

Artifex Mundi

Segment F2P napędzi wyniki

Kupuj

(Inicjacja)

Cena docelowa: 21 PLN

Potencjał wzrostu: +47%

Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla spółki Artifex Mundi od ceny docelowej 21,0 PLN (+47% upside) i zalecenia inwestycyjnego KUPUJ. W naszej ocenie pozytywne zmiany, które zaszły w spółce na przestrzeni ostatnich kwartałów są nadal niezdyktowane pomimo, że kurs akcji YTD (>65%) jest zdecydowanie najmocniejszy spośród spółek z sektora gamingowego notowanych na Rynku Głównym.

Główne pozytywne zmiany, które pozwoliły poprawić wyniki spółki to: (1) maksymalizacja przychodów z portfolio gier HOPA, głównie dzięki premierom konsolowym; (2) wdrożenie i skalowanie mobilnej aplikacji scalającej gry HOPA - *Unsolved* (segment *Free-to-Play* - F2P); (3) zmniejszenie nakładów na mało rentowną grę *Bladebound*; (4) reorganizacja firmy i zmniejszenie średniego zatrudnienia w 2020 ro ok. 40%, co pozwoliło ograniczyć koszty.

Uważamy, że pozytywne momentum na spółce może się utrzymać w kolejnych miesiącach, a głównym katalizatorem poprawy wyników powinna być aplikacja *Unsolved*. Przy naszych prognozach na 2021r. 15 mln PLN zysku netto i 16,5 mln PLN zysku netto w 2022r. spółka jest atrakcyjnie wyceniona na 11,3x P/E '21 i 10,6x P/E '22 co implikuje ok. 50% dyskonta względem grupy porównawczej.

Aplikacja *Unsolved* katalizatorem wyników. Uważamy, że aplikacja ma potencjał komercyjny, który nie został jeszcze wyczerpany. Skalowanie *Unsolved* poprzez reklamy na FB (ok. 4,4 mln PLN kosztów UA w 1H'21) okazało się rentowne dlatego można zakładać, że wdrożenia na nowe kanały marketingowe (Google Ads, Unity Ads, IronSource), które w naszej ocenie mogą rozpocząć się na przełomie III i IV kw. powinny przyczynić się do dalszego wzrostu przychodów. Sądzymy, że aplikacja może także zwiększyć monetyzację oraz rentowność płatnych kampanii pozyskiwania użytkowników (*User Acquisition* - UA) poprzez rozwój developerski tj. rozbudowę funkcjonalności czy optymalizację performance gry.

Mocny back-catalogue w segmencie HOPA. Pomimo, że w stosunku do I półrocza 2020r. spółce nie udało się zwiększyć przychodów z segmentu HOPA (efekt wysokiej bazy w 2Q'20 spowodowanej COVID-19), to segment powinien mieć perspektywę poprawy wyników z obecnych poziomów (śr. 1,6 mln PLN/msc w 2021 r.). Uważamy, że spółka będzie systematycznie zwiększać częstotliwość premier HOPA na konsole, szczególnie na Nintendo Switch, co powinno stanowić główny katalizator przychodów. Obecnie z całkowitego portfolio niemal 90 gier HOPA, tylko nieco ponad 1/3 sprzedawana jest na konsolach.

Nowe projekty. W ramach planowanej pełnej transformacji na model F2P w grach HOPA, spółka nie wyklucza nowej gry o profilu zbliżonym do *Unsolved*. Dodatkowo spółka pracuje nad nowym projektem w segmencie F2P z gatunku RPG.

Prognozy. Prognozujemy 15 mln PLN zysku netto w 2021 r. i 16,5 mln PLN w 2022 r., co implikuje mnożniki 11,3x P/E '21 i 10,6x P/E '22. Nasze prognozy są wyższe od kryteriów wynikowych Programu Motywacyjnego spółki o 26 % w latach 2021-22 i o 11% w latach 2023-24.

Wycena. Cenę docelową Artifex Mundi opieramy w 100% na wycenie DCF, która zwraca wartość 1 akcji na poziomie 21,0 PLN (+47% upside). Metoda porównawcza zwraca wartość 27,5 PLN/akcję.

Czynniki ryzyka. Opisane w sekcji czynników ryzyka (str. 15).

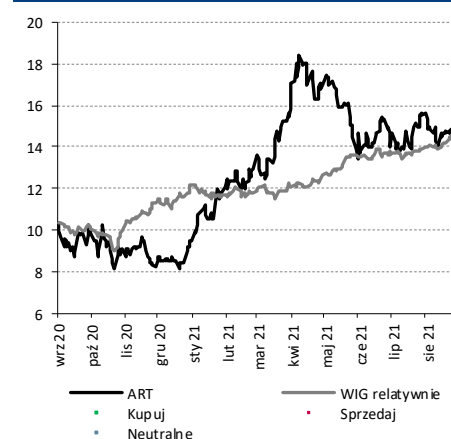
| mIn PLN | 2018 | 2019 | 2020 | 2021P | 2022P | 2023P |
|---------------------|-------|-------|------|-------|-------|-------|
| Przychody | 20,1 | 16,7 | 25,7 | 47,3 | 58,5 | 64,9 |
| EBITDA | -2,6 | -7,4 | 17,0 | 26,1 | 30,2 | 33,9 |
| EBITDA skor. | 11,6 | 11,2 | 19,5 | 26,1 | 30,2 | 33,9 |
| EBIT | -12,9 | -14,4 | 10,0 | 18,5 | 20,4 | 23,5 |
| Zysk netto | -10,5 | -13,7 | 8,2 | 15,0 | 16,5 | 19,0 |
| EPS (PLN) | -0,88 | -1,15 | 0,69 | 1,26 | 1,35 | 1,55 |
| P/E (x) | - | - | 20,6 | 11,3 | 10,6 | 9,2 |
| EV/EBITDA skor. (x) | 13,6 | 14,8 | 8,1 | 5,8 | 4,7 | 3,8 |
| P/BV (x) | 7,5 | 4,4 | 4,8 | 4,9 | 8,3 | 5,9 |
| DY (%) | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |

Zródło: dane spółki, prognozy Trigon DM

DANE SPÓŁKI

| | | | |
|-------------------------|----------|-------|-------|
| Ticker | ART | | |
| Sektor | Gaming | | |
| Kurs (PLN) | 14,25 | | |
| 52 tyg. min/max (PLN) | 8 / 19,2 | | |
| Liczba akcji (mln szt.) | 11,90 | | |
| Kapitalizacja (mln PLN) | 170 | | |
| Free-float | 56% | | |
| Śr. obroty 3M (mln PLN) | 0,14 | | |
| Zmiana kursu | 1M | 3M | 1Y |
| | -9,9% | -3,8% | 36,2% |

KURS NA TLE WIG



HISTORIA REKOMENDACJI

Data Wyce na

AKCJONARIAT

Udział %

| | |
|--|-------|
| Porozumienie akcjonariuszy Artifex Mundi | 20,1% |
| Greenlight FIZ AN | 13,1% |
| TFI Aviva Investors Poland SA | 10,0% |
| OFE Nationale-Nederlanden | 9,9% |
| Robert Mikuszewski | 5,6% |
| Adrian Dębowski | 5,5% |
| Pozostali | 35,8% |

WAŻNE DATY

| | |
|-------------------|------------|
| Raport półroczny | 29.09.2021 |
| Raport za III kw. | 24.11.2021 |

ANALITYK

| | |
|---------------|-------------------------|
| Kacper Koproń | +48 (22) 433 83 71 |
| | kacper.kopron@trigon.pl |

Artifex Mundi

Bloomberg ticker

ART PW

Rekomendacja

Kupuj

Cena docelowa (PLN)

21,0

Kurs (PLN)

14,25

Potencjał wzrostu

47%

Poprzednia rekomendacja

-

Poprzednia cena docelowa (PLN)

-

Liczba akcji (rozwodniona) (mln)

12,6

Kapitalizacja (mln PLN)

168

EV (mln PLN)

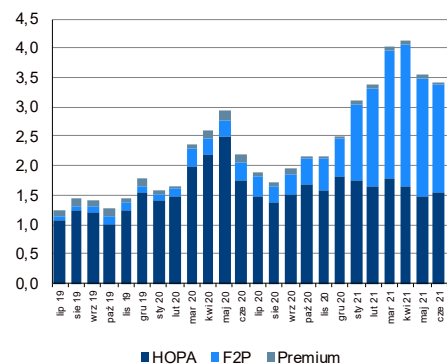
157

Kacper Korpoń

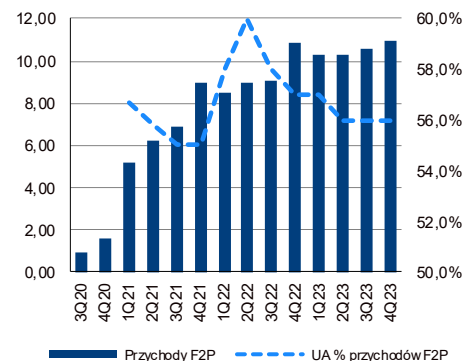
kacper.kopron@trigon.pl

+48 (22) 4338-371

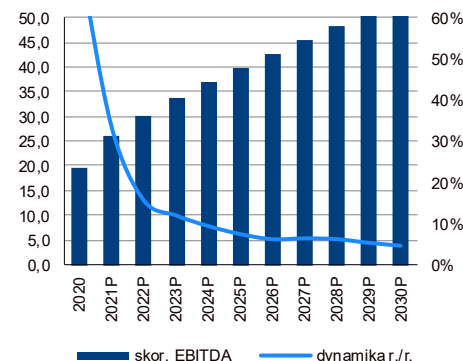
Przychody msc. w podziale na segmenty (mln PLN)



Segment F2P: przychody (mln PLN) i wskaźnik UA (%)



Skor. EBITDA (mln PLN) i dynamika r./r. (%)



| Wskaźniki rynkowe | 2019 | 2020 | 2021P | 2022P | 2023P |
|---------------------|-------|------|-------|-------|-------|
| P/E (x) | - | 20,6 | 11,3 | 10,6 | 9,2 |
| P/E skor. (x) | - | 20,6 | 11,3 | 10,6 | 9,2 |
| P/BV (x) | 8,0 | 5,8 | 3,8 | 2,7 | 2,1 |
| EV/EBITDA (x) | - | 9,3 | 5,8 | 4,7 | 3,8 |
| EV/EBITDA skor. (x) | 14,8 | 8,1 | 5,8 | 4,7 | 3,8 |
| EV/Sprzedaż (x) | 9,9 | 6,2 | 3,2 | 2,4 | 2,0 |
| FCF Yield (%) | -3,8% | 4,9% | 4,9% | 8,5% | 11,6% |
| DY (%) | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |

| Wskaźniki finansowe | 2019 | 2020 | 2021P | 2022P | 2023P |
|-------------------------|------|------|-------|-------|-------|
| EPS (PLN) | -1,2 | 0,7 | 1,3 | 1,3 | 1,6 |
| EPS skor. (PLN) | -1,2 | 0,7 | 1,3 | 1,3 | 1,6 |
| DPS (PLN) | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| BVPS (PLN) | 1,8 | 2,5 | 3,7 | 5,2 | 6,8 |
| Liczba akcji (mln) | 11,9 | 11,9 | 11,9 | 12,3 | 12,3 |
| Kapitalizacja (mln PLN) | 170 | 170 | 170 | 175 | 175 |
| EV (mln PLN) | 166 | 158 | 152 | 143 | 129 |

| Rachunek zysków i strat (mln PLN) | 2019 | 2020 | 2021P | 2022P | 2023P |
|-----------------------------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Przychody | 16,7 | 25,7 | 47,3 | 58,5 | 64,9 |
| Koszt własny sprzedaży | 8,3 | 9,9 | 10,8 | 13,3 | 14,4 |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 8,4 | 15,8 | 36,5 | 45,2 | 50,5 |
| EBITDA | -7,4 | 17,0 | 26,1 | 30,2 | 33,9 |
| EBITDA skor. | 11,2 | 19,5 | 26,1 | 30,2 | 33,9 |
| Amortyzacja | 6,9 | 7,0 | 7,6 | 9,9 | 10,4 |
| EBIT | -14,4 | 10,0 | 18,5 | 20,4 | 23,5 |
| Zysk brutto | -14,4 | 10,2 | 18,5 | 20,4 | 23,5 |
| Zysk mniejszości | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Zysk netto | -13,7 | 8,2 | 15,0 | 16,5 | 19,0 |
| Zysk netto skor. | -13,7 | 8,2 | 15,0 | 16,5 | 19,0 |

| Rachunek przepływów pieniężnych (mln PLN) | 2019 | 2020 | 2021P | 2022P | 2023P |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Przepływy z działalności operacyjnej | -6,2 | 8,0 | 7,8 | 12,6 | 15,6 |
| Przepływy z działalności inwestycyjnej | -0,1 | -0,3 | -0,3 | -0,5 | -0,6 |
| CAPEX | -0,1 | -0,3 | -0,3 | -0,5 | -0,6 |
| Przepływy z działalności finansowej | -1,0 | -0,8 | 0,0 | 3,2 | 0,0 |
| Dywidenda | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| FCF | -6,3 | 7,7 | 7,5 | 12,1 | 15,0 |
| Przepływ pieniężny netto | -7,2 | 7,0 | 7,5 | 15,3 | 15,0 |

| Bilans (mln PLN) | 2019 | 2020 | 2021P | 2022P | 2023P |
|--------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Aktywa | 27,9 | 35,7 | 50,0 | 70,1 | 89,4 |
| Rzeczowe akty wa trwałe | 4,1 | 3,3 | 2,6 | 2,1 | 1,7 |
| Wartość firmy | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Aktywowane koszty gier komputerowych | 9,5 | 12,3 | 17,8 | 21,6 | 25,4 |
| Gotówka | 4,0 | 11,0 | 18,5 | 33,8 | 48,8 |
| Pasywa | 27,9 | 35,7 | 50,0 | 70,1 | 89,4 |
| Kapitał własny | 21,2 | 29,4 | 44,4 | 64,1 | 83,1 |
| Kapitały mniejszości | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Zobowiązania oprocentowane | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Dług netto skor. | -4,0 | -11,0 | -17,5 | -31,8 | -45,8 |
| Zmiany w kapitale obrotowym | 7,1 | -3,0 | -8,2 | -4,9 | -4,4 |

| Wskaźniki operacyjne | 2019 | 2020 | 2021P | 2022P | 2023P |
|--|--------|-------|-------|-------|-------|
| zmiana przychodów r./r. | -17% | 54% | 84% | 24% | 11% |
| zmiana zysku netto skor. r./r. | - | - | 81% | 10% | 15% |
| marża brutto na sprzedaży (%) | 50,3% | 61,4% | 77,2% | 77,3% | 77,8% |
| marża EBITDA skor. (%) | 67,2% | 75,9% | 55,1% | 51,7% | 52,3% |
| marża EBIT (%) | -86,2% | 38,9% | 39,0% | 34,8% | 36,2% |
| marża netto skor. (%) | -82,3% | 32,0% | 31,6% | 28,2% | 29,3% |
| ROE (%) | - | 32,6% | 40,5% | 30,4% | 25,9% |
| ROA (%) | - | 25,9% | 34,9% | 27,5% | 23,9% |
| CAPEX/Sprzedaż (%) | 0,7% | 1,3% | 0,7% | 0,9% | 0,9% |
| CAPEX/Amortyzacja (x) | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,1 | 0,1 |
| Dług netto/kapitał własny (x) | -0,2 | -0,4 | -0,4 | -0,5 | -0,6 |
| Dług netto/EBITDA skor. (x) | -0,4 | -0,6 | -0,7 | -1,1 | -1,4 |
| Cykl konwersji gotówki (dni) | 581 | 390 | 481 | 534 | 587 |
| Cykl rotacji zapasów (dni) | 552 | 399 | 508 | 542 | 595 |
| Cykl rotacji należności handlowych (dni) | 70 | 48 | 40 | 43 | 46 |
| Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni) | 41 | 56 | 67 | 51 | 54 |

Źródło: Spółka, Trigon DM

Źródło: Spółka, Trigon DM

Spis treści

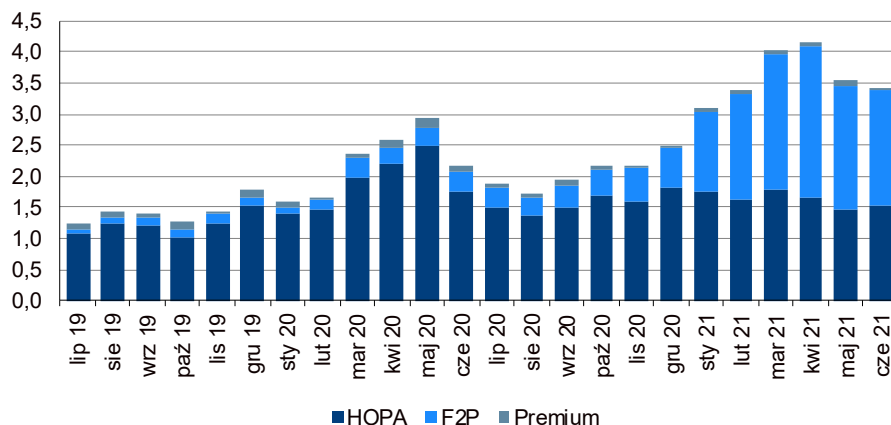
| | |
|--|-----------|
| Podsumowanie inwestycyjne..... | 4 |
| Prognozy finansowe i założenia..... | 8 |
| Wycena..... | 11 |
| Model biznesowy i strategia..... | 13 |
| Czynniki ryzyka..... | 15 |
| Otoczenie rynkowe..... | 16 |

Podsumowanie inwestycyjne

Kontynuacja pozytywnego zaskoczenia. Zmiany jakie dokonały się w Artifex Mundi w ostatnich kilku kwartałach są naszym zdaniem warte docenienia. W 2020 r. oraz w pierwszej połowie 2021r. spółka wykorzystując efekt pandemii przyspieszyła dynamikę przychodów z portfolio gier HOPA, a jednocześnie skutecznie wdrożyła aplikację mobilną scalającą gry HOPA - *Unsolved* w segmencie *Free-to-Play*. Warto dodać, że zmiany w spółce, które wdrożono dotyczyły także strony kosztowej. W 2020 r. przeprowadzono reorganizację firmy oraz zrezygnowano z utrzymywania nierentownych projektów (głównie gra mobilna *Bladebound*). Efektem działań optymalizujących koszty było zmniejszenie średniego zatrudnienia w 2020 r. o ok. 40% do 81 osób oraz przejście na tryb *low maintenance* w grze *Bladebound*. Dzięki zmianom i poprawie wyników, **spółka zaczęła generować dodatni FCF (+7,8 mln PLN w 2020r.), co jest naszym zdaniem absolutnie kluczowe by uznać ją za atrakcyjną inwestycyjnie.**

Obserwując zmiany dokonane zarówno po stronie sprzedażowej jak i kosztowej sądzimy, że pozytywne momentum dla kursu spółki może się utrzymać. Uważamy, że **głównym katalizatorem poprawy wyników powinna być aplikacja *Unsolved***, która dzięki planowanemu dodaniu nowych kanałów marketingowych powinna zwiększyć przychody. Dodatkowo, wierzymy, że dzięki poprawie funkcjonalności, Live-ops, oraz dodaniu nowego mechanizmu monetyzacji (reklamy), gra ma szansę zwiększać rentowność wskaźnika UA/przychody. Uważamy także, że drugim najważniejszym katalizatorem wyników będzie segment HOPA, który ma potencjał na dalsze **poszerzenie ogona sprzedażowego bez znacznych kosztów developmentu na nowe projekty** dzięki portowaniu portfolio HOPA z PC/mobile także na platformy konsolowe (w 2020 r. konsole w grach HOPA +120% r./r.).

ART: przychody ze sprzedaży w podziale na segmenty (mln PLN)



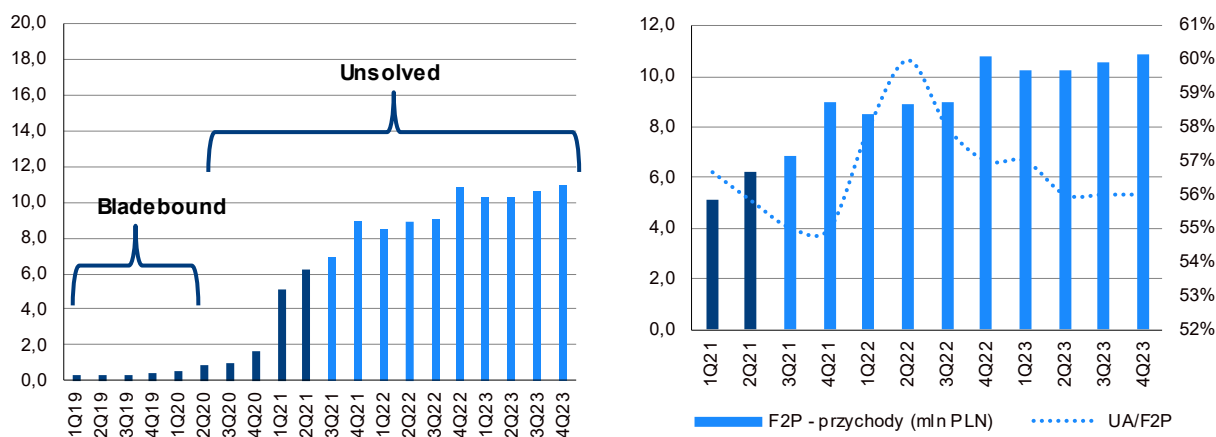
Źródło: Artifex Mundi, opracowanie Trigon DM

Aplikacja *Unsolved* głównym katalizatorem wzrostu. Największym pozytywnym zaskoczeniem 2021 r. jest kontrybucja do wyników aplikacji scalającej gry HOPA - *Unsolved*. Aplikacja rozwijana jest od 2H'19, a w 2020 r. została wydana została w pełnej wersji na Androida i iOS. Działanie aplikacji polega na zaoferowaniu graczowi części portfolio gier HOPA spółki w ograniczonej czasowo, bezpłatnej rozgrywce. W oparciu o model zużywanej energii (waluta w grze), gracz zachęcany jest do jej odnawiania poprzez mikrotransakcje, co odblokowuje kolejne etapy gry.

Począwszy od I półrocza 2021 r., spółka rozpoczęła większe stymulowanie wzrostu przychodów aplikacji poprzez płatne pozyskiwanie użytkowników

(User Acquisition - UA). Spółka do tej pory prawie wyłącznie prowadziła kampanie UA poprzez reklamy Facebooka. Co istotne, plan rozwoju projektu na 2021 r. zakłada m.in. rozszerzenie zasięgu kampanii o nowe kanały (Google, Unity, IronSource), co w naszej ocenie pozwala zakładać dalszy wzrost przychodów. Artifex zapowiada także dalszą rozbudowę metagry czy modyfikację modelu monetyzacji m.in. poprzez wprowadzenie reklam czy innych funkcjonalności, co w naszej ocenie ma potencjał poprawić rentowność *Unsolved* (mierzoną jako wskaźnik kosztów UA do przychodów).

ART: Prognoza segmentu F2P: przychody kwartalnie (l. wykres) ; przychody na tle wskaźnika UA/przychody

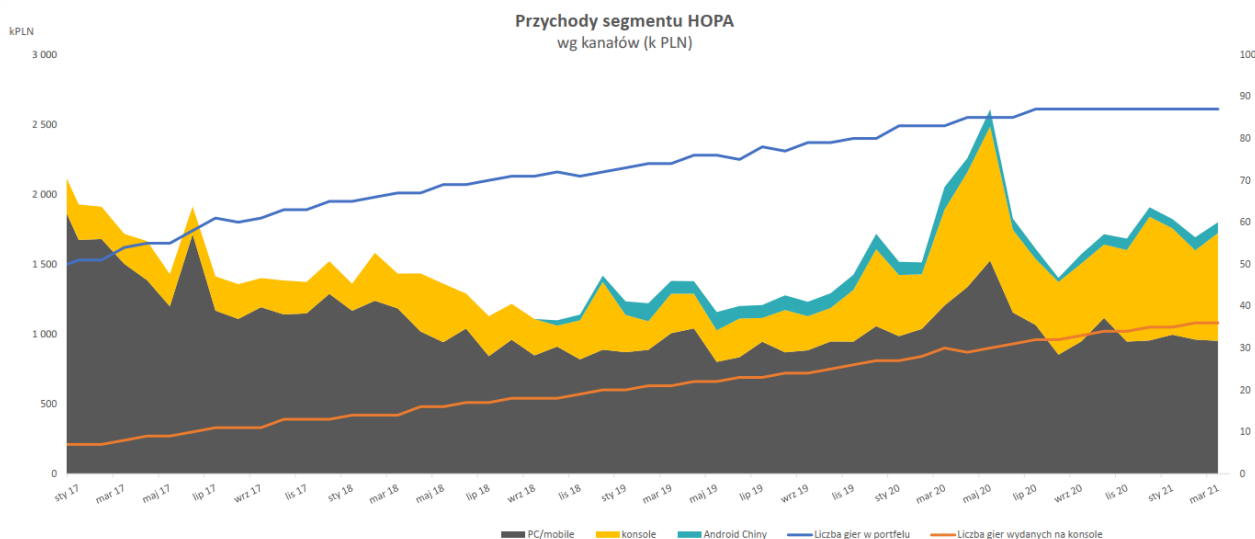


Źródło: Artifex Mundi, szacunki Trigon DM

Mocny back-catalogue w segmencie HOPA. Ubiegły rok był zdecydowanie pozytywny dla segmentu HOPA. Poza niespodziewanym, dodatnim efektem pandemii (peak sprzedażowy w maju '20: 2,5 mln PLN) spółka realizowała założenia strategii segmentu, która zakłada maksymalizację rentowności i generację dodatniego FCF. W konsekwencji, spółka wydała na PC i platformy 5 nowych gier, a 8 kolejnych wprowadziła równoległe na platformy PS4, Xbox One oraz Nintendo Switch. Co więcej, spółka na Switcha wydała jeszcze 5 kolejnych gier, co poskutkowało wzrostem przychodów z tej platformy o blisko 500% r./r. Całkowite przychody konsolowe z gier HOPA wzrosły r./r. o 120% do 7,5 mln PLN.

Pomimo, że w stosunku do I półrocza 2020r. Spółce nie udało się zwiększyć przychodów z segmentu HOPA (efekt wysokiej bazy spowodowanej COVID-19), to segment powinien mieć perspektywę poprawy z obecnych poziomów (śr. 1,6 mln PLN/msc w 2021 r.) dzięki kolejnym premierom gier HOPA na konsole. Jak można przeanalizować z poniższego wykresu z prezentacji spółki, obecnie z całkowitego portfolio niemal 90 gier HOPA tylko nieco ponad 1/3 sprzedawana jest na konsolach, co stwarza duży potencjał do poszerzenia ogona sprzedażowego. Szczególnie warto tu podkreślić bardzo mocną kontrybucję konsoli Nintendo Switch, która nadal świetnie się sprzedaje (obecnie ok. 89 mln urządzeń).

Przychody segmentu HOPA wg kanałów



Źródło: Artifex Mundi

Outlook: W krótkim terminie Artifex ma stawiać głównie na skalowanie i rozwój aplikacji *Unsolved*. Zakładamy, że **Unsolved będzie najważniejszym produktem spółki w średnim (~6-8 kwartałów) terminie**. Spółka nie planuje rezygnować z maksymalizacji portfolio gier HOPA (głównie poprzez wydawnictwo na konsole), a także z innych projektów w segmencie F2P. O ile najbardziej optymalnym rozwiązaniem obecnie dla historycznie największej przychodowo gry - *Bladebound* jest nisko-kosztowy tryb tzw. *low maintenance*, to zapowiadany nowy projekt RPG może dać szansę spółce na wejście na jeszcze wyższy poziom wyników. Z drugiej strony, track-record spółki z licznymi odpisami nierentownych projektów (w tym także na *Bladebound*) może sugerować, że każda **kolejna gra RPG w segmencie F2P to projekt podwyższonego ryzyka**. Jeśli chodzi o outlook w długim terminie, to spółka planuje pełną transformację na model F2P w grach HOPA (*Unsolved* lub nowa gra) oraz hard-launch i skalowanie gry o roboczym tytule RPG #2.

Prognozy. Prognozujemy wzrost przychodów segmentu HOPA w 10-letnim okresie prognozy (2021-2030) o CAGR = 2%. Uważamy, że pomimo tego, że rynek gier HOPA jest niszą, to spółce powinno udać się lepiej zmonetyzować portfel gier HOPA dzięki wejściu na konsole (liczymy szczególnie na platformę Nintendo Switch). W segmencie F2P prognozujemy wzrost przychodów segmentu w 10-letnim okresie prognozy (2021-2030) o CAGR = 11% (referencyjny '21). Uważamy, że katalizatorem wzrostu w średnim terminie powinna być aplikacja *Unsolved*. Liczymy, że kolejna aplikacja skalająca może pojawić się pod koniec 2022 r. / 2023 r. Zgodnie z aktualizacją strategii spółki, zakładamy stopniowe wygaszanie segmentu premium i brak premier w tym segmencie.

Zakładamy wskaźnik UA/przychody F2P w okresie prognozy na średnim poziomie 53%, wskaźnik kosztów tantiem na poziomie 20% w stosunku do przychodów z gier HOPA. Zakładamy wzrost kosztów developmentu (na poziomie aktywowanych kosztów na gry) gier na 6% r./r.

Prognozujemy 15 mln PLN zysku netto w 2021 r. i 16,5 mln PLN w 2022 r., co implikuje mnożniki 11,3x P/E '21 i 10,6x P/E '22.

Zmiana prognozy. Po publikacji wstępnych wyników za 2Q21, które były zbliżone do naszych oczekiwań, nie widzimy podstaw do znacznej zmiany prognoz na 2021 r. Lekkie obniżenie prognozy (-4% na zysku netto) wynika z faktu, że zakładamy obecnie wdrożenie kanałów marketingowych w *Unsolved* o 1 msc później niż poprzednio (obecnie październik '21).

ART: Zmiana prognozy

| Zmiany prognoz mIn PLN | 2021P | | |
|---------------------------|-------|-------|--------|
| | Nowa | Stara | Zmiana |
| Przychody | 47,3 | 47,9 | -1% |
| EBIT | 18,5 | 19,2 | -4% |
| Zysk netto skor. | 15,0 | 15,6 | -4% |

Źródło: szacunki Trigon DM

Program Motywacyjny. Spółka uchwaliła w 2021 r. Program Motywacyjny na lata 2021-24 oparty na akcjach, które mogą być wyemitowane dla mniej niż 35 osób pod warunkiem spełnienia kryteriów wynikowych. Warunkiem wyemitowania akcji i przyznania ich w ramach PM jest osiągnięcie danego poziomu zysku netto rozliczanego w dwóch etapach: odrębnie za lata 2021-22 i 2023-24. Spółka wyemituje nowe akcje (0,73 mln) w ramach PM po cenie emisyjnej za 1 akcję 9,01 PLN, z wyjątkiem sytuacji, w której osoba zgłosi chęć objęcia zredukowanej liczby akcji Spółki i objęcia ich po cenie nominalnej (wzór redukcji ustalony w Regulaminie PM). Wyemitowane akcje w II transzach mają stanowić ok. 6,1% akcji w podwyższonym kapitale zakładowym po obu emisjach.

ART: transe emitowanych akcji w ramach Programu Motywacyjnego

| Liczba akcji (mln) | |
|--------------------|--------------|
| I transza | 0,360 |
| II transza | 0,370 |
| TOTAL | 0,730 |

Źródło: Artifex Mundi, opracowanie Trigon DM

Nasze prognozy wskazują, że kryteria wynikowe PM zostaną spełnione, co implikuje realizację PM w okresie prognozy (**przebiecie założeń programu o 26% w latach 2021-22 i 11% w latach 2023-24**). Przyjmując, że akcje będą obejmowane po cenie emisyjnej 9,01 PLN/akcja, to wpływ gotówki do spółki szacujemy na 6,6 mln PLN. Rozwodniona liczba akcji po rozliczeniu Programu to 12,63 mln, co uwzględniamy w obu metodach wyceny.

ART: kryteria wynikowe Programu Motywacyjnego

| Wyniki 2021-22 | | | |
|----------------|------|------|-----------|
| Min | Max | TDM | Δ vs. max |
| 21,0 | 25,0 | 31,5 | 26% |

| Wyniki 2023-24 | | | |
|----------------|------|------|-----------|
| Min | Max | TDM | Δ vs. max |
| 25,0 | 35,0 | 39,0 | 11% |

Źródło: Artifex Mundi, opracowanie Trigon DM

Wycena. Do wyznaczenia ceny docelowej Artifex Mundi używamy w 100% metody DCF, która **zwraca wartość 1 akcji ART na poziomie 21,0 PLN (+47% upside)**, co implikuje rozpoczęcie rekomendacji od zalecenia KUPUJ. Metoda porównawcza zwraca wartość 27,5 PLN/akcję.

Czynniki ryzyka. Najważniejsze czynniki ryzyka to: (1) Niepowodzenie poszczególnych produkcji - ryzyko odpisów; (2) Ryzyko związane z segmentem free-to-play; (3) Opóźnienia i przesunięcia premier; (4) Odejścia kluczowych pracowników / zespołów; (5) Ryzyko walutowe. Szerszy opis czynników ryzyka znajduje się na stronie 15.

Prognozy finansowe i założenia

Przychody. Przychody spółki prognozujemy w podziale na 3 segmenty: gry HOPA, gry F2P oraz gry Premium.

- **HOPA.** Prognozujemy wzrost przychodów segmentu w 10-letnim okresie prognozy (2021-2030) o CAGR = 2%. Uważamy, że pomimo tego, że rynek gier HOPA jest niszą, to spółce powinno udać się lepiej zmonetywizować portfel gier HOPA dzięki wejściu na konsole (liczymy szczególnie na platformę Nintendo Switch);
- **F2P.** Prognozujemy wzrost przychodów segmentu w 10-letnim okresie prognozy (2021-2030) o CAGR = 11% (referencyjny '21). Uważamy, że katalizatorem wzrostu w średnim terminie powinna być aplikacja Unsolved. Liczymy, że kolejna aplikacja skalająca może pojawić się pod koniec 2022 r. / 2023 r.
- **Premium.** Zgodnie z aktualizacją strategii spółki, zakładamy stopniowe wygaszanie segmentu premium i brak premier w tym segmencie.

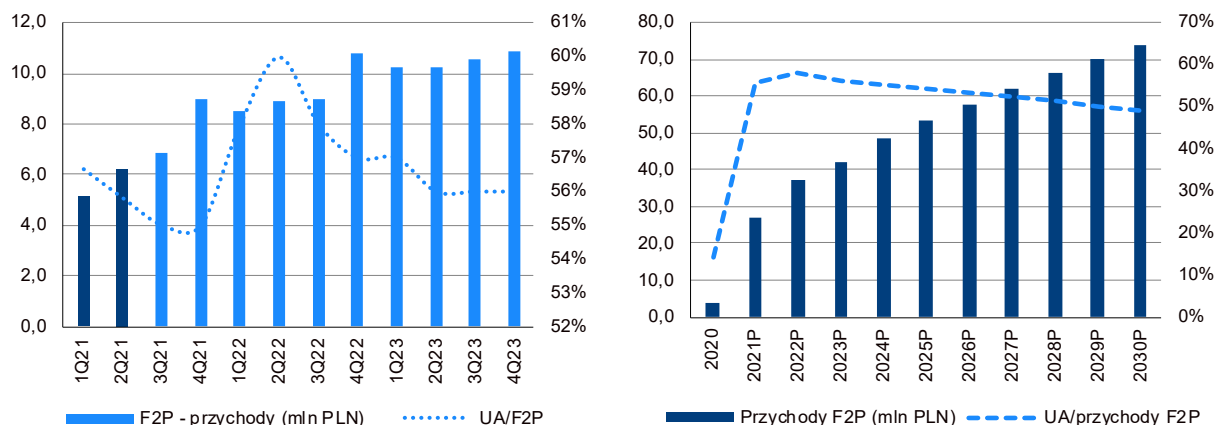
ART: podsumowanie przychodów w podziale na segmenty

| Założenia przychodowe | 2019 | 2020 | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P | 2029P | 2030P |
|------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| PRZYCHODY | 16,7 | 25,7 | 47,3 | 58,5 | 64,9 | 71,8 | 77,2 | 81,9 | 86,9 | 91,7 | 95,9 | 99,7 |
| dynamika r./r. | | 54% | 84% | 24% | 11% | 11% | 8% | 6% | 6% | 6% | 5% | 4% |
| Segment HOPA | 14,2 | 20,8 | 19,4 | 20,6 | 22,3 | 23,0 | 23,7 | 24,1 | 24,6 | 25,1 | 25,4 | 25,6 |
| dynamika r./r. | | 46% | -7% | 6% | 8% | 3% | 3% | 2% | 2% | 2% | 1% | 1% |
| Segment F2P | 1,3 | 4,0 | 27,2 | 37,3 | 42,1 | 48,4 | 53,2 | 57,5 | 62,0 | 66,4 | 70,4 | 73,9 |
| dynamika r./r. | | 211% | 576% | 37% | 13% | 15% | 10% | 8% | 8% | 7% | 6% | 5% |
| Segment Premium | 1,1 | 0,9 | 0,7 | 0,6 | 0,5 | 0,4 | 0,4 | 0,3 | 0,3 | 0,2 | 0,2 | 0,2 |
| dynamika r./r. | | -20% | -24% | -13% | -16% | -15% | -15% | -15% | -15% | -15% | -15% | -15% |

Źródło: Artifex Mundi, szacunki Trigon DM

F2P vs. User Acquisition. W krótkim zakładamy wzrost współczynnika UA/przychody F2P ze względu na bardziej intensywne skalowanie *Unsolved* o nowe kanały marketingowe. Liczymy, że w dłuższym terminie usprawnienia developerskie aplikacji powinny przełożyć się na wzrost konwersji użytkowników płacących, a tym samym na spadek wskaźnika UA/przychody.

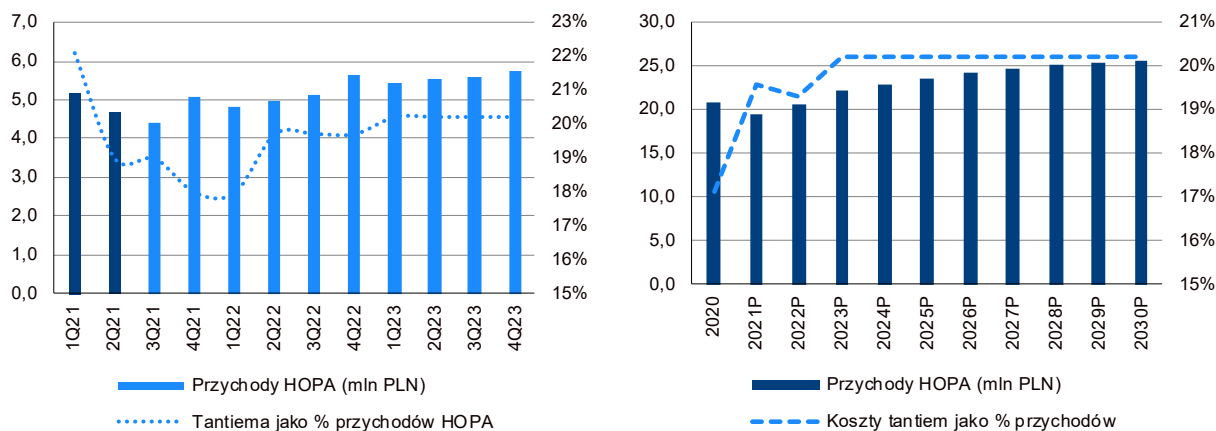
ART: szacunki segmentu F2P



Źródło: Artifex Mundi, szacunki Trigon DM

HOPA vs. koszty tantiem. W okresie prognozy zakładamy delikatny wzrost wskaźnika kosztów tantiem do przychodów względem 2020 r. do poziomu 20%.

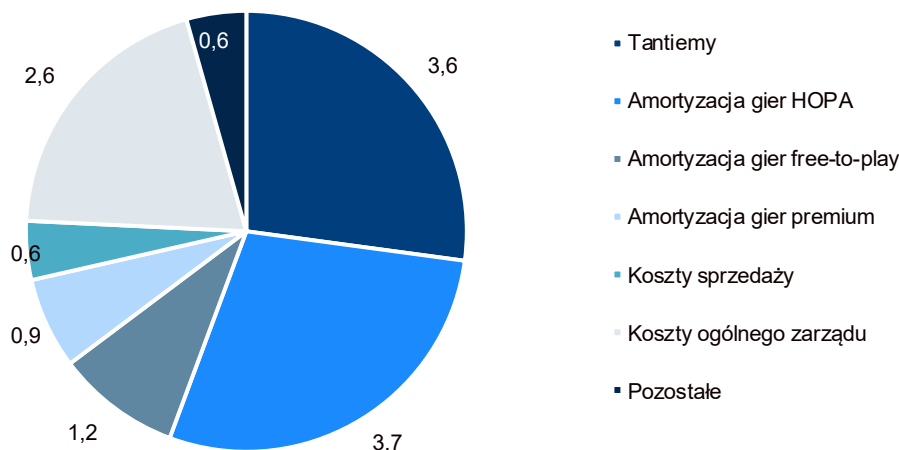
ART: szacunki segmentu HOPA



Źródło: Artifex Mundi, szacunki Trigon DM

Koszty. Głównym kosztem spółki są koszty osobowe związane z produkcją gier. Zgodnie z obowiązującymi zasadami rachunkowości ART nie rozpoznaje w kosztach bieżących kosztów związanych z pracami nad nowymi grami. Koszty te, w okresie do momentu ukończenia gry, są księgowane po stronie aktywów sprawozdania z sytuacji finansowej jako **wzrost pozycji aktywowa- ne koszty gier.**

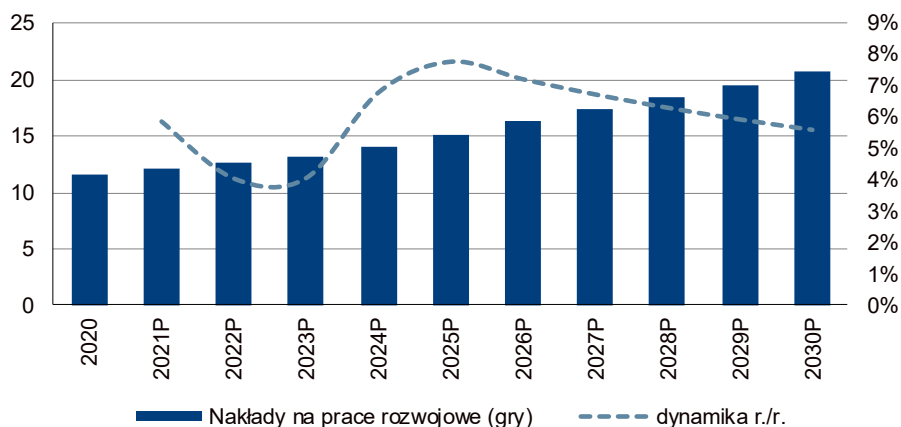
ART: koszty operacyjne za 2020 r. (mln PLN)



Źródło: Artifex Mundi, opracowanie Trigon DM

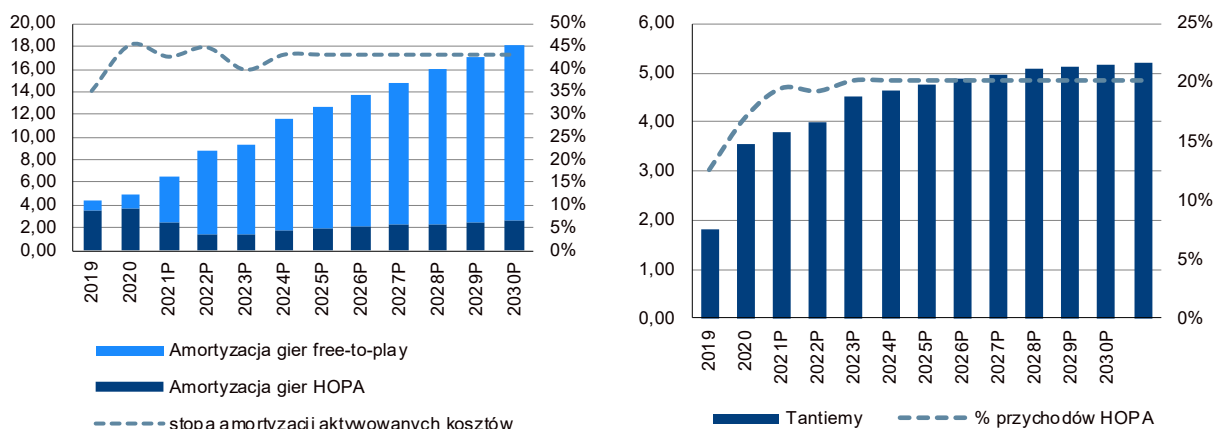
Spółka w kosztach wytworzenia księguje głównie koszty tantiem (rev-share z zespołem produkcyjnym) oraz amortyzację poszczególnych gier z segmentów HOPA, F2P oraz premium. Według naszych obliczeń, stopa amortyzacji aktywowa- nych kosztów gier za ostatnie 2 lata wynosiła ok. 40% (różnice między latami mogą się mocno wahać, co wynika z dokonywanych historycznie odpisów). Szacujemy, że nakłady na prace rozwojowe w ubiegłym roku wyniosły 11,5 mln PLN i zakładamy w 10-letnim okresie prognozy CAGR = 6% nakła- dów na gry.

ART: szacunkowe nakłady na prace rozwojowe (rozpoznawane na poziomie aktywowanych kosztów gier)



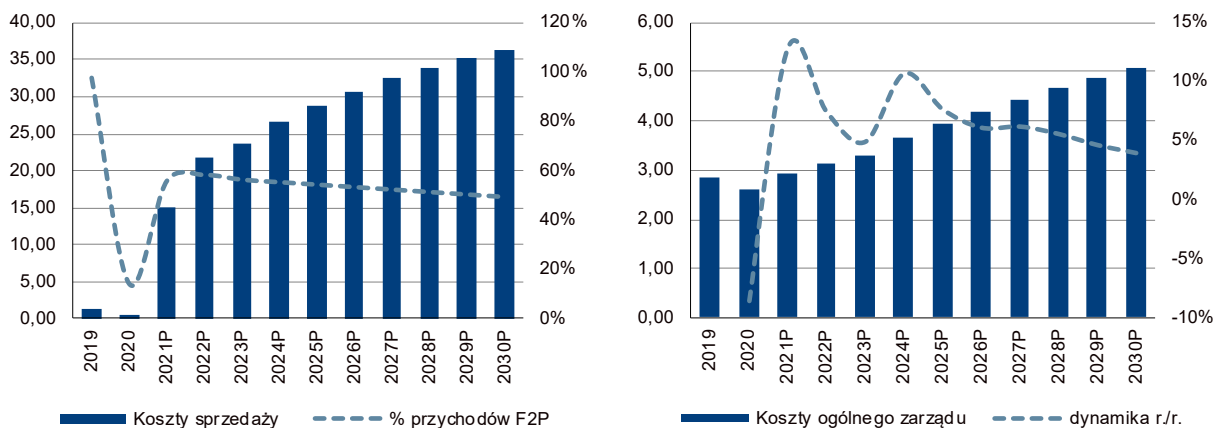
Źródło: szacunki Trigon DM

ART: Główne składowe kosztów własnych sprzedaży: amortyzacja HOPA i F2P (I. wykres) ; Koszty tantiem (mln PLN) i % kosztów tantiem vs przychody z segmentu HOPA (p. wykres)



Źródło: Artifex Mundi, szacunki Trigon DM

ART: Koszty sprzedaży na tle wskaźnika kosztów sprzedaży do przychodów segmentu F2P (I. wykres) ; koszty ogólnego Zarządu (p. wykres)



Źródło: Artifex Mundi, szacunki Trigon DM

Wycena

Wycena. Do wyceny Artifex Mundi stosujemy metodę porównawczą oraz metodę DCF. Nasza cena docelowa Artifex Mundi opiera się w 100% na wycenie DCF, która zwraca **wartość 1 akcji ART na poziomie 21,0 PLN (+47% upside)**. Wycena porównawcza zwraca wartość 1 akcji na poziomie 27,5 PLN.

Założenia metody DCF:

- 10 letni okres prognozy;
- Stopa wolna od ryzyka 2%;
- Premia rynkowa 7,5%;
- Beta 1,2;
- Stopa podatkowa 19%;
- Rezydualna stopa wzrostu na poziomie 2,5%;
- Skorygowany dług netto na koniec 2020: -16 mln PLN (korekta o zdyskontowaną wartość emisji akcji w ramach objęcia akcji z tyt. Programu Motywacyjnego);
- Liczba akcji: 12,63 mln sztuk (w pełni rozwodniona | +0,73 mln akcji z tytułu Programu Motywacyjnego)

ART: wycena dochodowa

| DCF w mln PLN | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P | 2029P | 2030P |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| EBIT | 18,5 | 20,4 | 23,5 | 24,6 | 26,3 | 27,8 | 29,5 | 31,2 | 32,6 | 34,0 |
| Stopa podatkowa | 19% | 19% | 19% | 19% | 19% | 19% | 19% | 19% | 19% | 19% |
| NOPLAT | 15,0 | 16,5 | 19,0 | 19,9 | 21,3 | 22,5 | 23,9 | 25,2 | 26,4 | 27,5 |
| Amortyzacja (aktyw . trw ale / WNIPI) | 1,0 | 1,0 | 1,0 | 1,0 | 1,0 | 1,0 | 1,0 | 1,1 | 1,2 | 1,2 |
| Amortyzacja (aktyw ow ane koszty gier) | 6,6 | 8,9 | 9,4 | 11,5 | 12,6 | 13,7 | 14,8 | 15,9 | 17,0 | 18,1 |
| Nakłady inw estycyjne (aktyw . trw ale / WNIPI) | -0,3 | -0,5 | -0,6 | -0,7 | -0,8 | -0,9 | -1,0 | -1,1 | -1,2 | -1,3 |
| Nakłady na prace rozwojowe (gry) | -12,2 | -12,7 | -13,2 | -14,1 | -15,2 | -16,3 | -17,4 | -18,5 | -19,6 | -20,7 |
| Zmiana kapitału obrotowego, netto | -2,6 | -1,1 | -0,7 | -0,5 | -0,5 | -0,4 | -0,5 | -0,4 | -0,4 | -0,3 |
| FCF | 7,5 | 12,1 | 15,0 | 17,1 | 18,5 | 19,6 | 20,9 | 22,3 | 23,5 | 24,6 |
| Dług/(Dług+Kapitał) (%) | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| Stopa wolna od ryzyka (%) | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% |
| Premia rynkowa (%) | 7,5% | 7,5% | 7,5% | 7,5% | 7,5% | 7,5% | 7,5% | 7,5% | 7,5% | 7,5% |
| Beta | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,2 |
| Koszt długu po podatku (%) | 4,1% | 4,1% | 4,1% | 4,1% | 4,1% | 4,1% | 4,1% | 4,1% | 4,1% | 4,1% |
| Koszt kapitału (%) | 11,0% | 11,0% | 11,0% | 11,0% | 11,0% | 11,0% | 11,0% | 11,0% | 11,0% | 11,0% |
| WACC (%) | 11,0% | 11,0% | 11,0% | 11,0% | 11,0% | 11,0% | 11,0% | 11,0% | 11,0% | 11,0% |
| Wartość bieżąca FCF | 7,2 | 10,6 | 11,8 | 12,1 | 11,8 | 11,3 | 10,8 | 10,4 | 9,9 | 9,3 |
| Suma DFCF | 105 | | | | | | | | | |
| Stopa wzrostu FCF w TV | 2,5% | | | | | | | | | |
| Zdyskontowana wartość rezydualna | 101 | | | | | | | | | |
| Skor. dług netto (01.01.2021) | -16 | | | | | | | | | |
| Wartość spółki (mln PLN) | 222 | | | | | | | | | |
| Liczba akcji (mln szt.) (rozwo dniona) | 12,63 | | | | | | | | | |
| Wartość spółki na akcję (01.01.2021) | 17,6 | | | | | | | | | |
| Wartość spółki na akcję (10.09.2021) | 18,9 | | | | | | | | | |
| Cena docelowa 12M | 21,0 | | | | | | | | | |
| Obecny kurs rynkowy | 14,25 | | | | | | | | | |
| Upside / downside | 47% | | | | | | | | | |

| | | 10,0% | 10,5% | WACC | 11,0% | 11,5% | 12,0% |
|----------|-------------|-------|-------|-------------|-------|-------|-------|
| | | 21,0 | 20,4 | 20,0 | 19,5 | 19,1 | |
| | | 21,7 | 21,0 | 20,4 | 20,0 | 19,5 | |
| g | 3,0% | 22,4 | 21,7 | 21,0 | 20,4 | 20,0 | |
| | 3,5% | 23,3 | 22,4 | 21,7 | 21,0 | 20,4 | |
| | 4,0% | 24,2 | 23,3 | 22,4 | 21,7 | 21,0 | |

Źródło: Trigon DM;

Źródło: szacunki Trigon DM

Założenia wyceny porównawczej:

- Grupa porównawcza: szeroka grupa porównawcza spółek gamingowych zarówno z segmentu PC/konsolę jak i mobilnego odzwierciedlająca ekspozycję ART na oba segmenty
- Wycena na wskaźnikach P/E oraz EV/EBIT na lata 2021-23;

ART: wycena porównawcza

| Spółka | P/E | | | EV/EBIT | | |
|----------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | '21P | '22P | '23P | '21P | '22P | '23P |
| Activision Blizzard | 20,4 | 18,0 | 16,6 | 15,1 | 13,3 | 11,9 |
| Electronic Arts | 25,9 | 21,5 | 19,4 | 19,4 | 16,7 | 14,6 |
| Take-Two | 26,3 | 34,9 | 23,3 | 29,1 | 17,8 | 13,1 |
| Ubisoft | 24,3 | 19,9 | 16,9 | 14,9 | 18,0 | 14,5 |
| Square Enix | 31,1 | 22,8 | 21,3 | 14,1 | 12,5 | 11,2 |
| Capcom | 32,7 | 23,1 | 21,3 | 25,3 | 18,5 | 16,4 |
| Embracer Group | 36,4 | 21,5 | 30,5 | --- | --- | --- |
| Paradox Interactive | 38,4 | 27,6 | 24,6 | 30,5 | 21,3 | 19,0 |
| Frontier Developments | 61,7 | 38,1 | 32,3 | 54,3 | 34,0 | 28,2 |
| CD Projekt | 40,5 | 30,0 | 37,5 | 36,5 | 30,7 | 34,5 |
| PlayWay | 20,6 | 17,2 | 16,8 | 15,2 | 12,7 | 12,2 |
| 11 bit studios | 56,2 | 77,4 | 9,4 | 57,3 | 56,8 | 7,1 |
| NetEase | 21,7 | 18,6 | 16,2 | 20,6 | 16,9 | 14,6 |
| NCsoft | 28,7 | 16,2 | 14,7 | 20,9 | 10,5 | 9,7 |
| Zynga | 23,4 | 21,0 | 17,4 | 14,1 | 11,9 | 10,4 |
| Stillfront Group | 17,3 | 14,1 | 12,7 | 17,4 | 14,3 | 12,9 |
| Pearl Abyss | 88,4 | 20,4 | 16,0 | 53,9 | 14,9 | 12,3 |
| SciPlay | 16,9 | 15,3 | 18,3 | 11,9 | 11,0 | 10,0 |
| Rovio | 20,1 | 17,2 | 15,8 | 14,3 | 12,3 | 11,5 |
| Playtika | 31,6 | 21,4 | 18,3 | 18,4 | 16,6 | 14,5 |
| Ten Square Games | 19,8 | 16,6 | 15,5 | 16,1 | 13,6 | 11,8 |
| Huuge | 17,7 | 12,6 | 11,2 | 11,6 | 7,9 | 6,8 |
| Mediana | 26,1 | 20,7 | 17,1 | 18,4 | 14,9 | 12,3 |
| Wycena (mln PLN) | 390 | 341 | 326 | 357 | 336 | 334 |
| Wycena ze składnika (mln PLN) | | 353 | | | 342 | |
| Wycena wynikowa (mln PLN) | | | 347 | | | |
| Wycena wynikowa na akcję | | | 27,5 | | | |

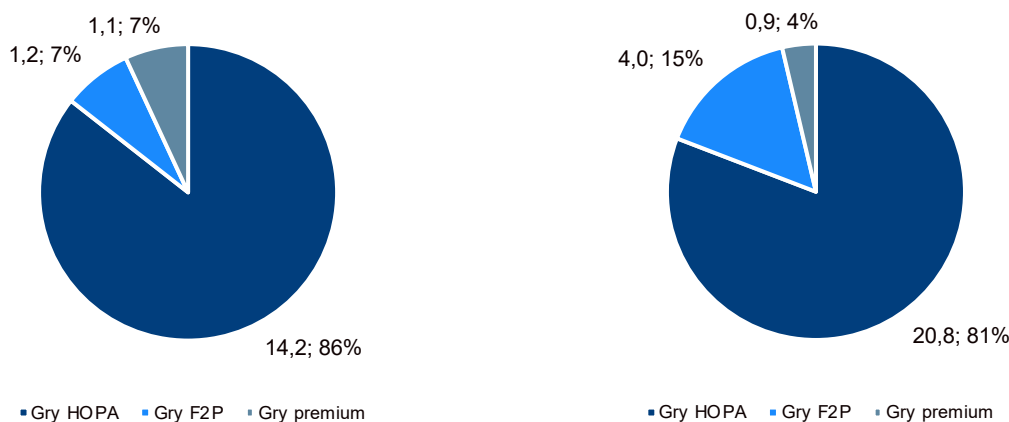
Źródło: Bloomberg, szacunki Trigon DM

Model biznesowy i strategia

Model biznesowy. Grupa Artifex Mundi to zdywersyfikowany producent i wydawca gier na urządzenia mobilne oraz konsole i PC. Historycznie, spółka specjalizowała się w tworzeniu gier z gatunku HOPA (*Hidden Object Puzzle Adventure*), czyli gier przygodowych o długości rozgrywki w granicach 4-5 godzin, polegających na rozwiązywaniu różnorodnych łamigłówek logicznych poprzez odkrywanie poszczególnych elementów planszy. W portfolio gier HOPA komercjalizowanych przez Artifex Mundi znajduje się około 90 tytułów na PC/mobile (1/3 jest wydana również na konsolach). W pierwszej połowie roku, po udanej premierze i skalowaniu mobilnej aplikacji scalającej gry HOPA - *Unsolved*, najważniejszym segmentem ART został segment gier free-to-play. Za zdecydowaną większość przychodów segmentu odpowiada aplikacja *Unsolved*, a drugim projektem w mniejszym stopniu wpływającym na wyniki jest gra *Bladebound* (obecnie w trybie *low maintenance*). Spółka przy wydawaniu gier korzysta głównie z self-publishingu ograniczając partnerstwo z zewnętrznymi wydawcami. Dystrybucja tytułów Grupy odbywa się za pomocą najpopularniejszych platform dystrybucyjnych - Google Play czy App Store, a także Steam na rynku PC, czy Xbox Store /PlayStation Store na konsolach..

W 2020 r. przychody Grupy Artifex Mundi zwiększyły się r./r. o 55%, do 25,7 mln PLN, z czego 20,8 mln PLN stanowiły gry HOPA. Już w I połowie 2021r. po udanym skalowaniu aplikacji *Unsolved* największym przychodowo segmentem został F2P (**udział w przychodach I połowie roku 53%.**)

ART: przychody w podziale na segmenty: 2019 r. (l. wykres) ; 2020 r. (p. wykres)

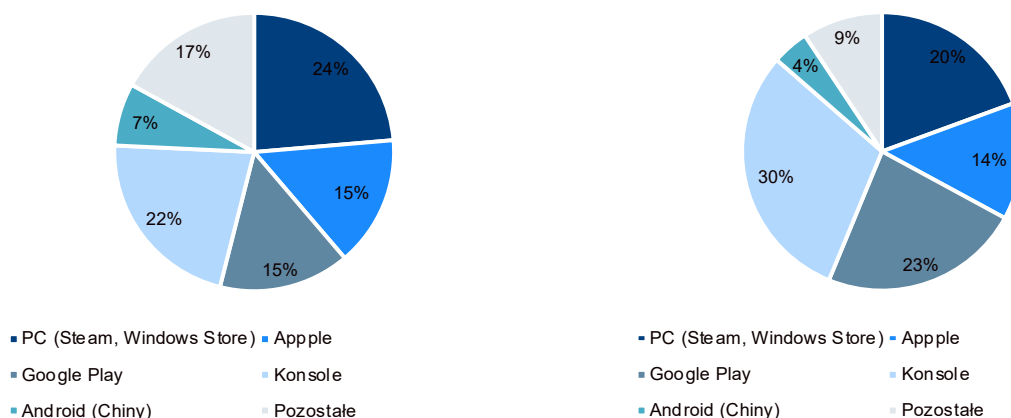


Zródło: Artifex Mundi, opracowanie Trigon DM

Największy udział w przychodach ze sprzedaży gier w 2020 r. miała sprzedaż wygenerowana za pośrednictwem sklepu Google Play (23%). Konsolowe platformy dystrybucji cyfrowej były w 2020 r. najbardziej dynamicznie rosnącym kanałem sprzedaży. Łączny udział sprzedaży gier na konsolach zwiększył się r./r. z 21% w 2019 r. do 30% w 2020 r. Motorem napędowym wzrostu segmentu konsol jest rozwój oferty na Nintendo Switch, sprzedaż na której zwiększyła się w 2020 r. o blisko 500% w porównaniu do wyniku za 2019 r.

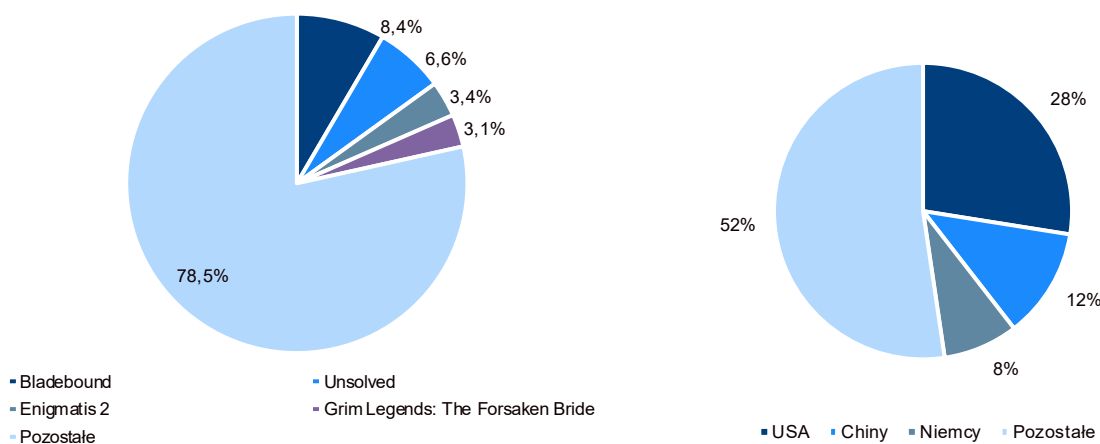
W 2020 r. największe przychody wygenerował *Bladebound* (gra free-to play, komercjalizowana od 2017 r.), a na drugim miejscu uplasowała się wydana w 2020 r. aplikacja *Unsolved*. W 2020 r. Artifex Mundi wprowadziło do sprzedaży 5 nowych gier HOPA, których łączny udział w sprzedaży wyniósł 10% przychodów. W ubiegłym roku największym rynkiem sprzedaży produktów Artifex Mundi był rynek Stanów Zjednoczonych, mający prawie 30% udział w przychodach.

ART: przychody w podziale na platformy: 2019 r. (l. wykres) ; 2020 r. (p. wykres)



Źródło: Artifex Mundi, opracowanie Trigon DM

ART: przychody za 2020r.: podział wg. gier (l. wykres) ; podział wg kraju pochodzenia (p. wykres)



Źródło: Artifex Mundi, opracowanie Trigon DM

Strategia. Artifex Mundi zaktualizował strategię rozwoju na lata 2019-22 na początku 2020r. Zaktualizowana Strategia zakłada koncentrację zasobów Artifex Mundi **na rozwoju działalności deweloperskiej i wydawniczej w segmencie gier free-to-play** przy równoczesnym zakończeniu działalności w segmencie gier premium. Zaktualizowana strategia rozwoju wiąże długoterminowy wzrost wartości Artifex Mundi dla Akcjonariuszy z rozwojem działalności deweloperskiej i wydawniczej oraz konsekwentnym sukcesem w segmencie gier free-to-play, przy równoczesnej maksymalizacji zyskowności i wykorzystaniu szans biznesowych w segmencie gier HOPA. Strategia zakłada maksymalną komercjalizację gier HOPA w modelu premium. Strategia zakłada także, że fundament dla rozwoju spółki będą stanowić także gry RPG komercjalizowane w modelu free-to-play oraz *Unsolved*, aplikacja scalająca część portfolio gier HOPA komercjalizowana w modelu zbliżonym do free-to-play. Struktura organizacyjna Grupy została dostosowana do aktualnej strategii rozwoju poprzez utworzenie dwóch wyspecjalizowanych studiów, realizujących odpowiednio projekty RPG oraz zajmujących się komercjalizacją portfela gier HOPA, w tym rozwoju projektu *Unsolved*.

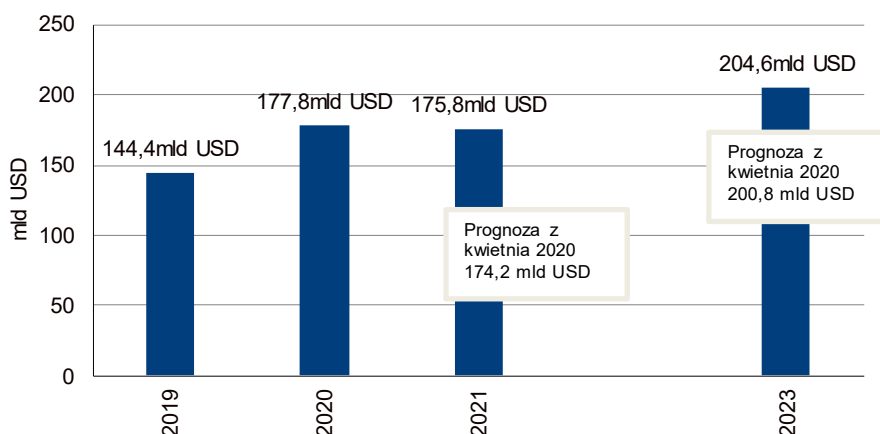
Czynniki ryzyka

- **Niepowodzenie poszczególnych produkcji - ryzyko odpisów.** Jednym z głównych ryzyk w działalności Artifex Mundi jest niepowodzenie poszczególnych gry/gier, co może negatywnie przełożyć się na wyniki. Historycznie, spółka niejednokrotnie odpisywała z bilansu nierentowne projekty, co wiązało się ze słabymi wynikami na P&L (wpływ niegotówkowy ; nakłady zostały poniesione wcześniej poprzez zmianę stanu aktywowanych kosztów gier) i utratą zaufania inwestorów w zakresie nadchodzących projektów;
- **Ryzyko związane z segmentem free-to-play.** Segment free-to-play (gry mobilne) charakteryzuje się bardzo dużą konkurencją z uwagi na niskie bariery wejścia, a co za tym idzie wiąże się to z dużą liczbą nowych gier tworzonych i wprowadzanych na rynek. W konsekwencji istnieje ryzyko, że projekty ART w obszarze free-to-play nie odniosą sukcesu rynkowego;
- **Opóźnienia i przesunięcia premier.** Proces developmentu jest złożony i wieloetapowy, a rozpoczęcie kolejnego etapu produkcji warunkowane jest ukończeniem poprzedzających prac. ART jest narażony na ryzyko opóźnienia procesu produkcyjnego danej gry/gier, co może mieć negatywny wpływ na wyniki finansowe;
- **Odejścia kluczowych pracowników / zespołów.** Spółka jest narażona na ryzyko odejścia kluczowych pracowników i/lub całych zespołów, co w branży gier bywa dość powszechne. ART dzięki Programowi Motywacyjnemu adresuje to ryzyko starając się utrzymać kluczowy personel na dłużej;
- **Ryzyko walutowe.** Sprzedaż gier ART skierowana jest głównie na rynki zagraniczne, w szczególności amerykański, chiński oraz europejski, gdzie głównymi walutami rozliczeniowymi jest USD lub EUR. Umocnienie się PLN w stosunku do tych walut może nieść za sobą ryzyko niższych wyników finansowych.

Otoczenie rynkowe

Rynek gier. Szacunki Newzoo wskazują, że globalny rynek gier wygeneruje 175,8 mld USD w 2021 r. Pomimo niewielkiego spadku r./r. (-1,1% - efekt bazy spowodowanej pandemią COVID-19, premiera nowej generacji konsol) rynek powinien w 2023 roku przekroczyć 200 mld USD. Szacuje się, że do końca roku na całym świecie będzie 2,9 miliarda graczy. Według Newzoo, rynek gier na PC spadnie r./r. o -2,8% do 35,9 mld USD. W przypadku konsoli prognozuje, że rynek spadnie o 8,9% do 49,2 mld USD. Oczekuje się wzrostu rynku gier mobilnych o 4,4% r./r. do 90,7 mld USD.

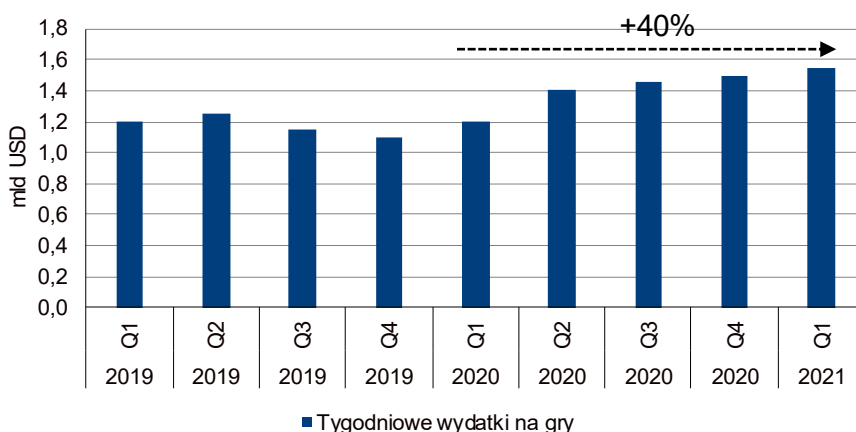
Prognoza rynku gier (mld USD)



Źródło: Newzoo, opracowanie Trigon DM

Gry mobilne. Wydatki na gry mobilne osiągnęły rekordowy poziom 1,7 mld USD tygodniowo w I kwartale 2021 r., co oznacza wzrost o 40% w porównaniu z poziomami sprzed pandemii. Według nowego raportu firmy App Annie i IDC, użytkownicy na całym świecie pobrali o 30% więcej gier w pierwszym kwartale 2021 roku niż w czwartym kwartale 2019 roku.

Tygodniowe wydatki na gry mobilne

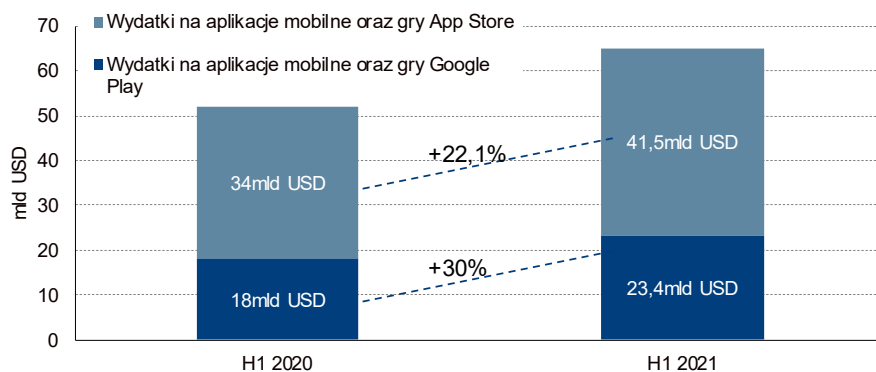


Źródło: AppAnnie, IDC, opracowanie Trigon DM

Według szacunków Sensor Tower, światowe wydatki konsumentów na aplikacje mobilne w App Store i Google Play w pierwszej połowie roku osiągnęły 64,9 miliarda dolarów. To o 24,8% więcej niż 52 miliardy dolarów wygenerowane przez oba sklepy w tym samym okresie w 2020 roku. Chociaż wydatki nadal rosną, dotychczasowy wzrost rok do roku był niższy niż w 2020 roku. W

pierwszej połowie ubiegłego roku pandemia zwiększyła wydatki konsumentów o 28,4%.

Wydatki na aplikacje mobilne oraz gry



Źródło: SensorTower, opracowanie Trigon DM

Rachunek wyników (mln PLN)

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021P | 2022P | 2023P |
|--|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Przychody | 20,1 | 16,7 | 25,7 | 47,3 | 58,5 | 64,9 |
| Koszt w lasny sprzedaży | 12,1 | 8,3 | 9,9 | 10,8 | 13,3 | 14,4 |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 8,0 | 8,4 | 15,8 | 36,5 | 45,2 | 50,5 |
| Koszty sprzedaży | 0,7 | 1,3 | 0,6 | 15,2 | 21,7 | 23,7 |
| Koszty ogólnego zarządu | 2,6 | 2,8 | 2,6 | 2,9 | 3,2 | 3,3 |
| Zysk ze sprzedaży | 4,7 | 4,3 | 12,6 | 18,4 | 20,4 | 23,5 |
| Wynik na pozostałej działalności operacyjnej | -17,6 | -18,6 | -2,6 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| EBITDA | -2,6 | -7,4 | 17,0 | 26,1 | 30,2 | 33,9 |
| EBITDA skor. | 11,6 | 11,2 | 19,5 | 26,1 | 30,2 | 33,9 |
| Amortyzacja | 10,3 | 6,9 | 7,0 | 7,6 | 9,9 | 10,4 |
| EBIT | -12,9 | -14,4 | 10,0 | 18,5 | 20,4 | 23,5 |
| Wynik na działalności finansowej | -0,3 | -0,1 | 0,2 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Zysk brutto | -13,2 | -14,4 | 10,2 | 18,5 | 20,4 | 23,5 |
| Podatek dochodowy | 2,7 | 0,7 | -2,0 | -3,5 | -3,9 | -4,5 |
| Zysk mniejszości | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Zysk netto | -10,5 | -13,7 | 8,2 | 15,0 | 16,5 | 19,0 |
| Zysk netto skor. | -10,5 | -13,7 | 8,2 | 15,0 | 16,5 | 19,0 |

| | | | | | | |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| marża brutto ze sprzedaży | 39,8% | 50,3% | 61,4% | 77,2% | 77,3% | 77,8% |
| marża EBITDA | - | - | 65,9% | 55,1% | 51,7% | 52,3% |
| marża EBITDA skor. | 57,7% | 67,2% | 75,9% | 55,1% | 51,7% | 52,3% |
| marża EBIT | - | - | 38,9% | 39,0% | 34,8% | 36,2% |
| marża netto skor. | - | - | 32,0% | 31,6% | 28,2% | 29,3% |

| | | | | | | |
|---|------|------|-----|------|-----|-----|
| zmiana przychodów r./r. | -2% | -17% | 54% | 84% | 24% | 11% |
| zmiana w wyniku brutto ze sprzedaży r./r. | 50% | 5% | 89% | 131% | 24% | 12% |
| zmiana EBITDA skor. r./r. | 103% | -3% | 74% | 34% | 16% | 12% |
| zmiana EBIT r./r. | - | - | - | 85% | 10% | 15% |
| zmiana zysku netto skor. r./r. | - | - | - | 81% | 10% | 15% |

Źródło: Spółka, Trigon DM

| | 4Q19 | 1Q20 | 2Q20 | 3Q20 | 4Q20 | 1Q21 |
|--|--------------|------------|------------|------------|------------|-------------|
| Przychody | 4,5 | 5,6 | 7,7 | 5,5 | 6,8 | 10,5 |
| Koszt w lasny sprzedaży | 2,1 | 2,3 | 2,9 | 2,3 | 2,4 | 2,7 |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 2,4 | 3,3 | 4,8 | 3,2 | 4,5 | 7,9 |
| Koszty sprzedaży | - | - | - | - | - | - |
| Koszty ogólnego zarządu | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Zysk ze sprzedaży | 2,4 | 3,3 | 4,8 | 3,2 | 4,5 | 7,9 |
| Wynik na pozostałej działalności operacyjnej | -18,0 | -0,8 | -0,2 | 0,1 | -1,7 | 0,0 |
| EBITDA | -16,3 | 2,2 | 4,3 | 2,7 | 2,0 | 4,5 |
| EBITDA skor. | -16,3 | 2,2 | 4,3 | 2,7 | 2,0 | 4,5 |
| Amortyzacja | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 |
| EBIT | -16,6 | 1,8 | 4,0 | 2,4 | 1,7 | 4,2 |
| Wynik na działalności finansowej | -0,2 | -0,1 | 0,1 | 0,0 | 0,2 | 0,0 |
| Zysk brutto | -16,9 | 1,7 | 4,1 | 2,4 | 1,9 | 4,2 |
| Podatek dochodowy | 0,3 | -0,3 | -0,7 | -0,4 | -0,5 | -0,8 |
| Zysk mniejszości | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Zysk netto | -16,6 | 1,4 | 3,4 | 2,0 | 1,4 | 3,4 |
| Zysk netto skor. | -16,6 | 1,4 | 3,4 | 2,0 | 1,4 | 3,4 |

| | | | | | | |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| marża brutto ze sprzedaży | 53,3% | 59,0% | 62,2% | 57,8% | 65,4% | 74,8% |
| marża EBITDA skor. | - | 38,4% | 55,6% | 48,5% | 29,5% | 42,7% |
| marża EBIT | - | 32,6% | 51,9% | 43,7% | 25,5% | 40,1% |
| marża netto skor. | - | 25,0% | 44,0% | 35,8% | 21,2% | 32,5% |

| | | | | | | |
|---|-------|--------|--------|--------|-------|--------|
| zmiana przychodów r./r. | 10,1% | 40,4% | 88,2% | 36,3% | 52,6% | 87,2% |
| zmiana w wyniku brutto ze sprzedaży r./r. | 17,2% | 55,1% | 150,5% | 66,2% | 87,0% | 137,0% |
| zmiana EBITDA skor. r./r. | - | 142,6% | 216,4% | 159,7% | - | 108,3% |
| zmiana EBIT r./r. | - | 224,8% | 289,9% | 253,7% | - | 130,3% |
| zmiana zysku netto skor. r./r. | - | 84,5% | 213,3% | 97,2% | - | 142,8% |

Źródło: Spółka, Trigon DM

Bilans (mln PLN)

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021P | 2022P | 2023P |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Aktywa trwałe | 5,9 | 10,2 | 7,9 | 7,2 | 6,7 | 6,3 |
| Rzeczowe aktywa trwałe | 0,8 | 4,1 | 3,3 | 2,6 | 2,1 | 1,7 |
| Wartości niematerialne i prawne | 0,4 | 0,3 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 |
| Wartość firmy | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Należności długoterminowe | 0,0 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| Inwestycje długoterminowe | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Pozostałe | 4,6 | 5,8 | 4,3 | 4,3 | 4,3 | 4,3 |
| Aktywa obrotowe | 33,1 | 17,7 | 27,8 | 42,8 | 63,4 | 83,0 |
| Aktywowane koszty gier komputerowych | 15,6 | 9,5 | 12,3 | 17,8 | 21,6 | 25,4 |
| Należności handlowe | 3,8 | 2,5 | 4,2 | 6,2 | 7,7 | 8,5 |
| Pozostałe | 2,4 | 1,7 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 |
| Gotówka | 11,2 | 4,0 | 11,0 | 18,5 | 33,8 | 48,8 |
| Aktywa | 38,9 | 27,9 | 35,7 | 50,0 | 70,1 | 89,4 |
| Kapitał własny | 34,9 | 21,2 | 29,4 | 44,4 | 64,1 | 83,1 |
| Kapitał zakładowy | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| Pozostałe | 45,2 | 34,7 | 21,0 | 29,3 | 47,5 | 64,0 |
| Zysk (strata) netto | -10,5 | -13,7 | 8,2 | 15,0 | 16,5 | 19,0 |
| Kapitały mniejszości | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Zobowiązania długoterminowe | 0,7 | 3,2 | 2,7 | 2,7 | 2,7 | 2,7 |
| Zobowiązania oprocentowane | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Pozostałe | 0,7 | 3,2 | 2,7 | 2,7 | 2,7 | 2,7 |
| Zobowiązania krótkoterminowe | 3,3 | 3,5 | 3,6 | 3,0 | 3,3 | 3,5 |
| Zobowiązania oprocentowane | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 1,0 | 2,0 | 3,0 |
| Zobowiązania handlowe | 1,1 | 0,8 | 2,3 | 1,7 | 2,0 | 2,2 |
| Pozostałe | 2,2 | 2,8 | 1,3 | 0,3 | -0,7 | -1,7 |
| Pasywa | 38,9 | 27,9 | 35,7 | 50,0 | 70,1 | 89,4 |
| Kapitał obrotowy netto | 18,3 | 11,2 | 14,2 | 22,4 | 27,3 | 31,7 |
| Dług netto | -11,2 | -4,0 | -11,0 | -17,5 | -31,8 | -45,8 |
| Dług netto skor. | -11,2 | -4,0 | -11,0 | -17,5 | -31,8 | -45,8 |
| Dług netto/EBITDA (x) | 4,4 | 0,5 | -0,7 | -0,7 | -1,1 | -1,4 |
| Dług netto/kapitał własny (x) | -0,3 | -0,2 | -0,4 | -0,4 | -0,5 | -0,6 |
| ROE (%) | - | - | 33% | 41% | 30% | 26% |
| ROA (%) | - | - | 26% | 35% | 27% | 24% |
| Cykl konwersji gotówki (dni) | 616 | 581 | 390 | 481 | 534 | 587 |
| Cykl rotacji zapasów (dni) | 579 | 552 | 399 | 508 | 542 | 595 |
| Cykl rotacji należności handlowych (dni) | 68 | 70 | 48 | 40 | 43 | 46 |
| Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni) | 31 | 41 | 56 | 67 | 51 | 54 |

Rachunek przepływów pieniężnych (mln PLN)

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021P | 2022P | 2023P |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Przepływy z działalności operacyjnej | -5,0 | -6,2 | 8,0 | 7,8 | 12,6 | 15,6 |
| Zysk (strata) netto | -10,5 | -13,7 | 8,2 | 15,0 | 16,5 | 19,0 |
| Amortyzacja | 0,5 | 1,4 | 1,2 | 1,0 | 1,0 | 1,0 |
| Zmiany w kapitale obrotowym | 7,3 | 7,1 | -3,0 | -8,2 | -4,9 | -4,4 |
| Zmiana stanu aktywów analitycznych kosztów gier | 7,2 | 6,2 | -2,8 | -5,6 | -3,8 | -3,8 |
| Zmiana należności handlowych | -0,1 | 1,3 | -1,7 | -2,0 | -1,5 | -0,8 |
| Zmiana zobowiązań handlowych | 0,1 | -0,3 | 1,5 | -0,6 | 0,4 | 0,2 |
| Pozostałe | -2,3 | -0,9 | 1,6 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Przepływy z działalności inwestycyjnej | -0,1 | -0,1 | -0,3 | -0,3 | -0,5 | -0,6 |
| CAPEX | -0,2 | -0,1 | -0,3 | -0,3 | -0,5 | -0,6 |
| Pozostałe | 0,1 | 0,0 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Przepływy z działalności finansowej | 9,9 | -1,0 | -0,8 | 0,0 | 3,2 | 0,0 |
| Zmiana zobowiązań oprocentowanych | 0,0 | 0,0 | -0,8 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Wpływy z emisji akcji | 10,5 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 3,2 | 0,0 |
| Dywidenda | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Pozostałe | -0,5 | -1,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Przepływy pieniężne netto | 4,8 | -7,2 | 7,0 | 7,5 | 15,3 | 15,0 |
| Środki pieniężne na początek okresu | 6,4 | 11,2 | 4,0 | 11,0 | 18,5 | 33,8 |
| Środki pieniężne na koniec okresu | 11,2 | 4,0 | 11,0 | 18,5 | 33,8 | 48,8 |

Źródło: Spółka, Trigon DM

Trigon Dom Maklerski S.A.

Plac Unii, Budynek B, ul. Puławska 2

02-566 Warszawa

T: +48 22 330 11 11 | F: +48 22 330 11 12

http://www.trigon.pl | E: recepcja@trigon.pl

Research:

Grzegorz Kujawski, Head of Research
Konsument, Finanse

Maciej Marcinowski, Deputy Head of Research
Strategia, Banki, Finanse

Kacper Koproń
Gaming, TMT

Katarzyna Kosiorek
Biotechnologia

Michał Kozak
Paliwa, Chemia, Energetyka

Dominik Niszcz
TMT

Łukasz Rudnik
Przemysł, Wydobycie

David Sharma
Budownictwo, Deweloperzy, Materiały budowlane

Sales:

Paweł Szczepański, Head of Sales

Paweł Czupryński

Sebastian Kosakowski

Michał Sopiński

Hubert Kwiecień

Disclaimer

Informacje ogólne

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

Objaśnienia używanej terminologii fachowej:

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

EBIT - zysk operacyjny
EBITDA - zysk operacyjny powiększony o amortyzację
zysk skorygowany - zysk netto skorygowany o transakcje o charakterze jednorazowym
CF - cash flow, przepływy pieniężne
capex - suma wydatków inwestycyjnych przeznaczonych na aktywa trwałe

ROA - stopa zwrotu z aktywów ogółem
ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych
rentowność zysku brutto na sprzedaży - iloraz zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży

rentowność EBITDA - iloraz sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży
 rentowność EBIT - iloraz zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży
 rentowność netto - iloraz zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

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

Rekomendacje wydawane przez Dom Maklerski

Emitent – Artifex Mundi SA

KUPIJ – w ocenie Domu Maklerskiego potencjał wzrostu instrumentu finansowego wynosi co najmniej 10%

TRZYMAJ - w ocenie Domu Maklerskiego spodziewane są względnie stabilne notowania instrumentu finansowego, ewentualnie wzrostu nie większego niż 10%

SPRZEDAJ - w ocenie Domu Maklerskiego istnieje potencjał spadku instrumentu finansowego wynoszący więcej niż -0%.

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

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

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

Dokument sporządziła: Kacper Koproń

Stosowane metody wyceny

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

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

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

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

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

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

Zastrzeżenia prawne, zastrzeżenia dotyczące ryzyka

W ocenie Domu Maklerskiego Dokument został sporządzony obiektywnie, z zachowaniem należytej staranności oraz z wykluczeniem wpływu ewentualnego konfliktu interesów. Ewentualne powstałe pomimo tego niezgodności informacji podanych w Dokumentacie ze stanem faktycznym lub błędne oceny Domu Maklerskiego nie stanowią podstawy odpowiedzialności Domu Maklerskiego. W szczególności Dom Maklerski nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w Dokumentacie.

Dokument nie uwzględnia indywidualnych potrzeb i sytuacji danego inwestora, ani też nie jest wskazaniem, iż jakkolwiek inwestycja jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji danego inwestora, wobec czego wnioski wynikające z Dokumentu mogą okazać się nieodpowiednie dla danego inwestora.

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

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

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

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

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

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

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

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

Szczegółowe informacje odnośnie polityki zarządzania konfliktem interesów znajdują się na stronie www.trigon.pl.

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

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

Z uwagi na ograniczenia formalne wynikające z przepisów prawa Dokument nie może zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazany, udostępniony lub wydany w jurysdykcjach, gdzie jego rozpowszechnianie może podlegać lokalnym ograniczeniom prawnym. Osoby udostępniające lub rozpowszechniające Dokument są obowiązane znać powyższe ograniczenia i ich przestrzegać. Przyjmuje się, że każda osoba (jednostka organizacyjna), która niniejszy dokument pobiera, przyjmuje lub wyraża zgodę na przekazanie jej niniejszego dokumentu, tym samym:

- wyraża zgodę na treść wszelkich powyższych zastrzeżeń;

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

- wyraża zgodę na jednorazowe (w zakresie Dokumentu) świadczenie przez Dom Maklerski usługi w zakresie przekazywania analiz i rekomendacji poprzez udostępnienie Dokumentu. Na zasadach określonych w Regulaminie oraz z uwzględnieniem zastrzeżeń zawartych w Dokumentacie oraz zastrzeżeń opublikowanych wraz z Dokumentem, przy czym: (1) przedmiot usługi ograniczony jest do nieodpłatnego udostępnienia Dokumentu oraz korzystania z niego przez adresata, (2) umowa o świadczenie tej usługi wiąże strony wyłącznie w okresie korzystania przez adresata z Dokumentu. Dokument nie stanowi: oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego ani podstawy do zawarcia innej umowy lub powstania innego zobowiązania.

Data sporządzenia: 10 września 2021 r.

Data pierwszego rozpowszechnienia: 10 września 2021 r. godz.: [17:30]