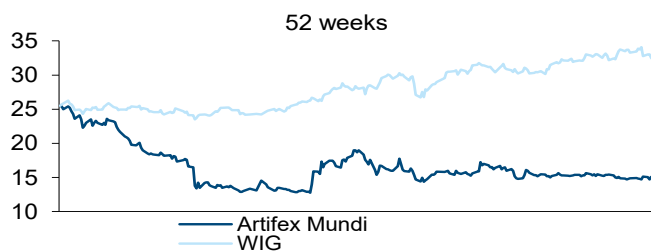


COMPANY REPORT

Artifex Mundi

Kupuj

PLN mn	2024	2025P	2026P	2027P
Przychody	103.5	105.7	124.9	166.9
EBITDA	34.7	31.0	41.8	60.3
EBIT	29.5	26.3	34.7	41.9
Zysk netto	27.4	27.7	32.1	38.6
EPS (PLN)	2.3	2.33	2.7	3.24
CEPS (PLN)	2.73	2.75	3.3	4.79
BVPS (PLN)	9.07	11.4	14.1	17.35
DPS (PLN)	0	0	0	0
EV/EBITDA (x)	4.2	4.9	3.6	2.2
P/E (x)	6.3	6.4	5.5	4.6
P/CE (x)	5.3	5.4	4.5	3.1
DY	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%



Zmiana kursu	12M	6M	3M	1M
w PLN	-41.4%	-21.4%	-8.9%	-2.2%

Cena akcji (PLN) na zamknięciu w dniu 28.08.2025

14.9 Reuters

ARTP.WA Akcje w wolnym obrocie

48.4%

Liczba akcji (mln)

11.9 Bloomberg

ART PW Główni akcjonariusze:

SH agreement

21.8%

Wartość rynkowa (mln PLN)

,178 / ,42 Dzień dywidendy

Warsaw Equity ASI

14.7%

Wartość przedsiębiorstwa (mln PLN)

,153 / ,36 Cena docelowa

21.8 Strona internetowa

www.artifexmundi.com

Analyst:

Krzysztof Tkocz

+48 22 257 57 52

krzysztof.tkocz@erstegroup.com

W przededniu przyspieszenia: metagra na horyzoncie

Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla spółki Artifex Mundi z zaleceniem Kupuj i ceną docelową 21.8 PLN (46% potencjału). Spółka znajduje się kilka miesięcy przed kolejnym istotnym kamieniem milowym (wdrożenie metagry), który powinien pozwolić jej na przeskalowanie biznesu. Naszym zdaniem metagra odegra kluczową rolę w procesie monetyzacji Unsolved w nadchodzących latach. Implementacja tej „warstwy” powinna pozwolić na spowolnienie tempa „spalania” kontentu oraz zwiększyć zaangażowanie użytkowników, stwarzając potencjał poprawy LTV aplikacji o ponad 100%. Co więcej, rozszerzona warstwa ekonomiczna gry, zwiększy odporność Unsolved na zmienność rynku oraz CPI. Pragniemy podkreślić, że poprawa kluczowych KPI’s wynikająca z implikacji tej zmiany będzie rozłożona na wiele kwartałów. W naszym modelu, zakładamy wzrost miesięcznych przychodów po pełnym wdrożeniu metagry o około 60%. W krótkim terminie, oczekujemy sezonowego spadku CPI, co powinno stworzyć przestrzeń do ponownego zwiększenia budżetów marketingowych w najbliższych tygodniach. Działania te, w połączeniu z kohortami pozyskanymi w 1H’25, oraz nowymi funkcjonalnościami (cloud save) pozytywnie wpływającymi na LTV, powinny pozwolić spółce powalczyć o rekordowe przychody na przełomie 3Q/4Q’25 oraz wyraźną poprawę pierwszej marży w całym 2H’25 (zakładamy wzrost o 19% r/r; +28% względem 1H’25). Uważamy, że po optymistycznym odbiorze testów nowej gry RPG wzrasta prawdopodobieństwo, że spółka z powodzeniem stworzy i skomercjalizuje kolejny produkt w modelu F2P. Mając na uwadze niesprzyjające statystyki dotyczące success rate nowych gier mobilnych, jak i serię nieudanych inwestycji innych firm z rodzimego podwórka, początkowo podchodziliśmy do najnowszej produkcji studia z dużą dozą ostrożności, identyfikując ją raczej jako potencjalny obszar ryzyka niż szansę za wzrost. Jednakże, wyraźny optymizm zarządu podczas ostatnich konferencji, zwiększył nasze przekonanie o potencjalnym sukcesie tego projektu. Niemniej jednak w naszym modelu pozostajemy ostrożni, zakładając wyniki na poziomie zbliżonym do gry Bladebound.

Model biznesowy i strategia

Artifex Mundi S.A. to producent i wydawca gier komputerowych z ponad 19-letnim doświadczeniem na globalnym rynku. Spółka została założona przez grupę przyjaciół ze studiów i z czasem przekształciła się w profesjonalny, niezależny biznes. Firma od 2012 roku prowadziła działalność w formie spółki z o.o., a od 2016 roku Artifex Mundi jest spółką publiczną, notowaną na głównym rynku Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.

Od początku swojej działalności Artifex Mundi koncentruje się na segmencie gier casual - prostych, intuicyjnych gier o nieskomplikowanej mechanice oraz mniej angażujących czasowo. Obecnie firma zatrudnia ponad 120 osób, działających w ramach dwóch głównych zespołów deweloperskich: **HOPA** oraz **RPG**.

Specjalnością studia są gry z gatunku **HOPA (Hidden Object Puzzle Adventure)**, łączące elementy przygodowe z mechaniką rozwiązywania zagadek i wyszukiwania ukrytych obiektów.

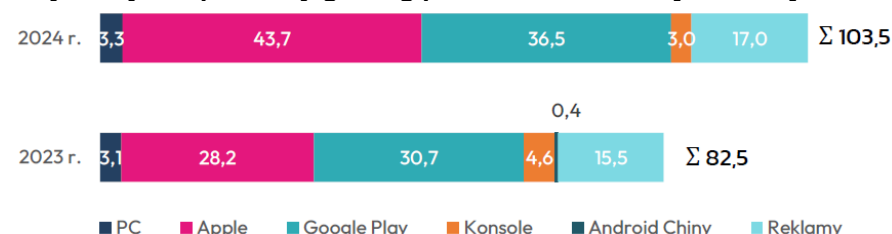
Przełomowym momentem dla spółki była premiera aplikacji **Unsolved** pod koniec 2022 roku - platformy integrującej portfolio gier HOPA w jednym miejscu. Od tego czasu coraz większe znaczenie w strukturze przychodów zaczął odgrywać segment gier **free-to-play (F2P)**, który obecnie odpowiada za blisko 95% sprzedaży spółki. Artifex rozwija ten obszar równolegle w dwóch kierunkach: rozbudowy Unsolved oraz produkcji mobilnych gier **RPG (role-playing games)**, opartych na fabularnych mechanizmach narracyjnych i systemie progresji postaci.

Kanały dystrybucji

Gry Artifex Mundi są dystrybuowane za pośrednictwem wszystkich kluczowych platform sprzętowych, w tym komputerów osobistych (PC, Mac), konsol do gier (Xbox, PlayStation, Nintendo Switch) oraz urządzeń mobilnych z systemami Android, iOS i Windows.

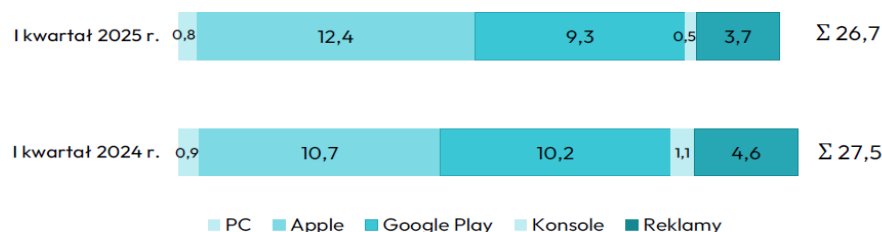
Obecnie żadna z tych platform nie posiada wyraźnej przewagi w strukturze sprzedaży, choć największy udział w przychodach generują urządzenia mobilne. Przewaga ta wynika głównie z rosnącej popularności oraz monetyzacji flagowego tytułu F2P – aplikacji Unsolved. Istotnym, stabilnym źródłem przychodów pozostają także reklamy, wyświetlane przede wszystkim właśnie w ramach tej aplikacji.

Przychody ze sprzedaży gier wg platform 2023-2024 [mln PLN]



Źródło: Spółka

Przychody ze sprzedaży gier wg platform 1Q'24, 1Q'25 [mln PLN]

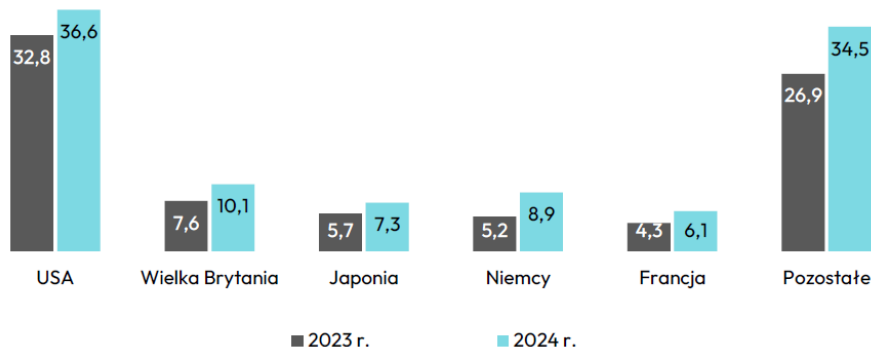


Źródło: Spółka

Struktura geograficzna sprzedaży

Artifex Mundi prowadzi działalność o zasięgu globalnym, a sprzedaż krajowa ma marginalne znaczenie w strukturze przychodów. W 2024 roku rynek polski odpowiadał jedynie za 2.5% przychodów spółki. Udział Unii Europejskiej wyniósł 25%, natomiast największym rynkiem zbytu pozostają Stany Zjednoczone, które odpowiadały za 35.6% całkowitej sprzedaży.

Struktura geograficzna sprzedaży [mln PLN]

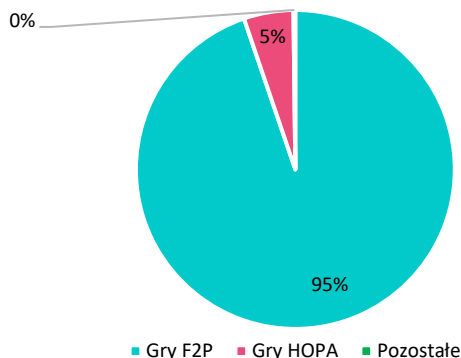


Źródło: Spółka

Artifex Mundi dzieli swoją działalność na dwa główne segmenty, w zależności od stosowanego modelu monetyzacji:

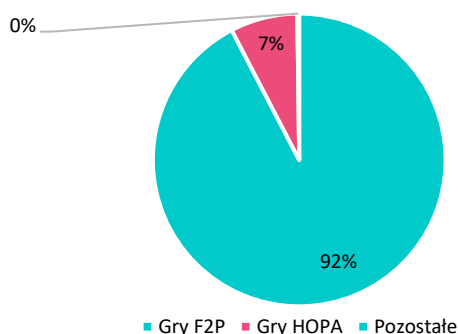
- 1) **Segment free-to-play (F2P)** – obejmuje produkcję i wydawanie gier mobilnych dostępnych bezpłatnie. Przychody generowane są poprzez mikropłatności dokonywane przez użytkowników w środowisku gry (np. zakup przedmiotów, umiejętności, punktów doświadczenia).
- 2) **Segment gier HOPA** – skupia się na tworzeniu i dystrybucji gier z gatunku Hidden Object Puzzle Adventure, monetizowanych w modelu premium, w którym użytkownik uzyskuje dostęp do pełnej wersji gry po jej zakupie.

Struktura przychodów w 1H'25 [mln PLN]



Źródło: Spółka, Erste Group Research

Struktura przychodów w 2024 [mln PLN]



Strategia rozwoju

W długim terminie Artifex Mundi koncentruje się na konsekwentnym rozwoju segmentu gier F2P, upatrując w nim kluczowego źródła wzrostu, przy jednoczesnej maksymalizacji rentowności gier HOPA.

Spółka planuje wydać w każdym z dwóch wewnętrznych studiów po perspektywicznej, flagowej, skalowalnej grze F2P, która będzie napędzać potencjał przychodowy firmy, przy jednoczesnej maksymalizacji wpływów z tytułów HOPA monetizowanych w modelu premium.

Obecnie skupienie spółki pozostaje na dalszym rozwoju i ekspansji gry Unsolved, w tym w szczególności jej rozbudowie o metagrę. Równolegle trwają prace nad nową grą RPG, której soft launch planowany jest na 4Q'26.

Unsolved jest grą na wczesnym etapie skalowania, gdzie jest rozbudowywana. Aplikacja czeka jeszcze co najmniej 2 lata intensywnego rozwoju. Kluczowym kamieniem milowym otwierającym dalszą przestrzeń do skalowania i zwiększenia monetyzacji będzie wdrożenie metagry zaplanowane na 1H'26.

Unsolved – etapy życia aplikacji



Źródło: Spółka

Od początku 2025 r. spółka kontynuuje prace nad wersją alfa **nowej gry RPG**. Ukończenie wersji alfa, reveal tytułu oraz start działań marketingowych zaplanowany jest na początek 2026 r., natomiast soft launch gry przewidziany jest na 4Q'26.

Nowa gra RPG - harmonogram wdrożenia



Źródło: Spółka

Akcjonariat

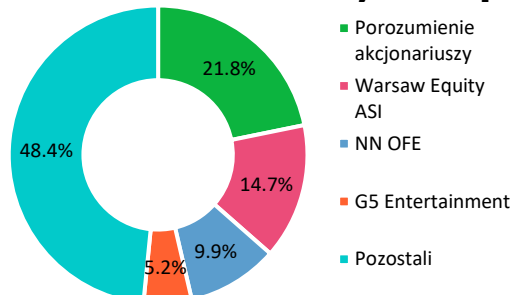
Aktualnie kapitał zakładowy spółki wynosi 119.4tsd PLN i dzieli się na 11.9mn akcji o wartości nominalnej 0,01 PLN każda. Na koniec 1Q'25 spółka posiadała 52.4 tys. akcji własnych, co stanowi 0,4% kapitału zakładowego. Największym udziałowcem spółki jest Porozumienie akcjonariuszy (między Tomaszem Grudzińskim, Jakubem Grudzińskim, Kamilem Urbankiem, Rafałem Wrońskim, Bożeną Grudzińską oraz Bogdanem Grudzińskim), posiadające około 21.8% akcji.

Artifex Mundi– akcjonariat

Akcjonariusz	Liczba akcji	% kapitału zakładowego
Porozumienie akcjonariuszy	2 603 199	21.8%
Warsaw Equity ASI	1 753 158	14.7%
NN OFE	1 180 000	9.9%
G5 Entertainment	623 043	5.2%
Pozostali	5 737 600	48.4%
Łącznie	11 897 000	100.0%

Źródło: Spółka, Erste Group Research

Artifex Mundi – struktura akcjonariatu [%]



Czynniki ryzyka

1. Ryzyko związane z nową polityką prywatności Google

W związku z planowanymi zmianami polityki prywatności Google, robienie i przewidywanie kampanii marketingowych może zostać utrudnione na urządzeniach z oprogramowaniem Android. Istnieje ryzyko, iż słaba adaptacja, do nowych warunków, przełoży się na gorszą efektywność UA.

2. Ryzyko zróżnicowanego i nieprzewidzianego popytu

Popyt na gry i usługi spółki bezpośrednio wpływa na jej wyniki finansowe. Skala sprzedaży decyduje o możliwości pokrycia kosztów produkcji, a jej sukces jest trudny do oszacowania przed premierą. Spółka nie jest w stanie wcześniej przewidzieć reakcji graczy ani poziomu przychodów. Istnieje ryzyko, że projekt nie przyniesie zysku, a nawet nie pokryje poniesionych nakładów.

3. Ryzyko związane z możliwymi opóźnieniami w produkcji gier

Wytworzenie nowej gry jest zwieńczeniem złożonego procesu, którego poszczególne etapy muszą być realizowane w odpowiedniej kolejności. Niektóre z nich nie są zależne wyłącznie od spółki, oparte są bowiem na działaniach podmiotów zewnętrznych, w tym między innymi licencjodawców i partnerów. Istnieje również ryzyko wystąpienia nieprzewidzianych trudności w pracy nad wymagającym produktem, które w sposób znaczący mogą wpłynąć na czas pracy zespołów projektowych.

4. Ryzyko związane z utratą kluczowych pracowników

Jakość tworzonych produktów i świadczonych usług jest powiązana w znacznej mierze z umiejętnościami oraz doświadczeniem pracowników spółki. Działalność dewelopera jest więc w znacznym stopniu zależna od zdolności utrzymania zatrudnionych strategicznych pracowników. Odejście członków kadry zarządzającej, bądź innych istotnych osób dla działalności spółki mogłoby spowodować pogorszenie jakości i terminowości zaplanowanych produkcji lub innych nowych projektów.

5. Ryzyko awarii systemów i infrastruktury

Działalność spółki opiera się na sprawnym działaniu systemów IT, serwerów i łączności. Awarie, ataki hackerskie czy inne problemy techniczne mogą utrudnić dostęp do gier spółki i świadczonych przez nią usług.

6. Ryzyko związane z otoczeniem konkurencyjnym

Rynek gier F2P, na którym funkcjonuje spółka jest rynkiem rozproszonym i mocno konkurencyjnym. Pojawienie się konkurenta dysponującego znaczącym budżetem na produkcję oraz promocję i reklamę gier, jak również na rozwój nowych technologii, który mógłby zdominować rynek producentów gier na urządzenia mobilne, może wpłynąć na zmniejszenie zainteresowania oferowanymi przez spółkę produktami i mieć negatywny wpływ na jej działalność operacyjną i wyniki finansowe.

7. Ryzyko związane z rozwojem nowych technologii i branży

Branża gier rozwija się bardzo szybko, a spółka musi na bieżąco dostosowywać swoje technologie do zmian na platformach sprzętowych i w kanałach dystrybucji. Wymaga to inwestycji i ciągłego monitorowania trendów. Brak dostosowania może obniżyć popyt na produkty spółki.

8. Ryzyko zmienności kursów walutowych

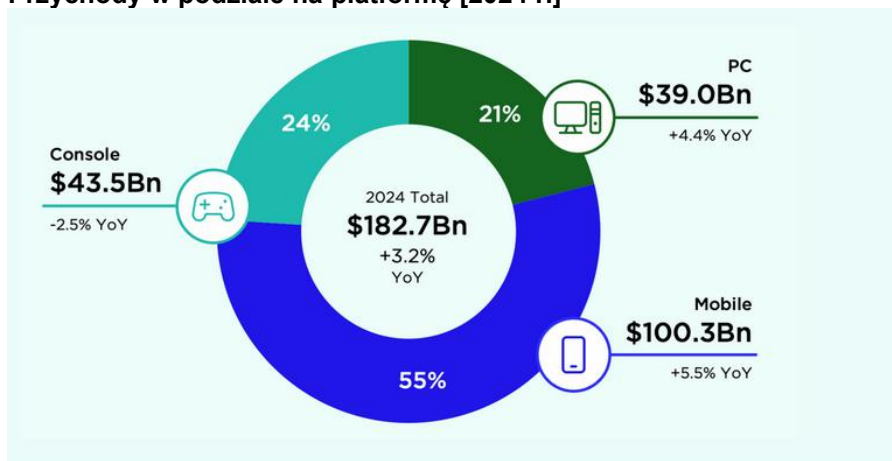
Spółka jest narażona na zmienności kursów walutowych. Sprzedaż produktów dewelopera jest skierowana głównie na rynki zagraniczne, w szczególności amerykański, chiński oraz europejski. Dominującą walutą rozliczenia tych transakcji jest więc USD oraz EUR.

Otoczenie rynkowe

Artifex Mundi działa na dynamicznie rozwijającym się globalnym rynku gier wideo, będącym jednym z najszybciej rosnących segmentów branży rozrywkowej. Zgodnie z danymi Newzoo, w 2024 roku wartość światowego rynku gier wyniosła ok. 182.7 mld USD, co oznacza wzrost o 3% r/r.

Największą część globalnego rynku gier stanowi segment gier mobilnych, zarówno pod względem generowanych przychodów, jak i liczby użytkowników. W 2024 roku gry mobilne odpowiadały za ok. 100.3 mld USD przychodów (+5.5% r/r), przy szacowanej bazie 2.8 mld graczy.

Przychody w podziale na platformę [2024 r.]

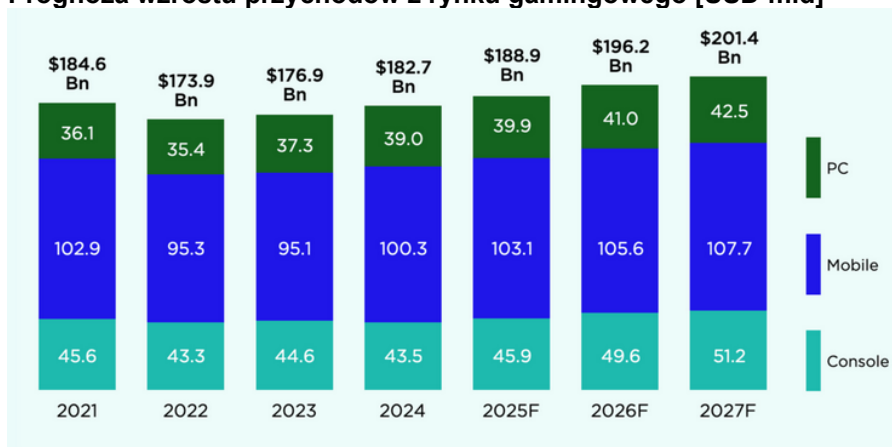


Źródło: Newzoo.com

Zgodnie z prognozami Newzoo, globalny rynek gier będzie kontynuował wzrost, wspierany przez rozwój nowych technologii, chipów oraz rosnące wykorzystanie sztucznej inteligencji w procesie produkcji. Według szacunków, do 2027 roku wartość globalnego rynku osiągnie poziom ok. 201.4 mld USD, osiągając CAGR w latach 2024-2027 w okolicach 3.3%.

Według prognoz firmy Newzoo, rynek gier mobilnych w 2025 r. wzrośnie o ok. 3% y/y do 103.1 mld USD. Natomiast w latach 2024-2027 CAGR tego segmentu wyniesie ok. 2.4%.

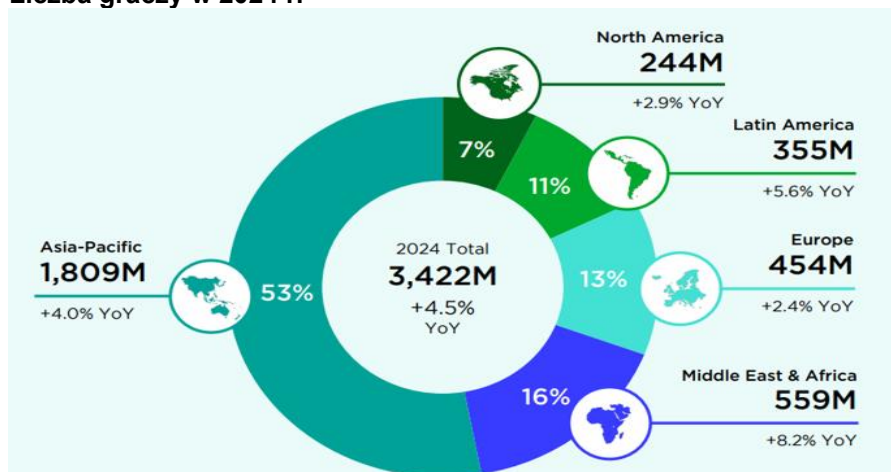
Prognoza wzrostu przychodów z rynku gamingowego [USD mld]



Źródło: Newzoo.com

Globalna liczba graczy będzie systematycznie rosła w kolejnych latach, wspierając ekspansję całego rynku gier. Zgodnie z prognozami Newzoo, do 2027 roku liczba aktywnych graczy na świecie wzrośnie do około 3.76 mld osób. Głównymi motorami wzrostu są: utrzymujący się wysoki przyrost graczy w regionie Azji oraz coraz szerszy dostęp do nowoczesnych technologii w Afryce i Ameryce Łacińskiej. W 2024 roku za największy wkład w globalny wzrost odpowiadały regiony Bliskiego Wschodu i Afryki, gdzie liczba graczy zwiększyła się aż o 8.2% r/r.

Liczba graczy w 2024 r.

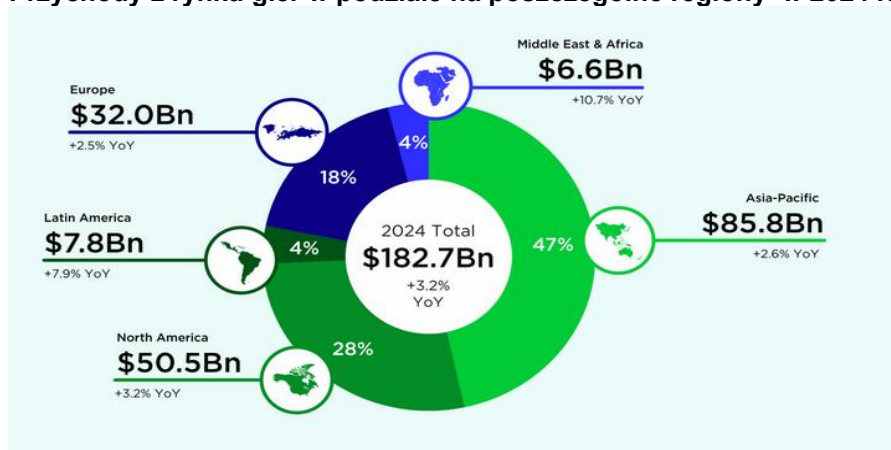


Źródło: Newzoo.com

W 2024 roku globalny rynek gier wygenerował przychody na poziomie 182.7 mld USD, notując wzrost o 3.2% r/r. Największym rynkiem pozostaje region Azji i Pacyfiku, który odpowiada za 47% światowych przychodów, osiągając wartość 85.8 mld USD (+2.6% r/r). Drugą pozycję zajmuje Ameryka Północna z 28% udziałem i przychodami sięgającymi 50.5 mld USD (+3.2% r/r), natomiast Europa uplasowała się na trzecim miejscu, generując 32.0 mld USD (+2.5% r/r), co stanowi 18% całkowitego rynku.

Na szczególną uwagę zasługują rynki rozwijające się, które wykazują dynamiczne tempo wzrostu. Ameryka Łacińska wygenerowała 7.8 mld USD przychodów, co oznacza wzrost o 7.9% r/r, zaś region Bliskiego Wschodu i Afryki osiągnął 6.6 mld USD, odnotowując najwyższą dynamikę na poziomie +10.7% r/r. Oba regiony łącznie odpowiadały za 8% globalnych przychodów branży.

Przychody z rynku gier w podziale na poszczególne regiony w 2024 r.



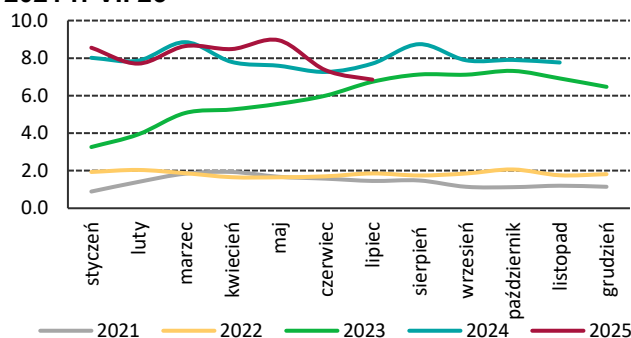
Źródło: Newzoo.com

PROGNOZY FINANSOWE

Unsolved

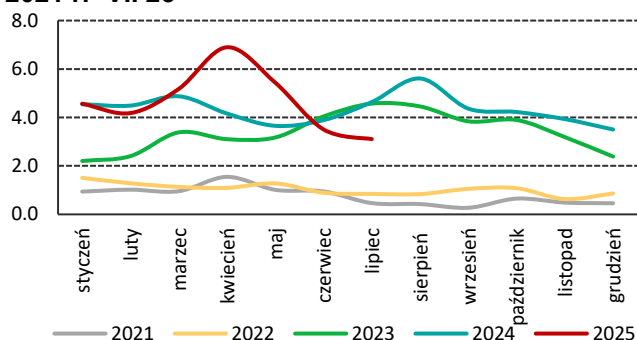
Korzystna relacja między umiarkowanie rosnącym CPI a dalszą poprawą LTV Unsolved stworzyła w 1H'25 przestrzeń do istotnego zwiększenia budżetów marketingowych do poziomu 30 mln PLN (+16% r/r). W efekcie zwiększonej skali UA, aplikacji udało się wypracować rekordowy poziom przychodów w maju (9 mln PLN). Jednocześnie skala wydatków marketingowych przełożyła się na przejściowy spadek pierwszej marży, która w 1H'25 wyniosła 20 mln PLN i była niższa o 8% r/r.

Trajektoria przychodów „Unsolved” na przestrzeni 2021 r.-VII'25



Źródło: Spółka, Erste Group Research

Trajektoria kosztów UA „Unsolved” na przestrzeni 2021 r.- VII'25



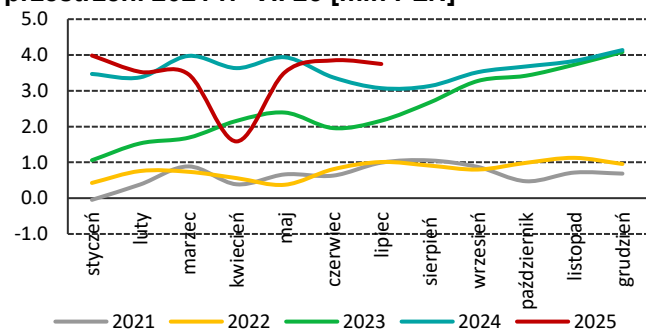
Sezonowy wzrost kosztów reklamy od drugiej połowy maja wymusił na spółce redukcję nakładów na UA, co pociągnęła za sobą spadek przychodów w ostatnich miesiącach.

W krótkim terminie, oczekujemy sezonowego spadku CPI, co powinno stworzyć przestrzeń do ponownego zwiększenia budżetów marketingowych w najbliższych tygodniach. Działania te, w połączeniu z kohortami pozyskanymi w 1H'25, oraz nowymi funkcjonalnościami (cloud save) pozytywnie wpływającymi na LTV, powinny pozwolić spółce powalczyć o rekordowe przychody na przełomie 3Q/4Q'25 oraz wyraźną poprawę pierwszej marży w całym 2H'25 (zakładamy wzrost o 19% r/r; 28% względem 1H'25).

Jednocześnie pragniemy zaznaczyć, iż potencjalnym ryzykiem dla naszych prognoz może okazać się odmienny przebieg krzywej CPI względem analogicznego okresu 2024 roku.

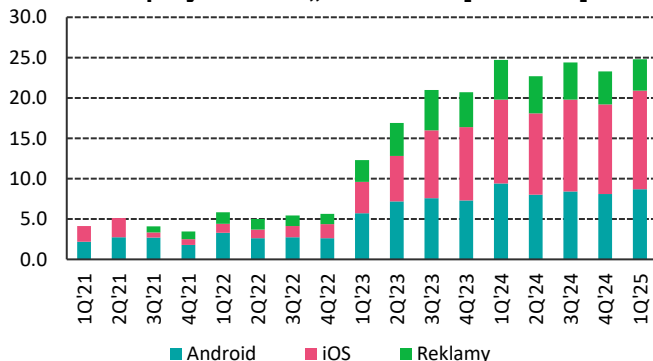
Zwracamy również uwagę, że ze względu na ograniczoną ekonomię Unsolved, rosnące koszty pozyskania użytkownika, stanowią istotną barierę dla dynamicznego rozwoju aplikacji w fazie poprzedzającej wdrożenie metagry. Oczekujemy jednak, że po implementacji tej kluczowej funkcjonalności wpływ CPI na monetyzację aplikacji ulegnie znacznemu ograniczeniu.

Trajektoria pierwszej marży „Unsolved” na przestrzeni 2021 r.- VII'25 [mln PLN]

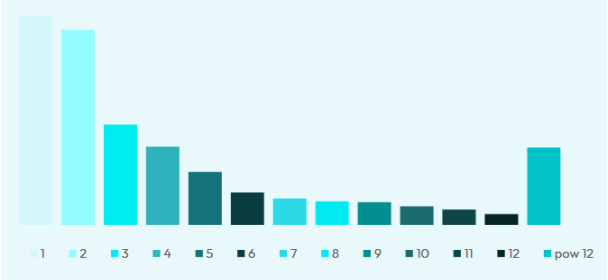


Źródło: Spółka, Erste Group Research

Sktruktura przychodów „Unsolved” [mln PLN]



Rozkład przychodów pojedynczego miesiąca wg miesiąca pozyskania kohorty (dane przykładowe)



Źródło: Spółka

BEP dla kohort użytkowników pozyskiwanych przez spółkę liczony jest w miesiącach, co wyróżnia Artifex na tle konkurencji - w przypadku dużych tytułów BEP nierzadko przekracza 12 msc. Jednocześnie kohorty pozyskane przez spółkę generują przychody przez ponad 2 lata, a wraz z dalszym rozwojem gry Unsolved ich cykl życia ulega systematycznemu wydłużeniu. Przychody z bieżącego miesiąca składają się z kohort graczy pozyskanych w ciągu 2 lat. W przykładowym miesiącu 50–60% przychodów może pochodzić od kohort graczy starszych niż 2 miesiące.

Zakładamy, że w całym 2025 roku aplikacja Unsolved wygeneruje przychody na poziomie 100 mln PLN (+5% r/r), przy wydatkach na akwizycję użytkowników wynoszących 55 mln PLN (+5% r/r). W rezultacie prognozowana przez nas pierwsza marża powinna wynieść 45 mln PLN, co oznacza wzrost r/r o ok. 5%.

Szacujemy, że do końca 2025 roku liczba dostępnych przygód w aplikacji wzrośnie do około 57 (+7 r/r w porównaniu do +8 r/r w 2024 roku). Pragniemy zauważyć, że w ostatnich miesiącach Artifex rozpoczął integrację pierwszych gier od Epix Entertainment, co otwiera potencjał do włączenia kilkudziesięciu tytułów.

Identyfikujemy szereg inicjatyw, które mogą stanowić potencjalne źródło pozytywnego zaskoczenia względem naszych bazowych założeń. Jedną z nich jest własny sklep, wzorowany na rozwiązaniach stosowanych przez innych deweloperów (np. TEN i HUG). W naszej ocenie jego wdrożenie może nastąpić jeszcze w 4Q'25. Niemniej, ograniczona głębokość ekonomii Unsolved pozwala obecnie na ograniczoną konstrukcję ofert, co prawdopodobnie w pierwszej fazie funkcjonowania sklepu przełoży się na jedynie symboliczny udział (5-10%) w płatnościach spółki. Wyraźną poprawę w tym zakresie przyniesie dopiero implementacja metagry. Obecnie w naszym modelu nie uwzględniamy potencjalnego pozytywnego wpływu wspomnianych inicjatyw, stąd traktujemy je jako formę upside'u względem naszych prognoz.

Unsolved na tle konkurencyjnych gier

Competitors	Revenue	Downloads	Cumulative RpD	RpD Tier-1 West
	Last 30 days	Last 30 days	Lifetime	Lifetime
June's Journey: Hidden Objects SuperPlay.	\$12 107 406	537 208	\$10,32	\$20,49
Manor Matters Playrix	\$3 617 723	310 170	\$3,41	\$7,99
Seekers Notes: Hidden Objects Mytone	\$2 617 263	213 556	\$8,36	\$14,06
Unsolved: Hidden Mystery Games Artifex Mundi	\$2 113 422	612 620	\$3,29	\$5,24
Sherlock - Hidden Object Mystery GS Entertainment	\$975 177	189 187	\$4,11	\$6,26
Pearl's Peril - Hidden Objects SuperPlay.	\$173 817	9534	\$4,28	\$6,1
Mystery Manor: hidden objects Game Insight	\$164 555	321 971	\$1,15	\$3,98
Murder by Choice: Mystery Game Nordcurrent UAB	\$84 617	94 507	\$1,34	\$2,54

Źródło: Spółka

Unsolved zajmuje obecnie czwarte miejsce w swojej kategorii pod względem generowanych przychodów, a liczba pobrań w ostatnich 30 dniach przewyższa wynik osiągnięty przez lidera rynku - grę June's Journey. Jednocześnie aplikacja spółki wyraźnie odstaje na tle konkurencji pod względem przychodów w przeliczeniu na jedno pobranie, co w głównej mierze wynika z braku warstwy metagry, ograniczającej możliwości monetyzacyjne. Trzy wyżej sklasyfikowane tytuły mają łącznie ok. 160-170 mln pobrań (z czego JJ odpowiada za ok. 82 mln), podczas gdy Unsolved odnotował do tej pory jedynie ok. 15 mln instalacji. Dane te pokazują, ilu graczy jeszcze nie sięgnęło po Unsolved. Aby to zmienić, konieczne jest wdrożenie metagry.

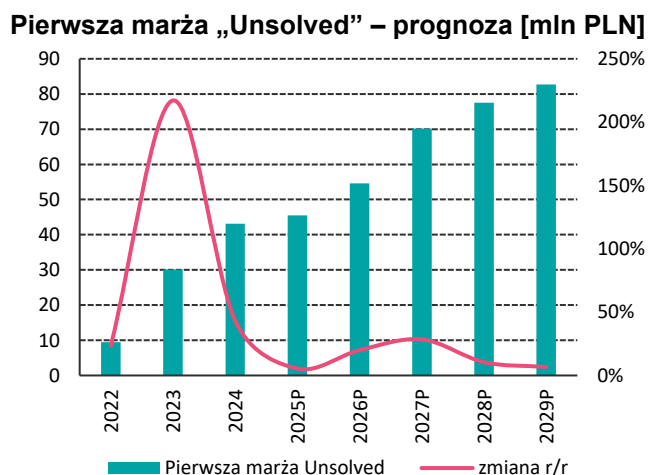
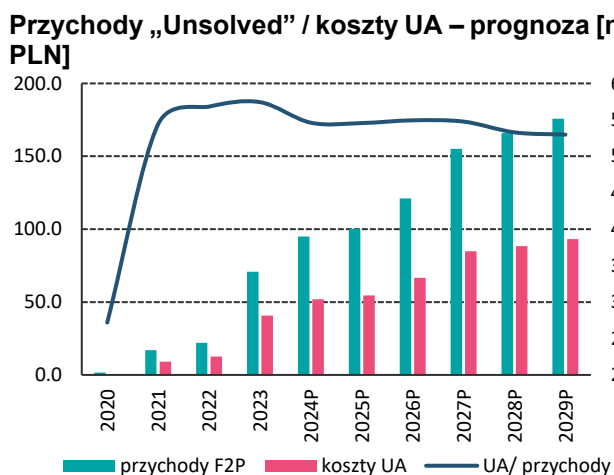
Metagra

Opóźnienie wdrożenia metagry względem pierwotnie zakładanego terminu (2025 r.) było w głównej mierze konsekwencją konieczności nadrobienia długu technologicznego związanego z silnikiem Spark. Wcześniejsze komunikaty zarządu w tej sprawie miały ogólny charakter i wskazywały przede wszystkim na niedobór odpowiednich kompetencji jako główną przyczynę przesunięcia harmonogramu. Obecnie prace skupiają się na bardziej powtarzalnych i przewidywalnych zadaniach, co istotnie ogranicza ryzyko dalszych opóźnień.

Metagra odegra kluczową rolę w procesie monetyzacji aplikacji w nadchodzących latach. Jej wdrożenie powinno spowolnić tempo „spalania” kontentu oraz zwiększyć zaangażowanie użytkowników, stwarzając potencjał zwiększenia LTV Unsolved o ponad 100%. Ponadto rozbudowana warstwa ekonomiczna, obejmująca elastyczne zarządzanie ofertami i działania LiveOps, zwiększy odporność Unsolved na zmienność rynku oraz wzrost kosztu pozyskania użytkownika (CPI). W rezultacie powinno to prowadzić do wyższych zwrotów z inwestycji. Należy jednak zaznaczyć, że poprawa kluczowych KPI’s wynikająca z implikacji tej zmiany będzie rozłożona na wiele kwartałów. W naszym prognozach, zakładamy wzrost miesięcznych przychodów po pełnym wdrożeniu metagry o około 60%.

Uwzględniając harmonogram wdrożenia metagry zaprezentowany przez spółkę, zakładamy jej pełne uruchomienie w 1H'26, przy czym pierwszych wymiernych efektów, w postaci poprawy KPI oraz wzrostu monetyzacji aplikacji, oczekujemy w 2H'26. Po zakończeniu prac nad wersją alfa (3Q/4Q'25), spółka zamierza zaprezentować funkcjonalności metagry zarówno graczom, jak i inwestorom.

W 1Q'25 nakłady na rozwój Unsolved wzrosły do 3.3 mln PLN (+18% q/q; +69% r/r), co było efektem dalszej rozbudowy zespołu projektowego oraz wzrostu wynagrodzeń. Szacujemy, że w trakcie 2025 roku liczba osób zaangażowanych w projekt zwiększy się z obecnych +50 do około 60. W konsekwencji prognozujemy wzrost całorocznych nakładów na produkcję do ok. 17 mln PLN (+29% r/r).

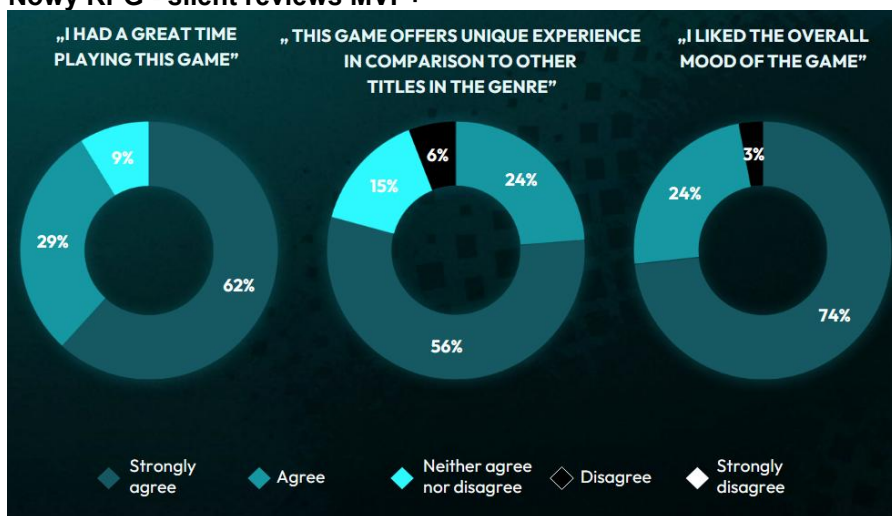


Źródło: Spółka, Erste Group Research

Nowa gra RPG

Uważamy, że po optymistycznym odbiorze testów nowej gry RPG wzrasta prawdopodobieństwo, że spółka z powodzeniem stworzy i skomercjalizuje kolejny produkt w modelu F2P. Mając na uwadze niesprzyjające statystyki dotyczące success rate nowych gier mobilnych, jak i serię nieudanych inwestycji innych firm z rodzimego podwórka, początkowo podchodziliśmy do najnowszej produkcji studia z dużą dozą ostrożności, identyfikując ją raczej jako potencjalny obszar ryzyka niż szansę za wzrost. Jednakże, wyraźny optymizm zarządu podczas ostatnich konferencji, zwiększył nasze przekonanie o potencjalnym sukcesie tego projektu. Niemniej jednak w naszym modelu pozostajemy ostrożni, zakładając wyniki na poziomie zbliżonym do gry Bladebound.

Nowy RPG - silent reviews MVP+



Źródło: Spółka

Przeprowadzone testy (na próbie ok. 40 osób) miały charakter jakościowy - ich celem było pozyskanie szczegółowego feedbacku oraz benchmarking produktu względem konkurencyjnych tytułów, a nie weryfikacja wskaźników KPI. Kluczowe cechy gry (USP) zostały ocenione pozytywnie, **a spółka ocenia ryzyko niepowodzenia projektu jako marginalne**. Rozpoczęcie szerzej zakrojonej kampanii marketingowej, obejmującej również działania z zakresu tradycyjnego marketingu (w tym budowę wishlisty), planowane jest na koniec 2025 roku. Benchmarkowe tytuły do nowej gry RPG wykazują cykl życia sięgający ok. 10 lat.

Nowy RPG - SILENT REVIEWS GRY

Wersja	Recenzenci	Liczba pytań	Kluczowe wnioski	Total score (w skali 1-5)
TSL Q2 2024	39	7 +16	+ Potwierdzenie gatunkowych filarów + Wysoka ocena <i>production values</i>	4,39
MVP+ Q4 2024	35	12 +16	+ Pozytywna weryfikacja głównych <i>unique selling points</i>, m.in. angażującego skill-based gameplayu oraz „nastroju gry” + Bardzo dobry odbiór głównej pętli gry + Niezmiennie wysoko oceniane <i>production values</i> gry	4,65

Źródło: Spółka

Obecnie około 40% zasobów produkcyjnych spółki (ponad 40 osób) jest zaangażowanych w rozwój nowej gry RPG. W 2026 roku zakładamy wzrost zespołu do około 50 osób. Dla porównania, zespoły pracujące nad grami benchmarkowymi w tej kategorii liczą zazwyczaj od 100 do 200 osób. Szacujemy, że nakłady na produkcję projektu w 2025 roku wyniosą ok. 16 mln PLN, co oznacza poziom zbliżony do wydatków poniesionych w roku ubiegłym.

Na koniec 1Q'25 spółka zainwestowała w projekt około 56.7 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 soft launchu, planowanego na 4Q'26 wyniosą ok. 65 mln PLN. Łącznie z pozyskanym finansowaniem z GameINN, całkowity budżet projektu może sięgnąć ok. 82 mln PLN.

Nasze przypuszczenia dotyczące podgatunku, w którym będzie osadzona nowa gra RPG, wskazują na segment strategii RPG. Do tej kategorii zaliczają się m.in. takie tytuły jak: Raid: Shadow Legends, Fire Emblem Heroes, Warhammer 40,000: Tacticus czy Watcher of Realms.

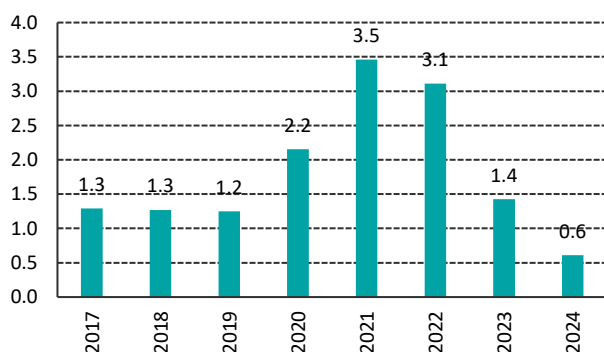
Przychody gier RPG z segmentu strategii RPG [mln USD]

Gra	Producent	Przychody sierpień 2025		Premiera
		Android	iOS	
1. Raid Shadow Legends	Plarium Global	9	7	26.02.2019
2. Fire Emblem Heroes	Nintendo	1	1	02.02.2017
3. Warhammer 40,000: Tacticus	Snowprint Studios	2	2	15.08.2022
4. Watcher of Realms	Moonton	1.6	0.4	06.07.2023
5. Mobile Legends: Adventure	Moonton	0.2	0.2	10.07.2019
6. BrownDust2	NEOWIZ	3	1	15.06.2023
7. Might & Magic: Era of Chaos	Ubisoft Mobile	0.1	0.1	26.11.2019
8. Bloodline: Heroes of Lithas	GOAT Games	0.1	0.1	22.06.2022
9. Infinite Magicraid	DHGAMES	0.1	0.1	06.09.2022

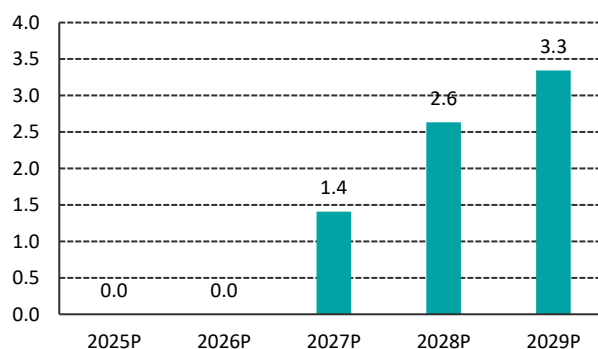
Źródło: Spółka, Erste Group Research, sensortower.com

Zachowujemy konserwatywne podejście w ocenie komercyjnego potencjału tej produkcji, opierając nasze założenia m.in. na wynikach wcześniejszej gry RPG studia oraz analizie organicznego ruchu tytułów z polskiego rynku, takich jak *Gemstone Legends* (Gamedesire) czy *Evil Land* (Rage Quit Games). W naszym modelu zakładamy, że w pierwszym roku od premiery gra wygeneruje ok. 4.7 mln PLN przychodów, przy budżecie UA na poziomie 3.3 mln PLN. Uważamy, że jednoczesny debiut na wszystkich głównych platformach (mobile, PC, konsole) z funkcjonalnością cross-play istotnie zwiększa szanse na komercyjny sukces projektu.

Przychód/ pierwsza marża gry „Bladebound” [mln PLN]



Pierwsza marża nowej gry RPG – prognoza [mln PLN]



Źródło: Spółka, Erste Group Research

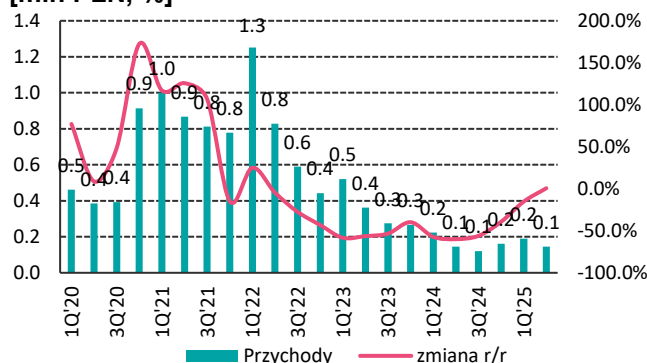
W związku z dalszą rozbudową zespołów pracujących nad Unsolved oraz nową grą RPG, oczekujemy wzrostu nakładów produkcyjnych w 2025 roku o ok. 16% r/r, do poziomu 33 mln PLN. W konsekwencji liczymy się z możliwością wystąpienia przejściowego, ujemnego OCF w 2025 roku.

Bladebound

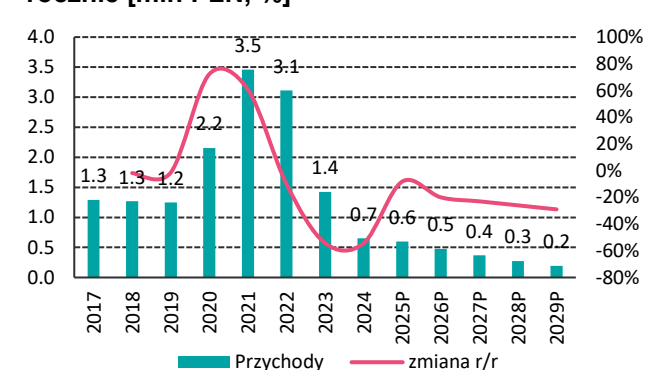
W pierwszej połowie 2025 roku przychody z gry kontynuowały trend spadkowy, osiągając poziom zaledwie 0.3 mln PLN (-9% r/r).

Przypominamy, że tytuł znajduje się obecnie w trybie low maintenance, w związku z czym oczekujemy dalszej stopniowej regresji monetyzacji w kolejnych okresach.

Przychody Bladebound i ich zmiana r/r - kwartalnie [mln PLN, %]



Przychody Bladebound od premiery i ich zmiana r/r - rocznie [mln PLN, %]

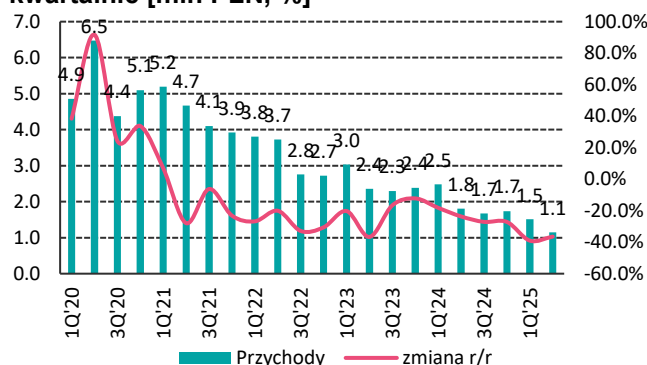


Źródło: Spółka, Erste Group Research

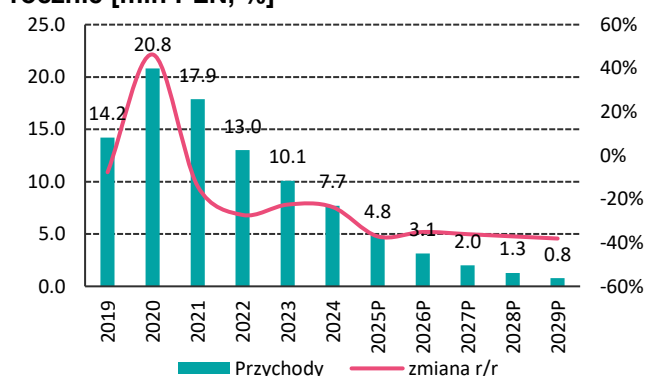
HOP Y

W 2024 roku spółka zaprzestała portowania kolejnych tytułów z portfela na platformy konsolowe, co przełożyło się na głębszą regresję przychodów segmentu do poziomu 2.7 mln PLN w 1H'25 roku (-38% r/r). W związku z brakiem nowych aktywności w tym obszarze, oczekujemy podobnej dynamiki spadku w kolejnych latach. W naszych prognozach zakładamy, że w 2025 r. segment wypracuje przychody na poziomie ok. 4.8 mln PLN, co oznacza spadek o 37% r/r.

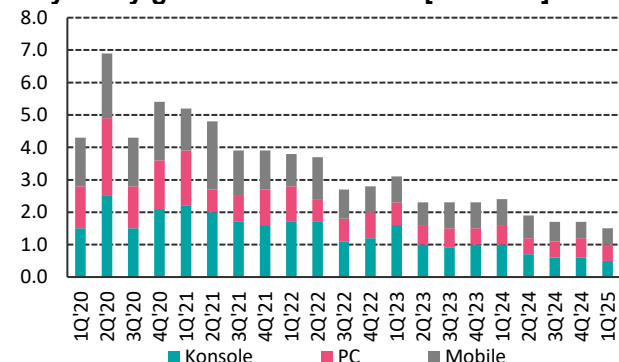
Przychody segmentu HOPA i ich zmiana r/r - kwartalnie [mln PLN, %]



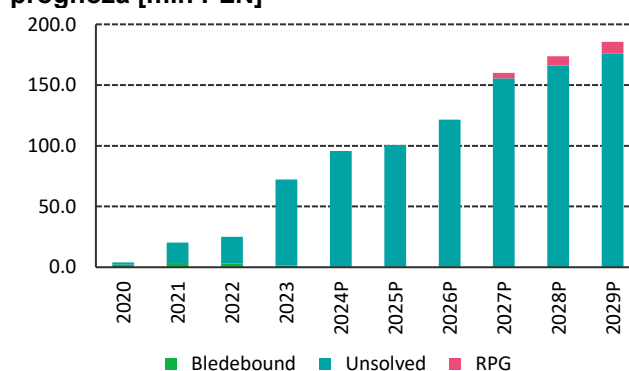
Przychody segmentu HOPA i ich zmiana r/r - rocznie [mln PLN, %]



Przychody gier HOPA- struktura [mln PLN]



Segment F2P w rozbiciu na poszczególne tytuły – prognoza [mln PLN]



Źródło: Spółka, Erste Group Research

Główne założenia [mln PLN, %]

	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody	39	82	104	106	125	167	183	196
HOPY	13	10	8	5	3	2	1	1
F2P	25	72	96	101	122	160	174	185
<i>Bledebound</i>	3	1	1	1	0	0	0	0
<i>Unsolved</i>	22	71	95	100	121	155	166	176
<i>RPG</i>	0	0	0	0	0	5	8	9
Premium	0	0	0	0	0	0	0	0
UA	13	41	52	55	67	88	93	99
<i>Unsolved</i>	13	41	52	55	67	85	88	93
<i>RPG</i>	0	0	0	0	0	3	5	6
Pierwsza marża	10	30	43	45	55	72	80	86
<i>Unsolved</i>	10	30	43	45	55	70	78	83
<i>RPG</i>	0	0	0	0	0	1	3	3
Tantiemy	4	5	7	6	7	8	9	10

Źródło: Spółka, 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 21.8 PLN, czyli o 46% więcej niż obecna cena rynkowa, co implikuje rekomendację KUPUJ.**

	Waga	Cena
Wycena porównawcza	0%	22.6
Wycena DCF	100%	21.8
12M cena docelowa (PLN)		21.8

Zródło: Erste Group Research

Założenia DCF:

- Stopa wolna od ryzyka = 5.4% w prognozowanym okresie (rentowności 10-letnich obligacji skarbowych).
- Stopa wolna od ryzyka = 5.4% w okresie rezidualnym.
- Premia za ryzyko rynkowe = 6%, w okresie rezidualnym = 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 1.1mn sztuk akcji.

Wycena porównawcza:

W ramach wyceny porównawczej przedstawiamy wartość godziwą obliczoną na podstawie median wskaźników P/E oraz EV/EBITDA dla lat 2025-2027, przy założeniu równych wag dla obu wskaźników w każdym roku. Metodę wyceny porównawczej prezentujemy wyłącznie w celach informacyjnych.

	P/E			EV/EBITDA		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
Nexon	27.6	24.4	23.9	15.6	13.9	13.4
Playtika	7.4	5.9	5.3	4.3	3.8	3.1
Stillfront Group	5.6	3.9	3.6	3.4	3.1	2.7
G5 Entertainment	13.7	8.8	8.0	2.9	2.1	1.8
Netmarble Corp	17.7	19.2	18.4	13.1	11.6	11.7
Arictocrat Leisure	22.8	21.1	19.4	14.3	13.3	12.7
Huuuge Games	5.5	6.1	7.0	1.9	1.8	-0.1
Ten Square Games	6.8	7.2	7.5	3.7	3.8	3.9
Median: Total	10.6	8.0	7.7	4.0	3.8	3.5
Implied valuation per share [PLN]	24.6	21.6	25.1	13.0	15.9	22.0
Weight	17%	17%	17%	17%	17%	17%
Premium/Discount	0%					
Weighted valuation per share [PLN]	20.4					
12M value per share	22.6					

Zródło: Erste Group Research, Bloomberg

Szacunki WACC

	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	TV
Stopa wolna od ryzyka	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%
Premia za ryzyko	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	5.0%
Beta	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
Koszt kapitału	12.6%	12.6%	12.6%	12.6%	12.6%	11.4%
Koszt długu	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%
Efektywna stopa podatkowa	9.6%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
Koszt długu po opodatkowaniu	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%
Udział kapitału w wycenie	100%	100%	100%	100%	100%	100.0%
WACC	12.6%	12.6%	12.6%	12.6%	12.6%	11.4%

Wycena DCF

(mln PLN)	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	TV
<i>Wzrost sprzedaży r/r</i>	2.1%	18.1%	33.7%	9.4%	7.2%	
EBIT	26.3	34.7	41.9	49.3	52.2	
<i>marża EBIT</i>	24.9%	27.8%	25.1%	27.0%	26.7%	
<i>Stopa podatkowa</i>	9.6%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	
Opodatkowanie EBIT	-2.5	-3.5	-4.2	-4.9	-5.2	
NOPLAT	23.8	31.2	37.7	44.3	47.0	
+ Amortyzacja	4.7	7.1	18.4	20.0	21.9	
<i>CAPEX / Amortyzacja</i>	700.3%	525.1%	220.0%	215.4%	207.9%	
Zmiana w kapitale obrotowym	0.6	0.2	-0.5	0.1	0.0	
<i>Zmiana w kapitale obrotowym / zmiana sprzedaży</i>	25.4%	1.1%	-1.1%	0.7%	-0.2%	
- CAPEX	-33.0	-37.4	-40.4	-43.1	-45.5	
FCFF	-3.9	1.1	15.2	21.3	23.4	24.1
<i>Wzrost FCFF po okresie prognozy</i>						3.0%
Wartość rezydualna (TV)						295.0
Zdyskontowana wartość rezydualna	-3.5	0.9	10.7	13.3	12.9	163.0
Wartość przedsiębiorstwa (EV)	197.2					
Udziałowcy mniejszościowi	0.0					
Aktywa nieoperacyjne	0.0					
Dług netto	-34.6					
Inne	0.0					
Wartość firmy	231.7					
Liczba akcji (mln)	13.0					
Koszt kapitału	12.6%					
12M cena docelowa na akcję (PLN)	21.8					
Bieżąca cena akcji (PLN)	15.0					
<i>Potencjał wzrostu / spadku</i>	46.2%					

Omówienie szacunkowych wyników za 2Q'25

Przychody. W 2Q'25 na poziomie przychodów Artifex wypracował 26.1 mln PLN (+6.0% r/r), co było zgodne z raportowanymi w ostatnich miesiącach odczytami. Za 95% tej pozycji odpowiadała aplikacja Unsolved generując 24.8 mln PLN (+9.5% r/r), natomiast za 4% gry HOPA = 1.1 mln PLN (-36.5% r/r).

Koszty. Zgodne z naszymi oczekiwaniami okazały się koszty działalności operacyjnej, które wyniosły 20.8 mln PLN, co oznacz wzrost r/r o 18.1% (głównie efekt zwiększonych nakładów na UA).

EBIT. Na poziomie EBIT spółka w 2Q'25 wypracowała 5.4 mln PLN (-24.2% r/r – spadek w efekcie zwiększonych nakładów na UA), co było poziomem zbliżonym do naszych oczekiwań i konsensusu.

Działalność finansowa. Na poziomie działalności finansowej Artifex wygenerował 0.9 mln PLN (+45.1% r/r), co jest niższym poziomem niż zakładaliśmy (liczyliśmy na wyższe przychody finansowe w związku z obniżeniem PLN względem USD).

Zysk netto. Na poziomie zysku netto spółka w 2Q'25 wypracowała 5.7 mln PLN co było poziomem zgodnym z oczekiwaniami rynku i niższym od naszych założeń.

Środki pieniężne. Na koniec 2Q'25 spółka posiadał 30.1 mln PLN środków pieniężnych wraz z obligacjami, co oznacza spadek o 2.1 mln PLN q/q – efekt wysokich nakładów na gry.

Przedstawione przez spółkę szacunkowe wyniki za 2Q'25 odebraliśmy neutralnie. Zarówno na poziomie EBIT i zysku netto spółka wygenerowała wyniki zbliżone do oczekiwań rynkowych. Finalne wyniki za 2Q'25 zostaną opublikowane 10.09.2025.

Szacunkowe wyniki za 2Q'25

Skonsolidowane, IFRS (PLN, mn)	Raportowane			Oczekiwane		Raportowane		Raportowane		
	Q2'24	Q2'25	r/r	Erste	Kons.	vs. Erste	vs. Kons.	1H'24	1H'25	r/r
Przychody	24.6	26.1	6.0%	26.1	26.1	0.0%	0.1%	52.1	52.8	1.2%
Unsolved	22.6	24.8	9.5%	24.8	-	-0.2%	-	47.4	49.7	4.9%
Gry HOPA	1.8	1.1	-36.5%	1.1	-	-0.1%	-	4.3	2.7	-38.0%
Koszty działalności operacyjnej	17.6	20.8	18.1%	21.0	-	-1.2%	-	36.9	39.7	7.6%
EBIT	7.1	5.4	-24.2%	5.1	5.3	4.2%	2.1%	15.2	13.1	-14.3%
Wynik na działalności finansowej	0.6	0.9	45.1%	2.1	-	-59.6%	-	0.6	2.5	340.2%
Zysk brutto	7.7	6.2	-18.8%	7.3	-	-14.4%	-	15.8	15.6	-1.3%
Podatek	0.7	0.6	-20.9%	0.7	-	-18.7%	-	1.5	1.4	-3.7%
Zysk netto	6.9	5.7	-18.6%	6.6	5.6	-14.0%	1.3%	14.4	14.2	-1.1%
EBIT margin	28.7%	20.5%		19.7%	20.1%			29.2%	24.7%	
Net income margin	28.2%	21.6%		25.2%	21.4%			27.5%	26.9%	

Źródło: Erste Group Research, spółka

Nasze prognozy na tle konsensusu rynkowego

Nasze prognozy przychodów na lata 2025-2027 są w dużej mierze zgodne z konsensem rynkowym. Prognozowana przez nas EBITDA w okresie 2025-2026 jest również zbliżona do oczekiwań rynkowych. Różnice względem naszych prognoz występują głównie na poziomie amortyzacji, prawdopodobnie w wyniku odmiennych założeń dotyczących amortyzacji metagry Unsolved oraz nowej gry RPG. Przekłada się to na wyższy prognozowany przez nas EBIT i zysk netto w latach 2025-2026. W przypadku 2027 roku jesteśmy znacznie bardziej optymistyczni niż konsensus, co wynika z naszej wiary w pozytywny wpływ metagry na przychody i rentowność, w tym wyższą efektywność działań UA.

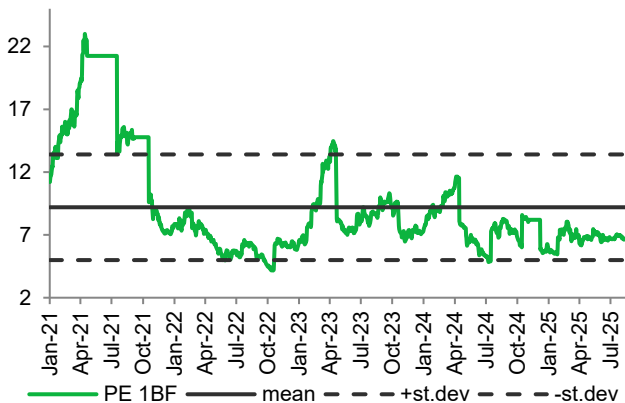
(PLN, mn)	2025P			2026P			2027P		
	kons.	Erste	różn.	kons.	Erste	różn.	kons.	Erste	różn.
Przychody	100.0	105.7	5.7%	129.0	124.9	-3.2%	164.0	166.9	1.8%
EBITDA	31.8	31.0	-2.4%	39.8	41.8	5.0%	50.9	60.3	18.5%
EBIT	24.3	26.3	8.3%	29.8	34.7	16.3%	25.2	41.9	66.4%
Zysk netto	24.5	27.7	13.3%	27.6	32.1	16.4%	23.5	38.6	64.2%
marża EBITDA	31.8%	29.4%		30.9%	33.5%		31.0%	36.1%	
marża EBIT	24.3%	24.9%		23.1%	27.8%		15.4%	25.1%	
marża netto	24.5%	26.2%		21.4%	25.7%		14.3%	23.1%	

Źródło: Erste Group Research, Bloomberg

Wskaźniki P/E i EV/ EBITDA (średnie 12-miesięczne) oraz historyczne P/E i EV/EBITDA (obliczane na podstawie cen na koniec okresu).

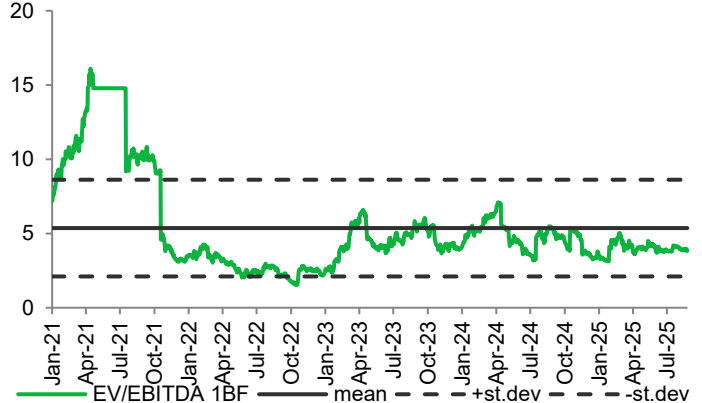
Zarówno wartość wskaźnika P/E'25, jak i EV/EBITDA'25 znajduje się poniżej średniej dla tych wskaźników obliczonych w latach 2021-25, co sugeruje potencjalne dyskonto w wycenie.

P/E 12M blended forward ratio



Źródło: Erste Group Research, Bloomberg

EV/EBITDA 12M blended forward ratio



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

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 korzyści, 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 odpowiedzialności 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 następne, 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 zapewnić 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 niepodjęciu 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 zaświadczenia, 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, stosowność 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 obszerny 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, zawierającymi 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 poziomu 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>

Odnosniki

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 jakiegokolwiek 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 jakiegokolwiek 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) (Sonnenmannstraße 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