



Dom Maklerski BDM S.A.

ARTIFEX MUNDI

RAPORT ANALITYCZNY

TRZYMAJ

(POPZEDNIO: REDUKUJ)

WYCENA 16,55 PLN

29 KWIECIEŃ 2025, 07:26 CET/CEST

Od publikacji naszego ostatniego raportu analitycznego Redukuj kurs spółki spadł z poziomu 17,9 PLN do 15,4 PLN. Uwzględniając obecny kurs rynkowy w bieżącej aktualizacji zmieniamy zalecenie z Redukuj na Trzymaj i ustalamy cenę docelową na poziomie 16,55 PLN (poprzednio było 16,37 PLN). Aktualnie spółka jest handlowana w oparciu o nasze założenia na mnożniku EV/EBIT w okolicy 5,3x na rok 2025 i 6,1x na rok 2026.

Bieżący 2025 rok jest okresem przybliżającym inwestorów do kluczowego momentu sprawdzam, który dla dwóch realizowanych strategicznych projektów będzie miał miejsce w 2026 roku. W porównaniu do poprzedniego raportu analitycznego z 2025-03-27 pozostawiamy średnioterminową ścieżkę wynikową dla segmentu F2P jak i HOPA (wprowadzone korekty są symboliczne).

Artifex opublikował już wstępne przychody (oraz koszty akwizycji graczy) za styczeń, luty i marzec 2025 roku. Na podstawie szacunkowych danych spodziewamy się zatem, że w Q1 2025 łączne przychody spółki wyniosą blisko 26,7 mln PLN (-3,1% r/r). W segmencie F2P zakładamy wzrost przychodów o 0,5% r/r, a w segmencie HOPA spadek o 39% r/r. Na poziomie EBIT zakładamy spadek wyniku o 8,2% r/r (z 8,2 mln PLN do 7,5 mln PLN). W ujęciu LTM EBIT po Q1 2025, wg nas, może wynieść 28,9 mln PLN (+3% r/r). W Q1 2025 w segmencie F2P zakładamy płaski EBIT w ujęciu r/r (-0,4% r/r), z kolei w HOPA liczymy się z erozją rzędu 30% r/r.

W naszym scenariuszu bazowym zakładamy, iż kolejne kwartały 2025 roku będą wskazywały na odczyt EBIT w ujęciu LTM cechujący się lekką tendencją spadkową, erozją w 2026 roku i powrót na ścieżkę wzrostu w 2027 roku. Nasza bieżąca prognoza zakłada, że w 2025 roku EBIT spółki spadnie o 3,2% r/r do 28,6 mln PLN. W 2026 roku spodziewamy się erozji do 23,5 mln PLN (głównie efekt wyższych kosztów i wzrostu przychodów w H2 2026). Na lata 2027-2028 spodziewamy się, że EBIT wyniesie odpowiednio 31,8 mln PLN i 41,8 mln PLN (+35,3% i +31,6% r/r).

Przypominamy, że spółka zawiesiła program skupu akcji własnych. Zakładamy, że pierwszy strumień dywidend lub wznowienie skupu akcji własnych nastąpi w 2027 roku (będzie to już okres, w którym będzie można ocenić potencjał nowych projektów strategicznych).

Wycena końcowa [PLN]	16,55
Wycena DCF [PLN]	16,78
Wycena mnożnikowa [PLN]	16,31
Potencjał do wzrostu / spadku	+7,4%

Cena rynkowa [PLN]	15,4
Kapitalizacja [PLN m]	184
Ilość akcji [m]	11,94

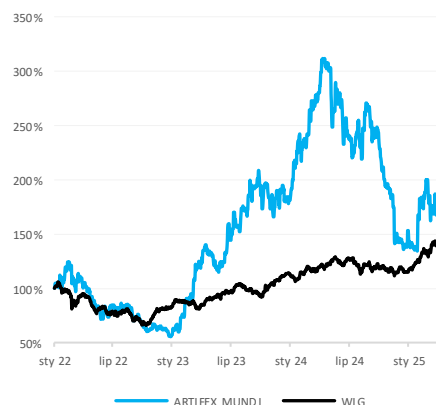
Stopa zwrotu [%]	(1)	(2)
3M stopa zwrotu	18,9	2,3
6M stopa zwrotu	-15,6	-40,0
YTD stopa zwrotu	5,8	-20,4
12M stopa zwrotu	-47,3	-66,3

(1) - absolutna stopa zwrotu
(2) - stopa zwrotu względem WIG

Akcjonariat (% kapitału):	
Porozumienie akcjonariuszy	21,8%
Warsaw Equity ASI	14,7%
Nationale-Nederlanden OFE	9,9%
G5 Entertainment AB	5,2%

Maciej Bobrowski
maciej.bobrowski@bdm.pl
Dom Maklerski BDM S.A.
ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Przychody [PLN m]	38,6	82,5	103,5	100,6	129,0	146,7
EBITDA skor. [PLN m]	15,7	29,5	36,0	35,7	34,7	44,5
EBIT [PLN m]	10,1	24,0	29,5	28,6	23,5	31,8
Wynik netto [PLN m]	14,7	24,9	27,4	28,7	22,2	29,7
P/BV	3,3	2,3	1,7	1,3	1,2	1,0
P/E	12,5	7,4	6,7	6,4	8,3	6,2
EV/EBITDA skor.	10,4	5,2	4,3	4,2	4,1	2,8
EV/EBIT	16,2	6,4	5,2	5,3	6,1	3,9
DPS [PLN]	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,56
Rentowność dywidendy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	3,6%



SPIS TREŚCI

WYCENA I PODSUMOWANIE	2
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA	4
WYCENA DCF	5
WYCENA MNOŻNIKOWA	7
WYNIKI ZA Q4 2024	8
PROGNOZA NA Q1 2025	9
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY	11

WYCENA I PODSUMOWANIE

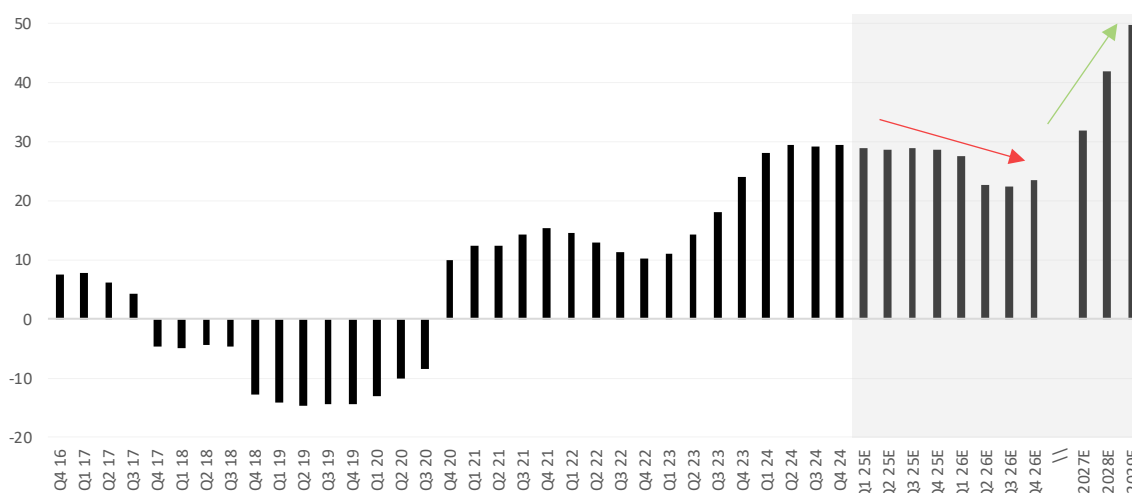
Od publikacji naszego ostatniego raportu analitycznego Redukuj kurs spółki spadł z poziomu 17,9 PLN do 15,4 PLN. Uwzględniając obecny kurs rynkowy w bieżącej aktualizacji zmieniamy zalecenie z Redukuj na Trzymaj i ustalamy cenę docelową na poziomie 16,55 PLN (poprzednio było 16,37 PLN). Aktualnie spółka jest handlowana w oparciu o nasze założenia na mnożniku EV/EBIT w okolicy 5,3x na rok 2025 i 6,1x na rok 2026.

Bieżący 2025 rok jest okresem przybliżającym inwestorów do kluczowego momentu sprawdzam, który dla dwóch realizowanych strategicznych projektów będzie miał miejsce w 2026 roku. W porównaniu do poprzedniego raportu analitycznego z 2025-03-27 pozostawiamy średnioterminową ścieżkę wynikową dla segmentu F2P jak i HOPA (korekty są symboliczne).

Ostatnie miesiące wskazują, że dalsze skalowanie Unsolved jest już istotnie trudniejsze niż w poprzednich okresach. Dlatego, w 2025 roku nie spodziewamy się aby spółka chciała trwale zwiększać skalę kampanii akwizycyjnych graczy. Spółka w prezentacji inwestorskiej za 2024 rok wskazała, że w 2025 roku chce dodawać do Unsolved średnio 2 nowe przygody kwartalnie. Zwracamy też uwagę, że w prezentacji inwestorskiej za 2024 rok zawarto cel (ambicję) spółki na bieżący 2025 rok sugerujący osiągnięcie średniomiesięcznej 4 mln PLN pierwszej marży na Unsolved. Przypominamy, że w 2024 roku było to ok 3,6 mln PLN. W Q1 2025 szacujemy, że mogło to być blisko 3,7 mln PLN. W naszym modelu na cały 2025 rok przyjmujemy średniomiesięczny poziom pierwszej marży na Unsolved powyżej 3,8 mln PLN.

W scenariuszu bazowym zakładamy, iż kolejne kwartały 2025 roku będą wskazywały na odczyt EBIT w ujęciu LTM cechujący się lekką tendencją spadkową, erozję w 2026 roku i powrót na ścieżkę wzrostu w 2027 roku. Nasza bieżąca prognoza zakłada, że w 2025 roku EBIT spółki spadnie o 3,2% r/r do 28,6 mln PLN. W 2026 roku spodziewamy się erozji do 23,5 mln PLN (głównie efekt wyższych kosztów i wzrostu przychodów w H2 2026). Na lata 2027-2028 spodziewamy się, że EBIT wyniesie odpowiednio 31,8 mln PLN i 41,8 mln PLN (+35,3% i +31,6% r/r).

Historyczne odczyty EBIT LTM oraz nasza symulacja na kolejne okresy [PLN m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Przypominamy, że spółka zawiesiła program skupu akcji własnych. Zakładamy, że pierwszy strumień dywidend lub wznowienie skupu akcji własnych nastąpi w 2027 roku (będzie to już okres, w którym będzie można ocenić potencjał nowych projektów strategicznych).

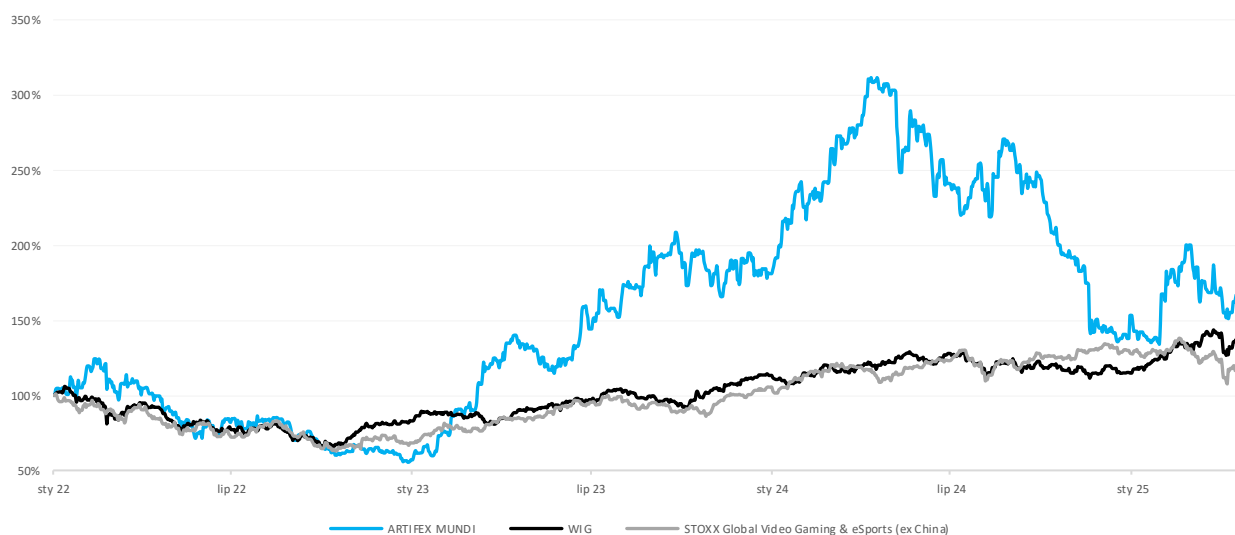
Wycenę sporządziliśmy w oparciu o model DCF oraz o analizę mnożnikową. Za pomocą metody DCF otrzymaliśmy wartość 16,78 PLN/akcję. Z kolei analiza mnożnikowa bazująca na EV/EBITDA na lata 2025-2026 wskazuje na cenę 16,31 PLN/akcję. Końcowa wycena jest średnią arytmetyczną z zastosowanych dwóch metod.

Podsumowanie wyceny ARTIFEX MUNDI

A	Wycena DCF [PLN/akcję]	16,78
B	Wycena mnożnikowa [PLN/akcję]	16,31
C = (A*50%+B*50%)	Wycena końcowa [PLN/akcję]	16,55

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

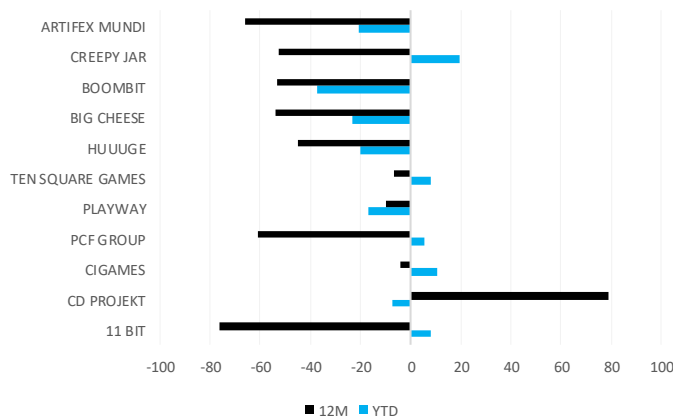
Kurs Artifex Mundi na tle indeksu WIG oraz STOXX Global Video Gaming & eSports (ex China)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Względne stopy zwrotu wybranych podmiotów do indeksu WIG w ujęciu 3, 6, YTD i 12 miesięcy [pkt %]

	3M	6M	YTD	12M
11 BIT	8,9	-37,9	8,4	-76,3
CD PROJEKT	-4,2	17,2	-7,1	78,8
CIGAMES	-11,0	-10,1	10,9	-3,9
PCF	6,5	-33,8	5,6	-61,1
PLAYWAY	-18,8	-15,0	-17,1	-9,6
TSG	5,0	-8,5	8,3	-6,3
HUUUGE	-18,7	-14,5	-19,9	-44,7
BIG CHEESE	-12,9	-29,7	-23,4	-53,7
BOOMBIT	-28,5	-51,5	-37,1	-53,3
CREEPY JAR	-1,2	-21,0	19,4	-52,7
ARTIFEX MUNDI	2,3	-40,0	-20,4	-66,3



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

- **Ryzyko związane z nową polityką prywatności Google**

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

- **Ryzyko związane z możliwymi opóźnieniami w produkcji gier**

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

- **Ryzyko związane z otoczeniem konkurencyjnym**

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

- **Ryzyko zróżnicowanego i nieprzewidzianego popytu na poszczególne produkty**

Popyt na oferowane przez spółkę gry i usługi ma zasadniczy wpływ na jej wyniki finansowe. Wysokość wpływów ze sprzedaży gier, a co za tym idzie możliwość pokrycia poniesionych wydatków przy procesie ich produkcji jest bezpośrednio związana z sukcesem rynkowym określonego produktu, którego skalę można mierzyć przychodami ze sprzedaży i wielkością popytu na oferowane produkty. Deweloper nie jest w stanie, aż do chwili zaprezentowania nowego produktu, przewidzieć reakcji klientów, ani poziomu przychodów ze sprzedaży. Istnieje ryzyko, iż spółka może nie wypracować zysku, a nawet nie odzyskać wszystkich poniesionych kosztów i nakładów związanych z wyprodukowaniem i wydaniem gry na rynek.

- **Ryzyko zmienności kursów walutowych**

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

- **Ryzyko nowej polityki opłat Unity**

Spółka w produkcji nowej gry RPG wykorzystuje silnik Unity. Dlatego, potencjalna zmiana cennika opłat Unity może negatywnie wpłynąć na jej wyniki finansowe w przyszłości.

WYCENA DCF

Wyceny metodą DCF dokonaliśmy na podstawie 10 letniej prognozy free cash flow (FCFF). Koszt kapitału własnego w naszym modelu opiera się na zmodyfikowanym modelu CAPM. Stopa wolna od ryzyka przyjęta w modelu wynosi 5,3% (poprzednio 5,8%). Beta odlewarowana została w wycenie ustalona na poziomie 1,2 (poprzednio 1,2) i następnie w poszczególnych okresach prognozy stosujemy betę lewarowaną w oparciu o symulację naszego modelu. Premię za ryzyko rynkowe ustaliliśmy na poziomie 6,5%. Finalny koszt kapitału własnego uwzględnia dodatkową premię w wysokości 3,0% wymaganą przez nas w inwestycję w podmiot o niższej kapitalizacji i ograniczonej płynności jakim jest Artifex Mundi.

Ulga podatkowa IP BOX, nastawiona na wsparcie przedsiębiorstw zajmujących się software developmentem (w tym tworzeniem gier), umożliwia zastosowanie zmodyfikowanej stawki podatku dochodowego. W prognozach wykorzystujemy efektywną stopę podatkową uwzględniając IP BOX na poziomie 9,5%. W okresie rezydualnym zakładamy stopę podatkową w wysokości 19%.

Po okresie szczegółowej prognozy w okresie rezydualnym przyjęliśmy założenie o wzroście przepływów na poziomie 2,5% (poprzednio było również +2,5%) i w obliczeniach zastosowaliśmy WACC równy 15,8%.

W wycenie uwzględniamy dług netto na koniec 2024 roku.

Do obliczeń przyjęliśmy 12,9 mln akcji (aktualna ilość skorygowana o akcje własne oraz o program motywacyjny).

Finalnie metoda DCF sugeruje wartość kapitału na 16,78 PLN/akcję. Wycena została sporządzona na dzień 2025-05-01.

Wrażliwość wyceny na przyjęte parametry w okresie rezydualnym (po okresie szczegółowej prognozy)

		wzrost FCFF w okresie rezydualnym						
		-0,50%	0,50%	1,50%	2,50%	3,50%	4,50%	5,50%
	11,3%	17,5	18,0	18,7	19,5	20,5	21,8	23,6
	12,8%	16,8	17,2	17,7	18,3	19,1	20,0	21,1
	14,3%	16,2	16,6	17,0	17,5	18,0	18,7	19,5
WACC	15,8%	15,8	16,1	16,4	16,78	17,2	17,7	18,3
	17,3%	15,4	15,7	15,9	16,2	16,6	17,0	17,5
	18,8%	15,1	15,3	15,6	15,8	16,1	16,4	16,8
	20,3%	14,9	15,0	15,2	15,4	15,7	15,9	16,2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Model DCF

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
Przychody ze sprzedaży [PLN m]	100,6	129,0	146,7	163,4	175,1	183,5	191,5	199,1	206,3	213,0
NOPAT [PLN m]	25,9	21,3	28,8	37,9	45,0	46,4	47,6	48,6	49,3	49,8
Amortyzacja [PLN m]	7,1	11,2	12,7	13,8	15,0	16,5	18,2	19,9	21,7	23,5
Zmiana KO (bez inwestycji w gry) [PLN m]	-0,2	-0,5	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1
CAPEX (razem z wydatkami na gry) [PLN m]	-33,2	-23,4	-18,6	-21,2	-23,6	-25,2	-26,4	-27,6	-28,6	-29,6
FCFF [PLN m]	-0,4	8,5	22,5	30,1	36,3	37,6	39,2	40,7	42,2	43,5
Suma PV FCFF [PLN m]	119,7									
Zdyskontowana wart. rezydualna [PLN m]	68,9									
Wartość firmy EV [PLN m]	188,6									
Dług netto [PLN m]	-29,7									
Inne korekty [PLN m]	0,0									
Wartość kapitału [PLN m]	218									
Ilość akcji [m]	13,0									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	16,78									

wzrost / spadek FCFF w okresie rezydualnym: +2,5%

WACC w okresie rezydualnym: 15,8%

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
NOPAT r/r	-4,1%	-17,8%	35,3%	31,6%	18,9%	3,2%	2,6%	2,0%	1,5%	1,0%
Marża NOPAT	26%	16%	20%	23%	26%	25%	25%	24%	24%	23%
CAPEX / Przychody	33%	18%	13%	13%	13%	14%	14%	14%	14%	14%
D / E	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
E / (E+D)	97%	97%	97%	97%	97%	97%	97%	97%	97%	97%
D / (E+D)	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
Stopa wolna od ryzyka	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
Beta nielewarowana	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Beta lewarowana	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Kosz kapitału własnego	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%
Kosz długu po opodatkowaniu	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%
WACC	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA MNOŻNIKOWA

Wycenę metodą wskaźnikową oparliśmy o mnożnik EV/EBITDA. Ustaliliśmy docelowy akceptowalny poziom EV/EBITDA na lata 2025-2026 w wysokości 5x (poprzednio stosowaliśmy średni poziom oparty o grupę porównawczą) i na tej podstawie szacujemy wycenę spółki na poziomie 16,31 PLN/akcję.

Wycena mnożnikowa ARTIFEX (w oparciu o docelowy pułap EV/EBITDA)

	Analiza wrażliwości; średnia EV/EBITDA na 2025-2026						
	4,0	4,5	4,8	5,0	5,3	5,5	6,0
Sugerowana wycena [PLN/akcję]	13,6	15,0	15,6	16,31	17,0	17,7	19,0

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Poniżej przedstawiamy wskaźniki wybranych firm z branży gier notowanych na GPW oraz na rynkach zagranicznych.

Mnożniki rynkowe wybranych podmiotów z obszaru gry

	EV/EBITDA	
	2025E	2026E
11 BIT	3,8	6,9
CD PROJEKT	58,5	48,6
PLAYWAY	9,0	8,3
TEN SQUARE GAMES	5,3	6,2
HUUUGE	2,3	2,6
CREEPY JAR	6,0	5,4
PLAYTIKA	5,3	4,9
G5 ENTERTAINMENT	3,2	3,1
TENCENT	15,0	13,5
NETMARBLE	12,4	11,6
LIGHT & WONDER	7,7	7,1
STILLFRONT	2,8	2,7
NEXON	10,3	9,3

Mediana mnożnika EV/EBITDA na lata 2025/2026 dla wybranych podmiotów (z wyłączeniem CD Projekt) wyniosła 5,9x i 6,3x.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI ZA Q4 2024

Raport za Q4 2024 wskazał na wygaszenie dynamik wzrostu przychodów w segmencie F2P. Zaprezentowana dynamika przychodów w ujęciu r/r wyniosła +12,1% (w poprzednich kwartałach było to odpowiednio: Q1 2024 +95% r/r, Q2 2024 +32,6% r/r, Q3 2024 +15,1% r/r). Erozja wpływów z HOPA była podobna jak w Q3 2024 (-27,2% r/r).

W strukturze kosztów zauważamy dalszy wzrost wartości tantiem w F2P (w relacji do przychodów <7,2%). Jednocześnie w Q4 2024 spółka wykazała niższe koszty ogólnego zarządu (-6,5% y/y oraz -5,4% q/q; ta pozycja ujemnie wpływa na koszty programu motywacyjnego).

Ogółem EBIT spółki w Q4 2024 wzrósł o 4% r/r. Zauważamy symboliczny wzrost w segmencie F2P o 0,6% r/r, z kolei w segmencie HOPA wynik był wyższy o 4,1% r/r. Na poziomie wyniku netto w Q4 2024 spółka wykazała zysk w kwocie 5,5 mln PLN (-48,1% r/r). W skali całego 2024 roku wynik netto wzrósł o 10% r/r do 27,4 mln PLN (dynamika skutkiem negatywnego wpływu kursów walut).

W Q4 2024 szacowane nakłady inwestycyjne na gry w segmencie F2P wyniosły 7,9 mln PLN (podobnie jak w Q3 2024). Na koniec grudnia 2024 roku aktywowane koszty gier w F2P wyniosły 73,3 mln PLN (na koniec 2023 roku było to 49,97 mln PLN). Bilansowe ujęcie na Unsolved wskazuje na wzrost r/r z poziomu 10,3 mln PLN do 19,5 mln PLN. Na pozycji nowa gra RPG nastąpił wzrost z 18,9 mln PLN do 35,8 mln PLN (dodatkowo na bilansie w segmencie F2P znajduje się pozycja projekty badawczo-rozwojowe o wartości 17 mln PLN).

Na koniec 2024 roku spółka posiadała ok 7,4 mln PLN środków pieniężnych oraz krótkoterminowe i długoterminowe inwestycje w obligacje korporacyjne o wartości blisko 26,6 mln PLN.

Wyniki Artifex Mundi za Q4 2024 [PLN m]

	Q4 23	Q4 24	y/y	2023	2024	y/y
Przychody	23,3	25,2	8,0%	82,5	103,5	25,5%
F2P	20,9	23,4	12,1%	72,1	95,6	32,6%
HOPA	2,4	1,7	-27,2%	10,1	7,7	-23,6%
Koszty własny sprzedaży	3,6	3,2	-10,7%	10,5	12,3	17,2%
Wynik brutto ze sprzedaży	19,8	22,0	11,3%	72,0	91,2	26,7%
Koszty sprzedaży	9,7	11,8	21,5%	41,4	52,7	27,3%
Koszty ogólnego zarządu	2,4	2,2	-6,5%	6,6	8,9	34,5%
Saldo pozostałe	0,0	0,0	37,7%	0,0	-0,1	
EBITDA skor.	9,1	9,8	6,9%	29,5	36,1	22,4%
EBIT	7,7	8,0	4,0%	24,0	29,5	23,1%
F2P	8,7	8,8	0,6%	23,2	32,7	40,6%
HOPA	1,4	1,4	4,1%	7,1	5,6	-21,4%
Inne	-2,3	-2,1		-6,3	-8,7	
Saldo finansowe	3,6	-2,1		3,5	0,4	-87,9%
EBT	11,3	5,9	-47,7%	27,4	30,0	9,2%
Podatek dochodowy	0,7	0,4	-41,9%	2,5	2,6	1,3%
Wynik netto	10,6	5,5	-48,1%	24,9	27,4	10,0%

EBITDA skorygowana obliczana przez BDM może różnić się od odczytów jakie podaje spółka.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

PROGNOZA NA Q1 2025

Artifex opublikował już wstępne przychody (oraz koszty akwizycji graczy) za styczeń, luty i marzec 2025 roku.

Na podstawie szacunkowych danych spodziewamy się zatem, że w Q1 2025 łączne przychody spółki wyniosą blisko 26,7 mln PLN (-3,1% r/r). W segmencie F2P zakładamy wzrost przychodów o 0,5% r/r, a w segmencie HOPA spadek o 39% r/r.

Na poziomie EBIT zakładamy spadek wyniku o 8,2% r/r (z 8,2 mln PLN do 7,5 mln PLN). W ujęciu LTM EBIT po Q1 2025, wg nas, może wynieść 28,9 mln PLN (+3% r/r). W segmencie F2P zakładamy płaski EBIT w ujęciu r/r (-0,4% r/r), z kolei w HOPA liczymy się z erozją rzędu 30% r/r.

Na saldzie finansowym w Q1 2025 zakładamy dodatni odczyt w okolicy 1,9 mln PLN (w Q1 2024 na tym poziomie rachunku wyników saldo wyniosło blisko zera). Zatem finalnie, na poziomie zysku netto spodziewamy się 8,7 mln PLN (+17,6% r/r). W ujęciu LTM po Q1 2025 zysk netto może wynieść 28,7 mln PLN (+1,3% r/r).

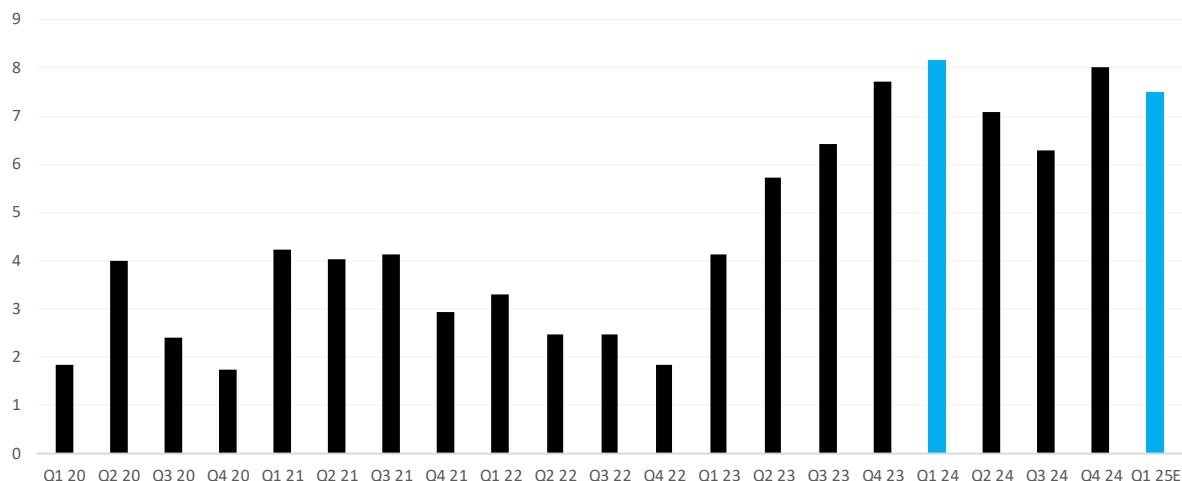
Prognoza na Q1 2025 [PLN m]

	Q1 24	Q1 25E	y/y	Q1 24 LTM	Q1 25E LTM	y/y
Przychody	27,5	26,7	-3,1%	94,1	102,7	9,1%
F2P	25,0	25,1	0,5%	84,3	95,8	13,6%
HOPA	2,5	1,5	-39,0%	9,5	6,7	-29,4%
Koszt własny sprzedaży	3,2	3,2	-0,3%	11,5	12,3	7,1%
Wynik brutto ze sprzedaży	24,3	23,5	-3,5%	82,6	90,3	9,4%
Koszty sprzedaży	14,2	13,9	-1,9%	47,5	52,5	10,5%
Koszty ogólnego zarządu	1,9	2,0	2,4%	7,1	8,9	25,5%
Saldo pozostałe	0,0	-0,1		0,0	-0,1	
EBITDA adj.	9,7	9,1	-5,9%	33,7	35,4	5,1%
EBIT	8,2	7,5	-8,2%	28,0	28,9	3,0%
F2P	8,3	8,3	-0,4%	28,4	32,7	15,1%
HOPA	1,7	1,2	-30,2%	6,5	5,1	-22,7%
Inne	-1,9	-2,0		-6,9	-8,8	
Saldo finansowe	0,0	1,9		3,1	2,3	-25,4%
EBT	8,2	9,3	14,6%	31,1	31,1	0,2%
Podatek dochodowy	0,7	0,6	-14,9%	2,7	2,4	-11,2%
Wynik netto	7,4	8,7	17,6%	28,3	28,7	1,3%

EBITDA skorygowana obliczana przez BDM może różnić się od odczytów jakie podaje spółka.

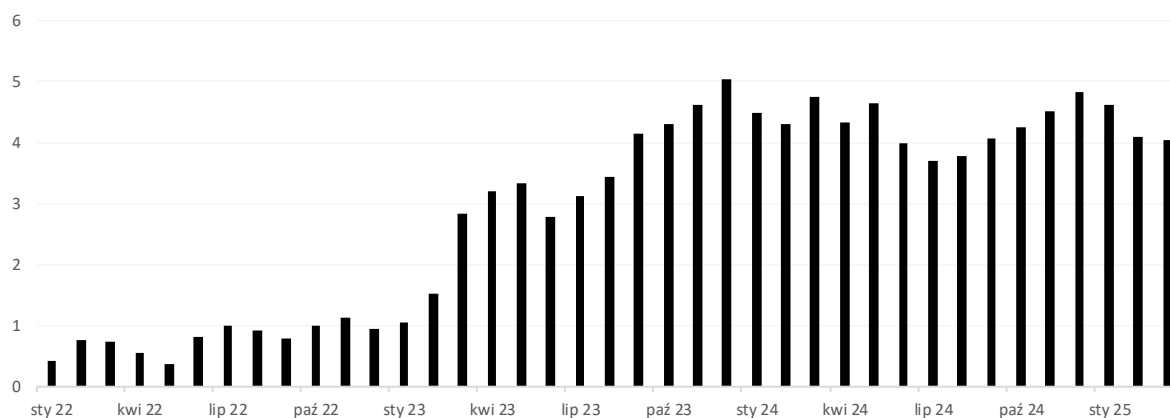
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczne odczyty EBIT oraz nasze założenia na Q1 2025 [PLN m]



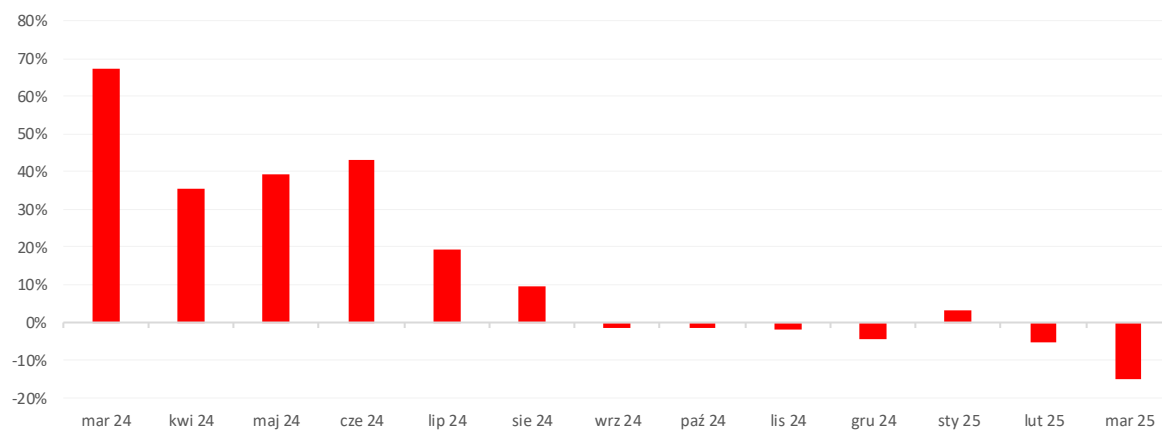
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczne miesięczne odczyty: przychody minus UA [PLN m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historyczne miesięczne odczyty: przychody minus UA y/y



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

Bieżący 2025 rok jest okresem przybliżającym inwestorów do kluczowego momentu sprawdzam, który dla dwóch realizowanych projektów strategicznych będzie miał miejsce w 2026 roku.

Ostatnie miesiące wskazują, że dalsze skalowanie Unsolved jest już istotnie trudniejsze niż w poprzednich okresach. Dlatego, w 2025 roku nie spodziewamy się aby spółka chciała trwale zwiększać skalę kampanii akwizycyjnych graczy. Spółka w prezentacji inwestorskiej za 2024 rok wskazała, że w 2025 roku chce dodawać do Unsolved średnio 2 nowe przygody kwartalnie. Zwracamy też uwagę, że w prezentacji inwestorskiej za 2024 rok zawarto cel (ambicję) spółki na bieżący 2025 rok sugerujący osiągnięcie średniomiesięczny 4 mln PLN pierwszej marży na Unsolved. Przypominamy, że w 2024 roku było to blisko 3,6 mln PLN. W Q1 2025 szacujemy, że mogło to być blisko 3,7 mln PLN. W naszym modelu na cały 2025 rok przyjmujemy średniomiesięczny poziom pierwszej marży na Unsolved powyżej 3,8 mln PLN.

Od kilku kwartałów Artifex pracuje nad modyfikacją Unsolved. Spodziewamy się, że prace nad rozwojem silnika gry, mające na celu rozbudowę Unsolved o metagrę (warstwę dodającą zaangażowanym graczom dodatkowe mechaniki rozgrywki) będą trwały przez cały 2025 rok i część 2026 roku. W naszym modelu zakładamy, że implementacja metagry nastąpi na przełomie Q2/Q3 2026. W scenariuszu bazowym zakładamy, że w H2 2026 będzie widać pierwsze materialne i pozytywne efekty komercjalizacji już zmodyfikowanej wersji Unsolved.

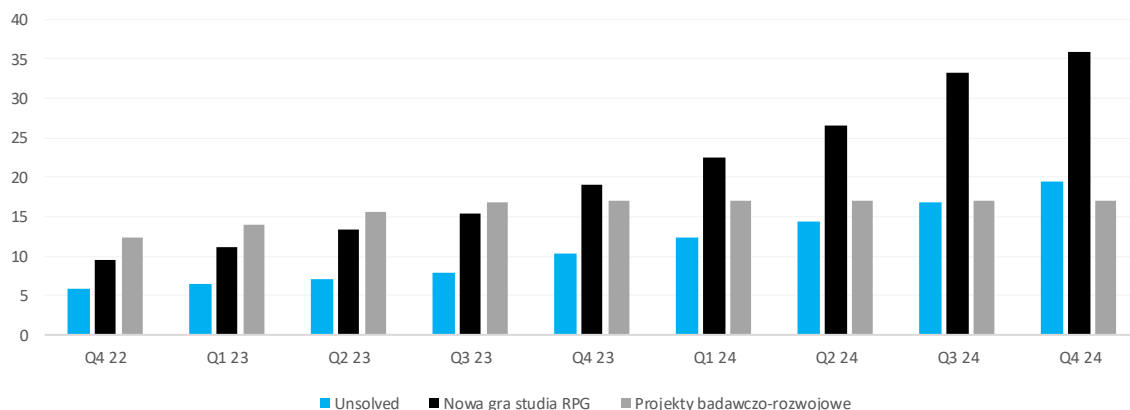
Jak podkreśla Prezes spółki w liście do akcjonariuszy (zamieszczonym w raporcie za 2024 rok), metagra może docelowo „zwiększyć potencjał komercyjny” Unsolved. Prezes spółki zwraca uwagę, że „...dla nabrania właściwego tempa prac nad Unsolved konieczne było spłacenie długu technologicznego oraz istotne wzmocnienie zespołu zaangażowanego w rozwój tytułu”.

Drugim strategicznym projektem przygotowywanym do komercjalizacji jest rozwijana przez studio RPG Artifex Mundi nowa gra z aspiracją do miana mobilnej gry klasy AAA. Aktualny kalendarz zakłada, że na przełomie 2025/2026 tytuł zostanie zaprezentowany szerszej publiczności i w połowie 2026 roku gra ma być poddana ostatecznym testom (pozytywny wynik powinien dać zielone światło dla soft-launchu w H2 2026). W naszym modelu staramy się uwzględnić oficjalny kalendarz jaki przedstawia spółka.

Przytaczamy również ocenę prezesa spółki, który wskazał: „...opinie graczy utwierdziły nas w przekonaniu, że trafnie zidentyfikowaliśmy potencjalną niszę w tym komercyjnie atrakcyjnym gatunku gier, a nasz pomysł na grę ma zadatki na bestseller. Mając to na uwadze zdecydowaliśmy się na obranie agresywniejszego kierunku rozwoju tytułu. Chcemy, by nasza gra już w momencie soft-launchu posiadała komplet docelowych kluczowych trybów i funkcjonalności.”

Spółka w ostatnich kwartałach zintensyfikowała wydatki na projekty strategiczne. Dotyczy to zarówno Unsolved (prace nad metagrą) oraz projekt nowej gry RPG. Na koniec grudnia 2024 roku aktywowane koszty gier w F2P wyniosły 73,3 mln PLN (na koniec 2023 roku było to 49,97 mln PLN). Bilansowe ujęcie na Unsolved wskazuje na wzrost r/r z poziomu 10,3 mln PLN do 19,5 mln PLN. Na pozycji nowa gra RPG nastąpił wzrost z 18,9 mln PLN do 35,8 mln PLN (dodatkowo na bilansie w segmencie F2P znajduje się pozycja projekty badawczo-rozwojowe o wartości 17 mln PLN). Spodziewamy się, że w 2025 roku inwestycje w nowe gry przekroczą 31,5 mln PLN. W całym 2026 roku zakładamy inwestycje na poziomie blisko 22 mln PLN.

Aktywowane koszty gier przypisane do segmentu F2P: Unsolved, nowa gra RPG, projekty badawczo-rozwojowe [PLN m]

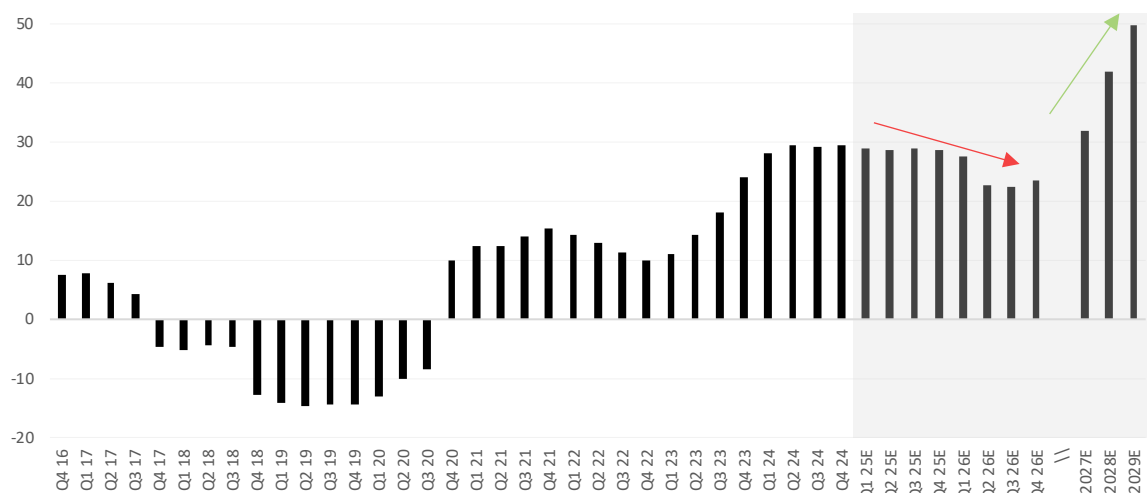


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Naszym zdaniem inwestorzy powinni przygotować się, iż przynajmniej przez kilka kolejnych kwartałów spółka nie będzie już raportowała dwucyfrowych dynamik wzrostu przychodów (w poszczególnych kwartałach 2025 roku nie wykluczamy nawet niewielkiej erozji w relacji r/r). Tak jak poprzednio, nasz model uwzględni powrót do odczuwalnie dodatnich dynamik wzrostu przychodów w H2 2026 (w Q3 2026 i Q4 2026 liczymy już na dynamikę wzrostu przychodów rzędu +40% r/r).

Przy uwzględnieniu dalszej erozji wpływów z HOPA, w naszym scenariuszu bazowym zakładamy, iż kolejne kwartały 2025 roku będą wskazywały na odczyt EBIT w ujęciu LTM cechujący się lekką tendencją spadkową, erozję w 2026 roku i powrót na ścieżkę wzrostu w 2027 roku. Nasza bieżąca prognoza zakłada, że w 2025 roku EBIT spółki spadnie o 3,2% r/r do 28,6 mln PLN. W 2026 roku spodziewamy się erozji do 23,5 mln PLN (głównie efekt wyższych kosztów i wzrostu przychodów w H2 2026). Na lata 2027-2028 spodziewamy się, że EBIT wyniesie odpowiednio 31,8 mln PLN i 41,8 mln PLN (+35,3% i +31,6% r/r).

Historyczne odczyty EBIT LTM oraz nasza symulacja na kolejne okresy [PLN m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W porównaniu do poprzedniego raportu analitycznego z 2025-03-27 pozostawiamy średnioterminową ścieżkę wynikową dla segmentu F2P jak i HOPA (korekty są symboliczne). Przypominamy, że po roku 2026 wyniki będą pod dużym wpływem efektów komercjalizacji nowej gry RPG oraz zmodyfikowanej wersji Unsolved.

Zmiana w założeniach względem poprzedniego raportu analitycznego z 2025-03-27 [PLN m]

	jest	jest	jest	było	było	było	zmiana %	zmiana %	zmiana %
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
Przychody	100,6	129,0	146,7	101,0	129,4	147,3	-0,4%	-0,3%	-0,4%
F2P	95,6	125,7	144,5	96,1	126,2	145,1	-0,5%	-0,4%	-0,4%
HOPA	4,8	3,1	2,0	4,7	3,1	2	2,5%	1,0%	1,7%
Koszt własny sprzedaży	13,3	18,0	20,9	12,8	18,7	21,6	4,2%	-3,7%	-3,4%
Wynik brutto ze sprzedaży	87,3	111,0	125,9	88,2	110,8	125,6	-1,0%	0,2%	0,2%
Koszty sprzedaży	49,7	78,0	84,3	50,4	77,6	83,8	-1,3%	0,5%	0,6%
Koszty ogólnego zarządu	8,7	9,3	9,6	9,1	9,6	10	-4,1%	-3,6%	-4,2%
EBITDA adj.	35,7	34,7	44,5	36,3	35,1	45	-1,6%	-1,2%	-1,0%
EBIT	28,6	23,5	31,8	28,5	23,2	31,6	0,4%	1,3%	0,6%
F2P	33,6	30,3	39,8	33,9	30,5	40	-1,0%	-0,5%	-0,5%
HOPA	3,8	2,5	1,6	3,7	2,4	1,6	3,3%	3,2%	1,0%
Wynik netto	28,7	22,2	29,7	28,3	22,9	30,5	1,5%	-3,1%	-2,6%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wybrane dane historyczne i założenia modelu Artifex Mundi

Rachunek wyników [PLN m]	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Przychody	38,6	82,5	103,5	100,6	129,0	146,7	163,4	175,1
F2P	25,1	72,1	95,6	95,6	125,7	144,5	161,9	174,0
HOPA	13,0	10,1	7,7	4,8	3,1	2,0	1,3	0,9
Koszty własny sprzedaży	9,1	10,5	12,3	13,3	18,0	20,9	23,1	25,2
Wynik brutto ze sprzedaży	29,4	72,0	91,2	87,3	111,0	125,9	140,3	149,8
Koszty sprzedaży	13,0	41,4	52,7	49,7	78,0	84,3	88,3	89,6
Koszty ogólnego zarządu	6,5	6,6	8,9	8,7	9,3	9,6	9,9	10,3
Saldo pozostałe	0,2	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
EBITDA adj.	15,7	29,5	36,0	35,7	34,7	44,5	55,6	64,8
EBIT	10,1	24,0	29,5	28,6	23,5	31,8	41,8	49,7
F2P	6,6	23,2	32,7	33,6	30,3	39,8	50,7	59,4
HOPA	9,5	7,1	5,6	3,8	2,5	1,6	1,0	0,7
Inne	-6,0	-6,3	-8,7	-8,8	-9,3	-9,6	-10,0	-10,3
Saldo finansowe	5,1	3,5	0,4	2,6	0,9	0,9	0,9	0,9
EBT	15,2	27,4	30,0	31,2	24,4	32,7	42,8	50,7
Podatek dochodowy	0,5	2,5	2,6	2,5	2,2	3,0	4,0	4,7
Wynik netto	14,7	24,9	27,4	28,7	22,2	29,7	38,8	45,9
Bilans [PLN m]	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Aktywa trwałe	5,6	9,4	15,6	15,7	15,7	15,8	15,8	15,8
RZAT + WNIIP	2,1	2,0	8,7	8,8	8,8	8,8	8,9	8,9
Aktywa finansowe	0,0	4,7	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4
Należności	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Inne	3,4	2,4	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Aktywa obrotowe	59,4	89,5	117,9	147,5	173,5	198,9	228,1	256,2
Aktywowane koszty gier	32,4	49,2	73,4	99,5	111,7	117,6	124,9	133,4
Należności z tytułu dostaw i usług	5,5	13,8	14,7	15,7	20,1	22,9	25,5	27,3
Aktywa finansowe	18,1	20,1	22,4	22,4	22,4	22,4	22,4	22,4
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	3,2	6,4	7,4	9,9	19,2	36,1	55,2	73,0
Inne	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktywa razem	65,0	98,9	133,6	163,1	189,2	214,7	243,9	272,0
Kapitał własny	55,2	80,7	107,9	136,6	158,8	181,8	208,8	235,3
Zobowiązania długoterminowe	1,1	1,2	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0
Zobowiązania z tyt. leasingu	0,5	0,0	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9
Inne zobowiązania dl. Term.	0,6	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Zobowiązania krótkoterminowe	8,7	17,0	19,6	20,5	24,4	26,8	29,1	30,7
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	5,9	11,9	12,9	13,8	17,7	20,1	22,4	24,0
Zobowiązania z tytułu leasingu	0,8	0,8	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Inne zobowiązania kr. term.	2,1	4,3	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1
Kapitał własny i zobowiązania	65,0	98,9	133,6	163,1	189,2	214,7	243,9	272,0
CF [PLN m]	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
CF Operacyjny	5,6	7,5	9,1	4,0	11,0	25,1	32,7	38,9
CF Inwestycyjny	-16,0	-3,4	-6,0	-1,4	-1,4	-1,5	-1,5	-1,5
CF Finansowy	-0,9	-0,8	-2,1	-0,2	-0,2	-6,9	-12,1	-19,6
CF Razem	-11,3	3,3	1,0	2,5	9,4	16,8	19,2	17,8

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wybrane dane operacyjne oraz wskaźniki rynkowe

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Kurs [PLN]	15,4	15,4	15,4	15,4	15,4	15,4	15,4	15,4
Liczba akcji [m]	11,9	11,9	11,9	11,9	11,9	11,9	11,9	11,9
BVPS [PLN]	4,6	6,8	9,0	11,4	13,3	15,2	17,5	19,7
EPS [PLN]	1,2	2,1	2,3	2,4	1,9	2,5	3,2	3,8
P/E [x]	12,5	7,4	6,7	6,4	8,3	6,2	4,7	4,0
EV/Przychody [x]	4,2	1,9	1,5	1,5	1,1	0,9	0,7	0,5
EV/EBITDA [x]	10,4	5,2	4,3	4,2	4,1	2,8	1,9	1,4
EV/EBIT [x]	16,2	6,4	5,2	5,3	6,1	3,9	2,5	1,8
P/BV [x]	3,3	2,3	1,7	1,3	1,2	1,0	0,9	0,8
EV [PLN m]	164	153	154	152	142	126	106	89
Kapitalizacja [PLN m]	183	183	184	184	184	184	184	184
Dług netto [PLN m]	-19	-30	-30	-32	-42	-58	-77	-95
Dług netto/EBITDA [x]	-1,2	-1,0	-0,8	-0,9	-1,2	-1,3	-1,4	-1,5
Przychody r/r	-1,3%	114,0%	25,5%	-2,8%	28,2%	13,8%	11,3%	7,2%
adj. EBITDA r/r	-21,4%	87,4%	21,9%	-0,7%	-3,0%	28,5%	24,8%	16,5%
adj. EBITDA / Przychody	40,8%	35,8%	34,8%	35,5%	26,9%	30,3%	34,0%	37,0%
EBIT r/r	-34,2%	137,8%	23,1%	-3,2%	-17,8%	35,3%	31,6%	18,9%
EBIT / Przychody	26,2%	29,1%	28,5%	28,4%	18,2%	21,7%	25,6%	28,4%
Wynik netto / Przychody	38,1%	30,2%	26,5%	28,5%	17,2%	20,2%	23,7%	26,2%
Przychody/Aktywa [x]	0,59	0,83	0,78	0,62	0,68	0,68	0,67	0,64
Aktywa/Kapitał własny [x]	1,18	1,23	1,24	1,19	1,19	1,18	1,17	1,16
Zobowiązania krótkoterminowe/Przychody [x]	0,23	0,21	0,19	0,20	0,19	0,18	0,18	0,18
Zobowiązania długoterminowe/Przychody [x]	0,03	0,01	0,06	0,06	0,05	0,04	0,04	0,03
Zobowiązania/Pasywa [x]	0,15	0,18	0,19	0,16	0,16	0,15	0,14	0,13
Kapitał własny/Pasywa [x]	0,85	0,82	0,81	0,84	0,84	0,85	0,86	0,87
ROA	29%	38%	28%	22%	14%	16%	18%	19%
ROE	34%	45%	34%	27%	16%	19%	21%	22%
ROCE	39%	63%	51%	31%	19%	23%	29%	33%
DPS [PLN]	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,56	0,99	1,62
rentowność dywidendy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	3,6%	6,5%	10,5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:
Maciej Bobrowski

Dyrektor Wydziału
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 208 14 12
e-mail: maciej.bobrowski@bdm.pl

strategia, przemysł, media/rozrywka, TMT

Krzysztof Pado

Zastępca Dyrektora
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 208 14 32
e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl

oil&gas, budownictwo, materiały budowlane, deweloperzy

Anna Tobiasz

Młodszy analityk rynku akcji
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 208 14 35
e-mail: anna.tobiasz@bdm.pl

Andrzej Wodecki

Młodszy analityk rynku akcji
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 208 14 39
e-mail: andrzej.wodecki@bdm.pl

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:
Leszek Mackiewicz

Dyrektor Wydziału
tel. (022) 62-20-848
e-mail: leszek.mackiewicz@bdm.pl

Maciej Fink-Finowicki

tel. (022) 62-20-855
e-mail: maciej.fink-finowicki@bdm.pl

Tomasz Grzeszczyk

tel. (022) 62-20-854
e-mail: tomasz.grzeszczyk@bdm.pl

Piotr Komorowski

tel. (022) 62-20-851
e-mail: piotr.komorowski@bdm.pl

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	dzień publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
trzymaj	16,55	redukuj	16,37	2025-04-29	07:26	15,40	100 493
redukuj	16,37	akumuluj	26,4	2025-03-27	14:59	17,90	97 953
akumuluj	26,4	trzymaj	26,0	30.09.2024	08:15	23,4	84 947
trzymaj	26,0	kupuj	24,8	08.05.2024	08:20	26,5	86 484
kupuj	24,8	kupuj	22,8	01.12.2023	11:40	16,7	75 195
kupuj	22,8	kupuj	14,1	30.08.2023	08:50	17,6	68 795
kupuj	14,1	kupuj	18,0	13.03.2023	12:40	10,4	58 050
kupuj	18,0	kupuj	22,5	18.01.2022	07:00	9,94	72 250
kupuj	22,5	kupuj	13,9	16.04.2021	07:00	17,8	60 280
kupuj	13,9	kupuj	13,6	19.10.2021	07:00	9,00	48 210
kupuj	13,6	-	-	10.08.2021	07:00	9,12	51 732

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej
 EBITDA – wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację
 Dług netto – zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty
 WACC - średni ważony koszt kapitału
 CAGR - średnioroczny wzrost
 EPS - zysk netto na 1 akcję
 DPS - dywidenda na 1 akcję
 CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
 EV – suma kapitalizacji rynkowej i długu netto
 EV/S – stosunek EV do przychodów ze sprzedaży
 EV/EBITDA – stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację
 P/EBIT – stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej
 MC/S – stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży
 P/E – stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto
 P/BV – stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej
 P/CE - wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję
 ROE – stosunek zysku netto do kapitałów własnych
 ROA - stosunek zysku netto do aktywów
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów
 marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową (przynajmniej +15%);
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową (w przedziale +5 do +14,99%);
 Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej (w przedziale od -4,99% do +4,99%);
 Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej (zasięg spadku od 5% do 14,99%);
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej (sugerowana erozja wartości przekracza 15%).
 Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (np. na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka.
 Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).
 DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).
 Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w Q2 2025*:

	Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w Q2 2025*:		, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:	
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	2	50%	0	0%
Akumuluj	0	0%	0	0%
Trzymaj	2	50%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

* - w serwisie informacyjnym BDM na stronie: <https://www.bdm.pl/analizy-i-informacje/analizy/historia-rekomendacji> raportujemy szczegółowe zestawienie historycznych rekomendacji wydanych przez BDM w okresie nie krótszym niż ostatnie dwanaście miesięcy, zawierające m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposobu i daty przekazania wspomnianych materiałów analitycznych.

INFORMACJE ORAZ ZASTRZEŻENIA DOTYCZĄCE CHARAKTERU MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

Niniejszy raport (dalej również: opracowanie, dokument, analiza, materiał analityczny) został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Niniejszy raport stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Materiał analityczny został przygotowany przez Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM) w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>). BDM jest stroną „Umowy o świadczenie usług przygotowania raportów analitycznych” zawartej z Giełdą Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), na podstawie której świadczy usługę pokrycia analitycznego Emitenta przez okres obowiązywania umowy. Z tytułu usług świadczonych w ramach umowy BDM otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane przez BDM w ramach współpracy dostępne są pod adresem: <https://www.bdm.pl/program-wsparcia-pokrycia-analitycznego-gpw>

Dokument został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM. Od momentu publikacji majątkowe prawa autorskie do niniejszego raportu przysługują GPW. Raport może być publikowany i udostępniany przez GPW bez ograniczeń, poprzez wszelkie środki komunikacji masowej, według decyzji GPW.

Dokument został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

Data sporządzenia materiału: 2025-04-29.

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2025-04-29 (07:26 CET/CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2025-04-29.

Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a BDM nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w raporcie lub jakichkolwiek elementów raportu. Opracowanie nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Raport, ani żadna jego kopia, nie mogą być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji raportu na stronach internetowych Emitenta, BDM lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

Osoby, które otrzymają niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej analizy powinny zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego, aby uzyskać potrzebne i niezbędne wyjaśnienia dotyczące zawartości niniejszego opracowania.

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora. Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględniać, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególne instrumenty przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendacje okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą. Tym samym w opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu informacyjnego GPW lub innych serwisów (m.in. Bloomberg). Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wyczytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Sprawozdanie z wykazem rekomendacji o charakterze ogólnym opublikowanych w okresie nie krótszym niż ostatnie dwa miesiące” zawierającym m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposobu i daty przekazania wspomnianych materiałów analitycznych. Przedmiotowe sprawozdanie znajduje się w serwisie informacyjnym BDM: <https://www.bdm.pl/analizy-i-informacje/analizy/historia-rekomendacji>

DODATKOWE INFORMACJE, KTÓRE MOGĄ WPŁYWAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ SPORZĄDZONEGO MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

BDM aby zapobiec konfliktom interesów lub nimi zarządzić wyznaczył bariery organizacyjne wymagane z punktu widzenia prawnego i nadzorczego, których przestrzeganie jest monitorowane przez Wydział Compliance. Podstawowym dokumentem regulującym zarządzanie potencjalnym konfliktem interesu w BDM jest „Regulamin zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. BDM stosuje wypracowane mechanizmy aby konflikty interesów były zarządzane przez bariery prawne oraz administracyjne mające na celu ograniczenie przepływu informacji pomiędzy jednostkami organizacyjnymi / poszczególnymi osobami zatrudnionymi w BDM lub innymi osobami. W szczególności Wydział Analiz i Informacji jest oddzielony od Wydziału Bankowości Inwestycyjnej oraz od innych jednostek sprzedażowych BDM (m.in. Wydział Sprzedaży, Wydział Doradztwa).

Przyjęte rozwiązania organizacyjne w opinii BDM zapewniają, że przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu. Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analitik (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe. Jednocześnie Zarząd BDM ma prawo przyznać analitykowi wynagrodzenie premiowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac analitycznych (rozpoczęcia stałego monitoringu analitycznego przez analityka) są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz i Informacji.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”

Na dzień 2025-04-29:

- BDM oświadcza i zapewnia, że jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Emitent nie posiada pakietu udziałów przekraczającego 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM.
- BDM nie jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta.
- BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy nie był gwarantem lub współgwarantem jakiejkolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta,
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi,
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE (dalej dyrektywa 2014/65/UE).
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
- Występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane *
- Nie istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie otrzymywała lub nie kupowała akcji emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji oświadcza, że przestrzega regulacji wewnętrznych oraz podlega rozwiązaniom organizacyjnym, technicznym oraz barierom informacyjnym ustanowionym przez BDM, w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie była w jakiejkolwiek formie wynagradzana przez emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni, odnosi się rekomendacja oraz nie była bezpośrednio powiązana z ewentualnymi transakcjami dotyczącymi usług określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi

*BDM jest stroną „UMOWY O ŚWIADCZENIE USŁUG PRZYGOTOWANIA RAPORTÓW ANALITYCZNYCH” zawartej z GPW.

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zajść sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.