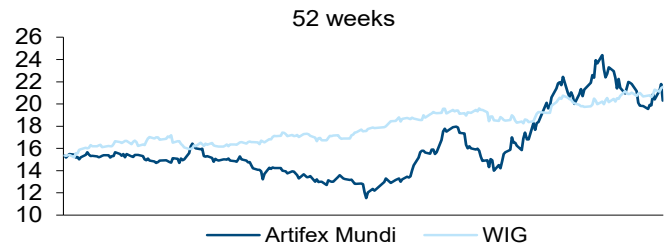


COMPANY REPORT

# Artifex Mundi

## Kupuj

PLN mn	2025	2026P	2027P	2028P
Przychody	96.0	94.6	134.7	174.3
EBITDA	29.1	29.2	47.7	66.4
EBIT	24.4	22.3	28.9	46.0
Zysk netto	25.4	20.8	26.8	42.3
EPS (PLN)	2.13	1.75	2.26	3.56
CEPS (PLN)	2.52	2.33	3.84	5.28
BVPS (PLN)	11.29	13.07	15.33	18.89
DPS (PLN)	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA (x)	4.4	7.7	4.6	3.0
P/E (x)	6.2	11.7	9.1	5.8
P/CE (x)	5.3	8.8	5.4	3.9
DY	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%



Zmiana kursu w PLN	12M	6M	3M	1M
	35.4%	71.0%	24.5%	-8.1%

Cena akcji (PLN) na zamknięciu w dniu 19.06.2026	20.6 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)	,244 / ,57 Dzień dywidendy		Warsaw Equity ASI 14.8%
Wartość przedsiębiorstwa (mln PLN)	,224 / ,53 <b>Cena docelowa</b>	<b>28.2</b> Strona internetowa	www.artifexmundi.com

**Analyst:**

Krzysztof Tkocz

+48 22 257 57 52

krzysztof.tkocz@erstegroup.com

## Analiza scenariuszowa wskazuje na atrakcyjny profil risk/reward

**Podtrzymujemy rekomendację Kupuj, jednocześnie lekko podnosząc cenę docelową do 28.2 PLN (+37% potencjału wzrostu).** Finalne wyniki za 1Q'26 nie przyniosły istotnych zaskoczeń, jednak uwzględnienie w naszym modelu nieco niższego poziomu kosztów tantiem w relacji do przychodów przełożyło się na kosmetyczne podniesienie naszej wyceny.

Najbliższe kwartały będą miały istotne znaczenie dla dalszej ścieżki wynikowej spółki. Kluczowymi wydarzeniami pozostają implementacja metagry do Unsolved oraz premiera nowej gry RPG Void Hunters. Oba projekty powinny w istotny sposób wpłynąć na tempo wzrostu wyników w kolejnych okresach. Z tego względu w aktualnym raporcie zdecydowaliśmy się przedstawić analizę scenariuszową, obejmującą scenariusz bazowy oraz cztery dodatkowe warianty rozwoju sytuacji.

Przeprowadzona analiza scenariuszowa wskazuje na atrakcyjny profil risk/reward spółki. W scenariuszu bazowym nie zakładamy ani 100% poprawy dziennych przychodów i pierwszej marży Unsolved po rolloucie metagry, ani pełnej materializacji potencjału komercyjnego Void Hunters. Uważamy jednak, że oba te warianty pozostają realistyczno-optimistyczne. W przypadku Unsolved widoczna jest istotna luka na poziomie ARPU względem referencyjnych gier z segmentu, wynikająca w dużej mierze z braku warstwy metagry, co wskazuje na znaczący potencjał dalszej poprawy monetyzacji. Z kolei KPIs Void Hunters, omawiane podczas ostatniego Dnia Inwestora, wyglądają obiecująco i mogą sugerować, że potencjał projektu jest wyższy niż obecnie zakładamy w scenariuszu bazowym. Zaprezentowane w raporcie scenariusze realistyczno-optimistyczne implikują wycenę spółki w przedziale 42.2-45.1 PLN na akcję, co oznacza ok. 106-120% potencjału wzrostu.

W raporcie przedstawiamy również dwa bardziej skrajne scenariusze. W scenariuszu optymistycznym zakładamy, że trzy lata po global launchu Void Hunters będzie w stanie generować przychody na poziomie porównywalnym z Unsolved. W naszej ocenie taki wariant pozostaje spójny z ambicjami spółki dotyczącymi tego projektu. Przy takich założeniach wycena Artifex Mundi wynosi 65.3 PLN na akcję, co implikuje ok. 218% potencjału wzrostu. W scenariuszu negatywnym zakładamy natomiast brak istotnego wpływu metagry na wyniki Unsolved oraz niepowodzenie komercyjne Void Hunters. W takim wariantcie wycena spółki wynosi 15.0 PLN na akcję, co oznacza ok. 27% potencjału spadku.

## Podejście scenariuszowe

Ze względu na zbliżające się istotne wydarzenia, tj. implementację metagry do Unsolved oraz premierę nowej gry RPG Void Hunters, które będą miały znaczący wpływ na wyniki spółki w kolejnych okresach, w aktualnym raporcie zdecydowaliśmy się przedstawić analizę scenariuszową. Oprócz scenariusza bazowego prezentujemy cztery dodatkowe warianty, które pokazują potencjalny wpływ różnych założeń dotyczących monetyzacji Unsolved oraz komercyjnego potencjału Void Hunters na wycenę spółki.

W **scenariuszu bazowym** zakładamy wzrost dziennych przychodów Unsolved o ok. 65% po ok. dwóch latach od rozpoczęcia rolloutu metagry. W przypadku Void Hunters przyjmujemy natomiast, że pierwsza marża generowana przez grę będzie kształtować się na poziomach zbliżonych do Bladebound.

Bazowy scenariusz	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
<b>Przychody</b>	<b>104</b>	<b>96</b>	<b>95</b>	<b>135</b>	<b>174</b>	<b>193</b>	<b>207</b>
Unsolved	95	90	91	122	157	173	185
Void Hunters	0	0	0	5	8	9	10
<b>UA</b>	<b>52</b>	<b>52</b>	<b>49</b>	<b>71</b>	<b>89</b>	<b>96</b>	<b>101</b>
Unsolved	52	52	49	66	84	90	94
Void Hunters	0	0	0	5	5	6	7
<b>Pierwsza marża</b>	<b>43</b>	<b>39</b>	<b>42</b>	<b>56</b>	<b>76</b>	<b>87</b>	<b>94</b>
Unsolved	43	39	42	56	73	83	91
Void Hunters	0	0	0	0	3	3	4
<b>EBIT</b>	<b>30</b>	<b>24</b>	<b>22</b>	<b>29</b>	<b>46</b>	<b>54</b>	<b>58</b>
Amortyzacja	5	5	7	19	20	22	24
CAPEX	21	27	34	40	43	46	47

Źródło: Spółka, Erste Group Research

W **pierwszym scenariuszu realistyczno-optimistycznym** zakładamy silniejszy efekt wdrożenia metagry w Unsolved. Przyjmujemy, że dziennie przychody oraz pierwsza marża Unsolved wzrosną o ok. **100%** po ok. dwóch latach od rozpoczęcia rolloutu. Jednocześnie założenia dotyczące Void Hunters pozostają niezmienione względem scenariusza bazowego, tj. pierwsza marża gry osiąga poziomy podobne do Bladebound. Dodatkowo zakładamy ok. 25% wyższy CAPEX oraz amortyzację względem scenariusza bazowego. **Przy takich założeniach wycena spółki wynosi 42.2 PLN na akcję, co oznacza ok. 106% potencjału wzrostu.**

1 Scenariusz realistyczno-optimistyczny	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
<b>Przychody</b>	<b>104</b>	<b>96</b>	<b>95</b>	<b>147</b>	<b>206</b>	<b>236</b>	<b>258</b>
Unsolved	95	90	91	135	189	215	237
Void Hunters	0	0	0	5	8	9	10
<b>UA</b>	<b>52</b>	<b>52</b>	<b>49</b>	<b>78</b>	<b>106</b>	<b>118</b>	<b>127</b>
Unsolved	52	52	49	73	101	112	121
Void Hunters	0	0	0	5	5	6	7
<b>Pierwsza marża</b>	<b>43</b>	<b>39</b>	<b>42</b>	<b>62</b>	<b>90</b>	<b>107</b>	<b>120</b>
Unsolved	43	39	42	62	88	104	116
Void Hunters	0	0	0	0	3	3	4
<b>EBIT</b>	<b>30</b>	<b>24</b>	<b>22</b>	<b>35</b>	<b>61</b>	<b>75</b>	<b>83</b>
<b>vs bazowy</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>20%</b>	<b>32%</b>	<b>38%</b>	<b>44%</b>
Amortyzacja	5	5	7	24	26	28	30
CAPEX	21	27	34	50	54	57	59

Źródło: Spółka, Erste Group Research

W drugim scenariuszu realistyczno-optimistycznym pozostawiamy bez zmian założenia dotyczące monetyzacji Unsolved względem scenariusza bazowego, natomiast przyjmujemy bardziej pozytywny wariant dla Void Hunters. Zakładamy, że po trzech latach od premiery przychody oraz pierwsza marża Void Hunters osiągną poziom odpowiadający ok. 50% przychodów i pierwszej marży generowanej przez Unsolved. Podobnie jak w poprzednim scenariuszu, zakładamy również ok. 25% wyższy CAPEX oraz amortyzację względem scenariusza bazowego. **Przy takich założeniach wycena spółki wynosi 45.1 PLN na akcję, co implikuje ok. 120% potencjału wzrostu.**

2 Scenariusz realistyczno-optimistyczny	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
<b>Przychody</b>	<b>104</b>	<b>96</b>	<b>95</b>	<b>148</b>	<b>218</b>	<b>270</b>	<b>289</b>
Unsolved	95	90	91	122	157	173	185
Void Hunters	0	0	0	18	51	87	93
<b>UA</b>	<b>52</b>	<b>52</b>	<b>49</b>	<b>85</b>	<b>118</b>	<b>145</b>	<b>154</b>
Unsolved	52	52	49	66	84	90	94
Void Hunters	0	0	0	18	33	56	59
<b>Pierwsza marża</b>	<b>43</b>	<b>39</b>	<b>42</b>	<b>56</b>	<b>91</b>	<b>114</b>	<b>124</b>
Unsolved	43	39	42	56	73	83	91
Void Hunters	0	0	0	0	18	31	33
<b>EBIT</b>	<b>30</b>	<b>24</b>	<b>22</b>	<b>29</b>	<b>61</b>	<b>82</b>	<b>87</b>
<b>vs bazowy</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>33%</b>	<b>50%</b>	<b>51%</b>
Amortyzacja	5	5	7	24	26	28	30
CAPEX	21	27	34	50	54	57	59

Źródło: Spółka, Erste Group Research

W scenariuszu optimistycznym zakładamy, że Void Hunters okaże się znaczącym sukcesem komercyjnym. Przyjmujemy, że po trzech latach od premiery przychody oraz pierwsza marża gry osiągną poziom odpowiadający 100% przychodów i pierwszej marży generowanej przez Unsolved. Założenia dotyczące monetyzacji Unsolved pozostawiamy bez zmian względem scenariusza bazowego. Aby odzwierciedlić zwiększenie zespołu VH po udanej premierze, podnosimy CAPEX oraz amortyzację o ok. 50% względem scenariusza bazowego. **W tym wariacie wycena spółki wynosi 65.3 PLN na akcję, co oznacza ok. 218% potencjału wzrostu.**

Scenariusz optimistyczny	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
<b>Przychody</b>	<b>104</b>	<b>96</b>	<b>95</b>	<b>170</b>	<b>285</b>	<b>357</b>	<b>382</b>
Unsolved	95	90	91	122	157	173	185
Void Hunters	0	0	0	40	118	173	185
<b>UA</b>	<b>52</b>	<b>52</b>	<b>49</b>	<b>106</b>	<b>161</b>	<b>201</b>	<b>213</b>
Unsolved	52	52	49	66	84	90	94
Void Hunters	0	0	0	40	77	111	119
<b>Pierwsza marża</b>	<b>43</b>	<b>39</b>	<b>42</b>	<b>56</b>	<b>114</b>	<b>145</b>	<b>157</b>
Unsolved	43	39	42	56	73	83	91
Void Hunters	0	0	0	0	41	62	66
<b>EBIT</b>	<b>30</b>	<b>24</b>	<b>22</b>	<b>29</b>	<b>85</b>	<b>113</b>	<b>120</b>
<b>vs bazowy</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>84%</b>	<b>107%</b>	<b>109%</b>
Amortyzacja	5	5	7	28	31	33	37
CAPEX	21	27	34	61	65	68	70

Źródło: Spółka, Erste Group Research

Prezentujemy również scenariusz **negatywny**, w którym implementacja metagry nie przekłada się na istotną poprawę wyników Unsolved, a Void Hunters generuje pierwszą marżę na poziomie zbliżonym do Bladebound. **Przy takich założeniach wycena spółki wynosi 15.0 PLN na akcję, co oznacza ok. 27% potencjału spadku względem obecnej ceny rynkowej.**

Scenariusz negatywny	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
<b>Przychody</b>	<b>104</b>	<b>96</b>	<b>94</b>	<b>102</b>	<b>106</b>	<b>110</b>	<b>111</b>
Unsolved	95	90	90	94	97	99	100
Void Hunters	0	0	0	0	0	0	0
<b>UA</b>	<b>52</b>	<b>52</b>	<b>52</b>	<b>53</b>	<b>54</b>	<b>55</b>	<b>55</b>
Unsolved	52	52	52	53	54	55	55
Void Hunters	0	0	0	0	0	0	0
<b>Pierwsza marża</b>	<b>52</b>	<b>52</b>	<b>52</b>	<b>53</b>	<b>54</b>	<b>55</b>	<b>55</b>
Unsolved	52	52	52	53	54	55	55
Void Hunters	0	0	0	0	0	0	0
<b>EBIT</b>	<b>30</b>	<b>24</b>	<b>24</b>	<b>26</b>	<b>27</b>	<b>28</b>	<b>28</b>
<b>vs bazowy</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>7%</b>	<b>-11%</b>	<b>-41%</b>	<b>-49%</b>	<b>-51%</b>
Amortyzacja	5	5	7	19	20	22	24
CAPEX	21	27	34	40	43	46	47

Źródło: Spółka, Erste Group Research

Podsumowując, przeprowadzona analiza scenariuszowa wskazuje na atrakcyjny profil risk/reward spółki. W scenariuszu bazowym nie zakładamy ani 100% poprawy dziennych przychodów i pierwszej marży Unsolved po rolloucie metagry, ani pełnej materializacji potencjału komercyjnego Void Hunters. Uważamy jednak, że oba te warianty pozostają realistyczno-optimistyczne. W przypadku Unsolved widoczna jest istotna luka na poziomie ARPU względem referencyjnych gier z segmentu, wynikająca w dużej mierze z braku warstwy metagry, co wskazuje na znaczący potencjał dalszej poprawy monetyzacji. Z kolei KPIs Void Hunters, omawiane podczas ostatniego Dnia Inwestora, wyglądają obiecująco i mogą sugerować, że potencjał projektu jest wyższy niż obecnie zakładamy w scenariuszu bazowym.

### Wycena spółki w poszczególnych scenariuszach

Scenariusz	Główne założenie	Wycena / akcję	Potencjał
Negatywny	1) Brak istotnego wpływu metagry 2) Void Hunters na poziomie Bladebound	15.0 PLN	-27%
<b>Bazowy</b>	<b>1) Unsolved +65% dziennych przychodów</b> <b>2) Void Hunters na poziomie Bladebound</b>	<b>28.2 PLN</b>	<b>37%</b>
Realistyczno-optimistyczny I	1) Unsolved +100% 2) Void Hunters na poziomie Bladebound	42.2 PLN	106%
Realistyczno-optimistyczny II	1) Void Hunters = 50% Unsolved po 3 latach 2) Unsolved +65% dziennych przychodów	45.1 PLN	120%
Optymistyczny	1) Void Hunters = 100% Unsolved po 3 latach 2) Unsolved +65% dziennych przychodów	65.3 PLN	218%

Źródło: Erste Group Research

### Główne założenia scenariusza bazowego [mln PLN, %]

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

Źródło: Spółka, Erste Group Research

## Omówienie wyników za Q1'26

Skonsolidowane, IFRS (PLN, mn)	Raportowane			Oczekiwane		Raportowane	
	Q1'25	Q1'26	r/r	Szac.	Erste	vs Szac.	vs. Erste
<b>Przychody</b>	<b>26.7</b>	<b>24.7</b>	<b>-7.3%</b>	<b>24.7</b>	<b>24.7</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>
<i>Unsolved</i>	24.9	23.5	-5.8%	23.5	23.5	0.0%	0.0%
<i>Gry HOPA</i>	1.5	1.0	-30.7%	1.0	1.0	0.0%	0.0%
Koszty działalności operacyjnej	19.0	18.5	-2.6%	18.5	19.0	0.0%	-2.4%
EBIT	7.7	6.2	-19.5%	6.2	5.8	0.0%	6.6%
EBITDA	8.9	7.9	-11.4%	-	7.1	-	10.6%
<b>Skoryg. EBITDA</b>	<b>8.9</b>	<b>8.2</b>	<b>-7.1%</b>	-	<b>7.5</b>	-	<b>10.0%</b>
Wynik na działalności finansowej	1.7	-0.4	-	-0.4	0.0	0.0%	-
Zysk brutto	9.4	5.8	-37.8%	5.8	5.8	0.0%	0.5%
Podatek	0.8	0.5	-35.6%	0.5	0.6	0.0%	-
Zysk netto	8.5	5.3	-38.0%	5.3	5.2	0.0%	1.3%
<b>Skoryg. zysk netto</b>	<b>8.5</b>	<b>5.7</b>	<b>-33.5%</b>	-	<b>5.6</b>	-	<b>1.1%</b>
Marża EBITDA	33.3%	31.8%	-	-	28.8%	-	-
Skoryg. marża EBITDA	33.3%	33.3%	-	-	30.3%	-	-
Marża EBIT	28.9%	25.1%	-	25.1%	23.5%	-	-
Marża netto	32.0%	21.4%	-	21.4%	21.2%	-	-
Skoryg. marża netto	32.0%	23.0%	-	-	22.7%	-	-

Źródło: Erste Group Research, spółka

**Przychody.** W 1Q'26 na poziomie przychodów Artifex wypracował 24.7 mln PLN (-7.3% r/r), co było zgodne z raportowanymi w ostatnich miesiącach odczytami. Za 95% tej pozycji odpowiadała aplikacja Unsolved generując 23.5 mln PLN (-5.8% r/r), natomiast za 4% gry HOPA = 1.0 mln PLN (-30.7% r/r).

**Koszty.** Koszty operacyjne były niższe niż zakładaliśmy i wyniosły 18.5 mln PLN, co oznacza spadek r/r o 2.4% (głównie z powodu niższych wydatków na UA). Koszt wytworzenia sprzedanych usług wzrósł o 4% r/r, przede wszystkim w efekcie wyraźnie wyższej amortyzacji, która wyniosła 1.7 mln PLN (+42% r/r). Z drugiej strony, w związku z niższymi przychodami, tantiemy były wyraźnie niższe r/r i wyniosły 1.3 mln PLN (-23% r/r). Koszty SG&A w Q1'26 uległy zmniejszeniu o 4% r/r, do 15.7 mln PLN, głównie w wyniku niższych kosztów sprzedaży (efekt niższych nakładów na UA). Jednocześnie koszty ogólnego zarządu wzrosły o 28% r/r.

**Skoryg. EBITDA.** Na poziomie skorygowanej EBITDA spółka wypracowała 8.2 mln PLN (-7% r/r).

**Zysk netto.** Na poziomie działalności finansowej Artifex wygenerował -0.4 mln PLN (vs 1.7 mln PLN w Q1'25). Spółka wygenerowała 5.3 mln PLN zysku netto w 1Q'26, co było zgodne z naszymi oczekiwaniami.

**OCF.** Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej wyniosły -2.2 mln PLN w 1Q'26 wobec -1.7 mln PLN w 1Q'25. Wyższa strata wynikała głównie z niższych wyników. Relacja OCF/skoryg. EBITDA wyniosła -26% w 1Q'26 wobec -20% w 1Q'25.

**Nakłady inwestycyjne.** Nakłady na produkcję gier wyniosły 8.3 mln PLN (+4% r/r, +7 q/q). Średnie zatrudnienie w 1Q'26 wyniosło 125 osoby (+2% r/r), co oznacza delikatny wzrost względem 4Q'25 (+3 q/q). Na koniec 1Q'26 nakłady na nową grę RPG wyniosły 72.5 mln PLN (+4.7 mln PLN q/q), a na Unsolved 34.0 mln PLN (+2.2 mln PLN q/q).

**Środki pieniężne.** Na koniec 1Q'26 spółka posiadała 30.1 mln PLN środków pieniężnych wraz z obligacjami, co oznacza spadek o 2.0 mln PLN q/q i 2.1 mln PLN r/r.

### Business update:

**1) Unsolved** - W minionych miesiącach 2026 r. prace nad metagrą przebiegały zgodnie z harmonogramem. Do publikacji raportu m.in. ukończono wersję beta metagry, jak również rozpoczęto prace w ramach finalnego ich etapu. Harmonogram zakłada osiągnięcie premierowej wersji gry (gold) na przełomie Q2/Q3'26 oraz rozpoczęcie stopniowego rolloutu Unsolved poszerzonej o metagrę w 3Q'26.

**2) Void Hunters** - Otwarte testy wersji alpha Void Hunters rozpoczęły się 26 marca 2026 r. Spotkały się one z zainteresowaniem graczy wielokrotnie przekraczającym założenia - wzięło w nich udział ponad 13 tys. graczy spośród około 17 tys., którzy dołączyli do społeczności gry na Discord. Ze względu na skalę zainteresowania otwartymi testami wersji alpha Void Hunters i zakresem zebranych w ich ramach informacji spółka rozważa rewizję harmonogramu dalszego rozwoju projektu. Premiera gry (tzw. global launch) niezmiennie planowana jest na 1Q'27, przy równoczesnej możliwej zmianie formuły zaplanowanych na 2026 r. etapów pośrednich (testy beta oraz soft-launch), w celu maksymalizacji efektów marketingowych i zwiększenia potencjału komercyjnego gry. Stosowna decyzja zostanie podjęta po zakończeniu testów alfa, równoległe z publikacją zaktualizowanej mapy drogowej (roadmapy) dalszego rozwoju gry do czasu globalnej premiery.

### ART: Kluczowe liczby

P&L (PLN mn)	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	Q1'26	r/r	q/q
<b>Przychody</b>	<b>26.7</b>	<b>26.1</b>	<b>21.8</b>	<b>21.4</b>	<b>24.7</b>	-7%	16%
Unsolved	24.9	24.8	20.6	20.2	23.5	-6%	16%
HOPA games	1.5	1.1	1.1	1.1	1.0	-31%	-2%
Inne	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	-14%	38%
<b>COGS</b>	<b>2.7</b>	<b>2.3</b>	<b>2.4</b>	<b>2.4</b>	<b>2.8</b>	4%	21%
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>23.9</b>	<b>23.8</b>	<b>19.4</b>	<b>19.0</b>	<b>21.9</b>	-9%	15%
Koszty marketingu	13.9	15.8	11.3	10.6	12.6	-10%	19%
Pozostałe koszty sprzedaży	0.4	0.1	0.2	0.3	0.6	42%	92%
Koszty ogólnego zarządu	1.9	2.4	2.2	2.2	2.5	28%	11%
Pozostała działalność operacyjna	0.0	-0.1	-0.1	-0.3	0.0		
<b>EBIT</b>	<b>7.7</b>	<b>5.4</b>	<b>5.6</b>	<b>5.7</b>	<b>6.2</b>	-20%	8%
<b>EBITDA</b>	<b>8.9</b>	<b>6.5</b>	<b>6.7</b>	<b>7.0</b>	<b>7.9</b>	-11%	12%
<b>EBITDA skoryg.</b>	<b>8.9</b>	<b>6.6</b>	<b>7.1</b>	<b>7.4</b>	<b>8.2</b>	-7%	11%
Działalność finansowa	1.7	0.9	0.1	0.1	-0.4		
Inne	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0		
<b>Zysk brutto</b>	<b>9.4</b>	<b>6.2</b>	<b>5.6</b>	<b>5.8</b>	<b>5.8</b>	-38%	1%
Podatek dochodowy	0.8	0.6	0.5	-0.3	0.5		
<b>Zysk netto</b>	<b>8.5</b>	<b>5.7</b>	<b>5.1</b>	<b>6.0</b>	<b>5.3</b>	-38%	-12%
<b>Zysk netto skoryg.</b>	<b>8.5</b>	<b>5.8</b>	<b>5.5</b>	<b>6.4</b>	<b>5.7</b>		
Amortyzacja	1.2	1.1	1.1	1.3	1.7	42%	26%
Stopa podatkowa	9.0%	9.1%	8.9%	-4.4%	9.3%		
OCF	-1.7	-2.3	3.8	-2.1	-2.2		
OCF/adj. EBITDA ratio	-20%	-34%	54%	-28%	-26%		
Przychody Unsolved / UA	55.9%	63.9%	55.2%	52.5%	53.7%		
Unsolved - pierwsza marża	11.0	8.9	9.2	9.6	10.9	-1%	13%
Marża EBITDA	33.3%	24.9%	30.8%	32.9%	31.8%		
Skoryg. marża EBITDA	33.3%	25.4%	32.5%	34.7%	33.3%		
Marża EBIT	28.9%	20.5%	25.6%	26.7%	25.1%		
Marża netto	32.0%	21.6%	23.6%	28.2%	21.4%		
Skoryg. marża netto	32.0%	22.2%	25.3%	30.0%	23.0%		

Finalne wyniki za 1Q'26 okazały się zgodne z wstępnymi wynikami zaprezentowanymi na początku maja, co odbieramy neutralnie. Nakłady na produkcję gier wzrosły zarówno q/q, jak i r/r, choć do nieco niższego poziomu, niż zakładaliśmy, i wyniosły 8.3 mln PLN. OCF wyniósł w Q1'26 - 2.2 mln PLN wobec -1.7 mln PLN w Q1'25. Głębsza ujemna wartość OCF wynikała głównie z niższych wyników. Nie powinno to jednak stanowić zaskoczenia, ponieważ przy okazji publikacji wyników wstępnych spółka informowała już o spadku środków pieniężnych o 2 mln PLN q/q. Obecnie kluczowymi nadchodzącymi katalizatorami dla spółki są wdrożenie warstwy metagry w Unsolved latem 2026 r. oraz premiera Void Hunters w Q1'27, poprzedzona testami monetyzacji w fazie soft launch w Q4'26.

## Zmiany w naszych prognozach

Finalne wyniki za 1Q'26 nie przyniosły istotnych zaskoczeń, jednak uwzględnienie w naszym modelu nieco niższego poziomu kosztów tantiem w relacji do przychodów przełożyło się na kosmetyczne podniesienie EBIT w kolejnych latach naszej prognozy.

(PLN, mn)	2026P			2027P			2028P		
	Stare	Nowe	Różnica	Stare	Nowe	Różnica	Stare	Nowe	Różnica
Przychody	94.6	94.6	0.0%	134.6	134.7	0.0%	174.3	174.3	0.0%
Adj .EBITDA	28.4	29.2	2.7%	47.7	47.7	-0.1%	66.4	66.4	0.0%
EBIT	22.1	22.3	1.1%	28.8	28.9	0.1%	45.8	46.0	0.4%
Zysk netto	20.9	20.8	-0.2%	26.8	26.8	0.2%	42.2	42.3	0.5%
Marża EBITDA	30.0%	30.8%		35.5%	35.4%		38.1%	38.1%	
Marża EBIT	23.3%	23.6%		21.4%	21.4%		26.3%	26.4%	
Marża netto	22.1%	22.0%		19.9%	19.9%		24.2%	24.3%	

Źródło: 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 28.2 PLN, czyli o 37% więcej niż obecna cena rynkowa, co implikuje rekomendację KUPUJ.**

	Waga	Cena
Wycena porównawcza	0%	26.0
Wycena DCF	100%	28.2
<b>12M cena docelowa (PLN)</b>		<b>28.2</b>

Źródło: 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	21.0	20.6	19.2	7.4	7.2	6.9
Playtika	8.7	9.5	4.8	4.1	3.7	3.6
Stillfront Group	3.8	3.8	3.6	3.1	3.4	3.2
G5 Entertainment	12.8	11.2	6.9	1.3	n.a	n.a
Netmarble Corp	10.4	8.6	9.3	8.4	6.8	5.9
Aricrocat Leisure	21.0	20.6	19.2	12.6	12.8	12.0
Huuuge Games	3.6	4.1	4.3	1.7	1.5	1.2
Ten Square Games	7.8	11.0	8.5	4.9	7.2	n.a
Median: Total	9.6	10.3	7.7	4.5	6.8	4.7
Implied valuation per share [PLN]	16.8	23.1	27.3	13.0	29.3	30.3
Weight	17%	17%	17%	17%	17%	17%
Premium/Discount	0%					
Weighted valuation per share [PLN]	23.3					
<b>12M value per share</b>	<b>26.0</b>					

Źródło: Erste Group Research, Bloomberg

## Bazowy scenariusz

### 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
<b>Koszt kapitału</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.5%</b>
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 opodatkowaniu	<b>5.9%</b>	<b>5.9%</b>	<b>5.9%</b>	<b>5.9%</b>	<b>5.9%</b>	<b>5.9%</b>
Udział kapitału w wycenie	100%	100%	100%	100%	100%	100.0%
<b>WACC</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.5%</b>

### Wycena DCF

(mln PLN)	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	TV
<i>Wzrost sprzedaży r/r</i>	-1.4%	42.3%	29.5%	10.8%	7.0%	
EBIT	23.8	28.9	46.0	54.4	57.6	
<i>marża EBIT</i>	25.2%	21.4%	26.4%	28.2%	27.8%	
<i>Stopa podatkowa</i>	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	
Opodatkowanie EBIT	-2.4	-2.9	-4.6	-5.4	-5.8	
<b>NOPLAT</b>	<b>21.4</b>	<b>26.0</b>	<b>41.4</b>	<b>49.0</b>	<b>51.8</b>	
+ Amortyzacja	6.8	18.8	20.4	22.3	24.4	
CAPEX / Amortyzacja	501.1%	214.2%	211.8%	204.7%	192.3%	
Zmiana w kapitale obrotowym	-0.5	1.1	-0.2	0.4	0.5	
<i>Zmiana w kapitale obrotowym / zmiana sprzedaży</i>	36.9%	2.9%	-0.5%	2.4%	3.5%	
- CAPEX	-34.3	-40.3	-43.3	-45.6	-46.8	
<b>FCFF</b>	<b>-6.5</b>	<b>5.6</b>	<b>18.3</b>	<b>26.1</b>	<b>29.8</b>	<b>30.7</b>
<i>Wzrost FCFF po okresie prognozy</i>						3.0%
Wartość rezydualna (TV)						372.2
Zdyskontowana wartość rezydualna	-5.8	4.5	13.2	16.9	17.3	216.0
<b>Wartość przedsiębiorstwa (EV)</b>	<b>262.1</b>					
Udziałowcy mniejszościowi	0.0					
Aktywa nieoperacyjne	0.0					
Dług netto	-32.5					
Inne	0.0					
<b>Wartość firmy</b>	<b>294.6</b>					
Liczba akcji (mln)	12.3					
Koszt kapitału	11.5%					
<b>12M cena docelowa na akcję (PLN)</b>	<b>28.2</b>					
Bieżąca cena akcji (PLN)	15.0					
<i>Potencjał wzrostu / spadku</i>						37.4%



Źródło: Erste Group Research

### USDPLN

	3.45	3.55	3.65	3.75	3.85
<b>W 10.5%</b>	20.0	24.2	28.4	32.5	36.7
<b>W 11.0%</b>	20.0	24.1	28.3	32.4	36.6
<b>A 11.5%</b>	19.9	24.1	<b>28.2</b>	32.3	36.5
<b>C 12.0%</b>	19.9	24.0	28.1	32.2	36.3
<b>C 12.5%</b>	19.8	23.9	28.0	32.1	36.2

### Wzrost FCFF po okresie prognozy

	1.0%	2.0%	3.0%	4.0%	5.0%
<b>W 10.5%</b>	23.8	25.9	28.5	31.7	36.0
<b>W 11.0%</b>	23.7	25.8	28.3	31.6	35.8
<b>A 11.5%</b>	23.6	25.7	<b>28.2</b>	31.4	35.7
<b>C 12.0%</b>	23.6	25.6	28.1	31.3	35.5
<b>C 12.5%</b>	23.5	25.5	28.0	31.2	35.4

## Realistyczno-optimistyczny 1

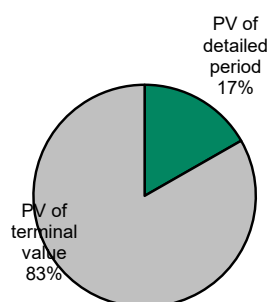
### WACC calculation

	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	Term. value Normalized
Risk free rate	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
Equity risk premium	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
<b>Cost of equity</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.5%</b>
Cost of debt	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%
Nominal tax rate	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
<b>After-tax cost of debt</b>	<b>5.9%</b>	<b>5.9%</b>	<b>5.9%</b>	<b>5.9%</b>	<b>5.9%</b>	<b>5.9%</b>
Equity weight	100%	100%	100%	100%	100%	100.0%
<b>WACC</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.5%</b>

### DCF valuation

(PLN mn)	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	Normalized
<i>Sales growth</i>	-1.4%	55.7%	39.8%	14.4%	9.6%	
adj. EBIT	22.3	34.7	60.7	74.9	82.8	
adj. EBIT margin	23.6%	23.5%	29.5%	31.8%	32.1%	
Effective tax rate	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	
Taxes on adj. EBIT	-2.2	-3.5	-6.1	-7.5	-8.3	
<b>NOPLAT</b>	<b>20.1</b>	<b>31.2</b>	<b>54.6</b>	<b>67.4</b>	<b>74.5</b>	
+ Depreciation	6.8	23.5	25.5	27.9	30.4	
Capital expenditures / Depreciation	501.1%	214.2%	211.8%	204.7%	192.3%	
+/- Change in working capital	-0.5	1.1	-0.2	0.4	0.5	
Chg. working capital / chg. Sales	36.9%	2.2%	-0.4%	1.5%	2.1%	
- Capital expenditures	-34.3	-50.4	-54.1	-57.0	-58.5	
<b>Free cash flow to the firm</b>	<b>-7.9</b>	<b>5.5</b>	<b>25.9</b>	<b>38.7</b>	<b>46.9</b>	<b>48.3</b>
Terminal value growth						3.0%
Terminal value						585.1
Discounted free cash flow - Dec 31 2026	-7.1	4.4	18.7	25.0	27.2	339.5
<b>Enterprise value - Dec 31 2026</b>	<b>407.8</b>					
Minorities	0.0					
Non-operating assets	0.0					
Net debt	-32.5					
Other adjustments	0.0					
<b>Equity value - Dec 31 2026</b>	<b>440.3</b>					
Number of shares outstanding (mn)	12.3					
Cost of equity	11.5%					
<b>12M target price per share (PLN)</b>	<b>42.2</b>					
Current share price (PLN)	20.6					
Up/Downside	105.5%					

### Enterprise value breakdown



### Sensitivity (per share)

		USDPLN				
		3.45	3.55	3.65	3.75	3.85
W A C C	11.6%	34.0	38.2	42.4	46.5	50.7
	12.1%	34.0	38.1	42.3	46.4	50.6
	12.6%	33.9	38.1	42.2	46.3	50.5
	13.1%	33.9	38.0	42.1	46.2	50.3
	13.6%	33.8	37.9	42.0	46.1	50.2
		Terminal value growth				
		1.0%	2.0%	3.0%	4.0%	5.0%
W A C C	10.5%	35.3	38.6	42.6	47.7	54.4
	11.0%	35.2	38.4	42.4	47.5	54.2
	11.5%	35.0	38.2	42.2	47.3	53.9
	12.0%	34.9	38.1	42.1	47.1	53.7
	12.5%	34.7	37.9	41.9	46.9	53.5

Source: Erste Group estimates

## Realistyczno-optimistyczny 2

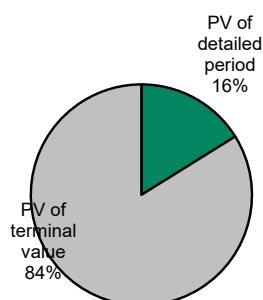
### WACC calculation

	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	Term. value
						Normalized
Risk free rate	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
Equity risk premium	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
<b>Cost of equity</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.5%</b>
Cost of debt	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%
Nominal tax rate	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
<b>After-tax cost of debt</b>	<b>5.9%</b>	<b>5.9%</b>	<b>5.9%</b>	<b>5.9%</b>	<b>5.9%</b>	<b>5.9%</b>
Equity weight	100%	100%	100%	100%	100%	100.0%
<b>WACC</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.5%</b>

### DCF valuation

(PLN mn)	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	Normalized
<i>Sales growth</i>	-1.4%	56.7%	46.9%	24.0%	6.9%	
adj. EBIT	22.3	28.9	61.2	81.9	87.1	
adj. EBIT margin	23.6%	19.5%	28.1%	30.3%	30.1%	
Effective tax rate	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	
Taxes on adj. EBIT	-2.2	-2.9	-6.1	-8.2	-8.7	
<b>NOPLAT</b>	<b>20.1</b>	<b>26.0</b>	<b>55.1</b>	<b>73.7</b>	<b>78.4</b>	
+ Depreciation	6.8	23.5	25.5	27.9	30.4	
Capital expenditures / Depreciation	501.1%	214.2%	211.8%	204.7%	192.3%	
+/- Change in working capital	-0.5	1.1	-0.2	0.4	0.5	
Chg. working capital / chg. Sales	36.9%	2.1%	-0.3%	0.9%	2.6%	
- Capital expenditures	-34.3	-50.4	-54.1	-57.0	-58.5	
<b>Free cash flow to the firm</b>	<b>-7.9</b>	<b>0.2</b>	<b>26.4</b>	<b>45.0</b>	<b>50.7</b>	<b>52.3</b>
Terminal value growth						3.0%
Terminal value						633.2
Discounted free cash flow - Dec 31 2026	-7.1	0.2	19.0	29.1	29.4	367.4
<b>Enterprise value - Dec 31 2026</b>	<b>438.1</b>					
Minorities	0.0					
Non-operating assets	0.0					
Net debt	-32.5					
Other adjustments	0.0					
<b>Equity value - Dec 31 2026</b>	<b>470.6</b>					
Number of shares outstanding (mn)	12.3					
Cost of equity	11.5%					
<b>12M target price per share (PLN)</b>	<b>45.1</b>					
Current share price (PLN)	20.6					
Up/Downside	119.7%					

### Enterprise value breakdown



### Sensitivity (per share)

		USDPLN				
		3.45	3.55	3.65	3.75	3.85
W A C C	11.6%	36.9	41.1	45.3	49.4	53.6
	12.1%	36.9	41.0	45.2	49.3	53.5
	12.6%	36.8	41.0	45.1	49.2	53.4
	13.1%	36.8	40.9	45.0	49.1	53.2
	13.6%	36.7	40.8	44.9	49.0	53.1
		Terminal value growth				
		1.0%	2.0%	3.0%	4.0%	5.0%
W A C C	10.5%	37.6	41.2	45.5	51.0	58.3
	11.0%	37.5	41.0	45.3	50.8	58.0
	11.5%	37.3	40.8	45.1	50.6	57.8
	12.0%	37.2	40.7	45.0	50.4	57.5
	12.5%	37.0	40.5	44.8	50.2	57.3

Source: Erste Group estimates

## Optymistyczny scenariusz

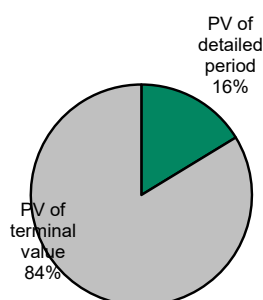
### WACC calculation

	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	Term. value
						Normalized
Risk free rate	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
Equity risk premium	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
<b>Cost of equity</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.5%</b>
Cost of debt	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%
Nominal tax rate	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
<b>After-tax cost of debt</b>	<b>5.9%</b>	<b>5.9%</b>	<b>5.9%</b>	<b>5.9%</b>	<b>5.9%</b>	<b>5.9%</b>
Equity weight	100%	100%	100%	100%	100%	100.0%
<b>WACC</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.5%</b>

### DCF valuation

(PLN mn)	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	Normalized
<i>Sales growth</i>	-1.4%	79.4%	67.8%	25.3%	6.9%	
adj. EBIT	22.3	28.9	84.6	112.7	120.2	
adj. EBIT margin	23.6%	17.0%	29.7%	31.6%	31.5%	
Effective tax rate	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	
Taxes on adj. EBIT	-2.2	-2.9	-8.5	-11.3	-12.0	
<b>NOPLAT</b>	<b>20.1</b>	<b>26.0</b>	<b>76.2</b>	<b>101.4</b>	<b>108.2</b>	
+ Depreciation	6.8	28.3	30.6	33.4	36.5	
Capital expenditures / Depreciation	501.1%	214.2%	211.8%	204.7%	192.3%	
+/- Change in working capital	-0.5	1.1	-0.2	0.4	0.5	
Chg. working capital / chg. Sales	36.9%	1.5%	-0.2%	0.6%	1.9%	
- Capital expenditures	-34.3	-60.5	-64.9	-68.5	-70.3	
<b>Free cash flow to the firm</b>	<b>-7.9</b>	<b>-5.1</b>	<b>41.7</b>	<b>66.9</b>	<b>75.0</b>	<b>77.2</b>
Terminal value growth						3.0%
Terminal value						935.8
Discounted free cash flow - Dec 31 2026	-7.1	-4.1	30.1	43.3	43.5	543.0
<b>Enterprise value - Dec 31 2026</b>	<b>648.6</b>					
Minorities	0.0					
Non-operating assets	0.0					
Net debt	-32.5					
Other adjustments	0.0					
<b>Equity value - Dec 31 2026</b>	<b>681.1</b>					
Number of shares outstanding (mn)	12.3					
Cost of equity	11.5%					
<b>12M target price per share (PLN)</b>	<b>65.3</b>					
Current share price (PLN)	20.6					
Up/Downside	217.9%					

### Enterprise value breakdown



### Sensitivity (per share)

		USDPLN				
		3.45	3.55	3.65	3.75	3.85
W A C C	11.6%	57.1	61.3	65.4	69.6	73.8
	12.1%	57.1	61.2	65.4	69.5	73.7
	12.6%	57.0	61.1	65.3	69.4	73.5
	13.1%	57.0	61.1	65.2	69.3	73.4
	13.6%	56.9	61.0	65.1	69.2	73.3
		Terminal value growth				
		1.0%	2.0%	3.0%	4.0%	5.0%
W A C C	10.5%	54.3	59.5	65.9	74.1	84.8
	11.0%	54.0	59.2	65.6	73.8	84.4
	11.5%	53.8	59.0	65.3	73.4	84.0
	12.0%	53.6	58.7	65.1	73.1	83.7
	12.5%	53.3	58.5	64.8	72.8	83.3

Source: Erste Group estimates

**Negatywny scenariusz**

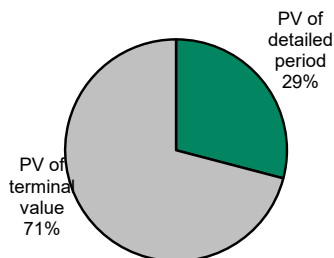
**WACC calculation**

	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	Term. value
						Normalized
Risk free rate	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
Equity risk premium	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
<b>Cost of equity</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.5%</b>
Cost of debt	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%
Nominal tax rate	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
<b>After-tax cost of debt</b>	<b>5.9%</b>	<b>5.9%</b>	<b>5.9%</b>	<b>5.9%</b>	<b>5.9%</b>	<b>5.9%</b>
Equity weight	100%	100%	100%	100%	100%	100.0%
<b>WACC</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.5%</b>

**DCF valuation**

(PLN mn)	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	Normalized
<i>Sales growth</i>	-1.7%	7.6%	4.7%	3.0%	1.4%	
adj. EBIT	23.9	25.8	27.1	28.0	28.3	
adj. EBIT margin	25.3%	25.4%	25.5%	25.6%	25.5%	
Effective tax rate	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	
Taxes on adj. EBIT	-2.4	-2.6	-2.7	-2.8	-2.8	
<b>NOPLAT</b>	<b>21.5</b>	<b>23.2</b>	<b>24.4</b>	<b>25.2</b>	<b>25.5</b>	
+ Depreciation	6.8	7.2	7.5	7.9	8.3	
Capital expenditures / Depreciation	501.1%	224.4%	229.2%	230.3%	225.1%	
+/- Change in working capital	-0.5	1.1	-0.2	0.4	0.5	
Chg. working capital / chg. Sales	31.2%	15.9%	-4.4%	14.0%	32.3%	
- Capital expenditures	-34.3	-16.1	-17.3	-18.3	-18.7	
<b>Free cash flow to the firm</b>	<b>-6.5</b>	<b>15.4</b>	<b>14.4</b>	<b>15.4</b>	<b>15.5</b>	<b>15.7</b>
<i>Terminal value growth</i>						1.0%
Terminal value						151.0
Discounted free cash flow - Dec 31 2026	-5.8	12.4	10.4	9.9	9.0	87.6
<b>Enterprise value - Dec 31 2026</b>	<b>123.5</b>					
Minorities	0.0					
Non-operating assets	0.0					
Net debt	-32.5					
Other adjustments	0.0					
<b>Equity value - Dec 31 2026</b>	<b>156.0</b>					
Number of shares outstanding (mn)	12.3					
Cost of equity	11.5%					
<b>12M target price per share (PLN)</b>	<b>15.0</b>					
Current share price (PLN)	20.6					
Up/Downside	-27.2%					

**Enterprise value breakdown**



**Sensitivity (per share)**

		USDPLN				
		3.45	3.55	3.65	3.75	3.85
<b>W</b>	11.6%	6.8	11.0	15.1	19.3	23.5
	12.1%	6.7	10.9	15.0	19.2	23.3
	12.6%	6.7	10.8	15.0	19.1	23.2
	13.1%	6.6	10.8	14.9	19.0	23.1
<b>C</b>	13.6%	6.6	10.7	14.8	18.9	23.0
	<b>Terminal value growth</b>					
		-1.0%	0.0%	1.0%	2.0%	3.0%
	10.5%	13.4	14.2	15.1	16.2	17.5
<b>W</b>	11.0%	13.4	14.1	15.0	16.1	17.4
	11.5%	13.3	14.1	15.0	16.0	17.4
	12.0%	13.3	14.0	14.9	16.0	17.3
	12.5%	13.3	14.0	14.9	15.9	17.2

Source: Erste Group estimates

Skonsolidowane sprawozdanie z wyniku	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
PLN mn						
<b>Przychody</b>	<b>82.49</b>	<b>103.53</b>	<b>95.98</b>	<b>94.64</b>	<b>134.67</b>	<b>174.34</b>
Koszt sprzedanych produktów, towarów i materiałów	-10.53	-12.34	-9.77	-12.42	-24.82	-28.34
<b>Zysk brutto</b>	<b>71.96</b>	<b>91.19</b>	<b>86.22</b>	<b>82.22</b>	<b>109.85</b>	<b>146.01</b>
Koszty sprzedaży i administracyjne	-47.99	-61.57	-61.56	-59.92	-81.27	-100.37
Pozostałe przychody operacyjne	0.13	0.06	0.07	0.26	0.35	0.44
Pozostałe koszty operacyjne	-0.12	-0.14	-0.37	-0.25	-0.07	-0.09
<b>EBITDA</b>	<b>28.81</b>	<b>34.68</b>	<b>29.07</b>	<b>29.16</b>	<b>47.70</b>	<b>66.41</b>
Amortyzacja	-4.83	-5.14	-4.72	-6.85	-18.84	-20.42
<b>EBIT</b>	<b>23.98</b>	<b>29.54</b>	<b>24.36</b>	<b>22.31</b>	<b>28.87</b>	<b>45.99</b>
Wynik na działalności finansowej	3.45	0.42	2.68	0.79	0.92	1.06
Wynik nadzwyczajny	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>EBT</b>	<b>27.44</b>	<b>29.95</b>	<b>27.04</b>	<b>23.10</b>	<b>29.79</b>	<b>47.05</b>
Podatek	-2.52	-2.55	-1.66	-2.27	-2.98	-4.70
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
<b>Zysk netto</b>	<b>24.92</b>	<b>27.40</b>	<b>25.38</b>	<b>20.83</b>	<b>26.81</b>	<b>42.34</b>

Skonsolidowany bilans	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
PLN mn						
<b>Wartości niematerialne</b>	<b>0.06</b>	<b>0.04</b>	<b>0.02</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	1.93	8.68	7.36	7.10	7.25	7.42
Aktywa finansowe	7.43	6.92	3.85	3.83	4.01	4.15
<b>Razem aktywa trwałe</b>	<b>9.41</b>	<b>15.64</b>	<b>11.23</b>	<b>10.93</b>	<b>11.26</b>	<b>11.57</b>
Zapasy	49.17	73.43	100.53	130.94	152.29	174.95
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	20.68	24.84	44.56
<b>Razem aktywa obrotowe</b>	<b>89.46</b>	<b>117.93</b>	<b>145.47</b>	<b>166.37</b>	<b>194.52</b>	<b>241.31</b>
<b>RAZEM AKTYWA</b>	<b>98.88</b>	<b>133.57</b>	<b>156.70</b>	<b>177.30</b>	<b>205.79</b>	<b>252.88</b>
Kapitał własny przypadający na akcjonariuszy Jednostki Dominującej	80.66	107.9	134.18	155.4	182.21	224.55
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
<b>Rezerwy długoterminowe</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
Oprocentowane zobowiązania długoterminowe	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	1.19	6.03	5.33	5.91	6.44	7.00
<b>Razem zobowiązania długoterminowe</b>	<b>1.19</b>	<b>6.03</b>	<b>5.33</b>	<b>5.91</b>	<b>6.44</b>	<b>7.00</b>
Oprocentowane zobowiązania krótkoterminowe	0.81	0.63	0.67	0.69	0.69	0.69
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	16.22	19.01	16.53	15.29	16.45	20.63
<b>Razem zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>17.02</b>	<b>19.64</b>	<b>17.20</b>	<b>15.98</b>	<b>17.14</b>	<b>21.33</b>
<b>RAZEM ZOBOWIĄZANIA i KAPITAŁ WŁASNY</b>	<b>98.88</b>	<b>133.57</b>	<b>156.70</b>	<b>177.3</b>	<b>205.79</b>	<b>252.88</b>

Skonsolidowane sprawozdanie z przepływów pieniężnych	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
PLN mn						
Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej	7.47	9.10	-2.29	-8.03	5.69	21.32
Przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej	-3.45	-5.99	3.27	4.96	-0.9	-0.93
Przepływy pieniężne netto z działalności finansowej	-0.77	-2.12	0.54	-0.34	-0.64	-0.66
<b>ZMIANA STANU ŚRODKÓW PIENIĘŻNYCH</b>	<b>3.00</b>	<b>-18.06</b>	<b>1.52</b>	<b>-3.42</b>	<b>4.16</b>	<b>19.72</b>

Marże i wskaźniki	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Wzrost przychodów rdr	114.0%	25.5%	-7.3%	-1.4%	42.3%	29.5%
Marża EBITDA	34.9%	33.5%	30.3%	30.8%	35.4%	38.1%
Marża EBIT	29.1%	28.5%	25.4%	23.6%	21.4%	26.4%
Marża zysku netto	30.2%	26.5%	26.4%	22.0%	19.9%	24.3%
ROE	36.7%	29.1%	21.0%	14.4%	15.9%	20.8%
ROCE	47.3%	38.3%	23.5%	16.0%	17.0%	23.5%
Wskaźnik kapitału własnego	81.6%	80.8%	85.6%	87.6%	88.5%	88.8%
Dług netto	-25.7	-29.2	-29.9	-20.0	-24.1	-43.9
Kapitał obrotowy	46.8	69.1	98.3	130.4	153.2	176.1
kapitał operacyjny	56.2	84.8	109.6	141.3	164.5	187.7
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 ECB/affiliates holdings exceed 5% of the share capital of issuer or vice versa	2 market maker or liquidity provider for issuer/instruments	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					Y					

The above specific disclosures (marked with “Y” if applicable), are valid at the time of publication of this report.  
 June 23 2026

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 jakiegokolwiek 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 jakiegokolwiek 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 jakiegokolwiek umowy lub zobowiązania. W związku z tym Inwestorzy powinni skonsultować się ze swoimi doradcami (w szczególności doradcami prawnymi i podatkowymi) przed podjęciem jakiegokolwiek 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 jakiegokolwiek 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 jakiegokolwiek odpowiedzialności za jakiegokolwiek 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 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 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 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, 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, branż 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, zawierany 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](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](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

<b>Kup</b>	> +20% od ceny docelowej
<b>Akumuluj</b>	+10% < cena docelowa < +20%
<b>Trzymaj</b>	0% < cena docelowa < +10%
<b>Redukuj</b>	-10% < cena docelowa < 0%
<b>Sprzedaj</b>	< -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 odzwierciedlił 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](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 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:** Banca Comercială Română 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](http://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](http://www.erstegroup.com)