

## Artifex Mundi

### Mocne wzrosty Unsolved napędzą wyniki; niedługo soft-launch nowej gry RPG

**#Wyniki** Spółka zaraportowała wstępne przychody za I kwartał, które wyniosły ok. 15,9 mln PLN (+44% r./r. ; +79% kw./kw.). Przychody z segmentu gier HOPA wyniosły 3,1 mln PLN (-20% r./r. ; +12% kw./kw.), a z segmentu F2P 12,8 mln PLN (+80% r./r. ; +110% kw./kw.). Wstępne nakłady na UA wyniosły 8 mln PLN. Mnożnik UA/przychody F2P wniósł 62% (+20pp kw./kw.). Zakładamy, że COGS wyniosą w tym kwartale 2,3 mln PLN, a koszty ogólnego zarządu 1,8 mln PLN. Spodziewamy się pozytywnej reakcji rynku na wyniki. Dynamika wyników najmocniejsza w sektorze;

**#Outlook / Newsflow** Najważniejszym projektem w średnim terminie jest mocno rosnąca aplikacja Unsolved. Spółka poszerzyła zespół marketingowy Unsolved w '22 i odnotowuje poprawę efektywności o kilkadziesiąt procent od końca 2022 r. Wydaje się, że po zapowiedziach spółki Unsolved może rosnąć pod kątem contentu, nowych kanałów UA, nowych platform oraz po stronie parametrów efektywnościowych / monetyzacji. W planach jest wydanie Unsolved na Steam (2Q23) i Amazon. Największy potencjał przychodowy ma rozszerzenie meta-gry, które ma być wykonane w 2-3 kwartały. Co więcej, ART chce wdrożyć w grze więcej LiveOps poprawiających monetyzację. Spółka pracuje także nad nową grą RPG, która może mieć testy w drugim półroczu 2023 r. Na razie pozostajemy sceptyczni co do sukcesu tytułu ze względu na trudne otoczenie rynkowe i brak sukcesów w grach RPG (Bladebound). Ryzykiem dla gry może być relatywnie wysoki budżet. Guidance spółki jest optymistyczny, a po I kw. wydaje się, że może to być rekordowy rok wyników;

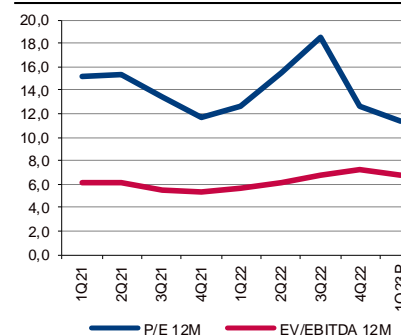
**#Zmiany modelowe / rekomendacja** Mocno podnosimy prognozy i założenia dotyczące segmentu F2P. Oczekujemy, że dynamika przychodów F2P wyniesie w 2023 r +144% - najszybszy wzrost w przychodów w polskim sektorze. Widzimy dalszy przestrzeń do wzrostu przychodów Unsolved. Podtrzymujemy rekomendację KUPUJ z ceną docelową 18,7 PLN/akcja.

mln PLN	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23P	y/y	q/q
Przychody	10,5	11,1	9,1	8,3	11,1	9,7	8,9	8,9	15,9	44%	79%
EBITDA	5,9	5,5	5,2	4,1	4,6	3,9	3,9	3,3	5,5	21%	68%
EBIT	4,2	4,0	4,1	2,9	3,1	2,5	2,5	1,8	4,0	27%	119%
Zysk netto	3,2	3,4	3,3	3,1	2,3	1,1	1,7	7,0	3,6	57%	-48%
P/E12M trailing	15,2	15,3	13,4	11,7	12,6	15,5	18,6	12,6	11,4		
EV/EBITDA 12M trailing	6,1	6,1	5,6	5,3	5,6	6,1	6,8	7,2	6,7		
zmiana przychodów r./r.	87%	43%	65%	22%	5%	-13%	-3%	7%	44%		
marża EBITDA	56,1%	50,0%	56,7%	49,1%	41,5%	40,2%	43,8%	37,0%	34,8%		
marża EBIT	40,1%	36,2%	45,3%	35,5%	28,3%	25,4%	28,0%	20,5%	25,1%		
marża netto	30,1%	30,4%	36,5%	37,5%	20,7%	11,2%	19,2%	78,3%	22,6%		

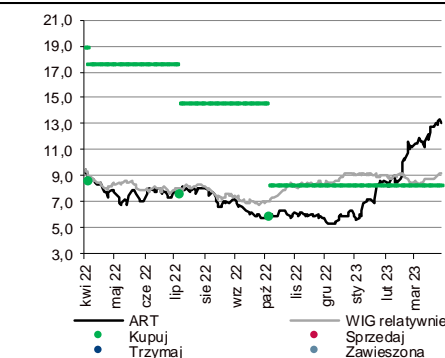
Raport za I kw.'23  
17.05.2023

DANE SPÓŁKI	HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Ticker	ART	Kupuj	24.10.2022 8,3
Sektor	Gry	Kupuj	25.07.2022 14,7
Kurs (PLN)	12,8	Kupuj	22.04.2022 17,6
52 tyg. min/max (PLN)	5,02 / 13,45	Kupuj	09.12.2021 19,0
Liczba akcji (mln szt.)	11,9	Kupuj	21.10.2021 18,3
Kapitalizacja (mln PLN)	152	Kupuj	10.09.2021 21,0
S&P Global ESG Scores	-		
Śr. obroty 3M (mln PLN)	0,20		
Zmiana kursu	1M 8,7%	3M 120,1%	1Y 35,0%

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES ART NA TLE WIG



mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	25,7	39,1	38,5	73,9	86,4	101,4
EBITDA	17,0	21,1	15,7	26,2	30,8	36,1
EBIT	10,0	15,3	9,9	20,0	23,6	28,1
Zysk netto	8,2	13,0	12,1	18,0	21,2	25,3
EPS (PLN)	0,69	1,1	1,0	1,5	1,7	2,0
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
P/E (x)	18,5	11,7	13,0	8,7	7,6	6,4
EV/EBITDA (x)	8,3	6,6	9,9	5,5	4,2	3,0
P/BV (x)	5,2	3,7	2,8	2,1	1,7	1,3
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Wycena / waga	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DCF	18,7	0%	8,3	0%	125%
Wycena porównawcza	14,7	0%	9,3	0%	58%

Zmiany prognoz mln PLN	2023P			2024P			2025P		
	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	73,9	45,9	61%	86,4	53,5	62%	101,4	b.d.	-
EBITDA	26,2	18,8	39%	30,8	24,0	28%	36,1	b.d.	-
EBIT	20,0	12,4	61%	23,6	13,2	79%	28,1	b.d.	-
Zysk netto	18,0	11,2	60%	21,2	11,9	78%	25,3	b.d.	-
P/E (x)	8,5	13,6		7,2	12,8		6,0	-	
EV/EBITDA (x)	5,3	7,4		3,9	5,0		2,8	-	
P/BV (x)	2,1			1,6			1,2		
DY (%)	0,0%			0,0%			0,0%		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	11,7	13,0	8,7	7,6	6,4
P/E skor. (x)	11,7	13,0	8,7	7,6	6,4
P/BV (x)	3,7	2,8	2,1	1,7	1,3
EV/EBITDA (x)	6,6	9,9	5,5	4,2	3,0
EV/EBITDA skor. (x)	6,6	9,9	5,5	4,2	3,0
EV/Sprzedaż (x)	3,6	4,0	1,9	1,5	1,1

FCF Yield (%)	3,6%	3,4%	10,0%	13,8%	20,8%
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	1,1	1,0	1,5	1,7	2,0
EPS skor. (PLN)	1,1	1,0	1,5	1,7	2,0
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BVPS (PLN)	3,5	4,5	6,0	7,7	9,7

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży (%)	75,1%	76,3%	86,6%	87,4%	88,3%
marża EBITDA skor. (%)	54,0%	40,6%	35,4%	35,6%	35,6%
marża EBIT (%)	39,2%	25,7%	27,0%	27,3%	27,7%
marża netto skor. (%)	33,3%	31,3%	24,3%	24,5%	24,9%

ROE (%)	36,7%	25,0%	28,0%	24,8%	22,9%
ROA (%)	30,7%	21,2%	24,1%	21,9%	20,6%
CAPEX/Sprzedaż (%)	1,8%	1,1%	0,7%	0,7%	0,7%
CAPEX/Amortyzacja (x)	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Dług netto/kapitał własny (x)	-0,3	0,0	-0,2	0,1	0,0
Dług netto/EBITDA (x)	-0,6	-0,1	-0,5	-1,1	-

Cykl konwersji gotówek (dni)	176	263	169	165	159
Cykl rotacji zapasów (dni)	159	256	171	167	160
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	44	51	30	30	30
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	27	44	31	31	31

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
<b>Przychody</b>	<b>25,7</b>	<b>39,1</b>	<b>38,5</b>	<b>73,9</b>	<b>86,4</b>	<b>101,4</b>
Koszt własny sprzedaży	9,9	9,7	9,1	9,9	10,9	11,9
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>15,8</b>	<b>29,4</b>	<b>29,4</b>	<b>64,0</b>	<b>75,5</b>	<b>89,6</b>
Koszty sprzedaży	0,6	9,5	13,0	38,0	45,6	54,7
Koszty ogólnego zarządu	2,6	4,5	6,3	6,0	6,4	6,7
Zysk ze sprzedaży	12,6	15,4	10,1	20,0	23,6	28,1
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	-2,6	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>17,0</b>	<b>21,1</b>	<b>15,7</b>	<b>26,2</b>	<b>30,8</b>	<b>36,1</b>
<b>EBITDA skor.</b>	<b>19,5</b>	<b>21,1</b>	<b>15,7</b>	<b>26,2</b>	<b>30,8</b>	<b>36,1</b>
Amortyzacja	7,0	5,8	5,8	6,2	7,2	8,0
<b>EBIT</b>	<b>10,0</b>	<b>15,3</b>	<b>9,9</b>	<b>20,0</b>	<b>23,6</b>	<b>28,1</b>
Wynik na działalności finansowej	0,2	-0,6	2,6	0,0	0,0	0,0
<b>Zysk brutto</b>	<b>10,2</b>	<b>14,7</b>	<b>12,5</b>	<b>20,0</b>	<b>23,6</b>	<b>28,1</b>
Podatek dochodowy	-2,0	-1,7	-0,5	-2,0	-2,4	-2,8
Zysk mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zysk netto</b>	<b>8,2</b>	<b>13,0</b>	<b>12,1</b>	<b>18,0</b>	<b>21,2</b>	<b>25,3</b>
<b>Zysk netto skor.</b>	<b>8,2</b>	<b>13,0</b>	<b>12,1</b>	<b>18,0</b>	<b>21,2</b>	<b>25,3</b>

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>7,9</b>	<b>6,0</b>	<b>5,6</b>	<b>5,2</b>	<b>4,8</b>	<b>4,5</b>
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>27,8</b>	<b>42,9</b>	<b>59,4</b>	<b>78,8</b>	<b>104,9</b>	<b>131,9</b>
Aktywowane koszty gier komputerowych	12,3	21,7	32,4	36,9	42,0	47,1
Należności handlowe	4,2	5,2	5,5	6,5	7,7	8,8
Gotówka	11,0	14,5	3,2	17,0	36,9	57,6
<b>Aktywa</b>	<b>35,7</b>	<b>48,9</b>	<b>65,0</b>	<b>84,0</b>	<b>109,7</b>	<b>136,4</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>29,4</b>	<b>41,5</b>	<b>55,2</b>	<b>73,2</b>	<b>97,7</b>	<b>123,0</b>
<b>Kapitały mniejszości</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>2,7</b>	<b>1,9</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>
Zobowiązania oprocentowane	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>3,6</b>	<b>5,4</b>	<b>8,7</b>	<b>9,7</b>	<b>10,8</b>	<b>12,2</b>
Zobowiązania oprocentowane	0,0	1,0	2,0	3,0	4,0	5,0
Zobowiązania handlowe	2,3	3,4	5,9	6,9	8,0	9,4
<b>Pasywa</b>	<b>35,7</b>	<b>48,9</b>	<b>65,0</b>	<b>84,0</b>	<b>109,7</b>	<b>136,4</b>

Rachunek przepływów (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
<b>Przeplwy z działalności operacyjnej</b>	<b>8,0</b>	<b>5,7</b>	<b>5,6</b>	<b>14,4</b>	<b>17,1</b>	<b>21,4</b>
Zysk (strata) netto	8,2	13,0	12,1	18,0	21,2	25,3
Amortyzacja	1,2	1,4	0,9	1,0	1,0	1,0
<b>Przeplwy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,5</b>	<b>-16,0</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,7</b>
CAPEX	-0,3	-0,7	-0,4	-0,5	-0,6	-0,7
<b>Przeplwy z działalności finansowej</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,9</b>	<b>0,0</b>	<b>3,3</b>	<b>0,0</b>
Dywidenda	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Przeplwy pieniężne netto</b>	<b>7,0</b>	<b>4,5</b>	<b>-11,3</b>	<b>13,9</b>	<b>19,8</b>	<b>20,7</b>
Środki pieniężne na początek okresu	4,0	11,0	14,5	3,2	17,0	36,9
Środki pieniężne na koniec okresu	11,0	14,5	3,2	17,0	36,9	57,6

## Wycena DCF

DCF w mln PLN	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	TV
<b>EBIT</b>	<b>20,0</b>	<b>23,6</b>	<b>28,1</b>	<b>32,1</b>	<b>34,9</b>	<b>38,0</b>	<b>39,3</b>	<b>40,6</b>	<b>42,1</b>	<b>44,7</b>	
Stopa podatkowa	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	
<b>NOPLAT</b>	<b>17,8</b>	<b>21,0</b>	<b>25,0</b>	<b>28,6</b>	<b>31,0</b>	<b>33,9</b>	<b>35,0</b>	<b>36,2</b>	<b>37,5</b>	<b>39,8</b>	
Amortyzacja (aktyw. trwałe / WNiP)	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2	
Amortyzacja (aktywowane koszty gier)	5,2	6,2	7,0	7,8	8,6	9,4	10,2	11,0	11,7	12,5	
Nakłady inwestycyjne (aktyw. trwałe / WNiP)	-0,5	-0,6	-0,7	-0,8	-0,9	-1,0	-1,1	-1,2	-1,3	-1,4	
Nakłady na prace rozwojowe (gry)	-13,9	-11,3	-12,1	-12,8	-13,6	-14,4	-15,2	-16,0	-16,8	-17,6	
Zmiana kapitału obrotowego, netto	0,0	0,0	0,2	0,1	-0,1	0,0	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3	
<b>FCF</b>	<b>9,6</b>	<b>16,3</b>	<b>20,4</b>	<b>23,8</b>	<b>25,9</b>	<b>28,8</b>	<b>29,5</b>	<b>30,6</b>	<b>31,9</b>	<b>34,1</b>	<b>34,1</b>
Dług/(Dług+Kapitał) (%)	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
Stopa wolna od ryzyka (%)	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	
Premia rynkowa (%)	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	
Beta	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	
Koszt długu po podatku (%)	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	
Koszt kapitału (%)	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	
<b>WACC (%)</b>	<b>15,5%</b>	<b>15,5%</b>	<b>15,5%</b>	<b>15,5%</b>	<b>15,5%</b>	<b>15,5%</b>	<b>15,5%</b>	<b>15,5%</b>	<b>15,5%</b>	<b>15,5%</b>	<b>15,5%</b>
<b>Wartość bieżąca FCF</b>	<b>8,7</b>	<b>12,7</b>	<b>13,9</b>	<b>14,0</b>	<b>13,2</b>	<b>12,7</b>	<b>11,3</b>	<b>10,1</b>	<b>9,1</b>	<b>8,4</b>	
<b>Suma DFCF</b>	<b>114</b>										
Stopa wzrostu FCF w TV	3,0%										
<b>Zdyskontowana wartość rezydualna</b>	<b>60</b>										
Skor. dług netto (01.01.2023)	-21										
<b>Wartość spółki (mln PLN)</b>	<b>196</b>										
Liczba akcji (mln szt.) (rozwodniona)	12,63										
Wartość spółki na akcję (01.01.2023)	15,5										
Wartość spółki na akcję	16,3										
<b>Cena docelowa 12M</b>	<b>18,7</b>										
Obecny kurs rynkowy	12,8										
<b>Upside / downside</b>	<b>46%</b>										

Źródło: Trigon DM

## Wycena porównawcza

Spółka	P/E			EV/EBIT		
	'23P	'24P	'25P	'23P	'24P	'25P
CD Projekt	42,8	36,7	46,3	37,1	32,3	43,0
PlayWay	18,4	14,6	11,6	4,9	4,6	4,8
Ten Square Games	33,5	50,3	13,0	14,1	12,8	11,4
PCF Group	58,3	9,3	11,3	19,1	17,3	13,7
11 bit studios	12,8	11,1	11,3	67,7	8,4	9,0
Creepy Jar	12,0	19,8	7,4	9,7	8,8	8,7
Playtika	13,8	10,3	8,6	11,4	17,0	6,4
StillFront	14,6	12,0	12,3	9,6	8,7	7,3
SciPlay	6,8	6,1	5,4	11,0	9,8	9,0
Ten Square Games	13,8	13,6	12,8	8,4	7,5	6,2
Rovio	9,1	9,9	11,0	8,7	7,5	7,0
Huuuge	13,3	8,4	7,4	4,9	4,6	4,8
G5 Entertainment	10,4	6,5	6,3	13,2	7,3	6,3
<b>Mediana</b>	<b>13,8</b>	<b>11,1</b>	<b>11,3</b>	<b>11,0</b>	<b>8,7</b>	<b>7,3</b>
Wycena (mln PLN)	166	200	240	110	189	206
Wycena ze składnika (mln PLN)		202			168	
<b>Wycena wynikowa (mln PLN)</b>			<b>185</b>			
<b>Wycena wynikowa na akcję</b>			<b>14,7</b>			



## Trigon Dom Maklerski S.A.

Plac Unii, Budynek B, ul. Puławska 2  
02-566 Warszawa  
T: +48 2211 11 | F: +48 2211 12  
<http://www.trigon.pl> | E: [repcja@trigon.pl](mailto:repcja@trigon.pl)

### Research:

**Grzegorz Kujawski**  
*Konsument, Finanse*

**Maciej Marcinowski**  
*Strategia, Banki, Finanse*

**Kacper Koproń**  
*Gry komputerowe, TMT*

**Katarzyna Kosiorek**  
*Biotechnologia*

**Michał Kozak**  
*Paliva, Chemia, Energetyka*

**Dominik Niszczyński**  
*TMT*

**Łukasz Rudnik**  
*Przemysł, Wydobycie*

**David Sharma**  
*Budownictwo, Deweloperzy, Materiały budowlane*

### Sales:

**Paweł Szczepański**

**Paweł Czupryński**

**Maciej Sanderek**

**Michał Sopiński**

**Hubert Kwiecień**

**Disclaimer****Informacje ogólne**

Dokument został sporządzony przez Trigon Dom Maklerski S.A. („Dom Maklerski”) odpłatnie, na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych S.A. („GPW”), na podstawie Umowy o świadczenie usług przygotowania raportów analitycznych („Umowa”). Dom Maklerski podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

Dokument adresowany jest pierwotnie do wybranych przez Dom Maklerski Klientów korzystających z usług w zakresie sporządzania analiz i rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych. Dokument poczyniony od wskazanego w nim dnia może podlegać dystrybucji do szerokiego kręgu odbiorców (na stronie www Domu Maklerskiego lub poprzez przekazanie go do dyspozycji podmiotom mogącym go w wybranym przez siebie zakresie cytować w mediach, lub też w inny sposób) jako rekomendacja w rozumieniu *Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylającego dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE („Rozporządzenie MAR”), oraz w Rozporządzeniu Delegowanym Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów „Rozporządzenie w sprawie rekomendacji”.*

**Objaśnienia używanej terminologii fachowej:**

kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej i liczby akcji spółki  
 free float (%) - udział liczby akcji znajdujących się w rękach akcjonariuszy posiadających poniżej 5 proc. ogólnej liczbie głosów z akcji, pomniejszony o akcje własne należące do spółki  
 min/max 52 tyg. – minimum/maksimum kursu rynkowego akcji z ostatnich 52 tygodni  
 średni wolumen - średni wolumen obrotu akcjami w ostatnim miesiącu

EBIT - zysk operacyjny  
 EBITDA - zysk operacyjny powiększony o amortyzację  
 zysk skorygowany – zysk netto skorygowany o transakcje o charakterze jednorazowym  
 CF – cash flow, przepływy pieniężne  
 CAPEX – suma wydatków inwestycyjnych przeznaczonych na aktywa trwałe  
 OCF – środki pieniężne wygenerowane poprzez operacyjną działalność przedsiębiorstwa  
 FCF – gotówka wygenerowana przez przedsiębiorstwo po uwzględnieniu wpływów na wsparcie działalności oraz utrzymanie kapitałów

ROA - stopa zwrotu z aktywów ogółem  
 ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych  
 ROIC - zwrot na zainwestowanym kapitale  
 NWC – kapitał obrotowy netto  
 Cykl konwersji gotówki – okres od momentu wydatkowania środków pieniężnych za zakup czynników produkcji do momentu uzyskania przychodów pieniężnych ze sprzedaży wyrobów lub usług wyprodukowanych.

Marża Brutto na Sprzedaży (MBnS) - iloraz zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży  
 rentowność EBITDA - iloraz sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży  
 rentowność EBIT - iloraz zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży  
 rentowność netto - iloraz zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

EPS - zysk netto na 1 akcję  
 DPS - dywidenda na 1 akcję  
 P/E - iloraz ceny rynkowej do zysku netto na 1 akcję  
 P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji do wartości księgowej jednej akcji  
 EV/EBITDA - iloraz EV do EBITDA spółki  
 EV - suma bieżącej kapitalizacji i długu netto spółki  
 DY – stopa dywidendy, relacja wypłaconej dywidendy do kursu akcji

RFR - stopa wolna od ryzyka

**Rekomendacje wydawane przez Dom Maklerski**

Emitent – Artifex Mundi SA

KUPUJ – w ocenie Domu Maklerskiego potencjał wzrostu instrumentu finansowego wynosi co najmniej 10%  
 TRZYMAJ - w ocenie Domu Maklerskiego spodziewane są względnie stabilne notowania instrumentu finansowego, ewentualnie wzrostu nie większego niż 10%  
 SPRZEDAJ - w ocenie Domu Maklerskiego istnieje potencjał spadku instrumentu finansowego wynoszący więcej niż -0%.

Rekomendacje wydawane przez Dom Maklerski traktowane są jako obowiązujące w okresie 12 miesięcy od daty udostępnienia (data wskazana na wstępie dokumentu) lub do chwili realizacji docelowego kursu instrumentu finansowego.

Dom Maklerski może w każdym czasie zaktualizować rekomendację, w zależności od aktualnych uwarunkowań rynkowych, lub oceny powziętej przez osoby sporządzające rekomendację.

Rekomendacje krótkookresowe (w tym oznaczone szczególnie jako spekulacyjne) mogą być oznaczone krótszym okresem obowiązywania. Rekomendacje krótkookresowe oznaczane jako spekulacyjne związane są z podwyższonym ryzykiem inwestycyjnym.

Dokument sporządził: Kacper Koproń

**Stosowane metody wyceny**

Dom Maklerski stosuje zwykle dwie metody wyceny: model DCF - zdyskontowanych przepływów pieniężnych oraz metodę wskaźnikową, a więc zestawienie podstawowych wskaźników rynkowych spółki ze wskaźnikami dla spółek porównywalnych. Opcjonalnie może być wykorzystywany model zdyskontowanych dywidend.

Wadą metod opartych na zdyskontowanych przepływach jest wysoka wrażliwość na przyjęte założenia. Zaletą tych metod jest brak zależności z bieżącą wyceną rynkową spółki. Z kolei wadą metody wskaźnikowej jest ryzyko, że w danej chwili wycena rynkowa porównywalnych spółek może nie odzwierciedlać prawidłowo ich rzeczywistej wartości. Jej zaletą jest to, że pokazuje ona wycenę rynkową spółki uzyskaną w oparciu o rynkowe wyceny spółek porównywalnych.

Jako podstawy wyceny lub metody oraz przyjętych założeń stosowanych do oceny instrumentu finansowego lub emitenta bądź do wyznaczenia ceny docelowej instrumentu finansowego przyjęto model DCF.

Wycena, metodyka wyceny lub przyjęte założenia nie ulegały zmianie od daty sporządzenia i pierwszego rozpowszechnienia Dokumentu.

Dokument nie został przedstawiony emitentowi a następnie zmieniony. Dokument nie ulegał zmianom od dnia jego sporządzenia i pierwszego rozpowszechnienia.

Szczegółowe informacje na temat wyceny lub metodyki i przyjętych założeń, jak również informacje odnośnie wcześniejszych rekomendacji dotyczących instrumentów finansowych Emitenta, opublikowanych w okresie ostatnich 12 miesięcy przed datą niniejszej rekomendacji, zamieszczono na stronie internetowej Domu Maklerskiego [www.trigon.pl](http://www.trigon.pl).

**Zastrzeżenia prawne, zastrzeżenia dotyczące ryzyka**

W ocenie Domu Maklerskiego Dokument został sporządzony obiektywnie, z zachowaniem należytej staranności oraz z wykluczeniem wpływu ewentualnego konfliktu interesów. Ewentualne powstałe pomimo tego niezgodności informacji podanych w Dokumencie ze stanem faktycznym lub błędne oceny Domu Maklerskiego nie stanowią podstawy odpowiedzialności Domu Maklerskiego. W szczególności Dom Maklerski nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w Dokumencie. Dokument nie uwzględnia indywidualnych potrzeb i sytuacji danego inwestora, ani też nie jest wskazaniem, iż jakkolwiek inwestycja jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji danego inwestora, wobec czego wnioski wynikające z Dokumentu mogą okazać się nieodpowiednie dla danego inwestora.

Dom Maklerski nie ponosi odpowiedzialności za sposób, w jaki informacje podane w Dokumencie zostaną wykorzystane. Przedstawiane dane historyczne odnoszą się do przeszłości, a wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią gwarancji ich osiągnięcia w przyszłości. Przedstawione dane odnoszące się do przyszłości mogą okazać się błędne, stanowią wyraz ocen osób wypowiadających się w imieniu podmiotu, którego dotyczy raport lub wynik oceny własnej Domu Maklerskiego.

Posługując się informacjami lub wnioskami podanymi w Dokumencie nie należy rezygnować z: przeprowadzenia niezależnej oceny podawanych informacji i uwzględnienia informacji innych niż przedstawione; weryfikacji we własnym zakresie podawanych danych oraz oceny ryzyka związanego z podejmowaniem decyzji na podstawie Dokumentu; rozważenia skorzystania z usług niezależnego analityka, doradcy inwestycyjnego lub innych osób posiadających specjalistyczną wiedzę.

O ile Dokument nie wskazuje inaczej, informacji w nim zawartych nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez podmiot, którego dotyczy, a wnioski i opinie w nim zawarte są wyłącznie opiniami i wnioskami Domu Maklerskiego.

Pomiędzy Domem Maklerskim i/lub biorącymi udział w sporządzaniu Dokumentu lub mającymi dostęp do Dokumentu przed jego publikacją: pracownikami, wykonawcami usług i innymi osobami powiązanimi a Emitentem nie występuje konflikt interesów. Na datę sporządzenia Dokumentu Dom Maklerski posiada akcje Emitenta. Wśród osób, które brały udział w sporządzeniu rekomendacji, jak również tych, które nie uczestniczyły w jej przygotowaniu, ale miały lub mogły mieć do niej dostęp, nie istnieją osoby, które posiadają akcje Emitenta w liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego lub instrumenty finansowe, których wartość jest w sposób istotny związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta. Dom Maklerski w ciągu ostatnich 12 miesięcy nie otrzymał od Emitenta dywidendy. Członkowie władz Emitenta ani osoby im bliskie nie są członkami władz Trigon Domu Maklerskiego S.A. Żadna z osób zaangażowanych w przygotowanie raportu nie pełni funkcji w organach Emitenta, nie zajmuje stanowiska kierowniczego, ani nie jest osobą bliską dla członków władz Emitenta oraz żadna z tych osób, jak również ich bliscy nie są stroną jakiegokolwiek umowy z Emitentem, która byłaby zawarta na warunkach odmiennych niż inne umowy, których stroną jest Emitent i konsumenci.

Dom Maklerski nie świadczy dla Emitenta i spółek powiązanych z Emitentem usług doradztwa finansowego lub usługi bankowości inwestycyjnej lub innych usług maklerskich.

Dom Maklerski nie wykonuje na rzecz Emitenta usług dotyczących instrumentów finansowych objętych Dokumentem: i) sporządzania analiz i rekomendacji instrumentów finansowych Emitenta, ii) oferowania instrumentów finansowych w obrocie pierwotnym lub w pierwszej ofercie publicznej w okresie 12 miesięcy poprzedzających opublikowanie Dokumentu, iii) nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego, iv) nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe. Dom Maklerski pełni dla instrumentów finansowych Emitenta funkcję animatora emitenta. Wynagrodzenie osób biorących udział w sporządzeniu Dokumentu nie jest uzależnione od wyników finansowych uzyskiwanych przez Dom Maklerski z transakcji dotyczących instrumentów finansowych Emitenta, dokonywanych przez Dom Maklerski. Nie występują inne okoliczności w zakresie potencjalnego konfliktu interesów podlegające ujawnieniu na podstawie Rozporządzenia w sprawie rekomendacji.

Ponadto Dom Maklerski może w każdym czasie złożyć Emitentowi ofertę świadczenia usług lub podjąć świadczenie takich usług. Dom Maklerski lub podmioty z nim powiązane mogą uczestniczyć w transakcjach związanych z finansowaniem Emitenta, oraz świadczyć usługi na rzecz Emitenta lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta, jak również mieć możliwość realizacji lub realizować transakcje instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta lub podmioty z nim powiązane, również zanim Dokument zostanie przedstawiony odbiorcom.

Dom Maklerski zarządza aktualnymi lub potencjalnymi konfliktami interesów poprzez podejmowanie środków przewidzianych w Rozporządzeniu w sprawie rekomendacji oraz realizację ogólnej polityki zarządzania konfliktami interesów Domu Maklerskiego. W ocenie Domu Maklerskiego Dokument został sporządzony z wykluczeniem wpływu ewentualnego konfliktu interesów. Pracownicy Domu Maklerskiego biorący udział w sporządzaniu rekomendacji i) nie otrzymują wynagrodzenia bezpośrednio powiązanego z transakcjami dotyczącymi usług Domu Maklerskiego określonymi w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy 2014/65/UE lub z innym rodzajem transakcji, które prowadzi Dom Maklerski lub jakkolwiek inna osoba prawna będąca częścią tej samej grupy kapitałowej co Dom Maklerski, ani nie kupują akcji emitenta przed ofertą publiczną.

Szczegółowe informacje odnośnie polityki zarządzania konfliktami interesów znajdują się na stronie [www.trigon.pl](http://www.trigon.pl).

Dom Maklerski zwraca szczególną uwagę na liczne czynniki ryzyka związane z inwestycją w instrumenty finansowe. Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z wysokim ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków.

Data podana na pierwszej stronie niniejszego dokumentu jest datą jego sporządzenia i przekazania do wiadomości odbiorców. Znaki towarowe, oznaczenia usług i logo zawarte w niniejszym Dokumencie są znakami towarowymi, oznaczeniami usług, oraz logo Trigon Domu Maklerskiego S.A. Prawa autorskie do Dokumentu oraz zamieszczonych w nim treści przysługują GPW na podstawie Umowy, Dom Maklerski jest uprawniony do redystrybucji niniejszego Dokumentu na rzecz swoich klientów. Publikowanie, rozpowszechnianie, kopiowanie, wykorzystywanie lub udostępnianie osobom trzecim w jakikolwiek inny sposób Dokumentu (lub jego części) poza dozwolonym prawem użyciem wymaga zgody Domu Maklerskiego.

Z uwagi na ograniczenia formalne wynikające z przepisów prawa Dokument nie może zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazany, udostępniony lub wydany w jurysdykcjach, gdzie jego rozpowszechnianie może podlegać lokalnym ograniczeniom prawnym. Osoby udostępniające lub rozpowszechniające Dokument są obowiązane znać powyższe ograniczenia i ich przestrzegać.

Przyjmuje się, że każda osoba (jednostka organizacyjna), która niniejszy dokument pobiera, przyjmuje lub wyraża zgodę na przekazanie jej niniejszego dokumentu, tym samym:

- wyraża zgodę na treść wszelkich powyższych zastrzeżeń;

- potwierdza, że zapoznała się z Regulaminem świadczenia usług w zakresie sporządzania Analiz i Rekomendacji obowiązującym w Trigon Domu Maklerskim S.A. (dostępnego na stronie internetowej: [www.doakcji.trigon.pl](http://www.doakcji.trigon.pl), [www.trigon.pl](http://www.trigon.pl), zwanego dalej „Regulaminem”) oraz akceptuje postanowienia Regulaminu;

- wyraża zgodę na jednorazowe (w zakresie Dokumentu) świadczenie przez Dom Maklerski usługi w zakresie przekazywania analiz i rekomendacji poprzez udostępnienie Dokumentu. Na zasadach określonych w Regulaminie oraz z uwzględnieniem zastrzeżeń zawartych w Dokumencie oraz zastrzeżeń opublikowanych wraz z Dokumentem, przy czym: (1) przedmiot usługi ograniczony jest do nieodpłatnego udostępnienia Dokumentu oraz korzystania z niego przez adresata, (2) umowa o świadczenie tej usługi wiąże strony wyłącznie w okresie korzystania przez adresata z Dokumentu.

Dokument nie stanowi: oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego ani podstawy do zawarcia innej umowy lub powstania innego zobowiązania.

Data sporządzenia: 24 kwietnia 2023 r.

Data pierwszego rozpowszechnienia: 24 kwietnia 2023 r. godz.: 7:30