

# 11 bit studios

neutralnie

gaming

poprzednia rekomendacja: akumuluj

Cena rynkowa\* : 149,0

Cena docelowa: 160,8

## Okres przejściowy przed Frostpunkiem 1886

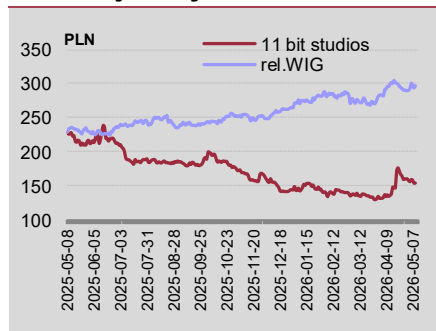
11 bit studios znajduje się na etapie rewizji oczekiwań inwestorskich po znacznie słabszym od prognoz odbiorze „Frostpunka 2” oraz odpisie Projektu 8, co istotnie pogorszyło ocenę potencjału monetyzacji portfolio spółki. W odpowiedzi studio przedstawiło najbardziej rozbudowaną strategię w historii, opartą na równoległym rozwoju projektów własnych, modelu game-as-a-platform oraz segmencie wydawniczym. Pierwszym z kluczowych elementów pipeline’u pozostaje „Frostpunk 1886”, którego premierę, po uwzględnieniu aktualnego stanu prac deweloperskich, przesuwamy w naszym modelu na 2028 rok (vs. 2027 poprzednio).

W naszej ocenie obecna wycena w dużej mierze dyskontuje już negatywne wydarzenia z ostatnich kwartałów oraz słabszą sprzedaż ostatnich premier, jednak potencjał poprawy wyników pozostaje odroczony w czasie i uzależniony od realizacji nowego harmonogramu, którego najważniejsze etapy przypadają dopiero na lata 2028+.

Uwzględniając prognozowany przez nas zysk netto na 2026 rok, 11 bit studios wyceniane jest przy wyprzedzającym wskaźniku P/E na poziomie 74,7x. W konsekwencji obniżenia prognoz finansowych, zakładanej przez nas późniejszej premiery „Frostpunk 1886” oraz niższych wycen spółek w metodzie porównawczej, obniżamy cenę docelową z 213,5 PLN do 160,8 PLN i zmieniamy rekomendację na „neutralnie”.

Największy wpływ na wyniki spółki wciąż mają „Frostpunk 2” oraz „The Alters”, jednak ich monetyzację oceniamy rozczarowująco, głównie ze względu na krótki „ogon sprzedażowy”. Sprzedaż „Frostpunka 2” w 2025 roku wyniosła zaledwie 288 tys. egzemplarzy (vs 592 tys. w 2024 r.), natomiast „The Alters” do końca 2025 roku znalazł ok. 545 tys. nabywców, vs. prognozowane przez nas 650 tys. Nie spodziewamy się przełomu w sprzedaży obu tytułów w kolejnych okresach. Planowane premiery DLC (FP2: czerwiec i grudzień 2026 r., The Alters: 2/3Q’26), poza uwolnieniem zobowiązań z tytułu edycji Deluxe, nie staną się w naszej opinii impulsem do skokowego wzrostu sprzedaży tych gier. Dodatkowo wyniki 2026 roku nie będą już wspierane istotnymi płatnościami z tytułu usługi Game Pass, co znacząco obniża bazę przychodową z tych tytułów. Segment wydawniczy pozostaje z kolei jedynie uzupełnieniem działalności podstawowej. Premiery gier „Moonlighter 2” oraz „Death Howl” nie zmieniają obrazu tego pionu ze względu na ich ograniczoną skalę komercyjną. Z kolei zapowiedziany na 2027 rok tytuł „Crop” nie daje na tym etapie podstaw do istotnej rewizji oczekiwań wobec segmentu wydawniczego, który wciąż boryka się z trudnym otoczeniem rynkowym dla mniejszych produkcji.

### Kurs akcji relatywnie



Źródło: Bloomberg

Max/min 52 tygodnie (PLN)	246 / 127.2
Liczba akcji (mln)	2,4
Kapitalizacja (mln PLN)	360
EV (mln PLN)	451
Free float (mln PLN)	329,2
Średni obrót (mln PLN)	2,1
Główni akcjonariusze % akcji, % głosów	Grzegorz Miechowski 6,99%, 6,99%
	NN PTE 5,17%, 5,17%
	Esaliens TFI 5,00%, 5,00%
	<b>1 m</b> <b>3 m</b> <b>12 m</b>
Zmiana ceny	9,2% 8,0% -34,1%
Zmiana WIG	-0,9% 2,9% 25,7%

Źródło: Bloomberg, Biuro Maklerskie Banku Millennium

Grzegorz Gawkowski

22 598 26 05

grzegorz.gawkowski@bankmillennium.pl

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	DY (%)	EV /EBIT	EV /EBITDA	ROE (%)
2025	141,0	21,9	72,1	11,5	6,9	2,9	23,7	97,8	51,9	1,5	0,0	20,6	6,3	2,9
2026p	97,6	3,8	41,7	5,4	4,8	2,0	17,7	99,8	74,7	1,5	0,0	118,4	10,8	2,0
2027p	86,2	3,4	33,4	4,4	4,0	1,6	14,1	101,4	91,0	1,5	0,0	133,0	13,5	1,6
2028p	135,1	40,2	73,5	41,0	36,9	15,3	29,0	116,7	9,8	1,3	0,0	11,2	6,1	13,1

p - prognozy Biura Maklerskiego Banku Millennium

Raport został sporządzony przez Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w ramach Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego. Informacje dotyczące powiązań Banku Millennium S.A. ze spółkami, będącymi przedmiotem niniejszego raportu znajdują się na ostatniej stronie raportu.

\* - cena rynkowa z dnia 12.05.2026 r., godz. 17:00

## Spis treści

Wycena.....	3
Komentarz do wyników za 4Q'25 .....	5
Portfolio spółki i nowa strategia .....	6
Prognoza wyników za 1Q'26 .....	9
Aktualizacja prognoz finansowych.....	10
Czynniki ryzyka .....	11
Wyniki finansowe .....	12
Rekomendacje Biura Maklerskiego Banku Millennium .....	14

## Wycena

Wycenę spółki 11 bit studios przeprowadziliśmy w oparciu o metodę DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych) i metodę porównawczą względem polskich i zagranicznych spółek zajmujących się produkcją i dystrybucją gier wideo. Na podstawie metody DCF uzyskaliśmy wartość spółki na poziomie 388 mln PLN, czyli 160,4 PLN na akcję. Przy użyciu metody porównawczej wyceniliśmy spółkę na 393 mln PLN (162,7 PLN na akcję). Wycena spółki oparta została w 80% na metodzie DCF oraz w 20% na metodzie porównawczej. Uzyskaliśmy wycenę 11 bit studios na poziomie 389 mln PLN, co przekłada się na 160,8 PLN na akcję. W związku z uzyskaną wyceną obniżamy rekomendację dla akcji spółki 11 bit studios z „akumuluj” do „neutralnie”.

### Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Wycena (mln PLN)	Wycena na 1 akcję (PLN)	Waga
Wycena DCF	388	160,4	80%
Wycena porównawcza	393	162,7	20%
<b>Wycena spółki 11 bit studios</b>	<b>389</b>	<b>160,8</b>	

Źródło: Bloomberg, Biuro Maklerskie Banku Millennium

## Wycena porównawcza

W skład grupy porównawczej włączyliśmy cztery polskie oraz osiem zagranicznych spółek, które zajmują się produkcją i dystrybucją gier wideo. W wycenie posłużyliśmy się wskaźnikiem P/E oraz EV/EBITDA.

### Wycena porównawcza

Spółka	Ticker	Kraj	P/E			EV/EBITDA		
			2026	2027	2028	2026	2027	2028
BLOOBER TEAM	BLO PW	Polska	21,7	17,3	3,5	6,3	6,3	2,6
CAPCOM	9697 JP	Japonia	26,8	24,1	21,7	28,3	24,7	21,7
CD PROJEKT	CDR PW	Polska	65,2	15,3	22,5	65,0	12,4	18,7
CREEPY JAR	CRJ PW	Polska	8,4	7,7	12,3	5,6	5,3	7,1
ELECTRONIC ARTS	EA US	Stany Zjednoczone	23,2	22,1	20,3	16,8	16,3	15,0
EMBRACER	EMBRACB SS	Szwecja	49,0	10,9	9,0	2,9	2,5	2,3
EVERPLAY	EVPL LN	Wielka Brytania	9,9	9,3	9,2	6,8	6,3	6,4
KONAMI	9766 JP	Japonia	30,0	24,8	22,3	15,0	12,8	11,9
PARADOX INTERACTIVE	PDX SS	Szwecja	22,9	19,8	17,7	9,4	9,0	8,2
PLAYWAY	PLW PW	Polska	9,1	9,3	9,5	7,3	7,6	6,7
TAKE-TWO INTERACTIVE	TTWO US	Stany Zjednoczone	56,4	27,1	20,9	38,1	21,5	16,3
TENCENT	700 HK	Chiny	13,3	11,8	10,6	10,9	9,7	8,6
Mediana			23,0	16,3	15,0	10,2	9,3	8,4
Zysk netto (mln PLN)			4,8	4,0	36,9			
EBITDA (mln PLN)						41,7	33,4	73,5
(Dług) Gotówka netto						91,0	91,0	91,0
Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)			111,1	64,6	555,4	516	403	711
<b>Wycena</b>						<b>393</b>		
<b>Wycena na 1 akcję</b>						<b>162,7</b>		

Źródło: Bloomberg, Biuro Maklerskie Banku Millennium; wartości wskaźników ustalone na dzień i godzinę: 2026-05-12 17:00

## Wycena DCF

### Wycena spółki metodą DCF

(mln PLN)	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	>2035	
Sprzedaż	97,6	86,2	135,1	182,3	194,6	220,5	225,4	163,0	127,9	108,3		
efektywna st. podatku (T)	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%		
EBIT (1-T)	3,4	3,1	36,2	50,3	55,0	66,0	72,4	41,0	24,3	18,8		
Amortyzacja*	37,9	30,1	33,3	50,9	53,8	59,5	55,1	44,0	36,3	27,4		
Inwestycje	-39,4	-30,8	-34,2	-53,2	-56,3	-62,4	-57,4	-45,4	-37,0	-27,4		
Zmiana kap.obrotowego	-0,1	-0,8	4,1	4,2	2,7	1,9	1,1	-4,1	-3,1	-1,3		
FCF	1,7	1,5	39,4	52,2	55,2	65,1	71,1	35,5	20,5	17,4	230,2	
Zmiana FCF		-12,8%	-	32,6%	5,8%	17,8%	9,3%	-50,0%	-42,2%	-15,2%	3,0%	
Dług/Kapitał	1,0%	0,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Stopa wolna od ryzyka	4,0%	4,5%	4,8%	5,1%	5,3%	5,4%	5,5%	5,6%	5,7%	5,8%	5,8%	
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	
Premia rynkowa	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	
Koszt długu	5,5%	6,0%	6,3%	6,6%	6,8%	6,9%	7,0%	7,1%	7,2%	7,3%	7,3%	
Koszt kapitału własnego	9,0%	9,5%	9,8%	10,1%	10,3%	10,4%	10,5%	10,6%	10,7%	10,8%	10,8%	
WACC	8,9%	9,5%	9,8%	10,1%	10,3%	10,4%	10,5%	10,6%	10,7%	10,8%	10,8%	
PV (FCF)	1,6	1,3	30,8	36,8	35,0	37,3	36,6	16,5	8,5	6,5	85,7	
Wartość DCF (mln PLN)	297	w tym wartość rezydualna					86					
(Dług) Gotówka netto	91,0											
Wycena DCF (mln PLN)	387,6											
Liczba akcji (mln)	2,4											
<b>Wycena 1 akcji (PLN)</b>	<b>160,4</b>											

Źródło: Biuro Maklerskie Banku Millennium

### Do wyceny DCF przyjęliśmy następujące założenia:

- ❑ Wolne przepływy gotówkowe obliczyliśmy na podstawie naszych prognoz wyników na lata 2026 - 2035.
- ❑ Do oszacowania stopy wolnej od ryzyka w kolejnych latach prognozy użyliśmy rentowności obligacji skarbowych.
- ❑ Długoterminowa stopa wolna od ryzyka na poziomie 5,8%.
- ❑ Premia rynkowa za ryzyko równa 5%.
- ❑ Współczynnik beta na poziomie 1.0.
- ❑ Stopa wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po roku 2035 na poziomie 3,0%.
- ❑ Efektywna stopa podatkowa w okresie prognozy na poziomie 10%.
- ❑ Kurs USD/PLN na poziomie 3,62 w roku 2026 i w kolejnych latach.

Ze względu na duży wpływ zarówno rezydualnej stopy wzrostu, jak również rezydualnej stopy wolnej od ryzyka na poziom wyceny, prezentujemy także jej wrażliwość na te parametry.

### Wrażliwość wyceny spółki na przyjęte założenia

PLN		rezydualna stopa wzrostu						
stopa R/ rezydualna		2,4%	2,6%	2,8%	3,0%	3,2%	3,4%	3,6%
	4,8%	162,1	163,2	164,3	165,6	166,9	168,3	169,8
	5,3%	159,7	160,7	161,7	162,8	163,9	165,1	166,4
	5,8%	157,6	158,5	159,4	160,4	161,4	162,4	163,5
	6,3%	155,8	156,6	157,4	158,2	159,1	160,1	161,0
	6,8%	154,2	154,9	155,6	156,3	157,1	158,0	158,8

Źródło: Biuro Maklerskie Banku Millennium

## Komentarz do wyników za 4Q'25

Wyniki 11 bit studios za 4Q'25 oceniamy lekko negatywnie. Choć przychody spółki, wspierane m. in. przez segment wydawniczy, premierę „Moonlighter 2” w early access oraz rozpoznanie części zobowiązań związanych z dodatkiem „Frostpunk 2: Fractured Utopias”, okazały się wyższe od naszych oczekiwań i wyniosły 39,7 mln PLN (+17,2% r/r, prognozowaliśmy 34,1 mln PLN) to wyniki na poziomie netto pozostały pod presją wyraźnie wyższej amortyzacji. Strata operacyjna wyniosła -8,7 mln PLN (vs. -55,9 mln PLN rok wcześniej), natomiast strata netto sięgnęła -15,0 mln PLN i była wyższa od naszych oczekiwań (-11,7 mln PLN). Kluczowym obciążeniem wyników była rewizja stawek amortyzacyjnych dla „Frostpunka 2” i „The Alters”, która podniosła koszty amortyzacji w 4Q'25 do 26,1 mln PLN wobec 14,9 mln PLN rok wcześniej. W naszej ocenie decyzja ta pośrednio sugeruje bardziej konserwatywne założenia spółki dotyczące dalszej monetyzacji obu tytułów, szczególnie że sprzedaż „Frostpunka 2” pozostaje wyraźnie poniżej oczekiwań, zaś „The Alters” po relatywnie udanym starcie wszedł w fazę szybszego od prognoz spowolnienia sprzedaży. Jednocześnie sytuacja płynnościowa pozostaje stabilna. Na koniec 2025 roku pozycja gotówkowa netto wynosiła 91,0 mln PLN (+38,8% r/r), co zapewnia spółce komfort finansowy w kontekście dalszego rozwoju portfolio.

- ❑ Segment gier własnych w 4Q'25 wygenerował 23,0 mln PLN przychodów (-13,1% r/r), głównie w efekcie słabszej sprzedaży nowych tytułów względem wcześniejszych kwartałów oraz braku wpływów z tytułu umowy z Game Pass. „The Alters” odpowiadał za 6,7 mln PLN przychodów, wobec 20,4 mln PLN w 2Q'25 i 16,6 mln PLN w 3Q'25, co wskazuje na szybsze od oczekiwań obniżanie się sprzedaży po premierze. Z kolei „Frostpunk 2” wygenerował 11,1 mln PLN przychodów (-36,2% r/r), przy czym wynik ten był częściowo wspierany rozpoznanie zobowiązań związanych z premierą dodatku „Frostpunk 2: Fractured Utopias”, który zadebiutował 8 grudnia jednocześnie na PC, PS5 i Xbox Series X/S. Z kolei starsze tytuły, tj. „Frostpunk” oraz „This War of Mine” odpowiadały łącznie za 5,1 mln PLN przychodów wobec 9,0 mln PLN rok wcześniej (-43,0% r/r). W całym 2025 roku segment gier własnych wygenerował 108,5 mln PLN przychodów (+2,9% r/r), z czego „The Alters” odpowiadał za 43,8 mln PLN, a „Frostpunk 2” za 43,2 mln PLN.
- ❑ Tempo dalszej sprzedaży kluczowych tytułów pozostaje niższe od wcześniejszych oczekiwań. Na koniec 2025 roku sprzedaż „The Alters” wynosiła 545 tys. egzemplarzy, wobec 280 tys. raportowanych na początku lipca, natomiast „Frostpunk 2” osiągnął poziom blisko 880 tys. sprzedanych kopii (vs. 592 tys. na koniec 2024 roku).
- ❑ Segment wydawniczy był w 4Q'25 znaczącym wsparciem i wygenerował 16,8 mln PLN przychodów (+124,0% r/r), głównie dzięki premierze „Moonlighter 2” w formule early access (19 listopada 2025) oraz płatności związanej z umową Game Pass z Microsoftem. W kwartale zadebiutował również „Death Howl” (9 grudnia 2025 na PC), jednak przychody z tego tytułu zostaną rozpoznane dopiero w 1Q'26. W całym 2025 roku segment publishingowy odpowiadał za 32,5 mln PLN przychodów wobec 35,1 mln PLN rok wcześniej (-7,2% r/r).

- Koszty działalności operacyjnej w 4Q'25 wyniosły 48,4 mln PLN wobec 89,8 mln PLN rok wcześniej, kiedy wyniki obciążone były odpisem związanym z zamknięciem „Projektu 8” (48,4 mln PLN). Jednocześnie w analizowanym kwartale istotnie wzrosła amortyzacja, do 26,1 mln PLN (+75,9% r/r vs. 14,9 mln PLN w 4Q'24), co było efektem rewizji stawek amortyzacyjnych dla „Frostpunka 2” i „The Alters”. Łączny wpływ tej zmiany na wynik 2025 roku wyniósł -15,6 mln PLN, z czego -11,3 mln PLN dotyczyło „Frostpunka 2”, a 4,3 mln PLN „The Alters”. Drugą największą pozycją kosztową były usługi obce, które wzrosły do 16,8 mln PLN (+61,2% r/r), głównie za sprawą wyższych kosztów marketingowych, a także tantiem wypłacanych zespołom odpowiedzialnym za gry z segmentu publishingowego.
- Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej w 4Q'25 wyniosły 35,2 mln PLN (-29,0% r/r), natomiast FCF ukształtował się na poziomie 23,4 mln PLN (-35,4% r/r). Na koniec 2025 roku spółka posiadała 91,0 mln PLN gotówki netto (+38,8% r/r), utrzymując bezpieczną sytuację płynnościową.

	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25	2Q'25	3Q'25	4Q'25	r/r
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>14,6</b>	<b>14,8</b>	<b>10,0</b>	<b>9,5</b>	<b>18,0</b>	<b>15,3</b>	<b>15,4</b>	<b>75,9</b>	<b>33,9</b>	<b>17,5</b>	<b>39,7</b>	<b>44,1</b>	<b>39,7</b>	<b>17,2%</b>
Pozostałe przychody operacyjne	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,2	8,2	0,0	0,0	752,6%
<b>Razem przychody z działalności operacyjnej</b>	<b>14,6</b>	<b>14,8</b>	<b>10,0</b>	<b>9,5</b>	<b>18,0</b>	<b>15,3</b>	<b>15,4</b>	<b>75,9</b>	<b>33,9</b>	<b>18,7</b>	<b>39,7</b>	<b>44,1</b>	<b>39,7</b>	<b>17,2%</b>
Amortyzacja	1,3	1,1	1,2	1,0	0,8	0,9	2,0	2,0	14,9	4,6	6,4	13,1	26,1	75,9%
Zużycie surowców i materiałów	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1	0,2	0,3	35,0%
Usługi obce	4,8	7,7	5,9	6,4	7,1	8,4	8,9	11,3	10,4	10,3	8,3	10,8	16,8	61,2%
Wynagrodzenia i świadczenia pracownicze	3,2	3,3	3,2	3,1	-0,5	6,0	7,3	2,1	-4,6	4,6	3,1	4,3	4,9	-
Podatki i opłaty	0,4	0,2	0,0	0,2	0,7	0,1	0,4	0,5	1,8	0,9	0,0	1,8	-0,1	-
Pozostałe koszty operacyjne	0,7	0,4	0,9	0,9	0,4	0,7	0,9	0,9	0,8	0,4	1,2	1,3	0,1	-88,2%
Koszty zamknięcia "Projektu 8"									48,4					-100,0%
Utrata wartości aktywów niematerialnych i prawnych									18,3		0,2		0,3	-98,4%
<b>Razem koszty działalności operacyjnej</b>	<b>10,6</b>	<b>12,9</b>	<b>11,2</b>	<b>11,8</b>	<b>8,8</b>	<b>16,4</b>	<b>19,8</b>	<b>17,5</b>	<b>89,8</b>	<b>21,0</b>	<b>19,3</b>	<b>31,6</b>	<b>48,4</b>	<b>-46,1%</b>
<b>EBIT</b>	<b>4,0</b>	<b>1,9</b>	<b>-1,3</b>	<b>-2,3</b>	<b>9,3</b>	<b>-1,0</b>	<b>-4,3</b>	<b>58,4</b>	<b>-55,9</b>	<b>-2,4</b>	<b>20,4</b>	<b>12,5</b>	<b>-8,7</b>	<b>-</b>
Marża EBIT	27,3%	12,8%	-	-	51,5%	-	-	77,0%	-	-	51,4%	28,4%	-	-
<b>EBITDA</b>	<b>5,3</b>	<b>3,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>-1,3</b>	<b>10,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>-2,3</b>	<b>60,5</b>	<b>-41,1</b>	<b>2,2</b>	<b>26,8</b>	<b>25,7</b>	<b>17,4</b>	<b>-</b>
Marża EBITDA	36,3%	20,4%	-	-	56,2%	-	-	79,7%	-	12,6%	67,4%	58,2%	43,9%	-
Przychody / Koszty finansowe	0,0	0,9	3,2	-0,7	-11,1	0,3	0,5	-2,8	4,9	-3,9	-3,5	0,3	-0,7	-
<b>Zysk netto</b>	<b>2,9</b>	<b>2,5</b>	<b>1,5</b>	<b>-2,7</b>	<b>-0,8</b>	<b>-1,6</b>	<b>1,1</b>	<b>48,0</b>	<b>-40,7</b>	<b>-6,4</b>	<b>14,9</b>	<b>13,5</b>	<b>-15,0</b>	<b>-</b>
Marża zysku netto	20,0%	16,7%	15,5%	-	-	-	7,3%	63,3%	-	-	37,4%	30,6%	-	-

Źródło: 11 bit studios, BM Banku Millennium

## Portfolio spółki i nowa strategia

11 bit studios znajduje się obecnie w okresie odbudowy postrzegania spółki przez inwestorów po słabszym niż oczekiwano odbiorze „Frostpunka 2” oraz konieczności dokonania pełnego odpisu Projektu 8. Oba wydarzenia istotnie osłabiły wcześniejszy dobry sentyment i skłoniły zarząd do przedstawienia nowej, wieloletniej strategii rozwoju, zakładającej równoległą realizację kilku projektów własnych, rozwój modelu game-as-a-platform oraz dywersyfikację poprzez segment wydawniczy. W naszej ocenie nowa strategia stanowi odpowiedź na wcześniejsze rozczarowania, ale jej efekty będą widoczne dopiero w dłuższym horyzoncie.

## Segment gier własnych

Wyniki sprzedażowe kluczowych tytułów własnych pozostają poniżej naszych oczekiwań. Na koniec 2025 roku sprzedaż gry „The Alters” osiągnęła 545 tys. sztuk, co przy naszej prognozie na poziomie 650 tys. uznajemy za rozczarowanie. Mimo bardzo dobrych ocen (90% pozytywnych recenzji na Steam), dynamika sprzedaży tytułu wyhamowała. Podobną tendencję obserwujemy w przypadku „Frostpunka 2”, którego sprzedaż w 2025 roku wyniosła zaledwie 288 tys. sztuk (vs. 592 tys. w 2024 r.). Spółka kontynuuje plan wydawniczy dodatków (w 2026 r. zaplanowano dwa płatne DLC do FP2: „Breach of Trust” w czerwcu i kolejne w grudniu oraz jedno DLC do „The Alters” - zakładamy 3Q), jednak nie spodziewamy się, aby były one w stanie istotnie poprawić dynamikę sprzedaży jednostkowej. Zwracamy również uwagę, że w przeciwieństwie do roku ubiegłego, tegoroczne przychody kluczowych tytułów nie będą już wspierane płatnościami od Microsoft z tytułu umów Game Pass, które w 2025 r. maskowały słabszą sprzedaż organiczną.

W konsekwencji prognozujemy spadek przychodów z tytułu „The Alters” do poziomu 22,9 mln PLN oraz z „Frostpunka 2” do 21,6 mln PLN w 2026 roku. Choć premiery dodatków pozwolą na rozpoznanie odroczonego przychodu z edycji Deluxe, będzie to operacja o charakterze czysto księgowym (uwalnianie zobowiązań z tytułu umów z klientami), która nie wygeneruje nowego dopływu gotówki do spółki.

### Prognoza przychodów segmentu gier własnych (mln PLN)

Tytuł	Data premiery	Cena	2023	2024	2025	2026p	2027p	2028p
This War of Mine (PC, PS5, XSX)	14.11.2014	\$19,99	8,0	7,0	7,2	5,8	5,0	4,2
Frostpunk (PC, PS4, XONE)	24.04.2018	\$29,99	23,4	28,7	14,3	11,8	9,5	7,6
Frostpunk 2 (PC, PS5, XSX)	20.09.2024	\$44,99		69,7	43,2	21,6	14,0	9,9
The Alters (PC, PS5, XSX)	13.06.2025	\$34,99			43,8	22,9	14,4	10,9
Frostpunk 1886	2028	\$39,99						62,7
<b>Łącznie</b>			<b>31,4</b>	<b>105,5</b>	<b>108,5</b>	<b>62,0</b>	<b>42,9</b>	<b>95,3</b>

Źródło: Steam, p - prognozy Biura Maklerskiego Banku Millennium

## Segment wydawniczy

Neutralnie oceniamy perspektywy segmentu wydawniczego, który w naszej opinii pozostaje jedynie uzupełnieniem działalności podstawowej. Spółka koncentruje się tu na tytułach o relatywnie niskich budżetach, którym przy obecnej nadpodaży rynkowej i ogromnej konkurencji niezwykle trudno jest przebić się do szerszego grona odbiorców. Ostatnie premiery potwierdzają nasze sceptyczne nastawienie:

- ❑ **Moonlighter 2: The Endless Vault.** Gra zadebiutowała w formule Early Access (19 listopada na PC) przy zainteresowaniu istotnie niższym niż w przypadku pierwszej części. Maksymalny peak graczy na poziomie niespełna 3 tys. (vs. 6,2 tys. w „jedynce”) oraz fakt, że obecny 24-godzinny peak spadł poniżej 200 osób sugerują, że sequel nie powtórzy sukcesu komercyjnego pierwowzoru. Choć gra wygenerowała w 2025 r. 8,8 mln PLN przychodów, zakładamy, że decydujący udział miała w tym płatność od Microsoft za dostępność w usłudze Game Pass. Pełna premiera gry spodziewana jest przez nas w 3Q’26, jednak nie oczekujemy, aby wyjście z early access oraz debiut wersji konsolowych stanowił istotny impuls do poprawy sprzedaży.
- ❑ **Death Howl.** Tytuł ukazał się na PC 9 grudnia (na konsolach 19 lutego) i mimo solidnych ocen, pozostaje produkcją niszową, co potwierdza znikome zainteresowanie graczy (max peak 675 osób). Podobnie jak w przypadku Moonlightera 2, przychody w 1Q’26 zostaną wsparte płatnością z tytułu umowy Game Pass, jednak długoterminowy potencjał sprzedażowy tego tytułu oceniamy jako marginalny.

### Prognoza przychodów segmentu wydawniczego (mln PLN)

Tytuł	Data premiery	Cena	2023	2024	2025	2026p	2027p	2028p
Moonlighter (PC, PS4, XONE, NS)	29.05.2018	\$19,99	9,0	4,4	3,4	2,6	2,0	1,6
Children of Morta (PC, PS4, XONE, NS)	3.09.2019	\$21,99	6,8	3,3	4,4	4,1	3,6	3,0
The Invincible (PC, PS5, XSX)	6.11.2023	\$29,99	5,0	5,9	5,4	3,1	2,5	1,9
The Thaumaturge (PC, PS5, XSX)	4.03.2024	\$34,99		9,3	6,4	5,9	3,8	2,4
INDIKA (PC, PS5, XSX)	2.05.2024	\$24,99		6,0	3,0	1,7	1,3	1,1
Creatures of Ava (PC, XSX)	7.08.2024	\$24,99		6,2	0,6	0,2	0,2	0,2
Moonlighter 2 - early access (PC)	19.11.2025	\$29,99			8,8	10,1	7,3	5,2
Death Howl (PC, PS5, XSX, Switch)	09.12.2025	\$19,99			0,3	7,8	3,4	1,2
Crop	2027	\$24,99					9,4	6,5
Nowe projekty wydawnicze							9,8	16,6
<b>Łącznie</b>			<b>20,8</b>	<b>35,1</b>	<b>32,5</b>	<b>35,6</b>	<b>43,3</b>	<b>39,8</b>

Źródło: Steam, p - prognozy Biura Maklerskiego Banku Millennium

W tym kontekście zapowiedź nowej gry „Crop” (planowana na 2027 r.) nie zmienia naszego postrzegania segmentu. Choć 120 tys. zapisów na liście życzeń (wishlista) w bardzo krótkim czasie jest pozytywną informacją, gra zajmuje obecnie ok. 350. miejsce w globalnym rankingu Steam. Na tym etapie nie jest to wynik, który mógłby zwiastować komercyjny sukces tytułu, a jego specyficzna tematyka (symulator rolniczy z elementami thrillera) dodatkowo zawęża grono potencjalnych odbiorców. Uważamy, że projekt ten nie przełamie passy rynkowych rozczarowań, jakie segment wydawniczy dostarcza regularnie od czasu premier „Moonlightera” i „Children of Morta”.

## Kierunki strategicznego rozwoju

Nowa strategia rozwoju, ogłoszona w 2025 r., stanowi próbę odbudowy zaufania rynku oraz przejścia do modelu zakładającego zwiększenie częstotliwości premier. Kierunkowo oceniamy te zmiany pozytywnie – budowa trzech filarów (nowe gry własne, model game-as-a-platform oraz wydawnictwo) ma potencjał, by w dłuższym terminie ustabilizować wyniki i zdywersyfikować ryzyko portfolio. Niemniej jednak zwracamy uwagę, że 11 bit studios nigdy wcześniej nie realizowało tak zagęszczonego harmonogramu przy jednoczesnej przebudowie modelu produkcji (skalowanie zespołów z fazy R&D do pełnej produkcji).

Pierwszym testem skuteczności nowego podejścia będzie Frostpunk 1886. Tytuł ten, rozwijany w modelu game-as-a-platform na silniku Unreal Engine 5, ma wyjść poza ramy typowego odświeżenia gry, oferując rozbudowany gameplay i nową zawartość. Choć projekt znajduje się w fazie pełnej produkcji, spółka przesunęła już oficjalne okno wydawnicze na przełom 2027/2028 r. Biorąc pod uwagę historię opóźnień poprzednich tytułów własnych, w naszym modelu konserwatywnie zakładamy premierę dopiero na początku 2028 r.

W przypadku pozostałych projektów własnych, mimo ambitnych planów zarządu, dostrzegamy wyzwania na etapie deweloperskim wynikające z aktualnego statusu prac:

- ❑ **Projekt P13.** Tytuł osadzony w uniwersum Frostpunka, ale realizowany w nowym dla studia gatunku (non-strategy). Pomimo wyznaczonego przez spółkę okna na przełom 2028/2029 r., projekt pozostaje na wczesnym etapie prototypowania – na koniec 2025 r. zaangażowanych było w niego zaledwie dwóch deweloperów.
- ❑ **Projekt P15.** Rozwinięcie marki „This War of Mine” w modelu game-as-a-platform na silniku Unreal. Choć spółka celuje w lata 2028–2029, rozpoczęcie produkcji właściwej zostało przesunięte z jesieni 2025 r. na połowę 2026 r. ze względu na potrzebę optymalizacji procesów i zespołu.
- ❑ **Projekt P12.** Zupełnie nowe, immersyjne IP czerpiące z doświadczeń „This War of Mine”, oparte na emergentnym gameplayu. Gra znajduje się obecnie w fazie zaawansowanego prototypu, z planem premiery w okolicach 2029–2030 r.
- ❑ **Projekt P14.** Kolejna nowa marka, nad którą pracuje trzon zespołu odpowiedzialnego za „The Alters”. Projekt kładący duży nacisk na nowe mechaniki i imersję znajduje się obecnie na końcówce fazy koncepcyjnej, z oknem wydawniczym celowanym w lata 2030–2031.

Segment wydawniczy ma przy tym pełnić rolę dywersyfikacyjną (spółka chce pozyskiwać jedną lub dwie nowe gry rocznie), jednak, jak wskazują dotychczasowe premiery, jego zdolność do generowania istotnych wyników pozostaje ograniczona. W konsekwencji ciężar przyszłej monetyzacji spoczywa nadal na projektach własnych, których pipeline w zdecydowanej większości dotyczy lat 2028–2031.

W naszej ocenie kluczowym wyzwaniem dla realizacji strategii pozostaje jednoczesne prowadzenie wielu projektów w warunkach historycznie obserwowanych opóźnień produkcyjnych. Dotychczasowe doświadczenia spółki wskazują, że zwiększenie liczby równoległych projektów może istotnie podnieść ryzyko przesunięć harmonogramów, co ogranicza przewidywalność realizacji całego pipeline'u.

## Zaktualizowany harmonogram premier

### RELEASE SCHEDULE

DIVERSIFIED RELEASE PIPELINE ENABLING PREDICTABLE CASH FLOW GENERATION

PROJECT	TYPE	LAUNCH WINDOW
MOONLIGHTER 2	Publishing	2026
CROP	Publishing	2027
SIGNED PROJECT	Publishing	2027
P11 - FROSTPUNK 1886	Reimagination -> GaaP	2027/2028
P13	New Games Development	2028/2029
P15	Reimagination -> GaaP	2028/2029
P12	New Games Development	2029/2030
P14	New Games Development	2030/2031
FUTURE XDEV GAMES	Publishing	1-2 signing slots a year

Źródło: 11 bit studios

## Prognoza wyników za 1Q'26

W 1Q'26, przychody 11 bit studios szacujemy przychody na poziomie 19,1 mln PLN (+9,1% r/r), na co wpływ ma dalsza sprzedaż głównych IP („Frostpunk 2” i „The Alters”), choć dynamika monetyzacji obu tytułów pozostaje niska. Wsparciem dla przychodów był również segment wydawniczy, przede wszystkim „Death Howl”, dla którego istotny wpływ miała płatność z tytułu Game Pass, a także dalsza sprzedaż „Moonlighter 2” w formule Early Access.

Po stronie kosztowej kluczowym czynnikiem pozostaje amortyzacja, która utrzymuje się na podwyższonym poziomie po zmianie założeń dotyczących amortyzacji ogłoszonej przez spółkę w 4Q'25. Zakładamy, że amortyzacja w kwartale wyniesie ok. 11,5 mln PLN wobec 4,6 mln PLN w 1Q'25, co pozostaje głównym czynnikiem obciążającym wynik operacyjny. Jednocześnie spodziewamy się niższych kosztów marketingowych r/r, co częściowo ograniczy presję po stronie kosztów działalności operacyjnej.

Na tej podstawie prognozujemy EBIT na poziomie -5,7 mln PLN wobec -2,4 mln PLN rok wcześniej oraz stratę netto w wysokości -5,5 mln PLN (vs. -6,4 mln PLN w 1Q'25). Raport finansowy z wynikami za 1Q'26 spółka planuje opublikować 20 maja.

## Prognoza wyników kwartalnych 11 bit studios

	1Q'2026p	1Q'2025	zmiana (r/r)
Przychody	19,1	17,5	9,1%
EBITDA	5,8	2,2	160,7%
EBIT	-5,7	-2,4	-
Zysk netto	-5,5	-6,4	-

### Marże

Marża EBITDA	30,2%	11,6%
Marża EBIT	-	-
Marża netto	-	-

Wg MSR/MSSF; mln PLN

## Aktualizacja prognoz finansowych

Przesunięcie w naszym modelu oczekiwanej daty premiery „Frostpunk 1886” z 2027 na początek 2028 roku, w połączeniu z wyraźnie słabszymi od oczekiwań wynikami za 2025 rok, skłania nas do istotnej rewizji prognoz finansowych 11 bit studios na najbliższe lata. Choć przychody za 2025 rok (141 mln PLN) były relatywnie bliskie wcześniejszym założeniom (151,3 mln PLN), to zysk netto na poziomie 6,9 mln PLN znacząco odbiegał od wcześniejszej prognozy (43,2 mln PLN), co wskazuje na widocznie słabszą marżowość działalności niż zakładaliśmy.

Jednym z głównych czynników obciążających wynik był wyraźny wzrost kosztów amortyzacji w 4Q'25, będący konsekwencją zmiany stawek dla głównych tytułów w portfolio – „Frostpunk 2” oraz „The Alters”. Łączny negatywny wpływ tej korekty na wynik netto 2025 roku wyniósł 15,6 mln PLN, z czego 11,3 mln PLN przypadło na FP2, a 4,3 mln PLN na The Alters. W naszej ocenie decyzja ta odzwierciedla bardziej zachowawcze podejście spółki do tempa rozpoznawania wartości obu tytułów i pośrednio potwierdza słabszą niż pierwotnie zakładano dynamikę ich monetyzacji.

W rezultacie obniżamy nasze prognozy na lata 2026–2027 do 97,6 mln PLN przychodów w 2026 roku (-20,1% względem poprzedniej prognozy) oraz 86,2 mln PLN w 2027 roku (-41,8%). Korekta ta wynika z krótszego niż zakładaliśmy „ogona” sprzedażowego „Frostpunk 2” i „The Alters”, braku wsparcia tych tytułów ze strony Game Pass w 2026 roku oraz uwzględnienia w naszym modelu premiery „Frostpunk 1886” w 2028 roku. Oznacza to, że lata 2026–2027 będą okresem słabszych wyników, bez nowych premier gier własnych, obciążone presją ze strony wysokiej amortyzacji. Segment wydawniczy, mimo planowanych premier, nie powinien w tym czasie istotnie zmienić obrazu wynikowego, biorąc pod uwagę skalę oraz profil realizowanych projektów.

Jednocześnie podnosimy prognozy na 2028 rok, gdzie uwzględniamy pełny efekt premiery „Frostpunk 1886”. Szacujemy przychody na 135,1 mln PLN (+29,1% względem poprzedniej prognozy) oraz zysk netto na 36,9 mln PLN (+52,3%). Przesunięcie ciężaru wyników na 2028 rok zwiększa jednak wrażliwość scenariusza na terminową i udaną premierę tego projektu. Po słabszym odbiorze ostatnich tytułów własnych oraz odpisie Projektu 8, margines błędu po stronie spółki pozostaje ograniczony. W tym układzie „Frostpunk 1886” staje się kluczowym projektem zarówno z punktu widzenia odbudowy wyników, jak i poprawy postrzegania spółki przez inwestorów.

### Zmiany w prognozach wyników 11 bit studios

	2026			2027			2028		
	poprzednia	aktualna	zmiana	poprzednia	aktualna	zmiana	poprzednia	aktualna	zmiana
Przychody	122,2	97,6	-20,1%	148,2	86,2	-41,8%	104,7	135,1	29,1%
EBITDA	61,2	41,7	-31,9%	77,0	33,4	-56,6%	45,9	73,5	60,0%
EBIT	26,5	3,8	-85,6%	40,5	3,4	-91,6%	27,0	40,2	48,9%
marża EBIT	21,7%	3,9%		27,3%	3,9%		25,8%	29,7%	
Zysk netto	23,7	4,8	-79,7%	36,3	4,0	-89,1%	24,2	36,9	52,3%
marża netto	19,4%	4,9%			4,6%		23,2%	27,3%	

Źródło: prognozy Biura Maklerskiego Banku Millennium S.A.

## Czynniki ryzyka

- ❑ **Ryzyko prognozy wielkości sprzedaży.** Szacunki dotyczące potencjalnych przychodów z tytułu nowych gier bazują na danych z wcześniejszych produkcji, aktywności graczy na platformach czy pierwszych recenzjach, jednak faktyczny popyt bywa trudny do przewidzenia. Na poziom sprzedaży wpływają trendy rynkowe, natężenie konkurencyjnych premier oraz efektywność marketingu. Istnieje więc ryzyko, że osiągnięte przychody będą istotnie odbiegać od zakładanych przez nas, co przełoży się na różnicę w wynikach finansowych spółki.
- ❑ **Ryzyko opóźnień w produkcji.** Proces tworzenia gier jest złożony i wymaga elastycznych zmian na kolejnych etapach produkcji (m. in. w odpowiedzi na testy, czy opinie graczy). W konsekwencji spółka może nie dotrzymać pierwotnie zakładanego harmonogramu premier, co przekłada się na przesunięcie rozpoznania przychodów oraz wpływa na płynność finansową spółki. Dłuższy proces produkcyjny oznacza także wyższe koszty wytworzenia gry, które mogą obniżać rentowność danego projektu.
- ❑ **Ryzyko utraty kluczowych pracowników.** Wysokiej jakości gry powstają dzięki doświadczeniu i kompetencjom zespołów deweloperskich. Utrata kluczowych specjalistów bądź menedżerów może doprowadzić do pogorszenia jakości lub opóźnień w produkcji. Sytuację dodatkowo komplikuje silna konkurencja na rynku pracy, która utrudnia rekrutację nowych pracowników.
- ❑ **Ryzyko uzależnienia od platform sprzedażowych i dostawców technologii.** Znaczna część sprzedaży spółki odbywa się za pośrednictwem globalnych platform cyfrowych, głównie Steam. Zmiany w polityce tych podmiotów, np. wysokości prowizji lub zasad rekomendacji gier, mogą negatywnie wpływać na wyniki. Spółka korzysta też z licencjonowanych narzędzi i silników. Zmiana warunków licencyjnych albo utrudniony dostęp do oprogramowania mogą zwiększyć koszty i zakłócić harmonogram projektów.
- ❑ **Ryzyko konkurencji rynkowej.** Rynek gier wideo charakteryzuje się wysoką konkurencyjnością. Corocznie na platformach cyfrowych debiutuje kilkanaście tysięcy nowych tytułów, co utrudnia uzyskanie odpowiedniej ekspozycji marketingowej i może ograniczać potencjał sprzedaży gier spółki. Dodatkowo większe podmioty dysponujące znacznie większymi budżetami produkcyjnymi i wydawniczymi mogą zdominować uwagę graczy w okresie premier, zwiększając ryzyko, że nowe tytuły spółki będą miały niższą widoczność wśród graczy, a przez to również słabsze wyniki sprzedaży od zakładanych.
- ❑ **Ryzyko kursów walutowych.** Spółka generuje większość przychodów w walutach obcych, głównie w USD i EUR (łącznie 98-proc. udział w transakcjach zagranicznych). Oznacza to, że umocnienie złotego względem dolara lub euro może negatywnie przełożyć się na wyniki spółki, obniżając wartość raportowanych przychodów.
- ❑ **Ryzyko zmiennych preferencji graczy.** Branża gier charakteryzuje się dużą zmiennością preferencji graczy oraz szybkim rozwojem nowych gatunków i modeli biznesowych. Produkcje nastawione na kampanię single-player, które są główną specjalizacją spółki, mogą w dłuższym okresie tracić udział w rynku na rzecz innych gier, np. zyskujących popularność produkcji multiplayer. Niedostrzeżenie lub zbyt późne dostosowanie się do zmian trendów może ograniczać potencjał sprzedażowy nowych tytułów i wpływać na realizację założeń finansowych spółki.

# Wyniki finansowe

## Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2023	2024	2025	2026p	2027p	2028p
<b>przychody netto</b>	<b>52,3</b>	<b>140,5</b>	<b>141,0</b>	<b>97,6</b>	<b>86,2</b>	<b>135,1</b>
segment gier własnych	31,4	105,5	108,5	62,0	42,9	95,3
segment wydawniczy	20,8	35,1	32,5	35,6	43,3	39,8
<b>koszty działalności operacyjnej</b>	<b>42,2</b>	<b>73,4</b>	<b>116,8</b>	<b>92,0</b>	<b>81,0</b>	<b>93,1</b>
saldo pozostałej działalności operacyjnej	-2,4	-70,0	-2,4	-1,8	-1,8	-1,8
<b>EBITDA</b>	<b>11,8</b>	<b>17,0</b>	<b>72,1</b>	<b>41,7</b>	<b>33,4</b>	<b>73,5</b>
marża EBITDA	22,5%	12,1%	51,1%	42,7%	38,8%	54,4%
<b>EBIT</b>	<b>7,6</b>	<b>-2,8</b>	<b>21,9</b>	<b>3,8</b>	<b>3,4</b>	<b>40,2</b>
marża EBIT	14,5%	-	15,5%	3,9%	3,9%	29,7%
saldo finansowe	-7,7	2,9	-6,9	1,5	1,0	0,8
udział w zysku/(stracie) jednostki stowarzyszonej	-0,2	2,7	-3,5	0,0	0,0	0,0
<b>zysk przed opodatkowaniem</b>	<b>-0,3</b>	<b>2,8</b>	<b>11,5</b>	<b>5,4</b>	<b>4,4</b>	<b>41,0</b>
podatek dochodowy	0,8	4,1	-4,6	-0,5	-0,4	-4,1
<b>zysk netto</b>	<b>0,5</b>	<b>7,0</b>	<b>6,9</b>	<b>4,8</b>	<b>4,0</b>	<b>36,9</b>
marża zysku netto	1,0%	4,9%	4,9%	4,9%	4,6%	27,3%
liczba akcji (mln)	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4
EPS	0,2	2,9	2,9	2,0	1,6	15,3

Źródło: 11 bit studios, prognozy Biura Maklerskiego Banku Millennium

## Bilans (mln PLN)

	2023	2024	2025	2026p	2027p	2028p
<b>aktywa trwałe</b>	<b>191,4</b>	<b>169,7</b>	<b>176,0</b>	<b>175,9</b>	<b>161,5</b>	<b>154,5</b>
rzeczowe aktywa trwałe	24,2	22,4	21,4	21,1	20,5	20,1
wartości niematerialne i prawne	155,4	128,8	117,7	118,3	118,9	119,7
prawo wieczystego użytkowania gruntu	4,2	4,1	4,1	4,0	3,9	3,9
inwestycje długoterminowe	5,5	5,8	25,5	25,2	11,0	3,5
pozostałe aktywa trwałe	2,1	8,6	7,4	7,3	7,2	7,4
<b>aktywa obrotowe</b>	<b>66,9</b>	<b>92,7</b>	<b>92,8</b>	<b>90,2</b>	<b>106,3</b>	<b>152,6</b>
zapasy	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
należności krótkoterminowe	11,5	21,1	19,8	15,2	13,5	21,1
inwestycje krótkoterminowe	54,4	70,5	71,8	74,2	92,2	130,4
pozostałe aktywa krótkoterminowe	0,9	1,0	1,1	0,8	0,7	1,1
<b>aktywa razem</b>	<b>258,3</b>	<b>262,3</b>	<b>268,8</b>	<b>266,1</b>	<b>267,8</b>	<b>307,0</b>
<b>kapitał własny</b>	<b>227,1</b>	<b>229,9</b>	<b>236,4</b>	<b>241,2</b>	<b>245,2</b>	<b>282,1</b>
<b>zobowiązania długoterminowe</b>	<b>6,6</b>	<b>4,6</b>	<b>3,3</b>	<b>2,0</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>
kredyty	5,1	3,8	2,5	1,3	0,0	0,0
pozostałe zobowiązania długoterminowe	1,4	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
<b>zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>24,7</b>	<b>27,8</b>	<b>29,1</b>	<b>22,9</b>	<b>21,9</b>	<b>24,1</b>
kredyty	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	0,0
zobowiązania handlowe	6,1	13,1	15,2	14,6	16,6	17,3
pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	17,3	13,5	12,6	7,0	4,0	6,9
<b>pasywa razem</b>	<b>258,3</b>	<b>262,3</b>	<b>268,8</b>	<b>266,1</b>	<b>267,8</b>	<b>307,0</b>
BVPS	93,9	95,1	97,8	99,8	101,4	116,7

Źródło: 11 bit studios, prognozy Biura Maklerskiego Banku Millennium

**Cash Flow (mln PLN)**

	2023	2024	2025	2026p	2027p	2028p
wynik netto	0,5	6,9	6,9	4,8	4,0	36,9
amortyzacja	4,2	19,8	50,2	37,9	30,1	33,3
zmiana kapitału obrotowego	-15,4	6,5	-0,8	-0,1	-0,8	4,1
<b>gotówka z działalności operacyjnej</b>	<b>21,9</b>	<b>76,9</b>	<b>62,5</b>	<b>41,6</b>	<b>34,8</b>	<b>65,3</b>
inwestycje (capex)	-58,8	-58,1	-38,0	-39,4	-30,8	-34,2
<b>gotówka z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-16,2</b>	<b>-45,4</b>	<b>-82,1</b>	<b>-37,8</b>	<b>-15,4</b>	<b>-25,8</b>
wypłata dywidendy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
emisja akcji	3,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
zmiana zadłużenia	-1,3	-1,4	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3
<b>gotówka z działalności finansowej</b>	<b>2,3</b>	<b>-1,8</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,3</b>
zmiana gotówki netto	8,0	29,7	-21,1	2,4	18,0	38,2
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
CEPS	1,9	11,1	23,7	17,7	14,1	29,0
FCFPS	-27,8	-13,9	31,1	1,1	0,9	20,0

Źródło: 11 bit studios, prognozy Biura Maklerskiego Banku Millennium

**Wskaźniki (%)**

	2023	2024	2025	2026p	2027p	2028p
zmiana sprzedaży	-29,6%	168,9%	0,3%	-30,8%	-11,7%	56,7%
zmiana EBITDA	-54,5%	44,3%	324,8%	-42,2%	-19,7%	119,7%
zmiana EBIT	-62,0%	-	-	-82,6%	-11,0%	1085,4%
zmiana zysku netto	-97,7%	1212,6%	0,6%	-30,6%	-17,9%	832,7%
marża EBITDA	22,5%	12,1%	51,1%	42,7%	38,8%	54,4%
marża EBIT	14,5%	-	15,5%	3,9%	3,9%	29,7%
marża netto	1,0%	4,9%	4,9%	4,9%	4,6%	27,3%
sprzedaż/aktywa (x)	0,20	0,54	0,52	0,37	0,32	0,44
dług / kapitał (x)	0,21	0,28	0,38	0,39	0,41	0,47
odsetki / EBIT	-101,6%	-	-31,6%	40,6%	29,7%	2,1%
stopa podatkowa	278,4%	-145,6%	39,6%	10,0%	10,0%	10,0%
ROE	0,2%	3,0%	2,9%	2,0%	1,6%	13,1%
ROA	0,2%	2,7%	2,6%	1,8%	1,5%	12,0%
(dług) gotówka netto (mln PLN)	48,0	65,5	91,0	94,7	99,7	131,6

Źródło: 11 bit studios, prognozy Biura Maklerskiego Banku Millennium

**Rekomendacje BM Banku Millennium opublikowane w ostatnich 12 miesiącach**

Spółka	Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji	Cena docelowa	Autor
IMS	Kupuj	21 maj 25	3,75	4,60	Łukasz Bugaj
IFIRMA	Akumuluj	29 maj 25	26,35	29,70	Seweryn Żołyński
Ambra	Akumuluj	29 maj 25	20,90	24,90	Grzegorz Gawkowski
IMS	Kupuj	11 cze 25	3,73	4,50	Łukasz Bugaj
Mostostal Zabrze	Kupuj	18 cze 25	5,96	7,60	Adam Zajler
VRG	Kupuj	12 wrz 25	4,45	5,57	Seweryn Żołyński
Shoper	Akumuluj	15 wrz 25	52,00	57,60	Seweryn Żołyński
11 bit studios	Akumuluj	12 wrz 25	179,50	213,50	Grzegorz Gawkowski
Mostostal Zabrze	Kupuj	30 wrz 25	6,25	8,40	Adam Zajler
IMS	Kupuj	7 paź 25	2,97	4,00	Łukasz Bugaj
Ambra	Akumuluj	7 paź 25	19,74	22,30	Grzegorz Gawkowski
VRG	Kupuj	4 gru 25	5,00	6,27	Seweryn Żołyński
Ambra	Kupuj	16 mar 26	19,20	23,50	Grzegorz Gawkowski
Mostostal Zabrze	Kupuj	1 kwi 26	5,71	9,50	Adam Zajler
Shoper	Kupuj	8 kwi 26	39,00	51,90	Seweryn Żołyński
VRG	Akumuluj	8 maj 26	5,26	6,22	Seweryn Żołyński
11 bit studios	Neutralnie	12 maj 26	149,00	160,80	Grzegorz Gawkowski

*Źródło: BM Banku Millennium, rekomendacje wydawane przez BM Banku Millennium obowiązują 6 miesięcy od daty wydania, o ile wcześniej nie zostaną zaktualizowane. Spółki Ambra, Mostostal Zabrze, IMS, VRG, Shoper i 11 bit studios uczestniczą w programie GPW wsparcia analitycznego, a IFIRMA uczestniczyła w programie do 30 czerwca 2025 r. i z tego tytułu BM Banku Millennium otrzymuje lub otrzymało wynagrodzenie od GPW.*

**Struktura rekomendacji BM Banku Millennium za ostatnie 12 miesięcy**

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	10	59%
Akumuluj	6	35%
Neutralnie	1	6%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

**Struktura rekomendacji dla spółek, dla których BM Banku Millennium świadczył usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej\***

**Nie wydano rekomendacji dla spółek, dla których BM Banku Millennium świadczył usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej\***

*\*ostatnie 12 miesięcy, łącznie ze spółkami, dla których BM Banku Millennium pełni funkcję animatora*

## Biuro Analiz

**Marcin Materna, CFA**  
Doradca inwestycyjny  
+48 22 598 26 82  
marcin.materna@bankmillennium.pl

**Dyrektor**  
banki, ubezpieczenia

**Adam Zajler**  
+48 22 598 26 88  
adam.zajler@bankmillennium.pl

**Analityk**  
przemysł, technologie, media

**Łukasz Bugaj, CFA**  
Doradca inwestycyjny  
+48 22 598 26 59  
lukasz.bugaj@bankmillennium.pl

**Analityk**  
fundusze inwestycyjne

**Grzegorz Gawkowski**  
+48 22 598 26 05  
grzegorz.gawkowski@bankmillennium.pl

**Analityk**  
fundusze inwestycyjne

**Seweryn Żołyński, CFA**  
Doradca inwestycyjny  
+48 22 598 26 71  
seweryn.zolyński@bankmillennium.pl

**Analityk**  
handel

## Departament Sprzedaży

**Radosław Zawadzki**  
+48 22 598 26 34  
radoslaw.zawadzki@bankmillennium.pl

**Dyrektor**

**Arkadiusz Szumilak**  
+48 22 598 26 75  
arkadiusz.szumilak@bankmillennium.pl

**Jarosław Oldakowski**  
+48 22 598 26 11  
jaroslaw.oldakowski@bankmillennium.pl

**Leszek Iwaniec**  
+48 22 598 26 90  
leszek.iwaniec@bankmillennium.pl

**Marek Pszczółkowski**  
+48 22 598 26 60  
marek.pszczolkowski@bankmillennium.pl

**Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A.**  
**ul. Żaryna 2A, Millennium Park Ip**  
**02-593 Warszawa Polska**

### Ważne informacje

Informacje zawarte w niniejszym raporcie stanowią rekomendację inwestycyjną w rozumieniu Rozporządzenia delegowanego komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającego 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, wyniku doradztwa inwestycyjnego.

Niniejszy raport został przygotowany z dochowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty uznane za wiarygodne, jednak Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania raportu były wszelkie informacje na temat spółek, jakie były publicznie dostępne i znane sporządzającemu do dnia jego sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. bez uzgodnień ze spółkami będącymi przedmiotem raportu ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się. Inwestowanie w akcje spółek wymienionych w niniejszej analizie wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną, zmianami regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych, ryzykiem stop procentowych, których wyeliminowanie jest praktycznie niemożliwe.

Treść raportu nie była udostępniona spółkom będącym przedmiotem raportu przed jego opublikowaniem. Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie analitycznym.

Osoba lub osoby wskazane w prawym dolnym rogu pierwszej strony niniejszego raportu sporządziły analizę, informacja o stanowiskach osób sporządzających jest zawarta w górnej części ostatniej strony niniejszej publikacji. Wynagrodzenie otrzymywane przez osoby sporządzające raport nie jest bezpośrednio zależne od wyników finansowych uzyskiwanych przez Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. w ramach transakcji lub usług z zakresu bankowości inwestycyjnej, dotyczących instrumentów finansowych emitentów, których dotyczy niniejszy raport.

Niniejszy raport stanowi badanie inwestycyjne rozumieniu przepisów Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy i nie stanowi reklamy ani oferowania papierów wartościowych. Niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Nadzór nad Biurem Maklerskim Banku Millennium S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

### Objaśnienia terminologii fachowej użytej w raporcie

EV - wycena rynkowa spółki + wartość długu odsetkowego netto

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

WNB - wynik na działalności bankowej

P/E - stosunek ceny akcji do zysku netto na 1 akcję

P/BV - stosunek ceny akcji do wartości księgowej na 1 akcję

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych

ROA - stopa zwrotu z aktywów

EPS - zysk netto na 1 akcję

CEPS - zysk netto i amortyzacja na akcję

BVPS - wartość księgowa na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

NPL - kredyty zagrożone

### Skala rekomendacji stosowana w Biurze Maklerskim Banku Millennium S.A.

KUPIJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 20% potencjał wzrostu

AKUMULUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 10% potencjał wzrostu

NEUTRALNIE - uważamy, że cena akcji spółki pozostanie stabilna (+/- 10%)

REDUKUJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o 10-20%

SPRZEDAJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o ponad 20%

Rekomendacje wydawane przez Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. obowiązują 6 miesięcy od daty wydania, o ile wcześniej nie zostaną zaktualizowane. Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka.

### Stosowane metody wyceny

Rekomendacje sporządzone są w oparciu o następujące metody wyceny (wybrane 2 z 3):

Metoda DCF (model zdyskontowanych strumieni pieniężnych) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny przedsiębiorstw. Wadą metody DCF jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy, jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

Metoda porównawcza (porównanie odpowiednich wskaźników rynkowych, przy których jest notowana spółka z podobnymi wskaźnikami dla innych firm z tej samej branży bądź branż pokrewnych) - lepszej niż metoda DCF odzwierciedla postrzeganie branży, w której działa spółka, przez inwestorów. Wadą metody porównawczej jest wrażliwość na dobór przyjętej grupy porównawczej oraz porównywanych wskaźników, a także wysoka zmienność wyceny w zależności od koniunktury na rynku.

Metoda ROE-P/BV (model uzależniający właściwy wskaźnik P/BV od rentowności spółki) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny banków. Wadą tej metody jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy (zyskowność, efektywność), jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

### Powiązania Biura Maklerskiego Banku Millennium S.A. ze spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu

Jest możliwe, że Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. lub Bank Millennium S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej lub usług bankowych świadczy, będzie świadczył, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz spółek i innych podmiotów wymienionych w niniejszym raporcie. Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem raportu oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konfliktach interesów powstałym w związku ze sporządzeniem raportu (o ile występują) znajdują się poniżej.

Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla spółek: Selena FM, Eurotel, Lokum Deweloper, Zamek Industry, GR media i Carlson od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. pełni funkcję animatora rynku dla spółek: Selena FM, KGHM, PZU, Eurotel, Lokum Deweloper, Zamek Industry, GR media i Carlson.

Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy nie pełniło funkcji oferującego w trakcie oferty publicznej dla spółek będących przedmiotem niniejszego raportu i nie otrzymało wynagrodzenia z tego tytułu. Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. w ramach Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego tworzy bądź tworzyło materiały analityczne dla spółek: Agora, Ambra, Korporacja KGL, Mostostal Zabrze, IFIRMA, IMS, VRG, Shoper i 11 bit studios i z tego tytułu pobiera bądź pobierało wynagrodzenie od Giełdy Papierów Wartościowych. Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. w ciągu najbliższych 12 miesięcy otrzyma wynagrodzenie z tytułu sporządzenia niniejszej rekomendacji od Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., której przysługują autorskie prawa majątkowe do tego raportu.

Spółki będące przedmiotem raportu mogą być klientami Grupy Kapitałowej Millennium Banku S.A. oraz Banku Millennium S.A. Pomiędzy Bankiem Millennium S.A., a spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu delegowanym komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającego 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, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Osoby, które brały udział w sporządzeniu niniejszego materiału, nie posiadają akcji spółek wymienianych w raporcie ani żadnych instrumentów finansowych, których wartość jest w sposób istotny związana z wartością akcji emitowanych przez ww. spółki (np. instrumentów pochodnych na akcje).

### Rozwiązania organizacyjne ustanowione w celu zapobiegania konfliktom interesów:

Zasady zarządzania konfliktami interesów w Biurze Maklerskim Banku Millennium S.A. zostały zawarte w Polityce zarządzania konfliktami interesów w Biurze Maklerskim Banku Millennium S.A.

Przyjęte dla zapobiegania konfliktom interesów rozwiązania organizacyjne określa między innymi Regulamin organizacyjny Biura Maklerskiego, który przewiduje: (a) nadzór nad osobami, których główne funkcje obejmują prowadzenie działań w imieniu lub świadczenie usług dla Klientów, których interesy mogą być sprzeczne lub którzy w inny sposób reprezentują różne sprzeczne interesy, w tym interesy Biura Maklerskiego; (b) środki zapobiegające lub ograniczające wywieranie przez osobę trzecią niewłaściwego wpływu na sposób, w jaki upoważniona osoba wykona swoje czynności w ramach usług świadczonych przez Biuro Maklerskie (c) organizacyjne oddzielenie od siebie osób (zespołów) zajmujących się wykonywaniem czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów, (d) zapewnienie każdej jednostce organizacyjnej Biura Maklerskiego i jej pracownikom niezależności w zakresie, w jakim dotyczy to interesów Klientów, na rzecz których taka jednostka wykonuje określone czynności.

Przyjęte dla zapobiegania konfliktom interesów rozwiązania określa również Regulamin wynagradzania, który zapewnia, że nie istnieją żadne powiązania pomiędzy wysokością wynagrodzeń pracowników różnych jednostek organizacyjnych lub wysokością przychodów osiąganych przez różne jednostki organizacyjne, jeżeli jednostki te wykonują czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów.

Ograniczenia dotyczące przepływu informacji w celu zapobiegania konfliktom interesów, w tym informacji poufnych i stanowiących tajemnicę zawodową, określa Regulamin ochrony przepływu informacji poufnych oraz stanowiących tajemnicę zawodową Biura Maklerskiego Banku Millennium S.A.

Prace związane ze sporządzeniem raportu zostały ukończone 12 maja 2026r. o godzinie 20:30 a datą pierwszego rozpowszechnienia raportu jest data raportu 12 maja 2026r. godzina 20:45.

Raport został sporządzony przez Biuro Maklerskie Millennium Banku S.A. na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w ramach Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego.