

CD Projekt – rok pełen niespodzianek

Od naszego ostatniego zalecenia KUPUJ kurs akcji wzrósł o 50%. Napływające informacje o strukturze zatrudnienia i skali wydatków na nowe gry skłoniły nas do podwyższenia prognoz oczekiwanych budżetów gier oraz wydłużenia czasu produkcji. Podwyższyliśmy domyślną cenę przyszłych gier na 80 USD. Dodaliśmy do naszych prognoz sprzedaż 11 mln kopii spodziewanego w 2026 r. DLC do Wiedźmina 3. Korzystniejszy kalendarz debiutów i wyższe mnożniki dla branży poskutkowały wyraźnym wzrostem wyceny porównawczej. Ostatecznie podwyższyliśmy cenę docelową z 223 do 283 zł i w związku ze wzrostem kursu obniżamy zalecenie z KUPUJ do AKUMULUJ.

DLC do Wiedźmina 3 impulsem dla bieżących wyników

Spodziewamy się, że w maju 2026 r. pojawi się kolejny płatny dodatek (DLC) do Wiedźmina 3. Zakładamy sprzedaż 11 mln kopii po 30 USD w przyszłym roku. Budżet produkcyjny szacujemy na 52 mln zł. Premiera powinna rozpocząć właściwą kampanię marketingową Wiedźmina 4. Budżet pozostałych nieujawnionych projektów, które mogą zadebiutować w przyszłym roku szacujemy na 28 mln zł, zaś potencjalne przyszłoroczne przychody ze sprzedaży na 61 mln zł.

Wiedźmin 4 dopiero w 2027 r.

Zarząd oficjalnie zaprzeczył, że premiera Wiedźmina 4 może mieć miejsce przed 2027 r., więc wydłużyliśmy cykl produkcji o rok i obecnie oczekujemy premiery w 4Q27. Wydłużenie oraz struktura bieżących nakładów na prace rozwojowe skłoniły nas do podwyższenia zakładanego budżetu gry do 1,4 mld zł (i drugie tyle na marketing). Biorąc jednak pod uwagę, że kolejne części będą mocno bazować na technologii W4 łączny budżet trylogii wzrósł z 2,1 do 3,2 mld. Możliwe są też efekty synergii kampanii marketingowych, wynikające z koncentracji premier (Zarząd chce wydać całą nową trylogię w ciągu 6 lat) oraz rozpoznawalności marki, które skutkowałyby niższymi kosztami sprzedaży względem modelu opartego o wydatki na CP77.

Wieloosobowy Orion

Zespół pracujący nad sequelem Cyberpunka liczy 135 osób i ma ulec podwojeniu w ciągu dwóch lat. Chęć integracji trybu wieloosobowego w produkcji skłonił nas do wydłużenia czasu produkcji ponad stan wynikający z postępów prac nad będącym punktem odniesienia W4. W konsekwencji budżet urosł do 1,5 mld zł, a premiery spodziewamy się w 4Q30 (10-lecie CP77).

Sirius, Canis Majoris oraz Hadar

Jeżeli chodzi o postępy w pozostałych projektach to wciąż nie widać żadnego przełomu. Liczba deweloperów pracujących nad Sirius/Hadar na przełomie roku wzrosła o 14/11 osób. Z kolei zespół Fool's Theory pracujący nad remake Wiedźmina 1 został przesunięty do wsparcia W4, z którego assetów będzie czerpał. W konsekwencji przesuwamy daty premiery Sirius i Canis Majoris (remake W1) o rok (2028). Obniżyliśmy też cenę obu gier po 10 USD oraz spodziewany budżet produkcyjny po 50 mln zł. Hadar pozostaje w fazie pre-koncepcyjnej, dlatego bazując na czasie trwania prac koncepcyjnych w przypadku Orion przesuwamy debiut o 2 lata (2032).

Walka o prymat z GTA VI

Rynek gier oczekuje na premierę kolejnej odsłony serii GTA, która obecnie zapowiedziana jest na 19 listopada 2026 r. Oprócz plotek o możliwym wywindowaniu ceny gry, będącej punktem odniesienia dla pozostałych produkcji AAA inwestorzy mogą również dostać potwierdzenie przesuwającego się w górę sufitu wolumenu sprzedaży gier. Byłoby to potwierdzenie trendu widocznego na Steam, gdzie największe hity osiągają coraz wyższe maksymalne peaki graczy. W zestawieniu Golden Joystick Awards 2025 Wiedźmin 4 przegrał tylko o 2 p. p. z GTA VI w rywalizacji o tytuł najbardziej oczekiwanej gry, co obrazuje skalę rozwoju marki i jej potencjał. **Wartość akcji CD Projekt oszacowano na podstawie wyceny metodą DCF (332 zł, waga 50%) i porównawczą (192 zł, waga 50%), co implikuje wycenę w horyzoncie 9-mies. na 283 zł.**

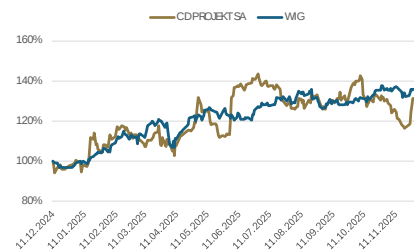
mln zł	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży	1230	985	1178	1782	4183
EBITDA	714	488	621	990	2348
Zysk netto	481	470	529	876	1567
P/E (x)	24,9	42,6	47,8	28,9	16,1
EV/EBITDA (x)	14,1	36,1	38,6	24,2	10,0

Źródło: Spółka (2023-2024), Noble Securities (2025P-2027P)

Zakończenie sporządzania rekomendacji nastąpiło 11.12.2025 o godz. 17:05. Pierwsze rozpowszechnienie rekomendacji nastąpiło 11.12.2025 godz. 17:10.

AKUMULUJ**(aktualizacja - obniżona)**

Kurs	253 zł
Wycena (9M)	283 zł
Potencjał wzrostu	12%
Kapitalizacja	25 277 mln zł
Free float	66,61%
Śr. Wolumen 6M	237 201



Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities

PROFIL SPÓŁKI

Producent gier video o globalnym zasięgu sprzedaży oraz w mniejszej skali cyfrowy dystrybutor gier. Posiadający w portfolio dwie silne franczyzy o światowej rozpoznawalności, tj. uniwersum Wiedźmina oraz Cyberpunka.

STRUKTURA AKCJONARIATU

Marcin Iwiński	12,66%
Michał Kiciński	10,0%
Piotr Nielubowicz	6,86%
NN OFE	6,06%
Goldman Sachs Group Inc	5,0%

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

Mateusz Chrzanowski, DI
Analitik Akcji, Dep. Analiz i Doradztwa
 mateusz.chrzanowski@noblesecurities.pl
 +48 758 904 686

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)
CDProjekt	Akumuluj	283,00	253,00	247,30	14%	11.12.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Ryu Therapeutics	Kupuj	45,40	28,20	26,35	72%	27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Molecure	Kupuj	9,20	6,50	7,04	31%	27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Celon Pharma	Kupuj	34,60	21,60	19,80	75%	27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Captor Therapeutics	Kupuj	94,40	60,40	69,40	36%	27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Selvita	Kupuj	63,90	44,00	44,00	45%	26.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	nd	20,45	17,95	17,70	16%	25.11.2025	9M	Michał Sztabler
Apator	Kupuj	29,60	22,70	22,85	30%	21.11.2025	9M	Michał Sztabler
Amica	Kupuj	97,90	22,00	64,40	52%	21.11.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Pepco Group	Trzymaj	25,50	26,83	29,57	-14%	19.11.2025	9M	Dariusz Dadej
Dino Polska	Trzymaj	41,00	41,79	40,91	0%	19.11.2025	9M	Dariusz Dadej
PGE	Redukuj	9,95	11,37	8,63	15%	12.11.2025	9M	Michał Sztabler
Answear.com	Akumuluj	33,70	29,00	25,70	31%	20.10.2025	9M	Dariusz Dadej
MCI Capital	Kupuj	43,20	29,30	28,00	54%	14.10.2025	9M	Krzysztof Radojewski
LFP	Kupuj	23000,00	17495,00	20450,00	12%	06.10.2025	9M	Dariusz Dadej
Bioton	Akumuluj	4,86	4,40	3,95	23%	06.10.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Toya	Kupuj	14,50	9,96	9,65	50%	03.10.2025	9M	Dariusz Nawrot
Sonel	Redukuj	14,67	17,50	15,40	-5%	03.10.2025	9M	Michał Sztabler
Torpol	Redukuj	46,20	49,60	60,00	-23%	30.09.2025	9M	Dariusz Nawrot
Unibep	Kupuj	15,00	10,00	13,80	9%	26.09.2025	9M	Dariusz Nawrot
Huuuge	Akumuluj	27,30	23,10	24,35	12%	24.09.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Dino Polska	Redukuj	40,00	46,03			23.09.2025	9M	Dariusz Dadej
Budimex	Akumuluj	560,00	518,20	653,20	-14%	18.09.2025	9M	Dariusz Nawrot
Huuuge	Kupuj	27,80	22,00			18.09.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Creepy Jar	Trzymaj	495,00	455,00	380,00	30%	16.09.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Eurocash	Akumuluj	9,50	8,10	6,02	58%	15.09.2025	9M	Dariusz Dadej
Creotech Instruments	Akumuluj	371,00	324,00	371,50	0%	15.09.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Tauron PE	Sprzedaj	7,17	9,35	8,83	-19%	08.09.2025	9M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Akumuluj	338,00	295,00	316,50	7%	08.09.2025	9M	Dariusz Dadej
Bogdanka	Redukuj	19,22	23,20	18,12	6%	19.08.2025	9M	Michał Sztabler
Forte	Kupuj	33,90	27,30	22,80	49%	18.08.2025	9M	Dariusz Dadej
Apator	Akumuluj	23,20	20,40	22,85	2%	22.07.2025	9M	Michał Sztabler
Selvita	Kupuj	51,10	31,90	44,00	16%	18.07.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Auto Partner	Kupuj	31,30	20,40	16,12	94%	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	17,16	40%	25.06.2025	9M	Dariusz Dadej
Captor Therapeutics	Kupuj	86,00	32,50	69,40	24%	24.06.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Celon Pharma	Kupuj	33,70	21,80	19,80	70%	24.06.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Molecure	Kupuj	11,90	5,70	7,04	69%	24.06.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Ryu Therapeutics	Kupuj	59,70	30,10	26,35	127%	24.06.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Pepco Group	Akumuluj	21,90	19,36			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	1,79	107%	21.05.2025	9M	Michał Sztabler
Noctiluca	nd	184,00	98,00	89,80	105%	15.05.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Mabion	nd	15,00	10,30	7,25	107%	15.05.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Sonel	nd	15,14	16,50			08.05.2025	9M	Michał Sztabler
Unibep	nd	14,30	10,60			06.05.2025	9M	Dariusz Nawrot
Budimex	Sprzedaj	515,00	640,00			29.04.2025	9M	Dariusz Nawrot
Answear.com	Akumuluj	31,30	27,85			22.04.2025	9M	Dariusz Dadej
TOYA	nd	12,40	6,37			17.04.2025	9M	Dariusz Nawrot
MCI Capital	nd	42,20	23,90	28,00	51%	11.04.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Budimex	Trzymaj	510,00	529,00			07.04.2025	9M	Dariusz Nawrot
Aplisens	nd	24,30	19,60	17,70	37%	02.04.2025	9M	Michał Sztabler
Ryu Therapeutics	Kupuj	59,80	19,30			24.03.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Dino Polska	Sprzedaj	35,84	48,82			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			05.03.2025	9M	Krzysztof Radojewski
LFP	Kupuj	23300,00	18140,00			03.03.2025	9M	Dariusz Dadej
Huuuge	Kupuj	25,40	17,32			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			12.02.2025	9M	Dariusz Nawrot
XTB	Kupuj	81,30	64,90	70,36	16%	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
Answear.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	152,90	59%	19.12.2024	9M	Mateusz Chrzanowski

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

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

OBJAŚNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ ZASTOSOWANEJ W REKOMENDACJI

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

PODSTAWOWE ZASADY WYDAWANIA REKOMENDACJI O CHARAKTERZE OGÓLNYM

Niniejsza rekomendacja o charakterze ogólnym, zwana dalej „Rekomendacją” została przygotowana przez Noble Securities S.A. („NS”) z siedzibą w Warszawie.

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

Rekomendacja wyraża wyłącznie wiedzę oraz poglądy Analityka, według stanu na dzień jej sporządzenia.

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

NS ani Analityk nie gwarantują, że prognozy się sprawdzą.

Rekomendacja wydawana przez NS obowiązuje przez okres 9 miesięcy, chyba, że zostanie wcześniej zaktualizowana. Aktualizacja jest uzależniona od sytuacji rynkowej oraz subiektywnej oceny Analityka.

System wydawania rekomendacji ma poniższą charakterystykę:

Kupuj – oznacza, co najmniej +20% potencjału zmiany ceny docelowej wobec kursu odniesienia,
Akumuluj – oznacza, między +5% a +15% 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 REKOMENDACJI

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.

Odmianą tej metody jest metoda zdyskontowanych dywidend.

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 rNPV (ang. *risk-adjusted net present value*) – metoda służy do obliczania wartości firmy lub projektu, z uwzględnieniem ryzyka. Najczęściej stosuje się ją przy wycenie projektów obciążonych dużą niepewnością, np. badań nad nowymi lekami w farmacji i biotechnologii. Metoda rNPV zmienia standardową kalkulację NPV w analizie zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) mnożąc każdy przepływ pieniężny przez szacowane prawdopodobieństwo jego wystąpienia (szacowany wskaźnik sukcesu).

- **Wady Metody rNPV:** wynik mocno zależy od tego, jakie prawdopodobieństwa sukcesu przyjmujemy dla przyszłych zdarzeń.

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 MOGŁYBY WPŁYNAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ REKOMENDACJI

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

- nie jest bezpośrednio powiązane z transakcjami dotyczącymi usług maklerskich świadczonych przez NS;
- nie zależy od innych transakcji, które prowadzi NS lub jakakolwiek inna osoba prawna będąca częścią grupy, do której należy NS;
- nie jest związane z opłatami za transakcje, które otrzymują NS lub te osoby.

Wynagrodzenie Analityka (które może przysługiwać w przyszłości z innego tytułu), może być w sposób pośredni uzależnione od wyników finansowych NS, w tym z uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej dotyczących instrumentów finansowych Emitenta.

Analityk posiada 17 akcji Emitenta, nabytych dnia 29.08.2022 r. po średniej cenie wynoszącej 83,16 zł.

NS nie był w ciągu 12 miesięcy stroną umów z Emitentem dotyczących świadczenia usług maklerskich.

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

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

Ogólny opis *Regulaminu zarządzania konfliktami interesów* w Noble Securities S.A. zawarty jest w Pkt. XIV dokumentu *Szczegółowe informacje dotyczące Noble Securities S.A.* zamieszczonego na stronie internetowej: www.noblesecurities.pl w zakładce: Dom maklerski/Regulamin maklerski/Dokumenty.

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

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

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

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

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

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

NS ujawnia w treści sporządzanych przez siebie Rekomendacji wszelkie powiązania i okoliczności, które mogłyby negatywnie wpłynąć na obiektywność sporządzanych Rekomendacji. Zakazane jest:

- przyjmowanie przez NS lub Analityka korzyści materialnych lub niematerialnych od podmiotów posiadających istotny interes w treści Rekomendacji,
- proponowanie Emitentowi przez NS lub Analityka treści korzystnej dla tego Emitenta,
- udostępnianie Emitentowi lub innym osobom niż Analitycy, Rekomendacji, zawierającej 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 Rekomendacji,
- zawierać transakcji osobistych sprzecznych z treścią Rekomendacji 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 Rekomendacja została przygotowana 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 Rekomendacja wskazuje adresy stron internetowych, z których korzystano przy sporządzeniu Rekomendacji ani Analityk ani NS nie biorą odpowiedzialności za zawartość tych stron.

Inwestowanie może wiązać się z dużym ryzykiem inwestycyjnym. Rekomendacja nie może być traktowana 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 Rekomendacji nie mogą zrezygnować z przeprowadzenia niezależnej oceny i uwzględnienia innych okoliczności niż wskazywane przez Analityka czy przez NS.

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

Rekomendacja została przygotowana 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. Rekomendacja 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.

Rekomendacja ani żaden z jej zapisów 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 o obrocie instrumentami finansowymi,
- porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju.

Rekomendacja:

wtorek, 16 grudnia 2025

- sporządzana jest bez uwzględnienia indywidualnej sytuacji oraz potrzeb inwestora i nie stanowi usługi doradztwa inwestycyjnego,
- jest dystrybuowana wśród Klientów i pracowników NS. Skrót rekomendacja może być upubliczniony na stronie internetowej NS www.noblesecurities.pl,
- jest przeznaczona do rozpowszechniania wyłącznie na terenie Rzeczypospolitej Polskiej, a nie jest przeznaczona 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 Rekomendacji zostały wybrane tylko niektóre dane dotyczące Emitenta,
- ma wyłącznie charakter informacyjny, więc nie jest możliwa kompleksowa ocena Emitenta na podstawie Rekomendacji,
- nie została ujawniona Emitentowi, do którego się bezpośrednio lub pośrednio odnosi przed pierwszym rozpowszechnieniem.

UWAGI KOŃCOWE

Analitik sporządzający Rekomendację: Mateusz Chrzanowski – Analitik Akcji, Departament Analiz i Doradztwa Noble Securities S.A.

Zakończenie sporządzania rekomendacji nastąpiło 11.12.2025 o godz. 17:05. Pierwsze rozpowszechnienie rekomendacji nastąpiło 11.12.2025 godz. 17:10.

Rozpowszechnianie lub powielanie Rekomendacji (w całości lub w jakiegokolwiek części) bez pisemnej zgody Noble Securities S.A. jest zabronione.

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

Ostatnio wydana rekomendacja/aktualizacja dotycząca CD Projekt

Rekomendacja/aktualizacja	KUPUJ	KUPUJ	
Data wydania	02.12.2024	05.03.2024	
Kurs z dnia rekomendacji	169,2	106,2	
Cena docelowa	222,9	192,8	
WG w dniu rekomendacji	81 073	80 742	

DEPARTAMENT ANALIZ I DORADZTWA

Sobiesław Kozłowski, MPW

sobieslaw.kozlowski@noblesecurities.pl

tel.: +48 22 213 22 39

Modelowe portfele, strategia i banki

Krzysztof Radojewski

krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl

tel.: +48 22 213 22 35

Biotechnologia

Michał Sztabler

michal.sztabler@noblesecurities.pl

tel.: +48 22 213 22 36

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

Mateusz Chrzanowski, DI

mateusz.chrzanowski@noblesecurities.pl

tel.: +48 785 904 686

Przemysł, automotive, gamedev, XTB

Dariusz Nawrot

dariusz.nawrot@noblesecurities.pl

tel.: +48 783 931 515

Przemysł, budownictwo, deweloperzy, chemia

Jacek Borawski

jacek.borawski@noblesecurities.pl

tel.: +48 697 970 113

Analiza techniczna

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