2024	9M	Mateusz Chrzanowski

OBIAŚNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ ZASTOSOWANEJ W RAPORCIE ANALITYCZNYM

BV – wartość księgowa
EV – wycena rynkowa spółki powiększona o wartość długu odsetkowego netto
EBIT – zysk operacyjny
CF (CFO) – przepływy pieniężne z działalności operacyjnej
NOPAT – zysk operacyjny pomniejszony o hipotetyczny podatek od tego zysku
EBITDA – zysk operacyjny powiększony o amortyzację
EBITDAA – EBITDA skorygowana o zmianę wartości godziwej portfeli
EPS – zysk netto przypadający na 1 akcję
DPS – dywidenda przypadająca na 1 akcję
IFI – dynamika sprzedaży porównywalnej w ujęciu r/r
P – prognozy analityka lub analityków Noble Securities S.A. sporządzających rekomendację
P/E – stosunek ceny akcji do zysku netto przypadającego na 1 akcję
P/EBIT – stosunek ceny akcji do zysku operacyjnego przypadającego na 1 akcję
P/EBITDA – stosunek ceny akcji do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację przypadającego na 1 akcję
P/BV – stosunek ceny akcji do wartości księgowej przypadającej na 1 akcję
EV/EBIT – stosunek wyceny rynkowej spółki powiększonej o dług netto do zysku operacyjnego
EV/EBITDA – stosunek wyceny rynkowej spółki powiększonej o dług netto do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację
ROE – stopa zwrotu z kapitału własnego
ROA – stopa zwrotu z aktywów
WACC – średni ważony koszt kapitału
FCFF – wolne przepływy pieniężne dla właścicieli kapitału własnego i wierzycieli
Beta – współczynnik uwzględniający zależność zmiany ceny akcji danej spółki od zmiany wartości indeksu
SG&A – suma kosztów ogólnego zarządu i sprzedaży

ZASTRZEŻENIA PRAWNE**PODSTAWOWE ZASADY WYDAWANIA RAPORTU ANALITYCZNEGO**

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

Podstawą do opracowania Raportu były publicznie dostępne informacje znane Analitykowi na dzień sporządzenia Raportu, w szczególności informacje przekazane przez Emitenta w raportach bieżących i okresowych sporządzanych w ramach wykonywania obowiązków informacyjnych.

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

Przedstawione w Raporcie prognozy oraz elementy ocen, oparte są wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Analityka, bez uzgodnień z Emitentem ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne.

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

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

SILNE I SŁABE STRONY METOD WYCENY STOSOWANYCH PRZEZ NS W RAPORCIE

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

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

INTERESY LUB KONFLIKTY INTERESÓW, KTÓRE MOGŁYBY WPŁYNĄĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ RAPORTU

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

Analityk nie jest stroną jakiegokolwiek umowy zawartej z Emitentem i nie otrzymuje wynagrodzenia od Emitenta. Wynagrodzenie przysługujące Analitykowi z tytułu sporządzenia Raportu należne od NS nie jest bezpośrednio powiązane z transakcjami dotyczącymi usług maklerskich świadczonych przez NS lub innymi rodzajami transakcji, które prowadzi NS lub jakkolwiek inna osoba prawna będąca częścią grupy, do której należy NS lub z opłatami za transakcje, które otrzymują NS lub te osoby. Nie można wykluczyć, że wynagrodzenie, które może przysługiwać w przyszłości Analitykowi od NS z innego tytułu, może być w sposób pośredni uzależnione od wyników finansowych NS, w tym z uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej dotyczących instrumentów finansowych Emitenta. Analityk nie jest stroną jakiegokolwiek umowy zawartej z Emitentem i nie otrzymuje wynagrodzenia od Emitenta. Wynagrodzenie przysługujące Analitykowi z tytułu sporządzenia Raportu należne od NS nie jest bezpośrednio powiązane z transakcjami dotyczącymi usług maklerskich świadczonych przez NS lub innymi rodzajami transakcji, które prowadzi NS lub jakkolwiek inna osoba prawna będąca częścią grupy, do której należy NS lub z opłatami za transakcje, które otrzymują NS lub te osoby. Nie można wykluczyć, że wynagrodzenie, które może przysługiwać w przyszłości Analitykowi od NS z innego tytułu, może być w sposób pośredni uzależnione od wyników finansowych NS, w tym z uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej dotyczących instrumentów finansowych Emitenta.

Jest możliwe, że NS ma lub będzie miał zamiar złożenia oferty świadczenia usług na rzecz Emitenta.

ROZWIĄZANIA ORGANIZACYJNE I ADMINISTRACYJNE ORAZ BARIERY INFORMACYJNE USTANOWIONE W CELU ZAPOBIEGANIA KONFLIKTOM INTERESÓW ORAZ ICH UNIKANIA

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

Struktura wewnętrzna NS zapewnia organizacyjne oddzielenie od siebie Analityków od osób (zespołów) wykonujących czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów oraz zapobiega powstawaniu konfliktów interesów, a w przypadku powstania takiego konfliktu umożliwia ochronę interesów Klienta przed szkodliwym wpływem tego konfliktu. W szczególności Analitycy nie posiadają dostępu do informacji o transakcjach zawieranych na rachunek własny NS oraz do zleceń Klientów. NS dba o to, by nie istniała możliwość wywierania przez osoby trzecie jakiegokolwiek niekorzystnego wpływu na sposób wykonywania pracy przez Analityków. NS dba o to, by nie istniały żadne powiązania pomiędzy wysokością wynagrodzeń pracowników jednej jednostki organizacyjnej oraz wysokością wynagrodzeń pracowników innej jednostki organizacyjnej lub wysokością przychodów osiągniętych przez tę inną jednostkę organizacyjną, jeżeli jednostki te wykonują czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów.

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

NS posiada wdrożony regulamin w zakresie wykonywania czynności polegających na sporządzaniu analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych, a także procedurę wewnętrzną regulującą przedmiotowy zakres. NS ujawnia w treści sporządzanych przez siebie Raportów wszelkie powiązania i okoliczności, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzanych Raportów. Zakazane jest przyjmowanie przez NS lub Analityka korzyści materialnych lub niematerialnych od podmiotów posiadających istotny interes w treści Raportu, proponowanie Emitentowi przez NS lub

Analityka treści korzystnej dla tego Emitenta. Zakazane jest udostępnianie Emitentowi lub innym osobom niż Analitycy, Raportu, zawierającego treść zalecenia lub cenę docelową, przed rozpoczęciem jego dystrybucji w celach innych niż weryfikacja zgodności działania NS z jego zobowiązaniami prawnymi.

NS posiada wdrożony regulamin wewnętrzny dotyczący zasad zawierania transakcji osobistych przez osoby zaangażowane, który m.in. zabrania wykorzystywania do transakcji osobistych informacji uzyskanych w związku z wykonywanymi czynnościami służbowymi. Ponadto Analitycy nie mogą zawierać transakcji osobistych dotyczących instrumentów finansowych Emitenta bądź powiązanych instrumentów finansowych przed rozpoczęciem rozpowszechniania Raportu, a także transakcji osobistych sprzecznych z treścią Raportu oraz w przypadku, gdy NS rozpoczyna lub prowadzi prace nad emisją instrumentów finansowych Emitenta od czasu powzięcia przez Analityka informacji w tym zakresie do czasu opublikowania prospektu – w przypadku oferty publicznej albo do uruchomienia oferty..

NS posiada wdrożony regulamin wewnętrzny dotyczący zasad zawierania transakcji osobistych przez osoby zaangażowane, który m.in. zabrania wykorzystywania do transakcji osobistych informacji uzyskanych w związku z wykonywanymi czynnościami służbowymi. Ponadto Analitycy nie mogą zawierać transakcji osobistych dotyczących instrumentów finansowych Emitenta bądź powiązanych instrumentów finansowych przed rozpoczęciem rozpowszechniania Raportu, a także transakcji osobistych sprzecznych z treścią Raportu oraz w przypadku, gdy NS rozpoczyna lub prowadzi prace nad emisją instrumentów finansowych Emitenta od czasu powzięcia przez Analityka informacji w tym zakresie do czasu opublikowania prospektu – w przypadku oferty publicznej albo do uruchomienia oferty.

POZOSTAŁE INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

NS zapewnia, że Raport został przygotowany z należytą starannością i rzetelnością w oparciu o ogólnodostępne fakty i informacje uznane przez Analityka za wiarygodne, rzetelne i obiektywne, jednak NS ani Analitycy nie gwarantują, że są one w pełni dokładne i kompletne. W przypadku gdy Raport wskazuje adresy stron internetowych, z których korzystano przy sporządzeniu Raportu ani Analitycy ani NS nie biorą odpowiedzialności za zawartość tych stron.

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

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

Raport został przygotowany zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność, w szczególności z zgodnie z Rozporządzeniem delegowanym Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów. Raport stanowi badanie inwestycyjne, o którym mowa w art. 36 ust. 1 Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Raport ani żaden z jego zapisów nie stanowi:

- oferty w rozumieniu art. 66 ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. - kodeks cywilny,
- podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania,
- oferty publicznej instrumentów finansowych w rozumieniu art. 3 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych,
- zaproszenia do subskrypcji lub zakupu papierów wartościowych Emitenta,
- usługi doradztwa inwestycyjnego, ani usługi zarządzania portfelami, o których mowa w ustawie z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi,
- porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju.

Raport

- jest upubliczniony na stronie internetowej NS: <https://noblesecurities.pl/dom-maklerski/analizy2/program-wsparcia-pokrycia-analitycznego-gpw>,
- jest przeznaczony do rozpowszechniania wyłącznie na terenie Rzeczypospolitej Polskiej, a nie jest przeznaczony do rozpowszechniania lub przekazywania, bezpośrednio ani pośrednio, na terenie Stanów Zjednoczonych Ameryki, Kanady, Japonii lub Australii, ani obszaru żadnej innej jurysdykcji, gdzie rozpowszechnianie takie stanowiłoby naruszenie odpowiednich przepisów danej jurysdykcji lub wymagało zarejestrowania w tej jurysdykcji,
- nie zawiera wszystkich informacji o Emitencie i nie umożliwia pełnej oceny Emitenta, w szczególności w zakresie sytuacji finansowej Emitenta, ponieważ do Raportu zostały wybrane tylko niektóre dane dotyczące Emitenta,
- ma wyłącznie charakter informacyjny, więc nie jest możliwa kompleksowa ocena Emitenta na podstawie Raportu.

UWAGI KOŃCOWE

Analitycy sporządzający Raport: Mateusz Chrzanowski

Data i godzina zakończenia sporządzania Raportu: 18.09.2025, godz. 17.30. Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia Raportu: 18.09.2025, godz. 19.00.

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

NS podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

Ostatnio wydane rekomendacje dotycząca Huuuge	
Rekomendacja/aktualizacja	KUPUJ
Data wydania	03.03.2025 godz. 10:50
Kurs z dnia rekomendacji	17,32
Cena docelowa	25,4
WIG w dniu rekomendacji	91 894,23

DEPARTAMENT ANALIZ I DORADZTWA

Sobiesław Kozłowski, MPWsobieslaw.kozlowski@noblesecurities.pl

tel: +48 22 213 22 39

Modelowe portfele w ramach doradztwa inwestycyjnego

Krzysztof Radojewskikrzysztof.radojewski@noblesecurities.pl

tel: +48 22 213 22 35

Biotechnologia

Michał Sztablermichal.sztabler@noblesecurities.pl

tel: +48 22 213 22 36

Spółki przemysłowe, energetyka, wydobywanie

Dariusz Dadejdariusz.dadej@noblesecurities.pl

tel: +48 22 660 24 83

mobile: +48 781 910 497

Handel detaliczny, przemysł

Krzysztof Ojczyk, MPWkrzysztof.ojczyk@noblesecurities.pl

tel: +48 12 422 31 00

Analiza techniczna

Mateusz Chrzanowski, DImateusz.chrzanowski@noblesecurities.pl

tel: +48 785 904 686

Przemysł, automotive, gamedev, XTB

Dariusz Nawrotdariusz.nawrot@noblesecurities.pl

tel: +48 783 391 515

Przemysł. Budownictwo, deweloperzy, chemia

Jacek Borawskijacek.borawski@noblesecurities.pl

tel: +48 697 970 113

Analiza techniczna

DEPARTAMENT OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH

Jacek Paszkowski, CFAjacek.paszkowski@noblesecurities.pl

tel: +48 22 244 13 02

mobile: +48 783 934 027

Piotr Dudzińskipiotr.dudzinski@noblesecurities.pl

tel: +48 22 244 13 04