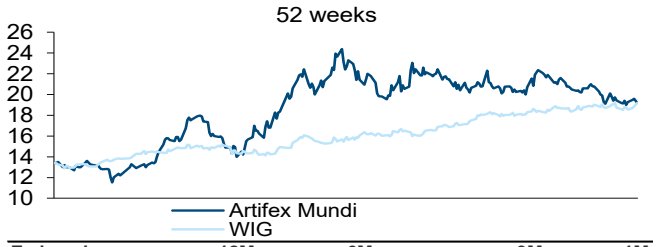
Artifex Mundi

Kupuj

PLN mn	2025	2026P	2027P	2028P
Przychody	96.0	82.3	123.6	164.0
EBITDA	29.1	27.3	45.9	63.0
EBIT	24.4	20.5	26.8	42.0
Zysk netto	25.4	18.3	25.1	38.9
EPS (PLN)	2.13	1.53	2.09	3.25
CEPS (PLN)	2.52	2.07	3.69	4.99
BVPS (PLN)	11.29	12.93	13.05	18.26
DPS (PLN)	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA (x)	4.4	7.6	4.4	3.0
P/E (x)	6.2	12.6	9.2	5.9
P/CE (x)	5.3	9.3	5.2	3.8
DY	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%



Zmiana kursu	12M	6M	3M	1M
w PLN	43.3%	-17.1%	-9.0%	-6.8%

Cena akcji (PLN) na zamknięciu w dniu 12.11.2026	19.2	Reuters	ARTP.WA	Akcje w wolnym obrocie	48.4%
Liczba akcji (mln)	12.0	Bloomberg	ART PW	Główni akcjonariusze:	SH agreement	21.0%
Wartość rynkowa (mln PLN)	,230 / ,52	Dzień dywidendy			Warsaw Equity ASI	14.5%
Wartość przedsiębiorstwa (mln PLN)	,207 / ,47	**Cena docelowa**	**26.5**	Strona internetowa	www.artifexmundi.com

Pierwsze efekty mety budzą optymizm, czas na kalibrację

Podtrzymujemy rekomendację Kupuj, jednocześnie lekko obniżając cenę docelową do 26.5 PLN, głównie przez wzrost rfr (+35% potencjału wzrostu). Dotychczasowy wpływ metagry na wyniki Unsolved pozostaje ograniczony, przede wszystkim ze względu na jej stopniowe wdrażanie wśród nowych graczy, bez migracji dotychczasowej bazy użytkowników. Dodatkowo naszym zdaniem spółka nie zwiększała istotnie nakładów na UA, oczekując na bardziej wiarygodne potwierdzenie poprawy LTV oraz dalszą kalibrację ekonomii i balansu gry.

Pierwsze obserwacje wskazują na poprawę wybranych KPI, w szczególności retencji i zaangażowania użytkowników, choć wyniki różnią się między platformami. Najbardziej obiecujące rezultaty widoczne są na iOS, podczas gdy wyniki na Androidzie pozostają mniej jednoznaczne. Co istotne, ceny i struktura ofert pozostają niezmienione zarówno pomiędzy wersjami Unsolved z metagrą i bez niej, jak i między platformami. Potencjalna poprawa monetyzacji powinna zatem wynikać przede wszystkim z większego zaangażowania i retencji graczy, sprzyjających częstszym zakupom. Dalsza rozbudowa sklepu w grze o oferty dedykowane metagrze powinna stanowić dodatkowy czynnik wspierający wzrost LTV.

Początkowo zakładano, że wdrożenie metagry doprowadzi do relatywnie szybkiego, równoległego przesunięcia krzywych monetyzacji w górę. Obecne obserwacje sugerują jednak, że poprawa LTV może być bardziej rozłożona w czasie i ujawniać się stopniowo wraz z dojrzewaniem kolejnych kohort graczy. W naszej ocenie oznacza to, że osiągnięcie zakładanego przez nas wzrostu LTV o 65% może zająć więcej czasu, niż pierwotnie oczekiwaliśmy. W związku z tym wydłużamy w naszych prognozach horyzont osiągnięcia docelowego poziomu LTV z 2 do 2.5 roku.

Mając powyższe na uwadze, a także sezonowo wysokie koszty pozyskiwania użytkowników (CPI) w 4Q'26, oczekujemy istotnego zwiększenia nakładów na UA dopiero na początku 2027 r. W konsekwencji spodziewamy się, że pierwszy zauważalny wpływ metagry na wyniki Unsolved nastąpi w 1Q'27.

Istotnym kolejnym etapem będzie migracja dotychczasowych użytkowników Unsolved, która wymaga dokładnej oceny długoterminowego wpływu metagry na monetyzację, szczególnie w przypadku starszych kohort odpowiadających za znaczną część przychodów. Kluczowe będą dane z bardziej dojrzałych kohort, których pełniejszej oceny oczekujemy w 1Q'27, co powinno pozwolić ograniczyć ryzyko pogorszenia dotychczasowej monetyzacji. Zakładamy, że migracja nastąpi najpóźniej w 2Q'27, stanowiąc istotny etap przyspieszenia poprawy wyników Unsolved.

All prices are those current at the end of the previous trading session unless otherwise indicated and are sourced from local exchanges via appropriate vendors..

Unsolved

Rollout metagry
Po przeprowadzonych w sierpniu testach na wybranych rynkach T3, których głównym celem była identyfikacja błędów technicznych i optymalizacja produktu, **pod koniec miesiąca spółka rozpoczęła globalny rollout metagry wersji 4.1**, obejmujący rynki T1, T2 i T3. Początkowo metagra została **udostępniona 50% nowych użytkowników Google Play oraz 20% użytkowników iOS**, przy czym na tej drugiej platformie zasięg wdrożenia wzrósł już do 50%.

Unsolved - harmonogram rolloutu metagry



Źródło: Spółka

Wdrożenie realizowane jest w formule testów A/B, umożliwiających porównanie zachowania użytkowników korzystających z metagry z wynikami graczy pozostających przy dotychczasowej wersji Unsolved. Równolegle spółka analizuje wpływ nowych mechanik na retencję i monetyzację oraz wykorzystuje pozyskane dane do dalszej optymalizacji produktu.
Zakładamy, że pełny rollout metagry wśród nowych użytkowników obu platform nastąpi na przełomie 2026 i 2027 r.

Pierwsze wnioski z wdrożenia metagry
Dotychczasowy wpływ metagry na wyniki Unsolved pozostaje ograniczony, przede wszystkim ze względu na jej stopniowe wdrażanie wśród nowych graczy, bez migracji dotychczasowej bazy użytkowników. Co istotne, **Unsolved odnotowało dotychczas blisko 23 mln instalacji**, podczas gdy według naszych szacunków **jedynie ok. 300 tys. nowych graczy pobrało dotąd wersję z metagrą**. Dodatkowo w ostatnich tygodniach spółka nie zwiększała istotnie nakładów na UA, co w naszej ocenie wynikało z **braku wystarczającego potwierdzenia poprawy LTV, konieczności dalszej optymalizacji ekonomii i balansu gry oraz rosnących kosztów pozyskiwania użytkowników (CPI)**.

Pierwsze obserwacje wskazują na **poprawę wybranych KPI, w szczególności retencji i zaangażowania użytkowników**, choć efekty różnią się między platformami. **Najbardziej obiecujące rezultaty widoczne są na iOS**, podczas gdy wyniki na Google Play pozostają mniej jednoznaczne. Co istotne, rozbieżności te nie wynikają ze zmian cen ani struktury ofert, które pozostają niezmienione zarówno pomiędzy platformami, jak i wersjami Unsolved z metagrą i bez niej. Spółka kontynuuje analizę przyczyn tych różnic oraz dalszą kalibrację ekonomii i balansu gry.
Część zidentyfikowanych problemów została już rozwiązana, co pozwoliło częściowo ograniczyć różnice w wynikach między obiema platformami.

Początkowo spółka zakładała, że wdrożenie metagry doprowadzi do relatywnie szybkiego, równoległego przesunięcia krzywych monetyzacji w górę. Obecne obserwacje sugerują jednak, że **poprawa LTV może być bardziej rozłożona w czasie i ujawniać się stopniowo wraz z dojrzewaniem kolejnych kohort graczy**. W konsekwencji **kluczowe znaczenie dla oceny pełnego potencjału metagry będą miały wskaźniki obserwowane w dłuższym horyzoncie**, ponieważ wyniki z pierwszych tygodni mogą nie odzwierciedlać w pełni wpływu nowych mechanik na zachowanie i monetyzację graczy.

W naszej ocenie oznacza to, że **osiągnięcie zakładanego przez nas wzrostu LTV o 65% może zająć więcej czasu, niż pierwotnie oczekiwaliśmy**. W związku z tym **wydłużamy w naszych prognozach horyzont osiągnięcia docelowego poziomu LTV z 2 do 2.5 roku**. Co istotne, zakładamy, że poprawa ta będzie wynikać z kumulacji szeregu mniejszych i większych usprawnień, a nie pojedynczej zmiany w mechanice gry. Naszym zdaniem dotychczasowe obserwacje pozostają obiecujące, choć potwierdzenie docelowego wzrostu LTV będzie wymagało dalszej analizy bardziej dojrzałych kohort. Mając to na uwadze, a także sezonowo wyższe koszty pozyskiwania użytkowników w listopadzie i grudniu, **oczekujemy istotnego zwiększenia nakładów na UAd dopiero na początku 2027 r.** W konsekwencji spodziewamy się, że **metagra zacznie istotnie wpływać na wyniki Unsolved od 1Q'27**.

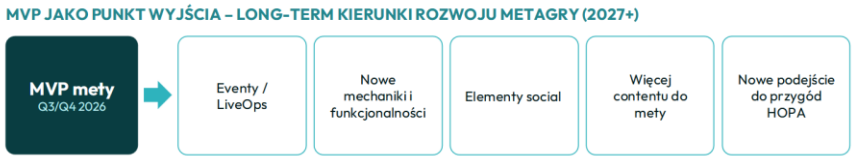
Migracja obecnych użytkowników
Istotnym elementem dalszego wdrażania metagry pozostaje **migracja dotychczasowych użytkowników Unsolved**, którzy na obecnym etapie nie mają dostępu do nowej wersji gry. Proces ten jest bardziej złożony niż udostępnianie metagry nowym graczom, przede wszystkim ze względu na zróżnicowany poziom zaawansowania istniejącej bazy oraz niepewność dotyczącą wpływu nowych mechanik na zachowanie i monetyzację użytkowników na późniejszych etapach rozgrywki (late game). Metagra istotnie zmienia przebieg krzywych zaangażowania i monetyzacji, dlatego **pozytywne efekty obserwowane wśród nowych użytkowników nie muszą być w pełni powtarzalne w przypadku starszych kohort**. W naszej ocenie decyzja o migracji powinna zatem zostać poprzedzona analizą długoterminowego wpływu metagry na retencję i monetyzację nowych graczy, co pozwoli lepiej ocenić potencjalne korzyści i ryzyka związane z wdrożeniem nowych mechanik w istniejącej bazie użytkowników. Takie ostrożne podejście wydaje się uzasadnione, szczególnie że **starsze kohorty odpowiadają za istotną część bieżących przychodów Unsolved, nie wymagając dodatkowych nakładów marketingowych**. Nieodpowiednio skalibrowana migracja mogłaby zatem negatywnie wpłynąć na ich monetyzację.

Kluczowe dla określenia terminu migracji będą dane z bardziej dojrzałych kohort, których pełniejszej oceny oczekujemy w okolicach 1Q'27. Zakładamy, że po dalszej optymalizacji ekonomii i balansu gry **metagra zostanie udostępniona dotychczasowym użytkownikom najpóźniej w 2Q'27**. Skuteczne przeprowadzenie migracji powinno stanowić **istotny etap przyspieszenia poprawy wyników Unsolved**.

Optymalizacja produktu i dalszy rozwój metagry
Obecna wersja metagry ma charakter **MVP (Minimum Viable Product)**, stanowiącego punkt wyjścia do dalszego rozwoju Unsolved. Spółka koncentruje się przede wszystkim na optymalizacji trzech kluczowych obszarów: **powiązania postępów w przygodach HOPA z rozwojem metagry, oferty sklepu w grze oraz balansu ekonomii gry**. Na obecnym etapie korzystanie z metagry pozostaje opcjonalne, a oferta sklepu odpowiada dotychczasowej wersji Unsolved, bez dodatkowych pakietów związanych z nowymi mechanikami. Takie podejście pozwala na stopniową kalibrację poszczególnych elementów produktu, w tym cen, nagród, energii oraz kosztów dekoracji, bez jednoczesnego wprowadzania istotnych zmian w modelu monetyzacji.

W dłuższym terminie spółka planuje **systematyczną rozbudowę metagry o kolejne funkcjonalności**, w tym wydarzenia i mechaniki LiveOps, elementy społecznościowe, nowe mechaniki rozgrywki oraz dodatkową zawartość. Planowane są również zmiany w samych przygodach HOPA, mające na celu ich lepszą integrację z metagrą. **Skumulowany efekt tych usprawnień ma przełożyć się na wzrost LTV o co najmniej kilkadziesiąt procent.**

Unsolved - kierunek rozwoju metagry



Źródło: Spółka

Webshop

Artifex Mundi pracuje również nad uruchomieniem własnego sklepu internetowego (webshopu) dla Unsolved, umożliwiającego graczom dokonywanie zakupów poza standardowymi systemami płatności sklepów mobilnych. Projekt znajduje się na zaawansowanym etapie przygotowań, a **jego uruchomienia oczekujemy na przełomie 2026 i 2027 r.** Głównym celem rozwiązania jest **ograniczenie prowizji pobieranych przez operatorów platform dystrybucyjnych, a tym samym poprawa rentowności Unsolved.**

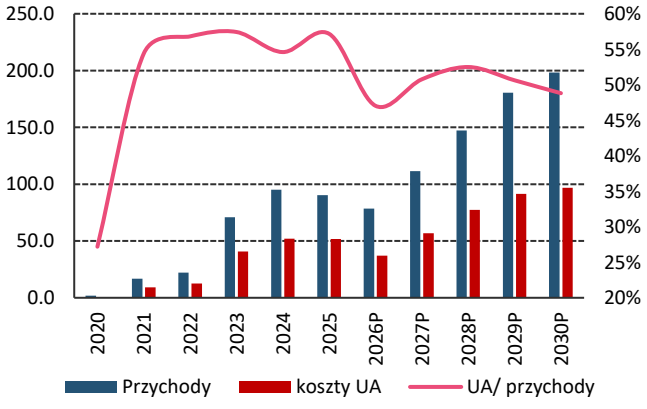
Rosnące znaczenie sprzedaży bezpośredniej (DTC) potwierdzają również doświadczenia innych producentów gier mobilnych. W przypadku **Huuuge udział webshopu w przychodach osiągnął ok. 45% w lipcu 2026 r.**, podczas gdy w **Ten Square Games kanał DTC odpowiadał za 24% płatności graczy w czerwcu 2026 r.** Z kolei w **Playtice udział sprzedaży bezpośredniej wyniósł ok. 39% przychodów w 2Q'26**. Oczekujemy, że uruchomienie webshopu będzie **istotnym czynnikiem wspierającym rentowność Unsolved**, choć zakładamy bardziej stopniowy wzrost jego udziału w płatnościach graczy niż w przypadku Huuuge. **W obecnej aktualizacji prognoz po raz pierwszy uwzględniamy pozytywny wpływ webshopu na wyniki Artifex Mundi.**

Oczekiwany wpływ na wyniki

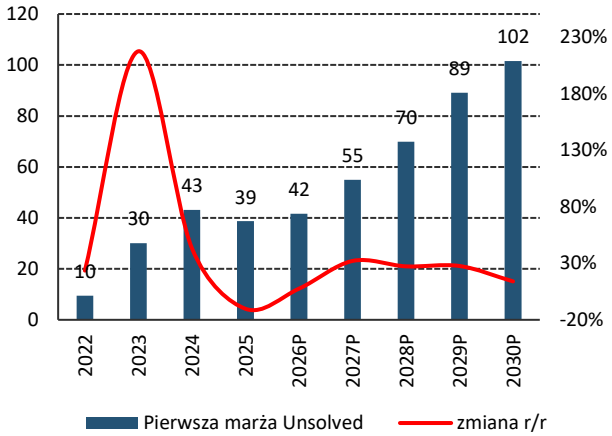
Oczekujemy, że **pierwszy zauważalny wpływ metagry na wyniki Unsolved nastąpi w 1Q'27**, wobec wcześniej zakładanego 4Q'26. Ze względu na bardziej stopniową niż pierwotnie oczekiwaliśmy poprawę LTV **wydłużamy również horyzont realizacji prognozowanego wzrostu dziennych przychodów z gry o ok. 65% do 2.5 roku od rozpoczęcia rolloutu metagry**, wobec wcześniej zakładanych dwóch lat.

W 2027 r. oczekujemy **wyraźnego przyspieszenia dynamiki przychodów Unsolved**, napędzanego stopniową poprawą LTV, wzrostem nakładów na pozyskiwanie użytkowników (UA) oraz pozytywnym wpływem webshopu. Prognozujemy **wzrost przychodów z gry o ok. 42% r/r, do 112 mln PLN**, oraz **zwiększenie pierwszej marży o 32% r/r, do 55 mln PLN**.

Przychody Unsolved / koszty UA – prognoza [mln PLN]



Pierwsza marża Unsolved – prognoza [mln PLN]



Źródło: Spółka, Erste Group Research

Void Hunters

Harmonogram rozwoju i premiery
Otwarta alfa Void Hunters spotkała się z **dużym zainteresowaniem graczy**. W testach uczestniczyło **ponad 14 tys. użytkowników**, a szczytowa liczba jednocześnie aktywnych graczy przekroczyła **1 tys.** Działania promocyjne przyczyniły się również do rozwoju społeczności wokół gry - obecnie serwer na Discordzie liczy **ponad 20 tys. członków**, natomiast liczba zapisów na wishlistę Steam przekroczyła **40 tys.**

Po pozytywnym odbiorze testów alfa Artifex Mundi zaktualizował harmonogram dalszych prac, koncentrując się na dopracowaniu kluczowych mechanik rozgrywki w oparciu o opinie graczy. **Produkcja znajduje się na zaawansowanym etapie**, a obecne prace obejmują przede wszystkim rozbudowę zawartości, balansowanie mechanik rozgrywki oraz poprawę interfejsu i komfortu użytkowania (quality of life, QoL).

Void Hunters - harmonogram rozwoju gry



Źródło: Spółka

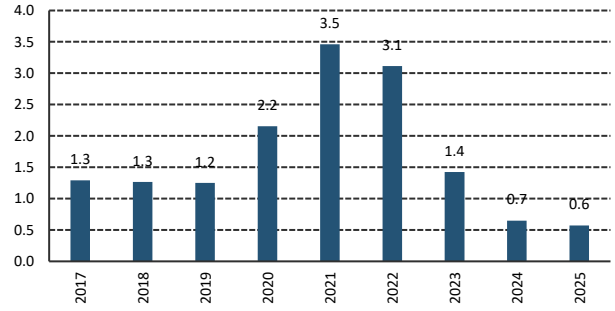
Listopadowe playtesty koncentrują się na **przebudowanym trybie Hunting Grounds**, który na podstawie opinii zebranych podczas alfa-testów został istotnie rozbudowany, m.in. o dodatkowe elementy roguelite oraz mechaniki zwiększające głębię rozgrywki. Głównym celem testów jest **ocena odbioru wprowadzonych zmian przez graczy**, w szczególności balansu i atrakcyjności nowej wersji trybu. Jednocześnie playtesty stanowią element działań marketingowych, mających na celu **ponowną aktywizację społeczności oraz podtrzymanie zainteresowania Void Hunters** przed zbliżającymi się beta-testami.

Oczekujemy, że **globalne beta-testy rozpoczną się w styczniu 2027 r.** i obejmą pełną wersję gry na iOS, Androidzie oraz PC. W przeciwieństwie do wcześniejszych playtestów ich głównym celem będzie **weryfikacja modelu monetyzacji**, co pozwoli spółce pozyskać pierwsze dane dotyczące skłonności graczy do dokonywania zakupów oraz przeprowadzić finalne optymalizacje przed premierą. Globalna beta zastąpi wcześniej planowany etap soft launchu na wybranych rynkach T2 i T3. Artifex Mundi **podtrzymuje termin globalnej premiery w 1Q'27**, przy czym w naszym scenariuszu bazowym **zakładamy debiut gry w marcu 2027 r.** Wraz ze zbliżającą się premierą oczekujemy stopniowego wzrostu nakładów marketingowych.

Potencjał komercyjny

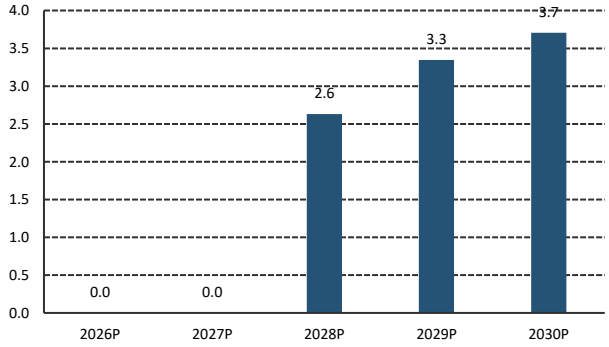
W naszych prognozach nadal przyjmujemy **ostrożne założenia dotyczące potencjału komercyjnego Void Hunters**, opierając się m.in. na wynikach poprzedniego tytułu RPG studia oraz analizie ruchu organicznego wybranych gier polskich producentów, takich jak Gemstone Legends od GameDesire czy Evil Lands od Rage Quit Games. W naszym modelu zakładamy, że **w pierwszym roku od premiery gra wygeneruje ok. 4.7 mln PLN przychodów**, które zostaną w całości reinwestowane w działania UA. W konsekwencji **nie oczekujemy dodatniej marży na tym tytule w tym okresie**. Jednocześnie uważamy, że **równoczesny debiut na wszystkich głównych platformach (urządzenia mobilne, PC i konsole), wraz z funkcjonalnością cross-play, istotnie zwiększa szanse projektu na sukces komercyjny**.

Pierwsza marża gry Bladebound [mln PLN]



Źródło: Spółka, Erste Group Research

Pierwsza marża Void Hunters – prognoza [mln PLN]



Główne założenia [mln PLN, %]

	2022	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Przychody	**39**	**82**	**104**	**96**	**82**	**124**	**164**	**201**	**220**
HOPY	**13**	**10**	**8**	**5**	**3**	**2**	**1**	**1**	**1**
F2P	**25**	**72**	**96**	**91**	**79**	**117**	**155**	**190**	**209**
Bledebound	*3*	*1*	*1*	*1*	*1*	*0*	*0*	*0*	*0*
Unsolved	*22*	*71*	*95*	*90*	*79*	*112*	*147*	*181*	*198*
Void Hunters	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*5*	*8*	*9*	*10*
Premium	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
UA	**13**	**41**	**52**	**52**	**37**	**61**	**82**	**97**	**103**
Unsolved	*13*	*41*	*52*	*52*	*37*	*57*	*77*	*91*	*97*
Void Hunters	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*5*	*5*	*6*	*7*
Pierwsza marża	**10**	**30**	**43**	**39**	**42**	**55**	**73**	**92**	**105**
Unsolved	*10*	*30*	*43*	*39*	*42*	*55*	*70*	*89*	*102*
Void Hunters	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*3*	*3*	*4*
Tantiemy	**4**	**5**	**7**	**6**	**6**	**7**	**8**	**10**	**12**

Źródło: Spółka, Erste Group Research

Zmiany w naszych prognozach

Główne zmiany względem poprzedniej rekomendacji wynikają z przesunięcia oczekiwanego momentu pierwszego wpływu metagry na wyniki Unsolved z 4Q'26 na 1Q'27 oraz bardziej stopniowej niż pierwotnie zakładaliśmy poprawy LTV. W związku z tym wydłużamy horyzont realizacji prognozowanego wzrostu dziennych przychodów z gry o ok. 65% z 2 do 2.5 roku od rozpoczęcia rolloutu metagry. Zmiany te przekładają się na obniżenie naszych prognoz na kolejne lata. Jednocześnie po raz pierwszy uwzględniamy w modelu pozytywny wpływ webshopu na wyniki Unsolved, co częściowo kompensuje skutki późniejszej niż wcześniej zakładaliśmy poprawy monetyzacji.

(PLN, mn)	2026P			2027P			2028P		
	Stare	Nowe	Różnica	Stare	Nowe	Różnica	Stare	Nowe	Różnica
Przychody	94.6	82.3	-13.0%	134.7	123.6	-8.2%	174.3	164.0	-5.9%
Adj .EBITDA	29.2	29.5	1.1%	47.7	45.9	-3.8%	66.4	63.0	-5.2%
EBIT	22.3	20.5	-7.9%	28.9	26.8	-7.4%	46.0	42.0	-8.6%
Zysk netto	20.8	18.3	-12.2%	26.8	25.1	-6.5%	42.3	38.9	-8.1%
Marża EBITDA	30.8%	35.9%		35.4%	37.1%		38.1%	38.4%	
Marża EBIT	23.6%	25.0%		21.4%	21.6%		26.4%	25.6%	
Marża netto	22.0%	22.2%		19.9%	20.3%		24.3%	23.7%	

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 26.5 PLN, czyli o 35% więcej niż obecna cena rynkowa, co implikuje rekomendację KUPUJ.**

	Waga	Cena
Wycena porównawcza	0%	27.2
Wycena DCF	100%	26.5
12M cena docelowa (PLN)		**26.5**

Zródło: Erste Group Research

Założenia DCF:
- Stopa wolna od ryzyka = 6.0% w prognozowanym okresie (rentowności 10-letnich obligacji skarbowych).
- Stopa wolna od ryzyka = 6.0% 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 3.9 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	25.5	24.7	22.6	11.1	12.4	11.9
Playtika	6.9	10.9	4.0	3.8	3.5	3.1
Stillfront Group	6.2	5.1	6.0	3.8	3.8	3.8
G5 Entertainment	145.2	112.2	82.6	39.6	43.6	35.4
Netmarble Corp	8.7	5.7	10.6	7.3	7.0	6.0
Arictocrat Leisure	25.5	24.7	22.6	15.3	15.3	14.2
Huuuge Games	2.5	2.8	3.2	0.9	1.7	2.0
Ten Square Games	7.3	10.5	9.7	4.5	6.7	5.6
Median: Total	8.0	10.7	10.1	5.9	6.8	5.8
Implied valuation per share [PLN]	12.2	22.4	32.8	15.6	28.6	34.0
Weight	17%	17%	17%	17%	17%	17%
Premium/Discount	0%					
Weighted valuation per share [PLN]	24.3					
12M value per share	**27.2**					

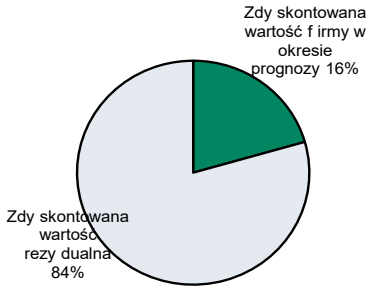
Źródło: Erste Group Research, Bloomberg

Szacunki WACC

	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	TV
Stopa w olna od ryzyka	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
Premia za ryzyko	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Beta	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
Koszt kapitału	**12.0%**	**12.0%**	**12.0%**	**12.0%**	**12.0%**	**12.0%**
Koszt dugu	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
Efektywna stopa podatkowa	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
Koszt długu po opodatkow aniu	**6.3%**	**6.3%**	**6.3%**	**6.3%**	**6.3%**	**6.3%**
Udział kapitału w w ycenie	100%	100%	100%	100%	100%	100.0%
WACC	**12.0%**	**12.0%**	**12.0%**	**12.0%**	**12.0%**	**12.0%**

Wycena DCF

(mln PLN)	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	TV
Wzrost sprzedaży r/r	*-14.2%*	*50.2%*	*32.6%*	*22.3%*	*9.6%*	
EBIT	22.7	26.8	42.0	57.9	64.5	
marża EBIT	*27.6%*	*21.6%*	*25.6%*	*28.9%*	*29.3%*	
Stopa podatkowa	*10.0%*	*10.0%*	*10.0%*	*10.0%*	*10.0%*	
Opodatkowanie EBIT	-2.3	-2.7	-4.2	-5.8	-6.4	
NOPLAT	**20.5**	**24.1**	**37.8**	**52.1**	**58.0**	
+ Amortyzacja	6.8	19.1	20.9	23.1	25.4	
CAPEX / Amortyzacja	*540.2%*	*215.4%*	*213.6%*	*206.6%*	*194.0%*	
Zmiana w kapitale obrotowym	-1.7	-0.1	2.3	2.8	-1.0	
Zmiana w kapitale obrotowym / zmiana sprzedaży	*12.2%*	*-0.2%*	*5.6%*	*7.6%*	*-5.1%*	
- CAPEX	-36.7	-41.2	-44.7	-47.6	-49.4	
FCFF	**-11.1**	**1.9**	**16.3**	**30.3**	**33.1**	**34.1**
Wzrost FCFF po okresie prognozy						*3.0%*
Wartość rezydualna (TV)						390.7
Zdyskontowana wartość rezydualna	-9.9	1.5	11.6	19.3	18.8	221.7
Wartość przedsiębiorstw a (EV)	**263.0**					
Udziałowcy mniejszościowi	0.0					
Aktywa nieoperacyjne	0.0					
Dług netto	-32.5					
Inne	0.0					
Wartość firmy	**295.5**					
Liczba akcji (mln)	12.4					
Koszt kapitału	12.0%					
12M cena docelow a na akcję (PLN)	**26.5**					
Bieżąca cena akcji (PLN)	19.6					
Potencjał wzrostu / spadku	*35.0%*					



Źródło: Erste Group Research

		USDPLN				
		3.70	**3.80**	**3.90**	**4.00**	**4.10**
	11.0%	18.3	22.5	26.7	30.8	35.0
W	**11.5%**	18.3	22.4	26.6	30.7	34.9
A	**12.0%**	18.2	22.4	**26.5**	30.6	34.8
C	**12.5%**	18.2	22.3	26.4	30.5	34.6
C	**13.0%**	18.1	22.2	26.3	30.4	34.5

Wzrost FCFF po okresie prognozy

		1.0%	**2.0%**	**3.0%**	**4.0%**	**5.0%**
	11.0%	22.1	24.2	26.7	30.0	34.2
W	**11.5%**	22.0	24.1	26.6	29.8	34.1
A	**12.0%**	21.9	24.0	**26.5**	29.7	33.9
C	**12.5%**	21.8	23.9	26.4	29.6	33.8
C	**13.0%**	21.7	23.8	26.3	29.5	33.6

Skonsolidawane sprawozdanie z wyniku PLN mn	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Przychody	**82.49**	**103.53**	**95.98**	**82.32**	**123.64**	**163.97**
Koszt sprzedanych produktów, towarów i materiałów	-10.53	-12.34	-9.77	-11.42	-24.98	-28.48
Zysk brutto	**71.96**	**91.19**	**86.22**	**70.90**	**98.65**	**135.49**
Koszty sprzedaży i admnistracyjne	-47.99	-61.57	-61.56	-50.30	-72.33	-94.02
Pozostałe przychody operacyjne	0.13	0.06	0.07	0.34	0.50	0.65
Pozostałe koszty operacyjne	-0.12	-0.14	-0.37	-0.39	-0.06	-0.08
EBITDA	**28.81**	**34.68**	**29.11**	**27.33**	**45.91**	**62.96**
Amortyzacja	-4.83	-5.14	-4.75	-6.79	-19.15	-20.92
EBIT	**23.98**	**29.54**	**24.36**	**20.55**	**26.76**	**42.04**
Wynik na działalności finansowej	3.45	0.42	2.68	-0.38	1.08	1.16
Wynik nadzwyczajny	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EBT	**27.44**	**29.95**	**27.04**	**20.17**	**27.84**	**43.20**
Podatek	-2.52	-2.55	-1.66	-1.90	-2.78	-4.32
Wynik z działalności zaniechanej	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Udziały niekontrolujące i koszt kapitału hybryd.	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Zysk netto	**24.92**	**27.40**	**25.38**	**18.27**	**25.06**	**38.88**

Skonsolidowany bilans PLN mn	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Wartości niematerialne	**0.06**	**0.04**	**0.02**	**0.01**	**0.00**	**0.00**
Rzeczowe aktywa trwałe	1.93	8.68	7.36	6.69	6.87	7.06
Aktywa finansowe	7.43	6.92	3.85	4.01	4.20	4.35
Razem aktywa trwałe	**9.41**	**15.64**	**11.23**	**10.71**	**11.08**	**11.41**
Zapasy	49.17	73.43	100.53	130.38	152.30	175.89
Należności i inne aktywa obrotowe	13.82	14.72	14.33	12.41	13.74	20.50
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	23.59	26.63	39.47
Razem aktywa obrotowe	**89.46**	**117.93**	**145.47**	**166.38**	**192.67**	**235.86**
RAZEM AKTYWA	**98.88**	**133.57**	**156.70**	**177.09**	**203.75**	**247.27**
Kapitał hybrydowy i inne rezerwy	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**
Zobowiązania emerytalne i inne długoterminowe świadczenia pracownicze	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**
Rezerwy długoterminowe	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**
Oprocentowane zobowiązania długoterminowe	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	1.19	6.03	5.33	4.98	6.14	6.70
Razem zobowiązania długoterminowe	**1.19**	**6.03**	**5.33**	**4.98**	**6.14**	**6.70**
Oprocentowane zobowiązania krótkoterminowe	0.81	0.63	0.67	0.74	0.74	0.74
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	16.22	19.01	16.53	16.62	17.06	21.14
Razem zobowiązania krótkoterminowe	**17.02**	**19.64**	**17.20**	**17.36**	**17.80**	**21.88**
RAZEM ZOBOWIĄZANIA i KAPITAŁ WŁASN	**98.88**	**133.57**	**156.70**	**177.09**	**203.75**	**247.27**

Skonsolidowane sprawozdanie z przepływów pieniężnych PLN mn	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej	7.47	9.10	-2.29	-6.19	4.56	14.41
Przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej	-3.45	-5.99	3.27	-0.13	-0.87	-0.91
Przepływy pieniężne netto z działalności finansowej	-0.77	-2.12	0.54	0.27	-0.64	-0.66
ZMIANA STANU ŚRODKÓW PIENIĘŻNYCH	**3.26**	**2.71**	**2.14**	**-6.06**	**3.05**	**12.84**

Marże i wskaźniki	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Wzrost przychodów rdr	114.0%	25.5%	-7.3%	-14.2%	50.2%	32.6%
Marża EBITDA	34.9%	33.5%	30.3%	33.2%	37.1%	38.4%
Marża EBIT	29.1%	28.5%	25.4%	25.0%	21.6%	25.6%
Marża zysku netto	30.2%	26.5%	26.4%	22.2%	20.3%	23.7%
ROE	36.7%	29.1%	21.0%	12.6%	15.0%	19.5%
ROCE	47.3%	38.3%	23.5%	15.1%	16.2%	21.8%
Wskaźnik kapitału własnego	81.6%	80.8%	85.6%	87.4%	88.3%	88.4%
Dług netto	-25.7	-29.2	-29.9	-22.8	-25.9	-38.7
Kapitał obrotowy	46.8	69.1	98.3	126.2	149	175.2
kapitał operacyjny	56.2	84.8	109.6	136.9	160.1	186.7
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 EGB/affiliates holdings exceed 5% of the share capital of issuer or vice verca	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. November 16 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 jakiejkolwiek umowy lub włączenia instrumentu finansowego lub powiązanego instrumentu finansowego do strategii inwestycyjnej. Niniejszy Dokument nie stanowi również prospektu emisyjnego w rozumieniu rozporządzenia w sprawie prospektu emisyjnego, austriackiej ustawy o rynku kapitałowym z 2019 r. ani porównywalnych przepisów prawa. Wszystkie informacje, analizy i wnioski zawarte w niniejszym Dokumencie mają charakter ogólny. Niniejszy Dokument nie ma na celu zapewnienia kompleksowego przeglądu jakiejkolwiek inwestycji, potencjalnego ryzyka i wyników, ani nie uwzględnia indywidualnych potrzeb inwestora ("Inwestor") w odniesieniu do pożytków, aspektów podatkowych, świadomości ryzyka i adekwatności instrumentu finansowego lub powiązanych instrumentów finansowych. W związku z tym niniejszy dokument nie zastępuje żadnej oceny związanej z inwestowaniem ani kompleksowego ujawnienia ryzyka; każdy instrument finansowy ma inny poziom ryzyka. Publikacje wyników i przykładowe obliczenia nie stanowią żadnych wskazówek dla przyszłych wyników instrumentu finansowego lub powiązanych instrumentów finansowych. Informacje o wynikach osiągniętych w przeszłości niekoniecznie gwarantują pozytywne wyniki w przyszłości, a inwestycje w instrumenty finansowe, w tym powiązane instrumenty finansowe, mogą mieć charakter ryzykowny i spekulacyjny. Wszystkie projekcje, prognozy i docelowe ceny są jasno i wyraźnie oznaczone jako takie, a istotne założenia przyjęte przy ich tworzeniu lub wykorzystywaniu są jasno wskazane. Prognozy przyszłego rozwoju sytuacji opierają się wyłącznie na szacunkach i założeniach. Rzeczywisty rozwój sytuacji w przyszłości może różnić się od prognozowanego. Prognozy nie są zatem wiarygodnym wskaźnikiem przyszłych wyników i rozwoju sytuacji. Im słabsza jest zdolność kredytowa Spółki, tym wyższe będzie ryzyko inwestycji. Nie każda inwestycja jest odpowiednia dla każdego inwestora. Ani niniejszy Dokument, ani żaden z jego elementów nie stanowią podstawy jakiejkolwiek umowy lub zobowiązania. W związku z tym Inwestorzy powinni skonsultować się ze swoimi doradcami (w szczególności doradcami prawnymi i podatkowymi) przed podjęciem jakiejkolwiek decyzji inwestycyjnej, aby upewnić się, że - niezależnie od informacji zawartych w niniejszym Dokumencie - zamierzona transakcja instrumentu finansowego lub powiązanego instrumentu finansowego jest odpowiednia dla potrzeb i intencji Inwestora, że Inwestor zrozumiał wszystkie ryzyka i że po należytej analizie Inwestor zdecydował się na dokonanie inwestycji i jest w stanie ponieść ekonomiczne skutki takiej inwestycji. Inwestorów odsyła się na przykład do testu odpowiedniości i zaleca się zapoznanie się z informacjami dla klientów zgodnie z austriacką ustawą o nadzorze nad papierami wartościowymi z 2018 r. oraz zgodnie z polską ustawą o obrocie instrumentami finansowymi z 2005 r. Wyniki inwestycji są pomniejszane o prowizje, opłaty i inne obciążenia, które zależą od indywidualnej sytuacji Inwestora. W wyniku wahań kursów walut wynik inwestycji może wzrosnąć lub spaść.

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

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

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

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

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

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

Ważne informacje

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

Ogólne informacje

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

Konflikt interesów

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Odnośniki

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

Dodatkowe uwagi dla czytelników w następujących krajach:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Opublikowano przez:

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

oraz

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