

## Research

Poland | Equity Research

## Artifex Mundi

## Potencjał Unsolved nadal niezdykontowany

Artifex Mundi to największe pozytywne zaskoczenie w sektorze gier w tym roku. Spółka pomimo trudnego rynku gier mobilnych notuje rekordowe przychody piąty miesiąc z rzędu czego odzwierciedleniem jest dynamiczny wzrost kursu akcji (+117% YTD). Uważamy, że potencjał wzrostu nadal nie jest wyczerpany, a kolejne miesiące powinny przynieść kontynuację pozytywnych trendów, co przy niskiej wycenie (na naszej prognozie 7x P/E 2023) powinno stwarzać okazję inwestycyjną.

Poprawa wyników to zasługa aplikacji mobilnej scalającej gry HOPA - Unsolved, która od listopada '22 wzrosła już przeszło trzykrotnie. Spółka widzi potencjał do kontynuacji wzrostu trzytorowo: (1) DŁUGOŚĆ, czyli rozbudowa contentu i wzrost liczby gier w aplikacji; (2) SZEROKOŚĆ, czyli nowe kanały płatnego pozyskiwania użytkowników oraz nowe platformy (Steam zapowiadany w 2Q23); (3) WYSOKOŚĆ, czyli poprawa najważniejszych KPI, a w tym nowe funkcjonalności, mechaniki, optymalizacja ekonomiki oraz zapowiedzi stworzenia nowej metagry (zakładamy ok. 3Q23). Co więcej, analizując benchmarki gier z gatunku *Hidden Object* dla Unsolved takie jak *June's Journey* czy *Seekers Notes*, które generują odpowiednio 17x i 3x tyle przychodów wydaje się, że gra ma nadal dużą przestrzeń do wzrostu, co naszym zdaniem nie jest zdykontowane.

Z drugiej strony sądzimy, że ryzykiem dla wyceny spółki jest profil FCF, który w największym stopniu obciążony jest kapitalizowaniem kosztów prac nad nową grą mobilną z gatunku RPG, która może mieć soft-launch w 2023 r. Na ten moment uważamy, że rynek słusznie nie dyskontuje potencjalnego wpływu tego tytułu na wyniki ze względu na nienajlepszy track-record ART w tym gatunku (odpisywana i przerabiana gra *Bladebound*) oraz trudne warunki rynkowe (słaby rynek gier mobilnych, duża konkurencja, niskie *hit-ratio*). Scenariusz, w którym gra RPG jest sukcesem i generuje dodatnie wyniki stanowi upside dla naszych prognoz, które na teraz oparte są w lwiej części o trajektorię Unsolved.

**Prognozy.** Prognozujemy, że przychody z segmentu F2P wzrosną o 168% r./r. w 2023, a w latach 2024 i 2025 wzrosną odpowiednio o 30% i 20%. Zakładamy dalszą erozję przychodów w segmencie gier HOPA oraz Premium. Zakładamy, że procentowy udział tantiem w stosunku do przychodów z segmentu HOPA i F2P będzie spadać (segment F2P notuje niższe koszty tantiem w stosunku do przychodów). Zakładamy, że koszty User Acquisition utrzymają się na poziomie 60% w relacji do przychodów F2P w całym okresie prognozy. Zakładamy, że dynamika nakładów na gry na poziomie aktywowanych kosztów gier wyniesie ok. 10% r./r. w kolejnych trzech latach 2023-25 (uwzględnione na CAPEX na DCF).

**Wycena.** Nasza cena docelowa akcji Artifex Mundi oparta jest w 100% na metodzie dochodowej. Bazując na wycenie DCF, która zwraca nam wartość 1 akcji na poziomie **19,2 PLN (+63% upside)**, podtrzymujemy zalecenie inwestycyjne **KUPUJ**. Wycena porównawcza na lata 2023-25 zwraca nam wartość **21,1 PLN** na akcję.

**Czynniki ryzyka.** Opisane na stronie 9.

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	25,7	39,1	38,5	78,0	97,0	113,5
EBITDA	17,0	21,1	15,7	27,4	33,7	39,2
EBIT	10,0	15,3	9,9	21,1	24,7	27,7
Zysk netto	8,2	13,0	12,1	19,6	22,9	25,5
EPS (PLN)	0,7	1,1	1,0	1,6	1,9	2,1
P/E (x)	17,0	10,8	11,6	7,1	6,1	5,5
EV/EBITDA (x)	7,6	5,9	7,6	4,0	2,9	2,1
EV/EBIT (x)	12,9	8,2	12,0	5,2	4,0	3,0
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Źródło: dane spółki, Trigon DM

## Kupuj

(Poprzednia: Kupuj, 18,7)

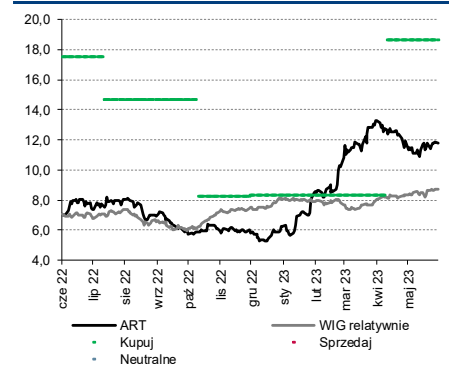
Cena docelowa: 19,2 PLN

Potencjał wzrostu: +63%

## DANE SPÓŁKI

Ticker	ART		
Sektor	Gaming		
Kurs (PLN)	11,75		
52 tyg. min/max (PLN)	5,02 / 13,45		
Liczba akcji (mln szt.)	11,9		
Kapitalizacja (mln PLN)	140		
Free-float	34%		
Śr. obroty 3M (mln PLN)	0,21		
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	-7,7%	34,1%	52,7%

## KURS NA TLE WIG



## HISTORIA REKOMENDACJI

	Data	Wycena
Kupuj	24.04.2023	18,7
Kupuj	13.12.2022	8,4
Kupuj	24.10.2022	8,3
Kupuj	25.07.2022	14,7
Kupuj	22.04.2022	17,6
Kupuj	09.12.2021	19,0
Kupuj	21.10.2021	18,3

## AKCJONARIAT

	Udział %
Porozumienie akcjonariuszy Artifex Mundi	21,2%
Warsaw Equity ASI Sp. z o.o.	13,1%
OFE Nationale-Nederlanden	9,9%
TFI Allianz Polska SA	6,2%
Robert Mikuszewski	5,3%
G5 Entertainment AB	5,2%
Jakub Grudziński	5,2%
Pozostali	33,9%

## WAŻNE DATY

Raport półroczny	20.09.2023
Raport III kw.	15.11.2023

## ANALITYK

Kacper Kopron	+48 666 079 125
	kacper.kopron@trigon.pl

## Artifex Mundi

Bloomberg ticker

**Rekomendacja**  
**Cena docelowa (PLN)**

**Kurs (PLN)**  
**Potencjał wzrostu**

Poprzednia rekomendacja  
Poprzednia cena docelowa (PLN)

Liczba akcji (mln)  
Kapitałizacja (mln PLN)  
EV (mln PLN)

Kacper Korpoń  
kacper.kopron@trigon.pl  
+48 (22) 4338-371

ART PW

**Kupuj**  
**19,2**

**11,8**  
**63%**

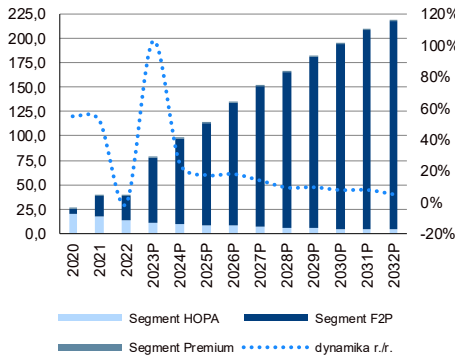
Kupuj  
18,7

11,9  
140  
119

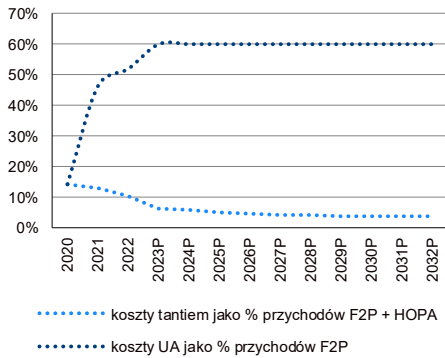
11,9  
140  
119

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	10,8	11,6	7,1	6,1	5,5
P/E skor. (x)	10,8	11,6	7,1	6,1	5,5
P/BV (x)	3,4	2,5	1,9	1,4	1,1
EV/EBITDA (x)	5,9	7,6	3,9	2,9	2,1
EV/EBITDA skor. (x)	5,9	7,6	3,9	2,9	2,1
EV/Sprzedaż (x)	3,2	3,1	1,4	1,0	0,7
FCF Yield (%)	4,0%	4,4%	7,6%	10,3%	17,4%
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	1,1	1,0	1,6	1,9	2,1
EPS skor. (PLN)	1,1	1,0	1,6	1,9	2,1
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BVPS (PLN)	3,5	4,6	6,3	8,2	10,4
Liczba akcji	11,90	11,90	11,90	11,90	11,90
Kapitałizacja (mln PLN)	140	140	140	140	140
EV (mln PLN)	125	119	109	98	83

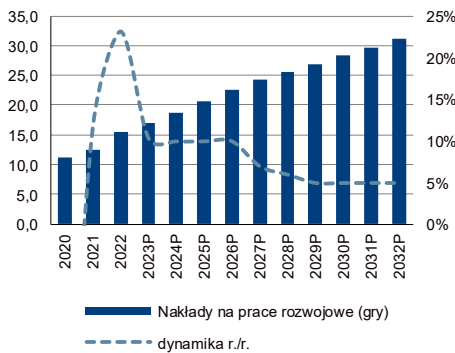
### Przychody po segmentach (mln PLN)



### Koszty zmienne jako % przychodów



### Aktywowane nakłady na gry (mln PLN)



### Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2021	2022	2023P	2024P	2025P
<b>Przychody</b>	<b>39,1</b>	<b>38,5</b>	<b>78,0</b>	<b>97,0</b>	<b>113,5</b>
Koszt własny sprzedaży	9,7	9,1	10,9	13,9	16,7
Zysk brutto ze sprzedaży	29,4	29,4	67,1	83,1	96,8
EBITDA	21,1	15,7	27,8	33,7	39,2
<b>EBITDA skor.</b>	<b>21,1</b>	<b>15,7</b>	<b>27,8</b>	<b>33,7</b>	<b>39,2</b>
Amortyzacja	5,8	5,8	6,7	9,0	11,5
<b>EBIT</b>	<b>15,3</b>	<b>9,9</b>	<b>21,1</b>	<b>24,7</b>	<b>27,7</b>
Zysk brutto	14,7	12,5	22,0	25,7	28,7
Zysk mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	13,0	12,1	19,6	22,9	25,5
<b>Zysk netto skor.</b>	<b>13,0</b>	<b>12,1</b>	<b>19,6</b>	<b>22,9</b>	<b>25,5</b>

### Rachunek przepływów pieniężnych (mln PLN)

	2021	2022	2023P	2024P	2025P
<b>Przeptywy z działalności operacyjnej</b>	<b>5,7</b>	<b>5,6</b>	<b>8,7</b>	<b>10,6</b>	<b>15,1</b>
<b>Przeptywy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-0,5</b>	<b>-16,0</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,7</b>
CAPEX	-0,7	-0,4	-0,5	-0,6	-0,7
<b>Przeptywy z działalności finansowej</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,9</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>
Dywidenda	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF	5,0	5,2	8,3	10,1	14,5
Przeptywy pieniężne netto	4,5	-11,3	9,1	11,0	15,3

### Bilans (mln PLN)

	2021	2022	2023P	2024P	2025P
<b>Aktywa</b>	<b>48,9</b>	<b>65,0</b>	<b>87,5</b>	<b>112,9</b>	<b>140,6</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	2,4	2,0	1,5	1,2	0,9
Wartość firmy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktywowane koszty gier komputerowych	21,7	32,4	43,6	54,3	64,4
Gońwka	14,5	21,2	30,4	41,3	56,7
<b>Pasywa</b>	<b>48,9</b>	<b>65,0</b>	<b>87,5</b>	<b>112,9</b>	<b>140,6</b>
Kapitał własny	41,5	55,2	74,8	97,7	123,2
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	-14,5	-21,2	-30,4	-41,3	-56,7
Zmiany w kapitale obrotowym	-7,6	-8,7	-10,9	-12,3	-10,4

### Wskaźniki operacyjne

	2021	2022	2023P	2024P	2025P
zmiana przychodów r.r.	52%	-1%	102%	24%	17%
zmiana zysku netto skor. r.r.	58%	-7%	62%	17%	12%
marża brutto na sprzedaży (%)	75,1%	76,3%	86,1%	85,7%	85,3%
marża EBITDA skor. (%)	54,0%	40,6%	35,6%	34,8%	34,5%
marża EBIT (%)	39,2%	25,7%	27,0%	25,5%	24,4%
marża netto skor. (%)	33,3%	31,3%	25,1%	23,6%	22,5%
ROE (%)	36,7%	25,0%	30,1%	26,5%	23,1%
ROA (%)	30,7%	21,2%	25,7%	22,8%	20,1%
CAPEX/Sprzedaż (%)	1,8%	1,1%	0,7%	0,7%	0,6%
CAPEX/Amortyzacja (x)	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Dług netto/kapitał własny (x)	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,5
Dług netto/EBITDA skor. (x)	-0,7	-1,4	-1,1	-1,2	-1,4
Cykl konwersji gońwki (dni)	574	947	1063	1060	1072
Cykl rotacji zapasów (dni)	637	1082	1277	1286	1299
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	44	51	32	38	43
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	108	186	246	264	270

Zródło: Spółka, Trigon DM

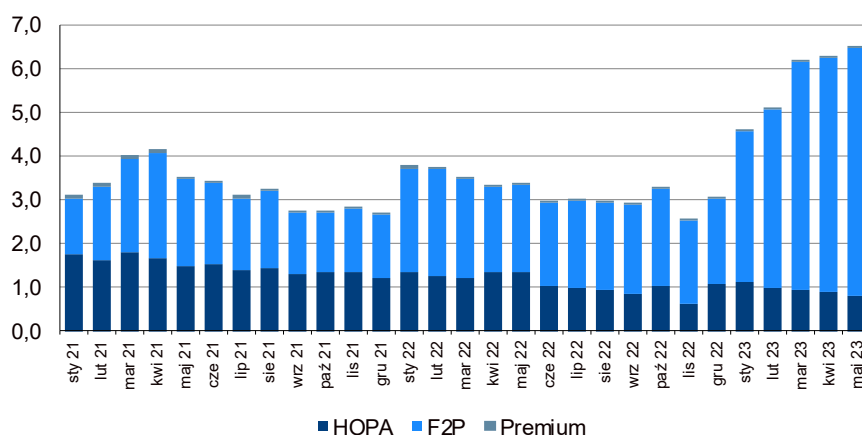
Zródło: Spółka, Trigon DM

## Podsumowanie inwestycyjne

**Mocny wzrost Unsolved.** Od początku roku głównym katalizatorem wzrostu wyników jest Unsolved - aplikacja scalająca ponad 30 gier HOPA, które monetyzowane są za pomocą mikrotransakcji. Pod koniec 2022 r. po aktualizacjach i ulepszeniach odnotowano poprawę LTV graczy (*Lifetime Value*) o kilkadziesiąt procent, co pozwoliło skutecznie poprawić przychody. Od dołka w listopadzie '22, spółka trzykrotnie przeskalała wartość przychodów segmentu Free-to-Play osiągając pięć rekordowych miesięcy z rzędu w 2023 r.

Ostatni rekordowy wynik przyniósł odczyt za maj. Szacunkowe przychody wyniosły 6,5 mln PLN (+3% m./m. ; +92% r./r.) z czego segment F2P (ok. 95% przychodów to Unsolved) wygenerował 5,7 mln PLN (+5% m./m. ; +188% r./r.), a segment HOPA 0,8 mln PLN (-9% m./m. ; -42% r./r.).

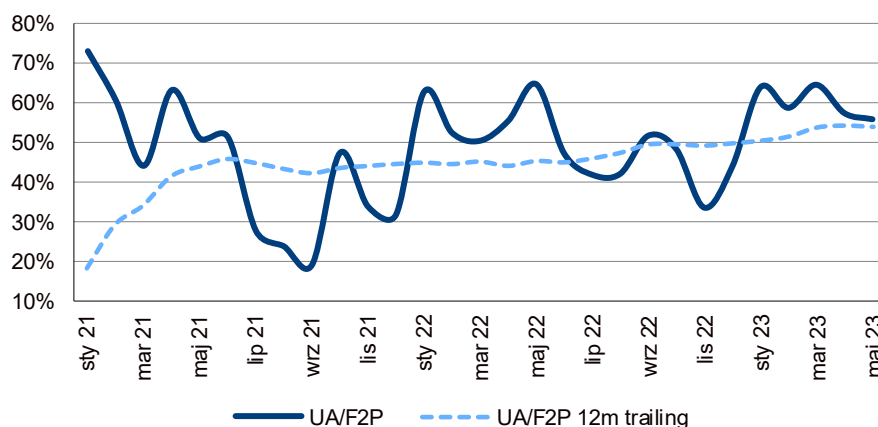
### Przychody miesięczne po segmentach (mln PLN)



Źródło: Artifex Mundi, opracowanie Trigon DM

Przy kosztach akwizycji graczy na poziomie 3,2 mln PLN (wskaźnik UA/przychody F2P: 56% vs. 12-miesięczna średnia krocząca 54%), wynik brutto wyniósł 3,3 mln PLN (+4% m./m. ; +58% r./r.), co było najlepszym wynikiem w historii spółki (poprzedni najlepszy wynik w kwietniu '23).

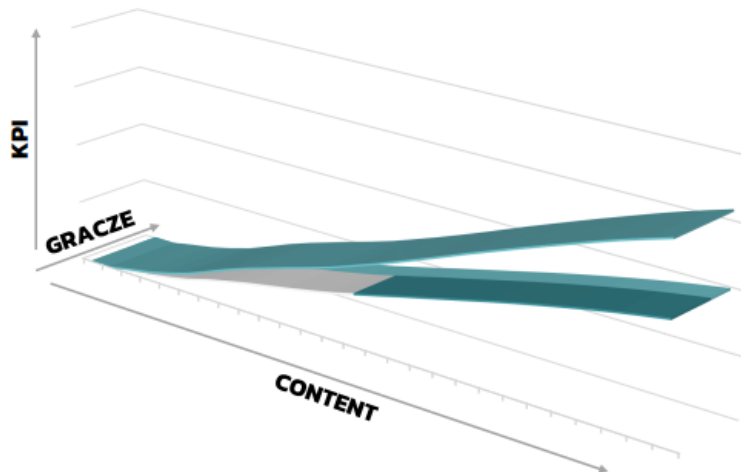
### Koszty User Acquisition w relacji do przychodów segmentu F2P



Źródło: Artifex Mundi, opracowanie Trigon DM

**Jaki upside może mieć Unsolved?** Zapowiedzi spółki to dalszy wzrost i poprawa przychodów aplikacji. Zarząd uważa, że gra może rosnać trzyciorowo: (1) **DŁUGOŚĆ**, czyli rozbudowa contentu i wzrost liczby gier w aplikacji; (2) **SZEROKOŚĆ**, czyli nowe kanały płatnego pozyskiwania użytkowników oraz nowe platformy; (3) **WYSOKOŚĆ**, czyli poprawa najważniejszych KPI, a w tym nowe funkcjonalności, mechaniki, optymalizacja ekonomiki oraz zapowiedzi stworzenia nowej metagry. Wizję wzrostu przedstawia poniższy schemat:

### Unsolved - trójwymiarowa wizja rozwoju



Źródło: Artifex Mundi

Uważamy, że Unsolved powinno mieć przestrzeń do dalszych wzrostów nie tylko na poziomie aplikacji mobilnej, ale także dzięki nowym platformom. Spółka ma w planach wydanie Unsolved w modelu F2P na Steam (wcześniej zapowiadano na I półrocze 2023) i Amazon. Co więcej, Artifex zapowiada, że największy potencjał przychodowy może mieć przemodelowanie metagry (Unsolved 2.0), co może wydarzyć się w perspektywie 3Q23. Według zapowiedzi, aplikacja ma potencjał by poprawić monetyzację m.in. dzięki częstszym LiveOps, które nadal są dość słabo rozwinięte.

W kontekście oczekiwanej trajektorii przychodów Unsolved warto naszym zdaniem porównać grę do pozostałych, udanych tytułów na rynku. Nasza analiza gier mobilnych z gatunku *Hidden Object* wskazuje, że największym tytułem na rynku jest *June's Journey*, która generuje ok. 17x tyle przychodów co Unsolved. Ponad trzykrotnie lepsze przychody generuje gra *Seekers Notes*. Dwa tytuły od wydawcy G5 Entertainment (który posiada >5% udziałów w kapitale Artifex) mają podobną skalę przychodów do Unsolved.

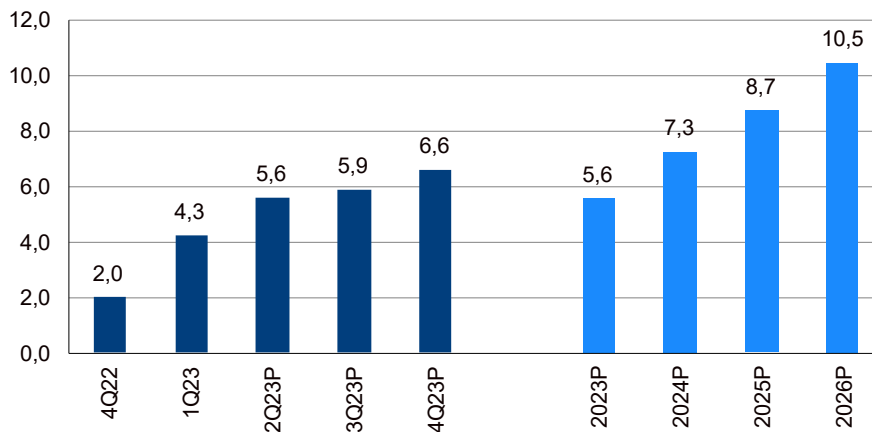
### Porównanie najlepszych gier mobilnych z gatunku *Hidden Object*

Wydawca	Gra	Przychody miesięczne (tyś. USD)	Pobrania
Artifex Mundi	Unsolved: Hidden Mystery Games	900	250
<b>Peers</b>			
MyTona	Seekers Notes: Hidden Objects	2 800	200
Wooga (Playtika)	June's Journey: Hidden Objects	15 000	600
G5 Entertainment	Hidden City: Hidden Object / Object Seekers	900	90
G5 Entertainment	Sherlock - Hidden Object Mystery	1 100	130

Źródło: SensorTower, opracowanie Trigon DM

W naszym modelu zakładamy, że średniomiesięczne przychody segmentu F2P (95% to Unsolved) wzrosną w 3Q23 i 4Q23 odpowiednio o 5% i 12% w ujęciu kw./kw. tj. do 5,9 i 6,6 mln PLN miesięcznie. W 2024 r. zakładamy, że średnie przychody segmentu F2P to 7,3 mln PLN miesięcznie, a w 2025 r. 8,7 mln PLN. Zakładane dynamiki implikują, że gra powinna mieć nadal rząd wielkości 50% dyskonta do miesięcznych przychodów z gry *Seekers Notes* w 2024 r.

Średnie miesięczne przychody z segmentu F2P (mln PLN)



Źródło: Artifex Mundi, szacunki Trigon DM

**Nowa gra RPG.** Spółka od dłuższego czasu tworzy kolejny projekt w segmencie gier Free-to-Play: nową grę z gatunku RPG. Według ostatnich informacji z konferencji, spółka kontynuuje prace zgodnie z harmonogramem, a w okolicach 2Q/3Q '23 miały odbyć się pierwsze testy z udziałem graczy (*technical soft launch*). Spółka nadal nie podaje konkretnych danych o grze. Celem jest maksymalizacja szansy na sukces komercyjny stąd faktyczna premiera gry jest bardzo trudna do określenia. Na razie pozostawilibyśmy ostrożni w ocenie potencjału tego projektu ze względu na nienajlepszy track-record spółki w tym gatunku (poprzednia gra RPG - Bladebound była wielokrotnie przerabiana i finalnie duża część kosztów gry została odpisana). Z drugiej strony jest szansa, że spółka mogła 'odrobić lekcje' z nieudanego Bladebounda i nowa gra RPG okaże się profitowa, czego na razie nie dyskontuje rynek. Według raportu za 1Q'23, skapitalizowane koszty tytułu to na razie ok. 11 mln PLN (0,92 PLN/akcja). Oczekujemy, że decyzje odnośnie timingu soft-launchu mogą zapaść w drugim półroczu 2023 r.

**Prognozy.** Prognozujemy, że przychody z segmentu F2P wzrosną o 168% r./r. w 2023, a w latach 2024 i 2025 wzrosną odpowiednio o 30% i 20%. Sądzymy, że struktura przychodów nie legnie większej zmianie i ponad 95% przychodów będzie generować Unsolved. Zakładamy dalszą erozję przychodów w segmencie gier HOPA oraz Premium.

ART: prognoza przychodów po segmentach

Założenia przychodowe	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
<b>PRZYCHODY</b>	<b>25,7</b>	<b>39,1</b>	<b>38,5</b>	<b>78,0</b>	<b>97,0</b>	<b>113,5</b>	<b>133,5</b>	<b>151,6</b>	<b>165,3</b>	<b>180,5</b>	<b>194,0</b>	<b>208,6</b>	<b>218,3</b>
dynamika r./r.	54%	52%	-1%	102%	24%	17%	18%	14%	9%	9%	7%	8%	5%
<b>Segment HOPA</b>	<b>20,8</b>	<b>17,9</b>	<b>13,0</b>	<b>10,6</b>	<b>9,6</b>	<b>8,6</b>	<b>7,8</b>	<b>7,0</b>	<b>6,3</b>	<b>5,7</b>	<b>5,1</b>	<b>4,6</b>	<b>4,1</b>
dynamika r./r.	46%	-14%	-27%	-18%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%
<b>Segment F2P</b>	<b>4,0</b>	<b>20,6</b>	<b>25,1</b>	<b>67,1</b>	<b>87,3</b>	<b>104,7</b>	<b>125,7</b>	<b>144,5</b>	<b>159,0</b>	<b>174,9</b>	<b>188,8</b>	<b>204,0</b>	<b>214,1</b>
dynamika r./r.	211%	411%	22%	168%	30%	20%	20%	15%	10%	10%	8%	8%	5%
<b>Segment Premium</b>	<b>0,9</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
dynamika r./r.	-20%	-30%	-25%	-49%	-25%	-25%	-25%	-25%	-25%	-25%	-25%	-25%	-25%

Źródło: Artifex Mundi, prognozy Trigon DM

Jeśli chodzi o koszty to zakładamy, że procentowy udział tantiem w stosunku do przychodów z segmentu HOPA i F2P będzie spadać - jest to efekt tego, że segment F2P notuje znacznie niższe koszty tantiem w stosunku do przychodów niż segment HOPA (szacujemy ok. 3% dla F2P i ok. 25-30% dla HOPA). Zakładamy, że koszty User Acquisition ujmowane na linii kosztów sprzedaży utrzymają się na poziomie 60% w relacji do przychodów w całym okresie prognozy (nie zakładamy dalszych usprawnień po stronie UA adresując coraz bardziej konkurencyjny rynek). Zakładamy, że dynamika nakładów na gry na poziomie aktywowanych kosztów gier (koszty i zmiana stanu pozycji przechodzi przez OCF) wyniesie ok. 10% r./r. w kolejnych trzech latach 2023-25 (uwzględnione na CAPEX w DCF).

**ART: prognoza kosztów**

Założenia kosztowe	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
<b>KOSZTY (P&amp;L)</b>	<b>13,1</b>	<b>23,7</b>	<b>28,6</b>	<b>56,9</b>	<b>72,3</b>	<b>85,8</b>	<b>101,5</b>	<b>115,9</b>	<b>127,7</b>	<b>140,5</b>	<b>152,5</b>	<b>165,2</b>	<b>174,9</b>
<b>COGS</b>	<b>9,9</b>	<b>9,7</b>	<b>9,1</b>	<b>10,9</b>	<b>13,9</b>	<b>16,7</b>	<b>19,6</b>	<b>22,5</b>	<b>25,3</b>	<b>28,1</b>	<b>31,4</b>	<b>34,7</b>	<b>37,9</b>
dynamika r./r.	20%	-2%	-6%	19%	28%	20%	17%	15%	12%	11%	12%	11%	9%
o/w tantiemy	3,6	4,9	3,9	4,8	5,5	5,7	6,1	6,4	6,7	6,9	7,2	7,5	7,7
dynamika r./r.	97%	37%	-19%	20%	16%	4%	6%	5%	3%	4%	4%	4%	2%
% przychodów F2P + HOPA	14,3%	12,7%	10,4%	6,1%	5,7%	5,1%	4,6%	4,2%	4,0%	3,8%	3,7%	3,6%	3,5%
o/w amortyzacja gier	5,8	4,4	4,8	5,7	8,0	10,5	13,0	15,5	18,0	20,5	23,5	26,5	29,5
dynamika r./r.	4%	-25%	10%	19%	39%	31%	24%	19%	16%	14%	15%	13%	11%
o/w pozostałe	0,6	0,5	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,6	0,7	0,7	0,7	0,8
<b>Koszty sprzedaży</b>	<b>0,6</b>	<b>9,5</b>	<b>13,0</b>	<b>40,2</b>	<b>52,2</b>	<b>62,7</b>	<b>75,2</b>	<b>86,5</b>	<b>95,1</b>	<b>104,6</b>	<b>113,0</b>	<b>122,1</b>	<b>128,2</b>
dynamika r./r.	-55%	1574%	37%	210%	30%	20%	20%	15%	10%	10%	8%	8%	5%
% przychodów F2P	14%	46%	52%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%
<b>Koszty ogólnego zarządu</b>	<b>2,6</b>	<b>4,5</b>	<b>6,5</b>	<b>5,9</b>	<b>6,2</b>	<b>6,4</b>	<b>6,7</b>	<b>7,0</b>	<b>7,4</b>	<b>7,8</b>	<b>8,1</b>	<b>8,5</b>	<b>8,8</b>
dynamika r./r.	-9%	73%	46%	-10%	4%	4%	4%	4%	6%	6%	4%	4%	4%

Źródło: Artifex Mundi, prognozy Trigon DM

**Aktualizacja Programu Motywacyjnego.** Spółka na ZWZ planowanym 28 czerwca chce uchwalić aktualizację obowiązującego Programu Motywacyjnego rozszerzając go o lata 2025-26 (III tranza), bez zmian w pozostałych dwóch transzach rozliczenia (okresy obrotowe 2021-22 i 2023-24). Aktualizacja zakłada, że w nowym okresie obowiązywania Programu spółka będzie mogła wyemitować akcje serii E (oparte na warrantach subskrypcyjnych) jeśli zrealizuje przedział 35 - 42 mln PLN zysku netto (100% lub więcej realizacji celu wynikowego implikuje maksymalną liczbę akcji w transzy III). Liczba akcji przypadająca na III tranzę to 0,379 mln, a całość Programu to 1,1 mln akcji. Implikuje to całościowo 9,32% rozwodnienia w stosunku do obecnej struktury kapitału w 6 lat obowiązywania Programu (średnio 1,55% rocznie). Akcje w PM mają być obejmowane po cenie 9,01 PLN/akcja.

Nasze prognozy na lata 2023-24 i 2025-26 są wyższe niż maksymalny poziom wyników odpowiednio o ok. 21% i 31%. W modelu zakładamy pełne rozwodnienie z tyt. PM oraz wartość emisji z tyt. objęcia akcji serii E na poziomie 10 mln PLN.

**Transze i cele finansowe Programu Motywacyjnego (zysk netto) na tle prognozy Trigon**

transza	liczba akcji (mln)	wyniki 2021-22			
I tranza	0,360	Min	Max	TDM	Δ vs. max
		21,0	25,0	25,1	0,3%
transza	liczba akcji (mln)	wyniki 2023-24			
II tranza	0,370	Min	Max	TDM	Δ vs. max
		25,0	35,0	42,5	21,4%
transza	liczba akcji (mln)	wyniki 2025-26			
III tranza	0,379	Min	Max	TDM	Δ vs. max
		35,0	42,0	54,9	30,8%
<b>TOTAL</b>	<b>1,109</b>	<b>Min</b>	<b>Max</b>	<b>TDM</b>	<b>Δ vs. max</b>
		<b>81,0</b>	<b>102,0</b>	<b>122,5</b>	<b>20,1%</b>

Źródło: Artifex Mundi, prognozy Trigon DM

## Wycena

**Wycena.** Nasza cena docelowa akcji Artifex Mundi oparta jest w 100% na metodzie DCF. Nasza metodologia zwraca wartość 1 akcji Artifex Mundi na poziomie **19,2 PLN (KUPUJ, +63% upside)**.

### Główne założenia metody DCF:

- Stopa wolna od ryzyka na poziomie 6%;
- Premia rynkowa 7,5% (metodologia TDM 7,5% dla spółek poniżej sWIG80);
- Współczynnik beta na poziomie 1,2;
- Rezydualna stopa wzrostu na poziomie 3%;
- CIT=11% (efekt ulgi IP BOX);
- Liczba akcji w pełni rozwodniona (+1,1 mln akcji z Programu Motywacyjnego)
- Zdyskontowana wartość emisji z tyt. PM +6 mln PLN (seria E);

### ART: wycena DCF

DCF w mln PLN	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	TV
EBIT	21,1	24,7	27,7	32,0	35,6	37,5	40,0	41,4	43,3	44,4	
Stopa podatkowa	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	
NOPLAT	18,7	22,0	24,7	28,5	31,7	33,4	35,6	36,9	38,5	39,5	
Amortyzacja (aktyw. trwałe / WNIP)	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2	
Amortyzacja (aktywowane koszty gier)	5,7	8,0	10,5	13,0	15,5	18,0	20,5	23,5	26,5	29,5	
Nakłady inwestycyjne (aktyw. trwałe / WNIP)	-0,5	-0,6	-0,7	-0,8	-0,9	-1,0	-1,1	-1,2	-1,2	-1,2	
Nakłady na prace rozwojowe (gry)	-17,0	-18,7	-20,6	-22,6	-24,2	-25,7	-26,9	-28,3	-29,7	-31,2	
Zmiana kapitału obrotowego, netto	0,3	-1,6	-0,4	-0,1	-0,5	-0,7	-0,3	-0,6	-0,5	-0,8	
FCF	8,3	10,1	14,5	19,0	22,6	25,1	28,9	31,4	34,8	36,9	36,9
Dług/(Dług+Kapitał) (%)	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
Stopa wolna od ryzyka (%)	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	
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 (%)	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	
Koszt kapitału (%)	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	
WACC (%)	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Wartość bieżąca FCF	7,7	8,1	10,1	11,5	11,9	11,6	11,6	10,9	10,5	9,7	
Suma DFCF	104										
Stopa wzrostu FCF w TV	3,0%										
Zdyskontowana wartość rezydualna	72										
Dług netto (2023.01.01)	-21										
Zdyskontowana emisja akcji z tyt. PM	6										
<b>Wartość spółki (mln PLN)</b>	<b>204</b>										
Liczba akcji (mln szt.) (rozwodniona)	13,01										
Wartość spółki na akcję (2023.01.01)	15,7										
Wartość spółki na akcję (dzisiaj)	16,7										
<b>Cena docelowa 12M</b>	<b>19,2</b>										
Obecny kurs rynkowy	11,75										
<b>Upside / downside</b>	<b>63%</b>										

*Źródło: Trigon DM*

Założenia wyceny porównawczej:

- Wycena na wskaźnikach P/E oraz EV/EBIT na lata 2023-25;
- Grupa porównawcza - podmioty z branży gier notowane w Polsce oraz zagraniczne spółki z gamingowe z obszaru gamingu mobilnego.

Wycena porównawcza Artifex Mundi na wskaźnikach P/E i EV/EBIT na lata 2023-25 zwraca wartość **21,1 PLN/akcję**.

**ART: wycena porównawcza**

Spółka	P/E			EV/EBIT		
	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
<b>POLSKA</b>						
CD Projekt	37,9	57,5	80,8	35,2	63,8	88,5
PlayWay	13,8	13,9	10,7	10,0	10,0	7,7
Huuuge	9,1	10,1	11,2	4,8	5,4	5,6
11 bit studios	59,1	9,1	9,6	57,7	8,0	9,3
PCF Group	63,2	21,5	6,3	41,7	18,3	4,9
Ten Square Games	12,6	8,8	8,6	8,3	5,7	5,9
Creepy Jar	21,4	8,5	9,5	18,8	8,1	7,7
<b>MOBILE</b>						
Playtika	13,1	11,9	10,5	10,9	10,1	9,1
SciPlay	18,7	15,9	14,2	12,9	11,6	10,7
StillFront	7,9	6,6	6,0	8,9	7,7	6,7
Rovio	22,6	20,1	18,4	16,0	13,9	12,3
G5 Entertainment	9,5	8,7	8,4	8,7	7,2	6,9
<b>Mediana</b>	<b>16,2</b>	<b>11,0</b>	<b>10,1</b>	<b>11,9</b>	<b>9,1</b>	<b>7,7</b>
Wycena (mln PLN)	318,2	251,9	257,1	281,5	265,6	270,2
Wycena ze składnika (mln PLN)		275,7			272,4	
<b>Wycena wynikowa (mln PLN)</b>			<b>274,0</b>			
<b>Wycena wynikowa na akcję</b>			<b>21,1</b>			

Źródło: Bloomberg, opracowanie Trigon DM



## Czynniki ryzyka

- **Niepowodzenie poszczególnych produkcji - ryzyko odpisów.** Jednym z głównych ryzyk w działalności Artifex Mundi jest niepowodzenie poszczególnej gry/gier, co może negatywnie przełożyć się na wyniki. Historycznie, spółka niejednokrotnie odpisywała z bilansu nierentowne projekty (m.in. gra Bladebound z segmentu gier mobilnych RPG), 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. Po 1Q23 aktywowane koszty gier komputerowych (kapitalizowane na bilansie) to ok. 35,8 mln PLN;
- **Wysoka koncentracja przychodów.** Obecnie ok. 85% całkowitych przychodów spółki generowanych jest przez aplikację Unsolved. Pogorszenie przychodów jednej aplikacji przez warunki rynkowe lub nieudane aktualizacje/funkcjonalności mogą mieć negatywny wpływ na wyniki finansowe;
- **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 liczbę 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. Obecnie spółka zatrudnia ok. 99 osób z czego ok. 42 osoby w zespole HOPA (Unsolved) i 36 w zespole RPG ;
- **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.

## Rachunek wyników (mln PLN)

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
<b>Przychody</b>	<b>25,7</b>	<b>39,1</b>	<b>38,5</b>	<b>78,0</b>	<b>97,0</b>	<b>113,5</b>
Koszt własny sprzedaży	9,9	9,7	9,1	10,9	13,9	16,7
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>15,8</b>	<b>29,4</b>	<b>29,4</b>	<b>67,1</b>	<b>83,1</b>	<b>96,8</b>
Koszty sprzedaży	0,6	9,5	13,0	40,2	52,2	62,7
Koszty ogólnego zarządu	2,6	4,5	6,5	5,9	6,2	6,4
Zysk ze sprzedaży	12,6	15,4	9,9	21,1	24,7	27,7
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	-2,6	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>17,0</b>	<b>21,1</b>	<b>15,7</b>	<b>27,8</b>	<b>33,7</b>	<b>39,2</b>
<b>EBITDA skor.</b>	<b>19,5</b>	<b>21,1</b>	<b>15,7</b>	<b>27,8</b>	<b>33,7</b>	<b>39,2</b>
Amortyzacja	7,0	5,8	5,8	6,7	9,0	11,5
<b>EBIT</b>	<b>10,0</b>	<b>15,3</b>	<b>9,9</b>	<b>21,1</b>	<b>24,7</b>	<b>27,7</b>
Wynik na działalności finansowej	0,2	-0,6	2,6	1,0	1,0	1,0
<b>Zysk brutto</b>	<b>10,2</b>	<b>14,7</b>	<b>12,5</b>	<b>22,0</b>	<b>25,7</b>	<b>28,7</b>
Podatek dochodowy	-2,0	-1,7	-0,5	-2,4	-2,8	-3,2
Zysk mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zysk netto</b>	<b>8,2</b>	<b>13,0</b>	<b>12,1</b>	<b>19,6</b>	<b>22,9</b>	<b>25,5</b>
<b>Zysk netto skor.</b>	<b>8,2</b>	<b>13,0</b>	<b>12,1</b>	<b>19,6</b>	<b>22,9</b>	<b>25,5</b>

marża brutto ze sprzedaży	61,4%	75,1%	76,3%	86,1%	85,7%	85,3%
marża EBITDA	65,9%	54,0%	40,6%	35,6%	34,8%	34,5%
marża EBITDA skor.	75,9%	54,0%	40,6%	35,6%	34,8%	34,5%
marża EBIT	38,9%	39,2%	25,7%	27,0%	25,5%	24,4%
marża netto skor.	32,0%	33,3%	31,3%	25,1%	23,6%	22,5%

zmiana przychodów r./r.	54%	52%	-1%	102%	24%	17%
zmiana wyniku brutto ze sprzedaży r./r.	89%	86%	0%	128%	24%	16%
zmiana EBITDA skor. r./r.	74%	8%	-26%	77%	21%	16%
zmiana EBIT r./r.	-	53%	-35%	112%	17%	12%
zmiana zysku netto skor. r./r.	-	58%	-7%	62%	17%	12%

Źródło: Spółka, Trigon DM

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P
<b>Przychody</b>	<b>11,1</b>	<b>9,7</b>	<b>8,9</b>	<b>8,9</b>	<b>15,9</b>	<b>19,3</b>
Koszt własny sprzedaży	2,3	2,4	2,1	2,2	2,2	2,7
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>8,7</b>	<b>7,3</b>	<b>6,7</b>	<b>6,7</b>	<b>13,7</b>	<b>16,7</b>
Koszty sprzedaży	-	-	-	-	-	-
Koszty ogólnego zarządu	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk ze sprzedaży	8,7	7,3	6,7	6,7	13,7	16,7
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	-0,1	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>4,6</b>	<b>3,9</b>	<b>3,9</b>	<b>3,3</b>	<b>5,5</b>	<b>6,7</b>
<b>EBITDA skor.</b>	<b>5,0</b>	<b>4,2</b>	<b>3,7</b>	<b>3,5</b>	<b>5,7</b>	<b>6,7</b>
Amortyzacja	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3
<b>EBIT</b>	<b>3,1</b>	<b>2,5</b>	<b>2,5</b>	<b>1,8</b>	<b>4,1</b>	<b>5,1</b>
Wynik na działalności finansowej	-0,5	-1,1	-0,3	4,6	0,4	0,2
<b>Zysk brutto</b>	<b>2,6</b>	<b>1,3</b>	<b>2,2</b>	<b>6,4</b>	<b>4,5</b>	<b>5,3</b>
Podatek dochodowy	-0,3	-0,2	-0,5	0,6	-0,5	-0,6
Zysk mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zysk netto</b>	<b>2,3</b>	<b>1,1</b>	<b>1,7</b>	<b>7,0</b>	<b>4,0</b>	<b>4,7</b>
<b>Zysk netto skor.</b>	<b>2,7</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>	<b>4,5</b>	<b>4,0</b>	<b>4,7</b>

marża brutto ze sprzedaży	78,8%	75,2%	75,8%	75,0%	86,1%	86,1%
marża EBITDA skor.	45,0%	43,1%	41,9%	39,8%	36,0%	34,9%
marża EBIT	28,3%	25,4%	28,0%	20,5%	26,0%	26,3%
marża netto skor.	24,1%	14,2%	17,3%	50,1%	25,1%	24,4%

zmiana przychodów r./r.	5,2%	-12,7%	-2,9%	7,2%	43,9%	99,6%
zmiana wyniku brutto ze sprzedaży r./r.	11,0%	-15,8%	0,9%	8,3%	57,1%	128,7%
zmiana EBITDA skor. r./r.	-15,7%	-24,6%	-28,3%	-13,1%	15,1%	61,4%
zmiana EBIT r./r.	-25,7%	-38,8%	-40,0%	-38,0%	31,9%	106,8%
zmiana zysku netto skor. r./r.	-15,7%	-59,1%	-54,0%	43,3%	49,5%	242,0%

Źródło: Spółka, Trigon DM

## Bilans (mln PLN)

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>7,9</b>	<b>6,0</b>	<b>5,6</b>	<b>5,2</b>	<b>4,8</b>	<b>4,5</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	3,3	2,4	2,0	1,5	1,2	0,9
Wartości niematerialne i prawne	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Wartość firmy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Należności długoterminowe	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inwestycje długoterminowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	4,3	3,5	3,6	3,6	3,6	3,6
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>27,8</b>	<b>42,9</b>	<b>59,4</b>	<b>82,4</b>	<b>108,1</b>	<b>136,0</b>
Aktywowane koszty gier komputerowych	12,3	21,7	32,4	43,6	54,3	64,4
Należności handlowe	4,2	5,2	5,5	8,1	12,2	14,6
Pozostałe	0,2	1,5	0,3	0,3	0,3	0,3
Gotówka	11,0	14,5	21,2	30,4	41,3	56,7
<b>Aktywa</b>	<b>35,7</b>	<b>48,9</b>	<b>65,0</b>	<b>87,5</b>	<b>112,9</b>	<b>140,6</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>29,4</b>	<b>41,5</b>	<b>55,2</b>	<b>74,8</b>	<b>97,7</b>	<b>123,2</b>
Kapitał zakładowy	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Pozostałe	21,0	28,4	43,0	55,1	74,7	97,5
Zysk (strata) netto	8,2	13,0	12,1	19,6	22,9	25,5
Kapitały mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>2,7</b>	<b>1,9</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>
Zobowiązania oprocentowane	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	2,7	1,9	1,1	1,1	1,1	1,1
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>3,6</b>	<b>5,4</b>	<b>8,7</b>	<b>11,6</b>	<b>14,1</b>	<b>16,2</b>
Zobowiązania oprocentowane	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania handlowe	2,3	3,4	5,9	8,8	11,3	13,4
Pozostałe	1,3	2,0	2,8	2,8	2,8	2,8
<b>Pasywa</b>	<b>35,7</b>	<b>48,9</b>	<b>65,0</b>	<b>87,5</b>	<b>112,9</b>	<b>140,6</b>
Kapitał obrotowy netto	14,2	23,5	32,0	42,9	55,2	65,7
Dług netto	-11,0	-14,5	-21,2	-30,4	-41,3	-56,7
Dług netto skor.	-11,0	-14,5	-21,2	-30,4	-41,3	-56,7
Dług netto/EBITDA (x)	-0,7	-0,7	-1,4	-1,1	-1,2	-1,4
Dług netto/kapitał własny (x)	-0,4	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,5
ROE (%)	33%	37%	25%	30%	27%	23%
ROA (%)	26%	31%	21%	26%	23%	20%
Cykl konwersji gotówki (dni)	390	574	947	1063	1060	1072
Cykl rotacji zapasów (dni)	399	637	1082	1277	1286	1299
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	48	44	51	32	38	43
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	56	108	186	246	264	270

Źródło: Spółka, Trigon DM

## Rachunek przepływów pieniężnych (mln PLN)

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
<b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>	<b>8,0</b>	<b>5,7</b>	<b>5,6</b>	<b>8,7</b>	<b>10,6</b>	<b>15,1</b>
Zysk (strata) netto	8,2	13,0	12,1	19,6	22,9	25,5
Amortyzacja	1,2	1,4	0,9	1,0	1,0	1,0
Zmiany w kapitale obrotowym	-3,0	-7,6	-8,7	-10,9	-12,3	-10,4
Zmiana stanu aktywowanych kosztów gier	-2,8	-8,7	-10,7	-11,3	-10,7	-10,1
Zmiana należności handlowych	-1,7	0,0	-0,4	-2,6	-4,1	-2,5
Zmiana zobowiązań handlowych	1,5	1,1	2,4	2,9	2,5	2,1
Pozostałe	1,6	-1,0	1,3	-1,0	-1,0	-1,0
<b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,5</b>	<b>-16,0</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,7</b>
CAPEX	-0,3	-0,7	-0,4	-0,5	-0,6	-0,7
Pozostałe	0,1	0,2	-15,6	0,0	0,0	0,0
<b>Przepływy z działalności finansowej</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,9</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>
Zmiana zobowiązań oprocentowanych	-0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wpływy z emisji akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidenda	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	0,0	-0,7	-0,9	1,0	1,0	1,0
<b>Przepływy pieniężne netto</b>	<b>7,0</b>	<b>4,5</b>	<b>-11,3</b>	<b>9,1</b>	<b>11,0</b>	<b>15,3</b>
Środki pieniężne na początek okresu	4,0	11,0	14,5	3,2	12,3	23,3
Środki pieniężne na koniec okresu	11,0	14,5	3,2	12,3	23,3	38,6

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: [repcja@trigon.pl](mailto:repcja@trigon.pl)

### EQUITY RESEARCH TEAM

**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 Niszc**  
*TMT*

**Łukasz Rudnik**  
*Przemysł, Wydobycie*

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

**Piotr Rychlicki**  
*Junior Analyst*

**Piotr Chodyra**  
*Junior Analyst*

### SALES & TRADING TEAM

**Paweł Szczepański**, Head of Sales

**Michał Sopiński**, Deputy Head of Sales

**Paweł Czupryński**

**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:

kapitałizacja - 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

