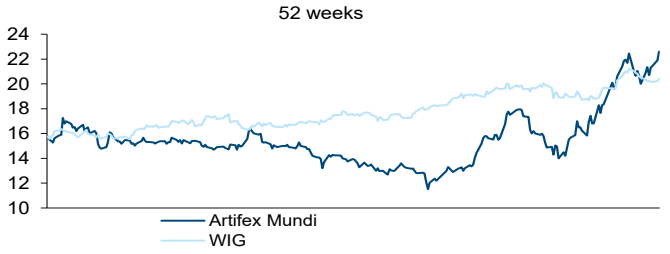
COMPANY REPORT

# Artifex Mundi

## Kupuj

| PLN mn | 2025 | 2026P | 2027P | 2028P |
|---|---|---|---|---|
| Przychody | 96.0 | 94.6 | 134.6 | 174.3 |
| EBITDA | 29.1 | 28.4 | 47.7 | 66.4 |
| EBIT | 24.4 | 22.1 | 28.8 | 45.8 |
| Zysk netto | 25.4 | 20.9 | 26.8 | 42.2 |
| EPS (PLN) | 2.13 | 1.75 | 2.25 | 3.54 |
| CEPS (PLN) | 2.52 | 2.28 | 3.83 | 5.27 |
| BVPS (PLN) | 11.26 | 13.02 | 15.26 | 18.8 |
| DPS (PLN) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EV/EBITDA (x) | 4.4 | 8.8 | 5.2 | 3.4 |
| P/E (x) | 6.2 | 12.9 | 10.1 | 6.4 |
| P/CE (x) | 5.3 | 9.9 | 5.9 | 4.3 |
| DY | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |




| Zmiana kursu | 12M | 6M | 3M | 1M |
|---|---|---|---|---|
| w PLN | 43.4% | 64.2% | 29.1% | 23.1% |

| | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Cena akcji (PLN) na zamknięciu w dniu 28.08.2025 | 22.6 | Reuters | ARTP.WA | Akcje w wolnym obrocie | | 48.4% |
| Liczba akcji (mln) | 11.9 | Bloomberg | ART PW | Główni akcjonariusze: | SH agreement | 21.9% |
| Wartość rynkowa (mln PLN ) | ,269/ ,63 | Dzień dywidendy | | | Warsaw Equity ASI | 14.8% |
| Wartość przedsiębiorstwa (mln PLN) | ,250 / ,59 | **Cena docelowa** | **27.5** | Strona internetowa | | www.artifexmundi.com |

**Analyst:**
Krzysztof Tkocz
+48 22 257 57 52
krzysztof.tkocz@erstegroup.com

## Atrakcyjny profil risk/reward mimo silnej aprecjacji kursu

**Od publikacji naszej ostatniej rekomendacji we wrześniu 2025 r. kurs akcji spółki wzrósł o ponad 50%. W aktualnej edycji, głównie w efekcie wydłużenia horyzontu wyceny do 2030 r. oraz obniżenia premii za ryzyko rynku akcji, podnosimy naszą wycenę do 27.5 PLN za akcję (22% potencjału) utrzymując jednocześnie rekomendację Kupuj.** Prace nad metagrą Unsolved weszły w zaawansowaną fazę. Po zakończeniu etapu beta w marcu, spółka koncentruje się obecnie na finalnym dopracowaniu zawartości przed planowanym na okres wakacyjny, stopniowym rolloutem. Pierwszy wpływ wdrożenia metagry na KPI powinien być widoczny już w drugiej połowie 3Q'26, natomiast przełożenie na wyniki finansowe powinno pojawić się z lekkim opóźnieniem, najprawdopodobniej późną jesienią'26. Ambicje spółki pozostają wysokie, co zarząd podkreślał podczas ostatniej konferencji wynikowej, wskazując na cel zwielokrotnienia przychodów dzięki metagrze (luka LTV do referencyjnych tytułów na poziomie ok. x4). W naszym modelu przyjmujemy jednak bardziej konserwatywne założenia i zakładamy ok. 65% wzrost dziennych przychodów po ok. dwóch latach od rozpoczęcia rolloutu. W całym 2026 r. zakładamy, że Unsolved wygeneruje 91 mln PLN przychodów, co oznacza stabilizację na poziomie zbliżonym do 2025 r. Wyraźniejszej poprawy wyników oczekujemy w 2027 r., wraz z narastającym wpływem metagry. Zakładamy wówczas wzrost przychodów aplikacji o ok. 35% r/r, do 122 mln PLN, oraz poprawę pierwszej marży do ok. 56 mln PLN, tj. o ok. 34% r/r.

Głównym celem ostatnich testów Void Hunters była weryfikacja krótkoterminowej retencji oraz ocena pierwszej reakcji graczy na podstawową pętlę rozgrywki. Wyniki okazały się wyraźnie lepsze od wewnętrznych założeń spółki - benchmarki retencji zostały przekroczone o ok. 50%. Kolejne aktywności marketingowe, w tym soft launch, w ramach którego spółka będzie weryfikować KPIs związane z monetyzacją, powinny wspierać dalszą rozbudowę organicznej bazy graczy. Powinno to stanowić istotny atut w procesie budowania rozpoznawalności VH na wymagającym rynku gier F2P. Już na obecnym etapie, projekt oferuje odpowiednią głębię rozgrywki oraz adaptacyjny poziom trudności, co powinno ograniczać barierę wejścia dla mniej zaawansowanych graczy. Choć rezultaty testów pozwalają z rosnącym optymizmem oceniać potencjał projektu, w naszych założeniach pozostajemy konserwatywni. W modelu przyjmujemy pierwszą marżę gry na poziomie zbliżonym do wcześniejszego RPG-owego projektu studia.

Erste Group Research – Company Report finalized and released maj 6, 2026, 07:30, CET, reviewed by Henning Eßkuchen (supervising analyst)
All prices are those current at the end of the previous trading session unless otherwise indicated and are sourced from local exchanges via appropriate vendors.

# Unsolved

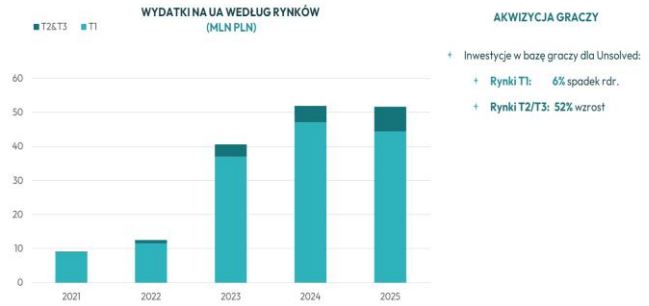
### Ekspansja na rynkach T2&T3

W 2025 r. spółka ograniczyła wydatki na user acquisition na rynkach Tier 1 o 6% r/r, co było konsekwencją utrzymującej się wysokiej konkurencyjności w tych regionach (wysokie CPI). Jednocześnie Artifex Mundi podjął działania mające na celu dywersyfikację źródeł wzrostu, koncentrując się na rynkach, na których dotychczas był obecny w ograniczonym zakresie - zarówno pod względem lokalizacji produktowej, jak i aktywności marketingowej, tj. głównie na krajach Tier 2 i Tier 3.

Inicjatywy te pozwoliły zrekompensować niższe nakłady na UA na rynkach Tier 1. Wydatki marketingowe na rynkach Tier 2 i Tier 3 wzrosły w 2025 r. o 52% r/r, a spółka rozszerzyła lokalizację gry o kilkadziesiąt nowych wersji językowych. W rezultacie, pod koniec 2025 r. oraz na początku 2026 r. Artifex Mundi odnotowała wyraźną poprawę przychodów z tych regionów - poziom dziennych przychodów na rynkach Tier 2/Tier 3 wzrósł o ok. 300%.

Działania te stanowiły odpowiedź spółki na przejściowe spowolnienie poprawy LTV Unsolved, pozwalając jednocześnie utrzymać pełną koncentrację zespołu na pracach nad rozwojem metagry.

**Unsolved – pozyskiwanie graczy w rynkach T1,T2&T3**



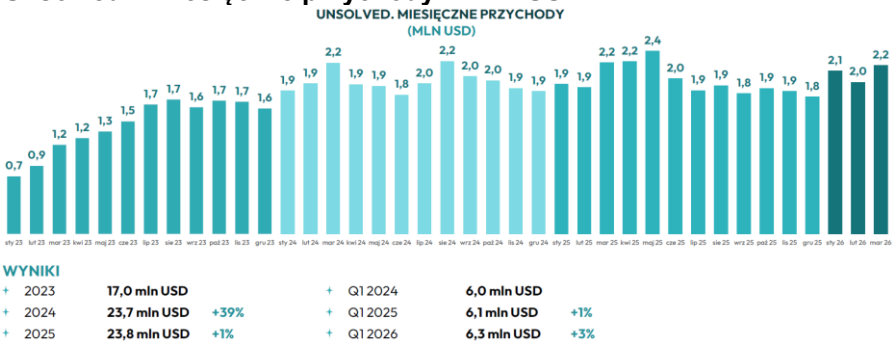

**Unsolved – ekspansja na rynkach T2&T3**

*Źródło: Spółka*

### Negatywny wpływ kursu USD/PLN na dynamikę przychodów

Istotnym czynnikiem wpływającym na dynamikę przychodów Unsolved w ostatnich kwartałach pozostawał kurs USD/PLN. Osłabienie dolara względem złotego negatywnie przełożyło się na raportowane przychody gry w PLN. Według szacunków spółki, po wyłączeniu efektu walutowego, przychody z aplikacji wzrosłyby w 2025 r. o 1% r/r, a w 1Q'26 o 3% r/r.

**Unsolved – miesięczne przychody w mln USD**




*Źródło: Spółka*

### Metagra

Luka w poziomie LTV Unsolved względem referencyjnych tytułów rynkowych wynosi obecnie ok. 3-4x, przy czym istotna część tej różnicy wynika z braku metagry. Jej wdrożenie powinno nie tylko przełożyć się na poprawę LTV już na początkowym etapie, ale również stworzyć platformę do dalszego rozwoju aplikacji.

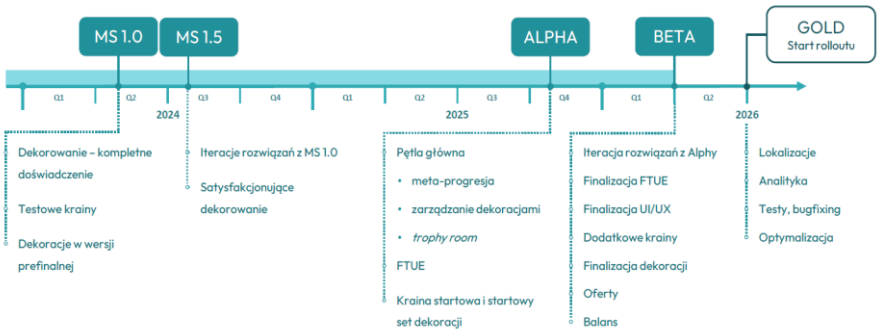
**Unsolved – obazy z metagry**

**Unsolved – obazy z metagry**

*Źródło: Spółka*

Prace nad metagrą weszły obecnie w zaawansowaną fazę. Wersja alfa została zakończona w październiku 2025 r., natomiast etap beta zakończył się pod koniec marca 2026 r. Aktualnie spółka koncentruje się na dopracowaniu zawartości, usuwaniem błędów, implementacji narzędzi analitycznych oraz finalnych pracach optymalizacyjnych. Premiera wersji Gold planowana jest na okres wakacyjny.

**Metagra Unsolved – główne kamienie milowe projektu**




*Źródło: Spółka*

Pierwsze tygodnie po udostępnieniu wersji Gold będą miały charakter technologicznego rolloutu. Gra zostanie udostępniona ograniczonej grupie użytkowników (początkowo ok. 10% nowych graczy), głównie na rynkach Tier 2 i Tier 3. Celem tego etapu będzie przede wszystkim weryfikacja stabilności technicznej produktu oraz identyfikacja potencjalnych błędów, które mogły nie zostać wykryte na wcześniejszych etapach testów.

Pierwszy wpływ wdrożenia metagry na KPIs powinien być widoczny w drugiej połowie 3Q'26. Z kolei przełożenie na wyniki finansowe powinno pojawić się z pewnym opóźnieniem, najprawdopodobniej późną jesienią 2026 r., tj. w okresie październik-listopad.

Równolegle spółka pracuje nad szeregiem pobocznych inicjatyw związanych z metagrą, których celem jest jakościowa poprawa istniejącego kontentu. Działania te mają doprowadzić do większej spójności doświadczenia użytkownika oraz zbliżyć poziom obecnej zawartości gry do standardu oferowanego przez metagrę.

**Metagra Unsolved – plan gry na lato**

*Źródło: Spółka*

**Dodatkowe inicjatywy**
Równolegle do prac nad metagrą spółka planuje realizację kilku dodatkowych inicjatyw wspierających dalszą monetyzację Unsolved. W 2Q'26 Artifex Mundi zamierza m.in. dokonać zmiany platformy do mediacji reklam, co powinno wspierać odbudowę udziału przychodów reklamowych w całkowitych przychodach gry. Jednocześnie, na moment startu metagry, spółka planuje wdrożenie własnego sklepu DTC, który powinien przełożyć się na niższe prowizje platform. Dodatkowym elementem rozwoju produktu będzie rozszerzenie funkcji cross-play na pozostałe platformy, co powinno wspierać zaangażowanie graczy w dłuższym horyzoncie.

**Oczekiwany wpływ metagry na wyniki Unsolved**
W naszych prognozach zakładamy, że pierwszy wpływ wdrożenia metagry na wyniki finansowe będzie widoczny od 4Q'26. Ambicje spółki pozostają wysokie, co zarząd podkreślał podczas ostatniej konferencji wynikowej, wskazując na cel zwielokrotnienia przychodów dzięki metagrze. W scenariuszu bazowym przyjmujemy jednak bardziej konserwatywne założenia - ok. 65% wzrost dziennych przychodów po ok. dwóch latach od rozpoczęcia rolloutu.

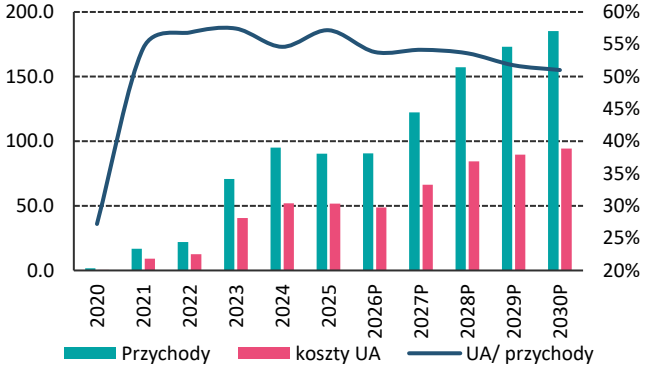
Jednocześnie zwracamy uwagę, że metagra może pozytywnie wpłynąć nie tylko na monetyzację i retencję użytkowników, ale również na efektywność akwizycji, m.in. poprzez potencjalne obniżenie CPI. Efekt ten nie został uwzględniony w naszych prognozach, dlatego traktujemy go jako dodatkowy obszar możliwego pozytywnego zaskoczenia względem scenariusza bazowego.

W całym 2026 r. zakładamy, że Unsolved wygeneruje 91 mln PLN przychodów, co oznacza stabilizację na poziomie zbliżonym do 2025 r. Jednocześnie, ze względu na wysoką bazę porównawczą, wynikającą z podwyższonych wydatków UA w 2Q'25, oczekujemy 6% spadku nakładów na akwizycję użytkowników, do ok. 49 mln PLN. W rezultacie pierwsza marża powinna ukształtować się na poziomie 42 mln PLN, co implikuje wzrost o ok. 8% r/r.

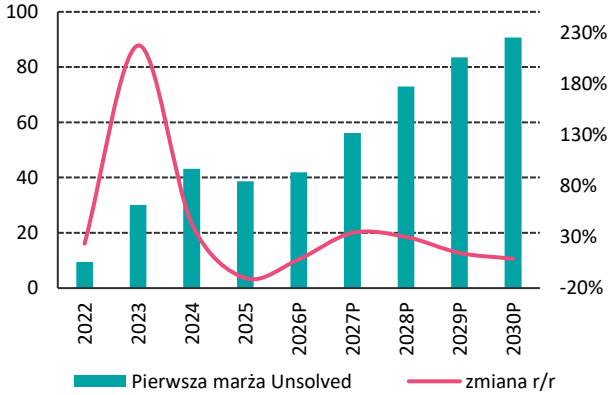
Wyraźniejszej poprawy wyników oczekujemy w 2027 r., wraz z narastającym wpływem metagry. W naszym scenariuszu bazowym, zakładamy, że przychody Unsolved powinny wzrosnąć o ok. 35% r/r, do 122 mln PLN, natomiast pierwsza marża powinna zwiększyć się do 56 mln PLN (+34% r/r).

Na moment rolloutu metagry spółka planuje mieć gotowy własny sklep DTC, który powinien istotnie ograniczyć koszty prowizji platform. Ze względu na dużą niepewność co do skali potencjalnego wpływu metagry na przychody Unsolved, nie uwzględniamy obecnie tej inicjatywy w naszych założeniach. W efekcie stanowi ona potencjalny upside dla naszych prognoz.

**Przychody Unsolved / koszty UA – prognoza [mln PLN]**




**Pierwsza marża Unsolved – prognoza [mln PLN]**




*Źródło: Spółka, Erste Group Research*

## Void Hunters

Drugim strategicznym projektem w pipeline spółki jest Void Hunters - taktyczny hero collector osadzony w estetyce dark fantasy, łączący elementy RPG oraz gry karcianej. Tytuł jest projektowany przede wszystkim z myślą o platformach mobilnych, jednak spółka zakłada również jego obecność na PC, gdzie dostrzega potencjał do zbudowania istotnej bazy użytkowników (zdaniem zarządu kanał ten może odpowiadać nawet za ok. kilkadziesiąt % wszystkich przychodów). Koncepcja projektu opiera się na stworzeniu gry, która pod względem jakości wykonania, głębi rozgrywki oraz ogólnego poziomu produkcji będzie bliższa tytułom kojarzonym z dużymi platformami niż klasycznym grom mobilnym.

Jednym z elementów wyróżniających Void Hunters na tle konkurencji ma być bardziej mroczna stylistyka oraz cięższy, dark fantasy'owy klimat. Kluczową różnicą względem porównywalnych tytułów będzie jednak przede wszystkim gameplay - główna pętla rozgrywki ma opierać się na mechanikach roguelite, które dotychczas nie były szeroko wykorzystywane jako centralny element free-to-play'owych gier tego typu. W założeniu spółki wszystkie te elementy mają tworzyć spójny obraz gry angażującej w długim horyzoncie, oferującej odpowiednią głębię i traktującej gracza w sposób bardziej wymagający, ale jednocześnie mniej „hardcore'owy" niż najbardziej wymagające tytuły PC, takie jak seria Dark Souls.

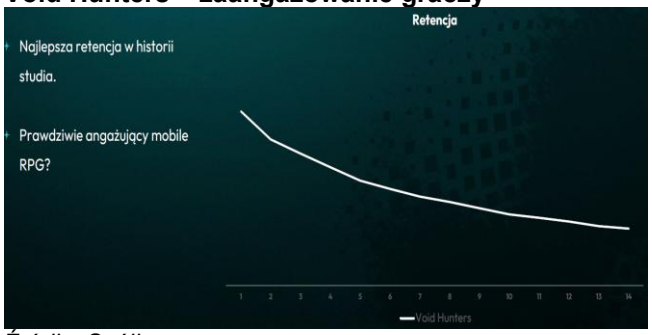
**Void Hunters – filary gry**

*Źródło: Spółka*

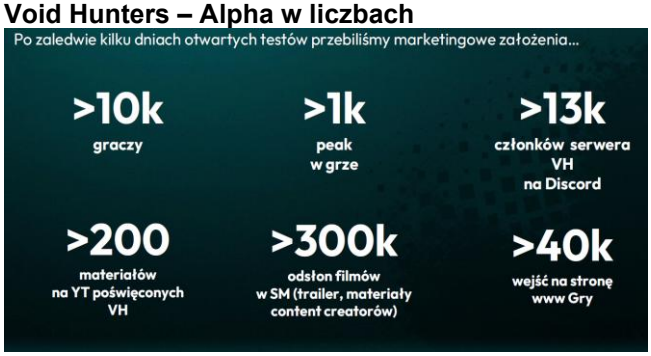
W ramach testów wersji alfa Void Hunters głównym celem spółki była weryfikacja krótkoterminowej retencji oraz ocena pierwszej reakcji graczy na podstawową pętlę rozgrywki. Już po kilku pierwszych dniach testów projekt osiągnął cele zakładane pierwotnie dla następnej rundy testów, planowanej na okres wakacyjny przed etapem beta. W testach wzięło udział ponad 10 tys. graczy, a w szczytowym momencie - około dwa tygodnie po uruchomieniu wersji alfa - liczba aktywnych użytkowników sięgała ok. 1 tys. Jednocześnie społeczność skupiona wokół gry systematycznie rośnie i obecnie przekracza 16 tys. członków na Discordzie.

Wyniki testów okazały się wyraźnie lepsze od założeń spółki - benchmarki retencji zostały przekroczone o ok. 50%. Dotyczyło to nie tylko poziomów retencji w poszczególnych dniach, ale również dalszego wypłaszczania się krzywych retencyjnych, co sugeruje relatywnie wysokie zaangażowanie użytkowników.

**Void Hunters – zaangażowanie graczy**




**Void Hunters – Alpha w liczbach**




*Źródło: Spółka*

Prawdopodobnym kolejnym etapem będzie połączenie fazy beta z soft launchem, w ramach którego jesienią spółka przeprowadzi szerzej zakrojone, globalne testy gry, koncentrujące się przede wszystkim na weryfikacji mechanizmów monetyzacyjnych. Hard launch gry natomiast nastąpi w Q1'27.

**Void Hunters – poszczególne fazy testów**

*Źródło: Spółka*

**Otoczenie konkurencyjne dla Void Hunters**

Otoczenie konkurencyjne Void Hunters tworzą przede wszystkim globalne tytuły z segmentu hero collectorów, wśród których liderem pozostaje RAID: Shadow Legends - obecny na rynku od ok. 2018 r. i generujący najwyższe przychody w tej kategorii. Istotnym punktem odniesienia pozostaje również Summoners War, czyli jeden z najstarszych protoplastów gatunku, a także produkcje oparte na dużych IP, takie jak Star Wars: Galaxy of Heroes czy Marvel Strike Force. Na tle tych tytułów Void Hunters pozycjonuje się bliżej gier z silniejszym komponentem taktycznym i bardziej rozbudowaną rozgrywką, a pod względem charakteru projektu wydaje się bliższy Star Wars: Galaxy of Heroes niż RAID.

W segmencie widać jednocześnie wysoką barierę wejścia - część nowszych projektów, takich jak King Arthur: Legends Rise czy Awaken: Chaos Era, nie zdołała zbudować trwałej pozycji rynkowej, głównie ze względu na słabości w bazowych założeniach produktu oraz jakości wykonania. Z kolei przykłady Watcher of Realms czy Dragonheir: Legacy Reborn pokazują, że także tytuły bez dużego IP mogą utrzymać się na wymagającym rynku, o ile oferują wyróżniający się gameplay. Na tym tle Void Hunters ma wyróżniać się bardziej spójną koncepcją produktową, wyższym poziomem wykonania oraz roguelite'ową główną pętlą rozgrywki, która może stanowić istotny element różnicujący względem większości konkurencyjnych tytułów.

**Void Hunters – otoczenie konkurencyjne**

| Apps | Lifetime* Revenue | Last 12m* Revenue | Downloads | Cumulative RpD |
|---|---|---|---|---|
| RAID: Shadow Legends WW (74 Countries) | $2 001 929 972 | $152 306 833 | 7 074 653 | $15,46 |
| Summoners War WW (74 Countries) | $1 351 213 011 | $79 480 484 | 984 736 | $26,73 |
| Star Wars™: Galaxy of Heroes WW (74 Countries) | $1 104 555 195 | $62 741 752 | 4 348 209 | $10,99 |
| MARVEL Strike Force: Squad RPG WW (74 Countries) | $811 677 253 | $44 810 546 | 6 987 938 | $11,10 |
| Watcher of Realms - US WW (73 Countries) | $143 097 771 | $42 023 845 | 3 012 910 | $13,37 |
| Dragonstride: Legacy Reborn WW (66 Countries) | $91 207 732 | $14 595 771 | 921 361 | $4,88 |
| Age of Magic: Turn Based RPG WW (74 Countries) | $47 189 484 | $6 649 570 | 1 009 090 | $4,23 |
| King Arthur: Legends Rise WW (73 Countries) | $26 155 710 | $4 365 096 | 700 602 | $5,03 |
| Infinite Magicraid WW (73 Countries) | $21 606 211 | $3 313 653 | 555 925 | $6,13 |
| Awaken: Chaos Era (CBT) WW (74 Countries) | $6 920 808 | ≈ $320 392 | ≈ 15 708 | $11,23 |
| Expand all Total value | $5 605 553 147 | $410 607 942 | 25 611 132 | $109,15 |

*Źródło: Spółka; *bez D2C (ok. 20-25% udziału)*

Void Hunters najbliżej pozycjonuje się względem takich tytułów jak Watcher of Realms czy Dragonstride. Osiągnięcie porównywalnego sukcesu komercyjnego oznaczałoby potencjał przychodowy odpowiadający odpowiednio ok. 167% oraz 58% przychodów wygenerowanych przez Unsolved w 2025 roku.

Przedstawione na powyższym obrazku, przychody konkurencyjnych tytułów mogą być istotnie zaniżone, ponieważ nie obejmują sprzedaży realizowanej przez zewnętrzne sklepy. Dotyczy to szczególnie największych gier, takich jak RAID: Shadow Legends.

**Przychody konkurencyjnych gier według Sensor Tower**

| | Gra | Producent | Przychody kwiecień 2026 | | | | | % rocznych |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | Android | iOS | Razem | x12 | PLN | przychodów Unsolved |
| 1. | Raid Shadow Legends | Plarium Global | 5 | 3 | 8 | 96 | 348 | 385% |
| 2. | Summoners War | Com2uS | 4 | 4 | 8 | 96 | 348 | 385% |
| 3. | Star Wars: Galaxy of Heroes | Electronic Arts | 2 | 3 | 5 | 60 | 218 | 241% |
| 4. | Marvel Strike Force: Squad RPG | Scopely | 2 | 1 | 3 | 36 | 131 | 145% |
| 5. | Watcher of Realms | Skystone Games | 1.1 | 0.8 | 1.9 | 22.8 | 83 | 92% |
| 6. | Dragonstride: Legacy Reborn | Level Infinite | 0.2 | 0.2 | 0.4 | 4.8 | 17 | 19% |
| 7. | Age of Magic: Turn Based RPG | Playkot | 0.3 | 0.2 | 0.5 | 6 | 22 | 24% |

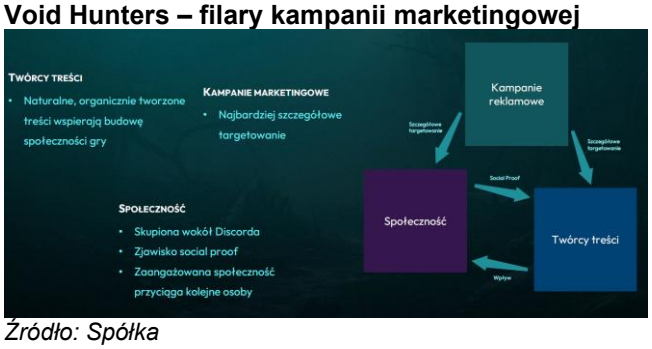
*Źródło: Sensor Tower, Erste Group Research*

**Strategia marketingowa**

Istotnym elementem strategii komercjalizacji Void Hunters będzie niestandardowe podejście do działań marketingowych na etapie poprzedzającym hard launch. Gry free-to-play, szczególnie w segmencie RPG, mierzą się zwykle z wysokimi kosztami user acquisition, dlatego spółka zakłada stopniowe budowanie zainteresowania tytułem z wykorzystaniem narzędzi charakterystycznych również dla marketingu gier premium.

Strategia marketingowa Void Hunters opiera się na trzech filarach: współpracy z twórcami treści, rozwoju społeczności skupionej wokół Discorda oraz precyzyjnie targetowanych kampaniach reklamowych. Łączny budżet marketingowy do momentu hard launchu wynosi ok. 3,5 mln PLN, z czego ok. 0,5 mln PLN zostało wydane w 2025 r. oraz 1Q'26. Struktura budżetu zakłada istotny udział twórców treści, którzy mają odpowiadać za ok. 50% nakładów, podczas gdy społeczność oraz kampanie reklamowe mają pochłonąć po ok. 25% budżetu.

**Void Hunters – filary kampanii marketingowej**




**Void Hunters – budżet marketingowy do HL**

*Źródło: Spółka*

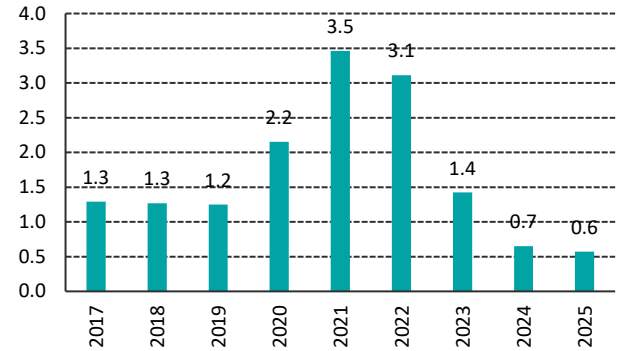
**Budżet do hard launch**

Na koniec 2025 spółka zainwestowała w projekt około 67.8 mln PLN, z czego 17.1 mln PLN pochodziło z dofinansowania w ramach programu GameINN. Uwzględniając dotychczas poniesione koszty, szacujemy, że całkowite nakłady na produkcję do momentu hard launchu, planowanego na 1Q'27 wyniosą ok. 68 mln PLN. Łącznie z pozyskanym finansowaniem z GameINN, całkowity budżet projektu może sięgnąć ok. 85 mln PLN.

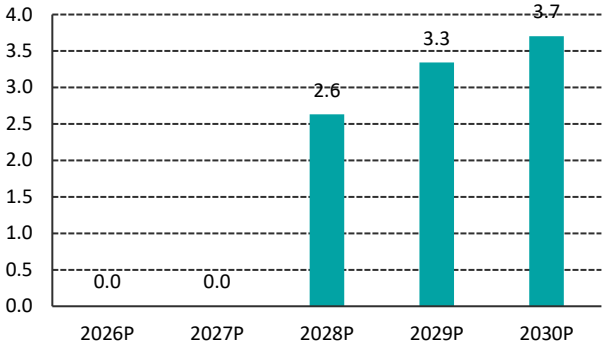
**Potencjał komercyjny**

Choć rezultaty ostatnich testów pozwalają z rosnącym optymizmem oceniać potencjał projektu, w naszych założeniach utrzymujemy ostrożne podejście do skali potencjalnego sukcesu komercyjnego Void Hunters, opierając nasze założenia m.in. na wynikach poprzedniego tytułu RPG studia oraz analizie organicznego ruchu wybranych gier z polskiego rynku, takich jak Gemstone Legends od Gamedesire czy Evil Lands od Rage Quit Games. W naszym modelu zakładamy, że w pierwszym roku od premiery gra wygeneruje ok. 4.7 mln PLN przychodów, które zostaną w całości reinwestowane w działania UA. W konsekwencji nie zakładamy dodatniej marży na tym tytule w tym okresie. Jednocześnie uważamy, że równoczesny debiut na wszystkich głównych platformach (mobile, PC i konsole), wraz z funkcjonalnością cross-play, istotnie zwiększa szanse na komercyjny sukces tego projektu.

**Przychód/ pierwsza marża gry Bladebound [mln PLN]**




**Pierwsza marża Void Hunters – prognoza [mln PLN]**




*Źródło: Spółka, Erste Group Research*

**Główne założenia [mln PLN, %]**

| | 2022 | 2023 | 2024 | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P | 2029P | 2030P |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Przychody** | **39** | **82** | **104** | **96** | **95** | **135** | **174** | **193** | **207** |
| **HOPY** | **13** | **10** | **8** | **5** | **3** | **2** | **2** | **1** | **1** |
| **F2P** | **25** | **72** | **96** | **91** | **91** | **128** | **165** | **183** | **196** |
| *Bledebound* | *3* | *1* | *1* | *1* | *1* | *0* | *0* | *0* | *0* |
| *Unsolved* | *22* | *71* | *95* | *90* | *91* | *122* | *157* | *173* | *185* |
| *Void Hunters* | *0* | *0* | *0* | *0* | *0* | *5* | *8* | *9* | *10* |
| **Premium** | **0** | **0** | **0** | **0** | **0** | **0** | **0** | **0** | **0** |
| **UA** | **13** | **41** | **52** | **52** | **49** | **71** | **89** | **96** | **101** |
| *Unsolved* | *13* | *41* | *52* | *52* | *49* | *66* | *84* | *90* | *94* |
| *Void Hunters* | *0* | *0* | *0* | *0* | *0* | *5* | *5* | *6* | *7* |
| **Pierwsza marża** | **10** | **30** | **43** | **39** | **42** | **56** | **76** | **87** | **94** |
| *Unsolved* | *10* | *30* | *43* | *39* | *42* | *56* | *73* | *83* | *91* |
| *Void Hunters* | *0* | *0* | *0* | *0* | *0* | *0* | *3* | *3* | *4* |
| **Tantiemy** | **4** | **5** | **7** | **6** | **6** | **7** | **9** | **10** | **11** |

*Źródło: Spółka, Erste Group Research*

## Zmiany w naszych prognozach

W związku ze słabszym performance'em Unsolved w drugiej połowie 2025 r. nieznacznie obniżamy nasze założenia wynikowe dla tej aplikacji w okresie poprzedzającym wdrożenie metagry, tj. do 4Q'26. Jednocześnie nasze założenia dotyczące potencjału poprawy wyników po implementacji metagry pozostają bez zmian.

Główna różnica względem założeń przyjętych w poprzedniej rekomendacji wynika z przesunięcia momentu pierwszego wpływu metagry na wyniki spółki z 3Q'26 na 4Q'26. Zmiana ta przekłada się kaskadowo na niższą ścieżkę wyników w kolejnych okresach. W konsekwencji obniżeniu ulegają również prognozowane koszty operacyjne, w tym m.in. tantiemy oraz wydatki na UA, a także pierwsza marża.

Aktualnie zakładamy również, że w 2027 r. Spółka będzie reinwestować przychody generowane przez Void Hunters w działania UA, dlatego w tym okresie nie zakładamy dodatniej marży na tym tytule.

| (PLN, mn) | 2026P | | | 2027P | | | 2028P | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Stare | Nowe | Różnica | Stare | Nowe | Różnica | Stare | Nowe | Różnica |
| Przychody | 124.9 | 94.6 | -24.2% | 166.9 | 134.6 | -19.3% | 182.6 | 174.3 | -4.5% |
| Adj .EBITDA | 41.8 | 28.4 | -32.1% | 60.3 | 47.7 | -20.8% | 69.3 | 66.4 | -4.2% |
| EBIT | 34.7 | 22.1 | -36.4% | 41.9 | 28.8 | -31.2% | 49.3 | 45.8 | -7.0% |
| Zysk netto | 32.1 | 20.9 | -34.9% | 38.6 | 26.8 | -30.7% | 45.5 | 42.2 | -7.4% |
| Marża EBITDA | 33.5% | 30.0% | | 36.1% | 35.5% | | 38.0% | 38.1% | |
| Marża EBIT | 27.8% | 23.3% | | 25.1% | 21.4% | | 27.0% | 26.3% | |
| Marża netto | 25.7% | 22.1% | | 23.1% | 19.9% | | 24.9% | 24.2% | |

*Źródło: Bloomberg, Erste Group Research*

## Wycena

Nasza wycena ART opiera się na modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (100% udział). Metodę wyceny porównawczej prezentujemy wyłącznie w celach informacyjnych. **Na podstawie naszych prognoz, wycena godziwa akcji wynosi 27.5 PLN, czyli o 22% więcej niż obecna cena rynkowa, co implikuje rekomendację KUPUJ.**

| | Waga | Cena |
|---|---|---|
| Wycena porównawcza | 0% | 25.8 |
| Wycena DCF | 100% | 27.5 |
| **12M cena docelowa (PLN)** | | **27.5** |

*Zródło: Erste Group Research*

**Założenia DCF:**
- Stopa wolna od ryzyka = 5.5% w prognozowanym okresie (rentowności 10-letnich obligacji skarbowych).
- Stopa wolna od ryzyka = 5.5% w okresie rezydualnym.
- Premia za ryzyko rynkowe = 5%.
- Beta na poziomie 1.2x odzwierciedlająca niepewność biznesową.
- Wzrost FCF po okresie prognozy 3%.
- Średni kurs USD/PLN na poziomie 3.65 w prognozowanym okresie.
- Zakładamy realizację programu motywacyjnego, stąd ujmujemy rozwodnienie akcjonariatu o 0.4mn sztuk akcji.

## Wycena porównawcza:

W ramach wyceny porównawczej przedstawiamy wartość godziwą obliczoną na podstawie median wskaźników P/E oraz EV/EBITDA dla lat 2026-2028, przy założeniu równych wag dla obu wskaźników w każdym roku. Metodę wyceny porównawczej prezentujemy wyłącznie w celach informacyjnych.

| | P/E | | | EV/EBITDA | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2026E | 2027E | 2028E | 2026E | 2027E | 2028E |
| Nexon | 18.4 | 16.2 | 15.8 | 9.2 | 7.6 | 7.2 |
| Playtika | 9.1 | 7.1 | 5.6 | 4.2 | 4.1 | 3.0 |
| Stillfront Group | 5.0 | 5.7 | 4.6 | 3.4 | 3.6 | 3.3 |
| G5 Entertainment | 11.4 | 11.7 | 7.5 | 1.0 | 1.3 | 1.0 |
| Netmarble Corp | 12.7 | 12.2 | 10.7 | 9.9 | 7.9 | 7.0 |
| Arictocrat Leisure | 17.9 | 16.2 | 14.6 | 10.9 | 9.9 | 8.9 |
| Huuuge Games | 3.8 | 4.1 | 4.4 | 1.9 | 1.5 | 1.3 |
| Ten Square Games | 8.8 | 10.2 | 8.7 | 5.7 | 7.0 | 5.8 |
| Median: Total | 10.3 | 11.0 | 8.1 | 5.0 | 5.6 | 4.6 |
| Implied valuation per share [PLN] | 18.0 | 24.7 | 28.7 | 13.7 | 24.5 | 29.4 |
| Weight | 17% | 17% | 17% | 17% | 17% | 17% |
| Premium/Discount | 0% | | | | | |
| Weighted valuation per share [PLN] | 23.2 | | | | | |
| **12M value per share** | **25.8** | | | | | |

*Źródło: Erste Group Research, Bloomberg*

## Szacunki WACC

| | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P | 2029P | TV |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Stopa w olna od ryzyka | 5.5% | 5.5% | 5.5% | 5.5% | 5.5% | 5.5% |
| Premia za ryzyko | 5.0% | 5.0% | 5.0% | 5.0% | 5.0% | 5.0% |
| Beta | 1.2 | 1.2 | 1.2 | 1.2 | 1.2 | 1.2 |
| **Koszt kapitału** | **11.5%** | **11.5%** | **11.5%** | **11.5%** | **11.5%** | **11.5%** |
| Koszt dugu | 6.5% | 6.5% | 6.5% | 6.5% | 6.5% | 6.5% |
| Efektywna stopa podatkowa | 10.0% | 10.0% | 10.0% | 10.0% | 10.0% | 10.0% |
| Koszt długu po opodatkow aniu | **5.9%** | **5.9%** | **5.9%** | **5.9%** | **5.9%** | **5.9%** |
| Udział kapitału w w ycenie | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100.0% |
| **WACC** | **11.5%** | **11.5%** | **11.5%** | **11.5%** | **11.5%** | **11.5%** |

## Wycena DCF

| (mln PLN) | 2026P | 2027P | 2028P | 2029P | 2030P | TV |
|---|---|---|---|---|---|---|
| *Wzrost sprzedaży r/r* | *-1.4%* | *42.2%* | *29.5%* | *10.8%* | *7.0%* | |
| EBIT | 23.6 | 28.8 | 45.8 | 54.3 | 57.4 | |
| *marża EBIT* | *25.0%* | *21.4%* | *26.3%* | *28.1%* | *27.8%* | |
| *Stopa podatkowa* | *10.0%* | *10.0%* | *10.0%* | *10.0%* | *10.0%* | |
| Opodatkowanie EBIT | -2.4 | -2.9 | -4.6 | -5.4 | -5.7 | |
| **NOPLAT** | **21.3** | **26.0** | **41.2** | **48.8** | **51.7** | |
| + Amortyzacja | 6.3 | 18.9 | 20.6 | 22.5 | 24.5 | |
| *CAPEX / Amortyzacja* | *593.3%* | *213.2%* | *210.1%* | *203.2%* | *191.0%* | |
| Zmiana w kapitale obrotowym | -0.8 | 1.1 | -0.2 | 0.4 | 0.5 | |
| *Zmiana w kapitale obrotowym / zmiana sprzedaży* | *59.0%* | *2.8%* | *-0.5%* | *2.4%* | *3.5%* | |
| - CAPEX | -37.4 | -40.3 | -43.3 | -45.7 | -46.9 | |
| **FCFF** | **-10.7** | **5.7** | **18.4** | **26.1** | **29.8** | **30.7** |
| *Wzrost FCFF po okresie prognozy* | | | | | | *3.0%* |
| Wartość rezydualna (TV) | | | | | | 372.2 |
| Zdyskontowana wartość rezydualna | -9.6 | 4.6 | 13.2 | 16.9 | 17.3 | 216.0 |
| **Wartość przedsiębiorstw a (EV)** | **258.4** | | | | | |
| Udziałowcy mniejszościowi | 0.0 | | | | | |
| Aktywa nieoperacyjne | 0.0 | | | | | |
| Dług netto | -32.5 | | | | | |
| Inne | 0.0 | | | | | |
| **Wartość firmy** | **290.9** | | | | | |
| Liczba akcji (mln) | 12.3 | | | | | |
| Koszt kapitału | 11.5% | | | | | |
| **12M cena docelow a na akcję (PLN)** | **27.5** | | | | | |
| Bieżąca cena akcji (PLN) | 15.0 | | | | | |
| *Potencjał wzrostu / spadku* | *21.5%* | | | | | |

*Źródło: Erste Group Research*

**USDPLN**

| | | 3.45 | 3.55 | 3.65 | 3.75 | 3.85 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | **10.5%** | 19.3 | 23.5 | 27.6 | 31.8 | 36.0 |
| **W** | **11.0%** | 19.2 | 23.4 | 27.5 | 31.7 | 35.8 |
| **A** | **11.5%** | 19.2 | 23.3 | **27.5** | 31.6 | 35.7 |
| **C** | **12.0%** | 19.2 | 23.3 | 27.4 | 31.5 | 35.6 |
| **C** | **12.5%** | 19.1 | 23.2 | 27.3 | 31.4 | 35.5 |

**Wzrost FCFF po okresie prognozy**

| | | 1.0% | 2.0% | 3.0% | 4.0% | 5.0% |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | **10.5%** | 23.1 | 25.2 | 27.7 | 30.9 | 35.1 |
| **W** | **11.0%** | 23.0 | 25.1 | 27.6 | 30.8 | 34.9 |
| **A** | **11.5%** | 22.9 | 25.0 | **27.5** | 30.6 | 34.8 |
| **C** | **12.0%** | 22.9 | 24.9 | 27.4 | 30.5 | 34.6 |
| **C** | **12.5%** | 22.8 | 24.8 | 27.2 | 30.4 | 34.5 |

| **Skonsolidawane sprawozdanie z wyniku**<br>PLN mn | **2023** | **2024** | **2025** | **2026P** | **2027P** | **2028P** |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **Przychody** | **82.49** | **103.53** | **95.98** | **94.64** | **134.62** | **174.29** |
| Koszt sprzedanych produktów, towarów i materiałów | -10.53 | -12.34 | -9.77 | -12.46 | -24.82 | -28.47 |
| **Zysk brutto** | **71.96** | **91.19** | **86.22** | **82.17** | **109.79** | **145.82** |
| Koszty sprzedaży i admnistracyjne | -47.99 | -61.57 | -61.56 | -60.18 | -81.14 | -100.24 |
| Pozostałe przychody operacyjne | 0.13 | 0.06 | 0.07 | 0.19 | 0.26 | 0.31 |
| Pozostałe koszty operacyjne | -0.12 | -0.14 | -0.37 | -0.10 | -0.07 | -0.09 |
| **EBITDA** | **28.81** | **34.68** | **29.07** | **28.39** | **47.73** | **66.41** |
| Amortyzacja | -4.83 | -5.14 | -4.72 | -6.31 | -18.89 | -20.60 |
| **EBIT** | **23.98** | **29.54** | **24.36** | **22.08** | **28.84** | **45.81** |
| Wynik na działalności finansowej | 3.45 | 0.42 | 2.68 | 1.13 | 0.88 | 1.03 |
| Wynik nadzwyczajny | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| **EBT** | **27.44** | **29.95** | **27.04** | **23.20** | **29.72** | **46.83** |
| Podatek | -2.52 | -2.55 | -1.66 | -2.32 | -2.97 | -4.68 |
| Wynik z działalności zaniechanej | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| Udziały niekontrolujące i koszt kapitału hybryd. | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| **Zysk netto** | **24.92** | **27.40** | **25.38** | **20.88** | **26.75** | **42.15** |

| **Skonsolidowany bilans**<br>PLN mn | **2023** | **2024** | **2025** | **2026P** | **2027P** | **2028P** |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **Wartości niematerialne** | **0.06** | **0.04** | **0.02** | **0.00** | **0.00** | **0.00** |
| Rzeczowe aktywa trwałe | 1.93 | 8.68 | 7.36 | 7.47 | 7.61 | 7.76 |
| Aktywa finansowe | 7.43 | 6.92 | 3.85 | 3.86 | 4.04 | 4.19 |
| **Razem aktywa trwałe** | **9.41** | **15.64** | **11.23** | **11.34** | **11.65** | **11.95** |
| Zapasy | 49.17 | 73.43 | 100.53 | 132.91 | 154.16 | 176.68 |
| Należności i inne aktywa obrotowe | 13.82 | 14.72 | 14.33 | 14.75 | 17.39 | 21.79 |
| Pozostałe aktywa | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| Środki pieniężne i ich ekwiwalenty | 26.47 | 29.79 | 30.61 | 19.82 | 24.05 | 43.73 |
| **Razem aktywa obrotowe** | **89.46** | **117.93** | **145.47** | **167.48** | **195.6** | **242.2** |
| **RAZEM AKTYWA** | **98.88** | **133.57** | **156.7** | **178.82** | **207.25** | **254.15** |
| **Kapitał własny przypadający na akcjonariuszy Jednostki Dominującej** | **80.66** | **107.9** | **134.18** | **155.07** | **181.82** | **223.97** |
| **Udziały niekontrolujące** | **0.00** | **0.00** | **0.00** | **0.00** | **0.00** | **0.00** |
| **Kapitał hybrydowy i inne rezerwy** | **0.00** | **0.00** | **0.00** | **0.00** | **0.00** | **0.00** |
| **Zobowiązania emerytalne i inne długoterminowe świadczenia pracownicze** | **0.00** | **0.00** | **0.00** | **0.00** | **0.00** | **0.00** |
| **Rezerwy długoterminowe** | **0.00** | **0.00** | **0.00** | **0.00** | **0.00** | **0.00** |
| Oprocentowane zobowiązania długoterminowe | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| Pozostałe zobowiązania długoterminowe | 1.19 | 6.03 | 5.33 | 5.94 | 6.46 | 7.03 |
| **Razem zobowiązania długoterminowe** | **1.19** | **6.03** | **5.33** | **5.94** | **6.46** | **7.03** |
| Oprocentowane zobowiązania krótkoterminowe | 0.81 | 0.63 | 0.67 | 0.67 | 0.67 | 0.67 |
| Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe | 16.22 | 19.01 | 16.53 | 17.14 | 18.3 | 22.48 |
| **Razem zobowiązania krótkoterminowe** | **17.02** | **19.64** | **17.2** | **17.81** | **18.97** | **23.15** |
| **RAZEM ZOBOWIĄZANIA i KAPITAŁ WŁASN** | **98.88** | **133.57** | **156.7** | **178.82** | **207.25** | **254.15** |

| **Skonsolidowane sprawozdanie z przepływów pieniężnych**<br>PLN mn | **2023** | **2024** | **2025** | **2026P** | **2027P** | **2028P** |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej | 7.47 | 9.10 | -2.29 | -9.28 | 5.78 | 21.29 |
| Przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej | -3.45 | -5.99 | 3.27 | -0.89 | -0.92 | -0.95 |
| Przepływy pieniężne netto z działalności finansowej | -0.77 | -2.12 | 0.54 | -0.62 | -0.64 | -0.66 |
| **ZMIANA STANU ŚRODKÓW PIENIĘŻNYCH** | **3.00** | **-18.06** | **1.52** | **-10.78** | **4.23** | **19.68** |

| **Marże i wskaźniki** | **2023** | **2024** | **2025** | **2026P** | **2027P** | **202P** |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Wzrost przychodów rdr | 114.0% | 25.5% | -7.3% | -1.4% | 42.2% | 29.5% |
| Marża EBITDA | 34.9% | 33.5% | 30.3% | 30.0% | 35.5% | 38.1% |
| Marża EBIT | 29.1% | 28.5% | 25.4% | 23.3% | 21.4% | 26.3% |
| Marża zysku netto | 30.2% | 26.5% | 26.4% | 22.1% | 19.9% | 24.2% |
| ROE | 36.7% | 29.1% | 21.0% | 14.4% | 15.9% | 20.8% |
| ROCE | 47.3% | 38.3% | 23.5% | 15.8% | 16.9% | 23.4% |
| Wskaźnik kapitału własnego | 81.6% | 80.8% | 85.6% | 86.7% | 87.7% | 88.1% |
| Dług netto | -25.7 | -29.2 | -29.9 | -19.2 | -23.4 | -43.1 |
| Kapitał obrotowy | 46.8 | 69.1 | 98.3 | 130.5 | 153.3 | 176 |
| kapitał operacyjny | 56.2 | 84.8 | 109.6 | 141.9 | 164.9 | 187.9 |
| Wskaźnik rotacji zapasów | 0.3 | 0.2 | 0.1 | 0.1 | 0.2 | 0.2 |

*Źródło: Spółka, Erste Group estimates*

**Disclosure of particular interests or indications of conflicts of interest according to delegated Regulation (EU) 958/2016 supplementing Article 20 of Regulation (EU) 596/2014 (MAR):**

| Company | ISIN | 1<br>EGB/affiliates holdings exceed 5% of the share capital of issuer or vice verca | 2<br>market maker or liquidity provider for issuer/instruments | 3<br>agreement for the provision of services of investment firms over the previous 12 months | 4a<br>Agreement with the covered company about the production of analyses | 4b<br>Agreement with a third party about the production of analyses | 5<br>Managed or co-managed a public offering over the previous 12 months | 6<br>Draft of report disclosed to issuer prior its publication | 7<br>Analyst has a position in the issued share capital of the issuer | 8<br>Net Long Position exceeding 0.5% of the issued share capital of issuer | 9<br>Net Short Position exceeding 0.5% of the issued share capital of issuer |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Artifex Mundi | PLARTFX00011 | | | | | Y | | | | | |

The above specific disclosures (marked with “Y” if applicable), are valid at the time of publication of this report. [PublicationDate]

For a more detailed and an up-to-date overview of conflicts of interests for all analysed companies and/or financial instruments by Erste Group, which are updated regularly upon changes, please follow below link:
Disclosure | Erste Group Bank AG

## Zastrzeżenia prawne

Niniejsza rekomendacja ("Dokument") została przygotowana przez Erste Securities Polska S.A., spółkę zależną od Erste Group Bank AG (razem ze skonsolidowanymi spółkami zależnymi „Erste Group") w sposób niezależny i obiektywny w celu dostarczenia dodatkowych informacji ekonomicznych na temat analizowanej spółki lub spółek. Dokument opiera się na uzasadnionej wiedzy analityka Erste Group odpowiedzialnego za sporządzenie Dokumentu na dzień jego sporządzenia i może być okresowo zmieniany. Służy on wyłącznie do dostarczania niewiążących informacji i nie stanowi doradztwa inwestycyjnego ani komunikacji marketingowej.

Artifex Mundi została objęta niniejszą rekomendacją w ramach Programu Wsparcia Analitycznego Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. ("Program"). Program zakłada otrzymywanie przez Erste Securities Polska S.A. wynagrodzenia od Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. z tytułu objęcia analizą Artifex Mundi. W powyższym zakresie autorskie prawa majątkowe do raportu przysługują Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. jako zamawiającemu.

Niniejszy Dokument nie stanowi ani nie tworzy części oferty i nie powinien być interpretowany jako oferta, zalecenie lub zaproszenie do subskrypcji lub zakupu jakiegokolwiek instrumentu finansowego lub powiązanego instrumentu finansowego, a ani niniejszy Dokument, ani żadne zawarte w nim informacje nie mogą stanowić podstawy ani stanowić zachęty do zawarcia jakiejkolwiek umowy lub włączenia instrumentu finansowego lub powiązanego instrumentu finansowego do strategii inwestycyjnej. Niniejszy Dokument nie stanowi również prospektu emisyjnego w rozumieniu rozporządzenia w sprawie prospektu emisyjnego, austriackiej ustawy o rynku kapitałowym z 2019 r. ani porównywalnych przepisów prawa. Wszystkie informacje, analizy i wnioski zawarte w niniejszym Dokumencie mają charakter ogólny. Niniejszy Dokument nie ma na celu zapewnienia kompleksowego przeglądu jakiejkolwiek inwestycji, potencjalnego ryzyka i wyników, ani nie uwzględnia indywidualnych potrzeb inwestora ("Inwestor") w odniesieniu do pożytków, aspektów podatkowych, świadomości ryzyka i adekwatności instrumentu finansowego lub powiązanych instrumentów finansowych. W związku z tym niniejszy dokument nie zastępuje żadnej oceny związanej z inwestowaniem ani kompleksowego ujawnienia ryzyka; każdy instrument finansowy ma inny poziom ryzyka. Publikacje wyników i przykładowe obliczenia nie stanowią żadnych wskazówek dla przyszłych wyników instrumentu finansowego lub powiązanych instrumentów finansowych. Informacje o wynikach osiągniętych w przeszłości niekoniecznie gwarantują pozytywne wyniki w przyszłości, a inwestycje w instrumenty finansowe, w tym powiązane instrumenty finansowe, mogą mieć charakter ryzykowny i spekulacyjny. Wszystkie projekcje, prognozy i docelowe ceny są jasno i wyraźnie oznaczone jako takie, a istotne założenia przyjęte przy ich tworzeniu lub wykorzystywaniu są jasno wskazane. Prognozy przyszłego rozwoju sytuacji opierają się wyłącznie na szacunkach i założeniach. Rzeczywisty rozwój sytuacji w przyszłości może różnić się od prognozowanego. Prognozy nie są zatem wiarygodnym wskaźnikiem przyszłych wyników i rozwoju sytuacji. Im słabsza jest zdolność kredytowa Spółki, tym wyższe będzie ryzyko inwestycji. Nie każda inwestycja jest odpowiednia dla każdego inwestora. Ani niniejszy Dokument, ani żaden z jego elementów nie stanowią podstawy jakiejkolwiek umowy lub zobowiązania. W związku z tym Inwestorzy powinni skonsultować się ze swoimi doradcami (w szczególności doradcami prawnymi i podatkowymi) przed podjęciem jakiejkolwiek decyzji inwestycyjnej, aby upewnić się, że - niezależnie od informacji zawartych w niniejszym Dokumencie - zamierzona transakcja instrumentu finansowego lub powiązanego instrumentu finansowego jest odpowiednia dla potrzeb i intencji Inwestora, że Inwestor zrozumiał wszystkie ryzyka i że po należytej analizie Inwestor zdecydował się na dokonanie inwestycji i jest w stanie ponieść ekonomiczne skutki takiej inwestycji. Inwestorów odsyła się na przykład do testu odpowiedniości i zaleca się zapoznanie się z informacjami dla klientów zgodnie z austriacką ustawą o nadzorze nad papierami wartościowymi z 2018 r. oraz zgodnie z polską ustawą o obrocie instrumentami finansowymi z 2005 r. Wyniki inwestycji są pomniejszane o prowizje, opłaty i inne obciążenia, które zależą od indywidualnej sytuacji Inwestora. W wyniku wahań kursów walut wynik inwestycji może wzrosnąć lub spaść.

Badania inwestycyjne są opracowywane przez dział analiz inwestycyjnych Erste Group w ramach obowiązujących przepisów prawa. Opinie zawarte w analizach dotyczących instrumentów kapitałowych i dłużnych mogą się różnić. Inwestorzy inwestujący w instrumenty udziałów mogą realizować inne interesy niż inwestorzy inwestujący w instrumenty dłużne, związane z tym samym emitentem. Analityk nie jest upoważniony do składania jakichkolwiek oświadczeń lub gwarancji w imieniu analizowanej spółki lub emitenta, Erste Group, jednej z jej spółek lub jakiejkolwiek innej osoby. Dołożono wszelkich starań, aby wszystkie istotne źródła informacji były jasno i wyraźnie wskazane. Chociaż dołożono wszelkich starań, aby zapewnić, że fakty przedstawione w niniejszym Dokumencie są dokładne, a prognozy, opinie i oczekiwania zawarte w niniejszym dokumencie są uczciwe i uzasadnione, Erste Group (w tym jej przedstawiciele i pracownicy) nie udziela wyraźnej ani milczącej gwarancji ani nie przyjmuje żadnej odpowiedzialności za aktualność, kompletność i poprawność treści niniejszego Dokumentu. Fakty są wyraźnie odróżnione w dokumencie od interpretacji, szacunków, opinii i innych rodzajów informacji niebędących faktami. Ani Erste Group, ani żaden z jej dyrektorów zarządzających, członków rady nadzorczej, członków zarządu, dyrektorów, członków kadry kierowniczej lub innych pracowników nie ponosi jakiejkolwiek odpowiedzialności za jakiekolwiek koszty, straty lub szkody (w tym szkody następcze, szkody pośrednie i utracone zyski) w jakikolwiek sposób wynikające z wykorzystania lub polegania na niniejszym Dokumencie.

Erste Group, a także jej przedstawiciele i pracownicy mogą, w zakresie dozwolonym przez prawo, posiadać pozycję w określonych instrumentach finansowych lub powiązanych instrumentach finansowych i mogą zapewniać wsparcie handlowe lub w inny sposób angażować się w transakcje dotyczące tych instrumentów finansowych i/lub powiązanych instrumentów finansowych. Ponadto, Erste Group oraz jej przedstawiciele i pracownicy mogą zasadniczo oferować usługi bankowości inwestycyjnej lub doradztwo na rzecz spółki lub emitenta, o których mowa w niniejszym Dokumencie, lub mogą sprawować funkcje zarządcze w takiej spółce lub emitencie.

Niniejszy dokument został sporządzony zgodnie z prawem polskim, obowiązującym dla terytorium Rzeczypospolitej Polskiej. Przekazywanie niniejszego dokumentu, jak również wprowadzanie do obrotu instrumentów finansowych lub powiązanych instrumentów finansowych opisanych w niniejszym dokumencie jest ograniczone lub zabronione w niektórych jurysdykcjach. Dotyczy to między innymi Stanów Zjednoczonych, Kanady, Szwajcarii, Australii, Korei i Japonii. W szczególności, ani niniejszy Dokument, ani jakakolwiek jego kopia nie mogą być wwożone, przekazywane lub rozpowszechniane, bezpośrednio lub pośrednio, na terytorium Stanów Zjednoczonych lub wśród osób amerykańskich (zgodnie z definicją zawartą w Amerykańskiej Ustawie o Papierach Wartościowych z 1933 r., z późniejszymi zmianami), chyba że obowiązujące przepisy prawa Stanów Zjednoczonych lub niektórych stanów federalnych Stanów Zjednoczonych przewidują odpowiednie wyłączenia. Nieprzestrzeganie tych ograniczeń może stanowić naruszenie przepisów prawa obowiązującego w innej jurysdykcji. Osoby wchodzące w posiadanie niniejszego Dokumentu są zobowiązane do zapoznania się z takimi ograniczeniami i do ich przestrzegania. Przyjmując niniejszy Dokument, odbiorca wyraża zgodę na przestrzeganie powyższych ograniczeń i stosowanie się do obowiązujących przepisów. Dokument nie może być powielany ani rozpowszechniany wśród innych osób bez zgody Erste Group. Dalsze informacje mogą zostać przekazane przez Erste Group na żądanie. Niniejszy Dokument oraz zawarte w nim informacje, analizy, komentarze i wnioski stanowią materiał chroniony prawem autorskim. Erste Group zastrzega sobie prawo do zmiany wszelkich opinii i informacji zawartych w niniejszym Dokumencie w dowolnym momencie. Erste Group zastrzega sobie również prawo do nieaktualizowania jakichkolwiek informacji zawartych w niniejszym Dokumencie lub do zaprzestania aktualizacji w ogóle. Zastrzega się prawo do pomyłek i błędów drukarskich.

Uwaga dla odbiorców w Stanach Zjednoczonych Ameryki: Niniejszy Dokument został sporządzony poza Stanami Zjednoczonymi przez Erste Securities Polska S.A., spółkę zależną od Erste Group Bank AG (razem ze skonsolidowanymi spółkami zależnymi „Erste Group"). Erste Group nie jest zarejestrowana w Amerykańskiej Komisji Papierów Wartościowych i Giełd jako broker-dealer w Stanach Zjednoczonych ani nie jest członkiem Urzędu Regulacji Instytucji Finansowych ("FINRA"). Ponadto, niniejszy Dokument został przygotowany i zweryfikowany przez analityków zatrudnionych przez Erste Group, którzy nie są zarejestrowani ani nie posiadają kwalifikacji analityków w FINRA i nie podlegają zasadom FINRA. Niniejszy Dokument może być rozpowszechniany w Stanach Zjednoczonych wyłącznie wśród "Dużych Amerykańskich Inwestorów Instytucjonalnych" (zgodnie z definicją zawartą w zasadzie 15a-6 Amerykańskiej Ustawy o Giełdach Papierów Wartościowych z 1934 r. i pismach o niepodejmowaniu działań na jej podstawie). Zlecenia dotyczące kupna lub sprzedaży instrumentów finansowych będących przedmiotem niniejszego Dokumentu mogą być przekazywane przez Erste Group wyłącznie do Baader Helvea Inc. w charakterze depozytariusza.

Oświadczenie odpowiedzialnego analityka (odpowiedzialnych analityków): Analitycy wymienieni w niniejszym raporcie zaświadczają, że: (1) poglądy wyrażone w niniejszym Dokumencie dokładnie odzwierciedlają ich osobiste poglądy na temat jakichkolwiek lub wszystkich przedmiotowych instrumentów finansowych, o których mowa w niniejszym Dokumencie, (2) żadna część ich wynagrodzenia nie była, nie jest ani nie będzie, bezpośrednio lub pośrednio, związana z konkretną rekomendacją lub poglądami wyrażonymi w niniejszym Dokumencie.

Jeśli jedna z klauzul przewidzianych w niniejszym wyłączeniu odpowiedzialności zostanie uznana za niezgodną z prawem, niemożliwą do zastosowania lub niewykonalną, klauzula ta musi być traktowana oddzielnie od innych klauzul przewidzianych w niniejszym wyłączeniu odpowiedzialności w najszerszym możliwym zakresie. W każdym przypadku niedozwolona, niemożliwa do zastosowania lub niewykonalna klauzula nie wpływa na legalność, stosowalność lub wykonalność innych klauzul.

# Ważne informacje

NINIEJSZY DOKUMENT NIE MOŻE BYĆ WWOŻONY DO STANÓW ZJEDNOCZONYCH AMERYKI, KANADY, SZWAJCARII, AUSTRALII, KOREI LUB JAPONII, PRZEKAZYWANY JAKIEJKOLWIEK OSOBIE BĘDĄCEJ OBYWATELEM TYCH PAŃSTW ANI WYSYŁANY LUB ROZPOWSZECHNIANY W JAKICHKOLWIEK MEDIACH W KTÓRYMKOLWIEK Z TYCH PAŃSTW.

**Ogólne informacje**

Wszystkie rekomendacje udzielane przez dział analiz inwestycyjnych Erste Group są niezależne, obiektywne i opierają się na najnowszych publicznie dostępnych informacjach dotyczących spółek, branży i innych ogólnych informacjach, które Erste Group uznaje za wiarygodne; jednakże Erste Group nie oświadcza ani nie przyjmuje żadnej odpowiedzialności za kompletność lub dokładność takich informacji lub rekomendacji. Erste Group dokłada wszelkich starań, aby uniknąć błędów i/lub nieprawidłowości. Na rating i/lub cenę docelową nie ma wpływu ani spółka objęta badaniem, ani inne wewnętrzne działy Erste Group. Każde badanie sporządzone przez analityka jest weryfikowane przez pracownika wyższego szczebla z działu analiz lub uzgadniane z starszym analitykiem wyższego szczebla/jego zastępcą (zasada 4 oczu). Erste Group wdrożyła obszerne ramy zgodności dotyczące osobistych transakcji analityków (patrz "Konflikty interesów"). Analitycy nie mogą angażować się w jakąkolwiek odpłatną działalność związaną ze spółkami objętymi pokryciem analitycznym, chyba że zostało to odpowiednio ujawnione. Żadna część ich wynagrodzenia nie była, nie jest ani nie będzie bezpośrednio lub pośrednio związana z konkretnymi rekomendacjami lub poglądami wyrażonymi przez nich w niniejszym Dokumencie. Erste Group może angażować się w transakcje instrumentami finansowymi, zawieranymi na rachunek własny lub w inny sposób, które są sprzeczne z poglądami przyjętym w niniejszym raporcie analitycznym. Ponadto inne osoby w ramach Erste Group, w tym stratedzy i pracownicy działu sprzedaży, mogą wyrażać poglądy niezgodne z poglądami zawartymi w niniejszym raporcie analitycznym.

**Konflikt interesów**

Erste Group Bank AG zapewnia za pomocą wewnętrznych polityk, że konflikty interesów są zarządzane w sposób uczciwy i rozsądny. Polityka "Zarządzanie konfliktem interesów w związku z badaniami inwestycyjnymi" jest dostępna pod poniższym linkiem:
https://www.erstegroup.com/legal/Managing_Conflicts_of_Interest_-_Umgang_mit_IK.pdf

Ujawnienia potencjalnych konfliktów interesów dotyczących Erste Group Bank AG i spółek powiązanych, a także odpowiednich pracowników i przedstawicieli w odniesieniu do emitenta (emitentów) lub instrumentów finansowych są aktualizowane codziennie. Przegląd konfliktów interesów dla wszystkich spółek analizowanych przez Erste Group Research znajduje się pod poniższym linkiem:
Disclosure | Erste Group Bank AG.

Dystrybucja wszystkich rekomendacji oraz dystrybucja rekomendacji, w odniesieniu do których świadczone były usługi inwestycyjne, jest dostępna pod poniższym linkiem:
https://www.erstegroup.com/legal/Recommendations_Distribution.pdf

Wszystkie ujawnienia konfliktów interesów, mające zastosowanie do niniejszej publikacji, obowiązują w takim samym zakresie dla Erste Group Bank AG i Erste Securities Polska S.A.

| **Definicje ocen Erste Group** | |
|---|---|
| **Kup** | > +20% od ceny docelowej |
| **Akumuluj** | +10% < cena docelowa < +20% |
| **Trzymaj** | 0% < cena docelowa < +10% |
| **Redukuj** | -10% < cena docelowa < 0% |
| **Sprzedaj** | < -10% od ceny docelowej |

Nasze ceny docelowe są ustalane poprzez ustalenie wartości godziwej akcji, z uwzględnieniem dodatkowych czynników fundamentalnych i istotnych wiadomości dla ceny akcji (takich jak: fuzje i przejęcia, przyszłe istotne transakcje na akcjach, pozytywny / negatywny sentyment dla sektora/akcji, inne wiadomości) i odniesienie do przyszłych 12 miesięcy. Wszystkie rekomendacje należy rozumieć w odniesieniu do naszej bieżącej podstawowej wyceny akcji. Rekomendacje nie wskazują względnych zachowań kursu akcji w stosunku do benchmarku regionalnego lub sektorowego.

Historia wszystkich rekomendacji w ciągu ostatnich 12 miesięcy znajduje się pod następującym linkiem:
Research Disclaimer | Erste Group Bank AG

**Wyjaśnienie parametrów wyceny i oceny ryzyka**
O ile nie zaznaczono inaczej w treści raportu analitycznego, ceny docelowe w publikacji oparte są na wycenie metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych i / lub porównaniu wskaźników wyceny z firmami postrzeganymi przez analityka jako porównywalne lub kombinacją obu metod. Wynik tej fundamentalnej wyceny jest korygowany, aby odzwierciedlić poglądy analityka na prawdopodobny przebieg nastrojów inwestorów. Niezależnie od zastosowanej metody wyceny istnieje znaczne ryzyko, że cena docelowa nie zostanie osiągnięta w oczekiwanych ramach czasowych. Czynniki ryzyka obejmują nieprzewidziane zmiany presji konkurencyjnej lub poziom popytu na produkty spółki. Takie zmiany popytu mogą wynikać ze zmian w technologii, ogólnego poziomu aktywności gospodarczej lub, w niektórych przypadkach, ze zmian wartości społecznych. Na wyceny mogą także wpływać zmiany w opodatkowaniu, kursach walut, nastrojach na rynku kapitałowym oraz przepisach regulacyjnych. Inwestowanie w rynki zagraniczne i instrumenty, takie jak ADR, może skutkować zwiększonym ryzykiem z powodu takich czynników, jak kursy wymiany, kontrola wymiany, opodatkowanie, warunki polityczne, gospodarcze i społeczne.

Wszystkie ceny rynkowe w tej publikacji są cenami zamknięcia poprzedniego dnia sesyjnego (chyba że w publikacji podano inaczej).
Szczegółowe informacje na temat wyceny i metodologii badań inwestycyjnych Erste Group Bank AG znajdują się pod następującym linkiem: https://www.erstegroup.com/legal/Bewertungsmethoden_and_Valuations.pdf

**Planowana częstotliwość aktualizacji rekomendacji**
Docelowe ceny dla poszczególnych akcji mają być cenami docelowymi przez 12 miesięcy, począwszy od daty publikacji. Ceny docelowe i rekomendacje są weryfikowane zazwyczaj po opublikowaniu raportów kwartalnych lub zawsze, gdy wymagają tego okoliczności.

Okresowe publikacje są identyfikowane przez ich odpowiednie nazwy produktowe, co samo w sobie wskazuje częstotliwość aktualizacji (np. raport kwartalny). Rekomendacje wymienione w tych publikacjach są aktualizowane zgodnie z częstotliwością, chyba że zaznaczono inaczej (np. 12M TP nie jest aktualizowana co miesiąc, nawet jeśli jest to wymienione w podsumowaniu produktu miesięcznego / kwartalnego).

Jeśli w niniejszej publikacji dokonano zmiany rekomendacji, prosimy o zapoznanie się z poniższym linkiem w celu uzyskania szczegółowego przeglądu poprzednich rekomendacji:
https://www.erstegroup.com/en/research/research-legal

**Odnośniki**

Erste Group może udostępniać hiperłącza do stron internetowych podmiotów wymienionych w tym dokumencie, jednak dołączenie linku nie oznacza, że Erste Group popiera, rekomenduje lub zatwierdza jakiekolwiek materiały na połączonej stronie lub dostępne z niej. Erste Group nie ponosi żadnej odpowiedzialności za takie materiały, w szczególności za kompletność i dokładność, ani za jakiekolwiek konsekwencje ich wykorzystania.

Dodatkowe uwagi dla czytelników w następujących krajach:

Austria: Erste Group Bank AG jest zarejestrowany w Rejestrze Handlowym w Sądzie Gospodarczym w Wiedniu pod numerem FN 33209m. Erste Group Bank AG jest autoryzowany i regulowany przez Europejski Bank Centralny (EBC) (Sonnemannstraße 22, D-60314 Frankfurt nad Menem, Niemcy) oraz przez Austriacki Urząd ds. Rynku Finansowego (FMA) (Otto-Wagner Platz 5, A-1090, Wiedeń, Austria).

Niemcy: Erste Group Bank AG jest upoważniony do prowadzenia działalności inwestycyjnej w Niemczech przez Austriacki Urząd ds. Rynku Finansowego (FMA) i podlega ograniczonemu nadzorowi Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Zjednoczone Królestwo (UK): Erste Group Bank AG jest regulowany w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej w Wielkiej Brytanii przez Financial Conduct Authority i Prudential Regulation Authority. Niniejszy dokument skierowany jest wyłącznie do uprawnionych kontrahentów i klientów profesjonalnych. Nie jest skierowany do klientów detalicznych. Żadne osoby inne niż uprawniony kontrahent lub klient profesjonalny nie powinny czytać ani polegać na żadnych informacjach w tym dokumencie. Erste Group Bank AG nie zajmuje się ani nie doradza ani nie oferuje w żaden inny sposób usług inwestycyjnych klientom detalicznym.

Republika Czeska: Česká spořitelna, a.s. jest regulowana w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej w Czechach przez Narodowy Bank Czech (CNB).

Chorwacja: Erste Bank Croatia jest regulowany w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej w Chorwacji przez Chorwacką Agencję Nadzoru Usług Finansowych (HANFA).

Węgry: Erste Bank Hungary ZRT. i Erste Investment Hungary Ltd. są regulowane w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej na Węgrzech przez Węgierski Urząd Nadzoru Finansowego (PSZAF).

Serbia: Erste Group Bank AG jest regulowany w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej w Serbii przez Komisję Papierów Wartościowych Republiki Serbii (SCRS).

Rumunia: Banka Comerciala Romana jest regulowany w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej w Rumunii przez rumuńską Narodową Komisję Papierów Wartościowych (CNVM).

Polska: Erste Securities Polska S.A. jest regulowana w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej w Polsce przez Komisję Nadzoru Finansowego (KNF).

Słowacja: Slovenská sporiteľňa, a.s. jest regulowana w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej na Słowacji przez Narodowy Bank Słowacji (NBS).

Szwajcaria: Niniejszy raport z badań nie stanowi prospektu emisyjnego ani podobnego komunikatu w związku z ofertą lub notowaniem papierów wartościowych w rozumieniu art. 652a, 752 i 1156 szwajcarskiego kodeksu zobowiązań oraz zasad notowań SWX Swiss Exchange.

Hong Kong: Ten dokument może być otrzymany w Hongkongu wyłącznie przez „profesjonalnych inwestorów" w rozumieniu Załącznika 1 do Rozporządzenia o papierach wartościowych i kontraktach terminowych na waluty (Cap.571) Hongkongu oraz wszelkich zasad w nim zawartych.

© Erste Group Bank AG oraz Erste Securities Polska S.A. 2025. Wszelkie prawa zastrzeżone.

Opublikowano przez:

Erste Securities Polska S.A.
Departament Analiz
00-103 Warszawa, ul. Królewska 16
Siedziba: Warszawa
Krajowy Rejestr Sądowy (KRS): Numer 0000065121
Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy, XII Wydział Gospodarczy
Strona internetowa Erste Securities Polska S.A.: www.esp.pl

oraz

Erste Group Bank AG
Group Research
1100 Vienna, Austria, Am Belvedere 1
Siedziba: Wiedeń
Nr Rejestru Handlowego: FN 33209m
Sąd Gospodarczy w Wiedniu
Strona internetowa Erste Group Bank AG: www.erstegroup.com