

11 bit studios

akumuluj

gaming

poprzednia rekomendacja: neutralnie

Cena rynkowa* : 145,0

Cena docelowa: 167,0

Dwa lata oczekiwania na Frostpunka 1886

11 bit studios wchodzi obecnie w najtrudniejszy etap obecnego cyklu wydawniczego. Po premierach „Frostpunka 2” oraz „The Alters” spółka dysponuje dwoma dobrze ocenianymi tytułami, jednak ich sprzedaż okazała się wyraźnie słabsza od wcześniejszych oczekiwań. Wyniki za 1Q'26 potwierdziły, że oba projekty charakteryzują się krótkim „ogonem sprzedażowym”, a wyczerpanie płatności z tytułu umowy Game Pass dodatkowo obniża ich bazę przychodową na kolejne kwartały. W efekcie lata 2026–2027 będą okresem ograniczonej monetyzacji obecnego portfolio oraz wysokiej amortyzacji, przy braku nowych premier gier własnych.

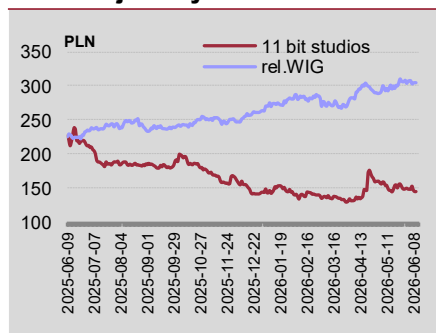
Kluczowym projektem dla przyszłości spółki pozostaje „Frostpunk 1886”, którego premierę zakładamy w 2028 roku. W naszej ocenie projekt ten będzie pierwszym realnym testem nowej strategii opartej o model game-as-a-platform (długoterminowe rozwijanie gry poprzez regularne aktualizacje, dodatki oraz nowe treści). Jednocześnie oznacza to, że ciężar odbudowy wyników przypadnie dopiero za kolejne dwa lata, a najbliższe kwartały prawdopodobnie nie przyniosą istotnej poprawy rezultatów finansowych. Po słabszej od oczekiwań monetyzacji „Frostpunka 2” i „The Alters” znaczenie „Frostpunka 1886” dla przyszłych wyników spółki istotnie wzrosło.

Nie oczekujemy również, aby planowane DLC do obu tytułów istotnie zmieniły ten obraz. W czerwcu i grudniu 2026 roku zadebiutują kolejne DLC do „Frostpunka 2”, natomiast 13 lipca premierę będzie miał „The Alters: Last Variable”. Choć premiery dodatków pozwolą na częściowe rozpoznanie odroczonego przychodu z edycji Deluxe, nie zakładamy, aby stały się impulsem do wyraźnego wzrostu sprzedaży bazowych wersji obu tytułów.

Jednocześnie zwracamy uwagę, że w naszej opinii obecna sytuacja finansowa 11 bit studios pozostaje bezpieczna. Na koniec 1Q'26 spółka posiadała 93,2 mln PLN gotówki netto, co naszym zdaniem zapewnia komfort finansowania realizowanych projektów bez konieczności pozyskiwania dodatkowego kapitału. Rynek wydaje się w dużej mierze dyskontować słabsze perspektywy wynikowe na lata 2026–2027, czego efektem pozostaje wyraźnie niższa wycena spółki niż jeszcze kilkanaście miesięcy temu.

W wyniku nieznacznej aprecjacji kursu USD względem PLN, niższej stopy wolnej od ryzyka, a także spadku kursu akcji spółki od czasu publikacji poprzedniej rekomendacji podnosimy cenę docelową z 160,8 PLN do 167,0 PLN oraz rekomendację z „neutralnie” do „akumuluj”.

Kurs akcji relatywnie



Źródło: Bloomberg

Max/min 52 tygodnie (PLN)	246 / 127.2
Liczba akcji (mln)	2,4
Kapitalizacja (mln PLN)	350
EV (mln PLN)	441
Free float (mln PLN)	310,2
Średni obrót (mln PLN)	2,0
Główni akcjonariusze % akcji, % głosów	Grzegorz Miechowski 6,99%, 6,99%
	NN PTE 5,17%, 5,17%
	Esaliens TFI 5,00%, 5,00%
	1 m 3 m 12 m
Zmiana ceny	-5,7% 4,3% -34,3%
Zmiana WIG	4,0% 10,5% 32,7%

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	50,5	1,5	0,0	20,2	6,1	2,9
2026p	99,0	5,7	43,6	7,2	6,5	2,7	18,4	100,5	53,8	1,4	0,0	77,6	10,1	2,7
2027p	87,4	4,2	34,2	5,2	4,7	1,9	14,4	102,4	75,0	1,4	0,0	105,5	12,9	1,9
2028p	137,0	41,6	74,8	42,4	38,2	15,8	29,5	118,2	9,2	1,2	0,0	10,6	5,9	13,4

p - prognozy Biura Maklerskiego Banku Millennium

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 406 mln PLN, czyli 167,8 PLN na akcję. Przy użyciu metody porównawczej wyceniliśmy spółkę na 396 mln PLN (163,8 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 404 mln PLN, co przekłada się na 167,0 PLN na akcję. W związku z uzyskaną wyceną podnosimy rekomendację dla akcji spółki 11 bit studios z „neutralnie” do „akumuluj”.

Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Wycena (mln PLN)	Wycena na 1 akcję (PLN)	Waga
Wycena DCF	406	167,8	80%
Wycena porównawcza	396	163,8	20%
Wycena spółki 11 bit studios	404	167,0	

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 wskaźnikami 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	6,2	6,1	2,5
CAPCOM	9697 JP	Japonia	22,0	19,6	17,4	16,9	15,2	13,6
CD PROJEKT	CDR PW	Polska	57,2	15,8	14,9	51,5	11,2	12,4
CREEPY JAR	CRJ PW	Polska	8,4	7,7	12,3	4,5	4,7	4,6
ELECTRONIC ARTS	EA US	Stany Zjednoczone	23,4	22,7	21,1	17,2	17,1	16,0
EMBRACER	EMBRACB SS	Szwecja	18,2	10,9	8,3	2,6	2,6	2,2
EVERPLAY	EVPL LN	Wielka Brytania	9,1	8,6	8,5	6,2	5,7	5,8
KONAMI	9766 JP	Japonia	27,5	22,4	20,5	15,3	12,8	11,9
PARADOX INTERACTIVE	PDX SS	Szwecja	21,8	19,7	17,8	9,2	8,7	8,1
PLAYWAY	PLW PW	Polska	8,0	7,8	9,3	6,1	5,4	6,5
TAKE-TWO INTERACTIVE	TTWO US	Stany Zjednoczone	54,3	31,8	21,2	36,7	25,7	16,6
TENCENT	700 HK	Chiny	13,1	11,7	10,6	10,6	9,6	8,5
Mediana			21,8	16,6	13,6	9,9	9,1	8,3
Zysk netto (mln PLN)			6,5	4,7	38,2			
EBITDA (mln PLN)						43,6	34,2	74,8
Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)			141,7	77,5	520,6	521,9	403,1	711,0
Wycena						396		
Wycena na 1 akcję						163,8		

Źródło: Bloomberg, Biuro Maklerskie Banku Millennium; wartości wskaźników ustalone na dzień i godzinę: 2026-06-09 17:00

Wycena DCF

Wycena spółki metodą DCF

(mln PLN)	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	>2035
Sprzedaż	99,0	87,4	137,0	184,8	197,3	223,6	228,5	165,3	129,7	109,8	
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)	5,1	3,8	37,4	52,0	56,8	68,0	74,4	42,5	25,5	19,7	
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	-0,9	4,2	4,3	2,8	2,0	1,1	-4,2	-3,1	-1,4	
FCF	3,4	2,2	40,7	53,9	57,0	67,1	73,2	36,9	21,6	18,4	244,9
Zmiana FCF		-37,0%	-	32,6%	5,8%	17,6%	9,1%	-49,5%	-41,4%	-15,1%	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%	5,0%	5,3%	5,3%	5,5%	5,6%	5,7%	5,7%	5,7%
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%	6,5%	6,8%	6,8%	7,0%	7,1%	7,2%	7,2%	7,2%
Koszt kapitału własnego	9,0%	9,5%	9,8%	10,0%	10,3%	10,3%	10,5%	10,6%	10,7%	10,7%	10,7%
WACC	9,0%	9,5%	9,8%	10,0%	10,3%	10,3%	10,5%	10,6%	10,7%	10,7%	10,7%
PV (FCF)	3,3	1,9	32,0	38,3	36,5	38,8	38,1	17,3	9,1	6,9	92,5
Wartość DCF (mln PLN)	314,7										
(Dług) Gotówka netto	91,0										
Wycena DCF (mln PLN)	405,7										
Liczba akcji (mln)	2,4										
Wycena 1 akcji (PLN)	167,8										

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 5,7%.
- ❑ 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 3,67 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 _v rezydualna		2,4%	2,6%	2,8%	3,0%	3,2%	3,4%	3,6%
	4,7%	169,7	170,9	172,2	173,5	175,0	176,5	178,1
	5,2%	167,1	168,2	169,3	170,5	171,7	173,1	174,5
	5,7%	164,9	165,8	166,8	167,8	168,9	170,1	171,3
	6,2%	162,9	163,7	164,6	165,5	166,5	167,5	168,6
	6,7%	161,1	161,9	162,6	163,5	164,3	165,2	166,2

Źródło: Biuro Maklerskie Banku Millennium

Komentarz do wyników za 1Q'26

Wyniki 11 bit studios za 1Q'26 oceniamy neutralnie. Spółka zaraportowała 19,8 mln PLN przychodów (+13,1% r/r), EBITDA na poziomie 5,9 mln PLN oraz stratę netto w wysokości -2,8 mln PLN wobec -6,4 mln PLN rok wcześniej. Wyniki operacyjne były zbliżone do naszych oczekiwań (prognozowaliśmy 19,1 mln PLN przychodów oraz -5,7 mln PLN EBIT), natomiast pozytywnie zaskoczył wynik netto, wsparty wyraźnie wyższymi przychodami finansowymi związanymi głównie z dodatnimi różnicami kursowymi. Sam kwartał miał jednak przejściowy charakter i nie dostarczył nowych impulsów sprzedażowych. Przychody z dwóch kluczowych gier własnych, „Frostpunk 2” oraz „The Alters”, były wyraźnie niższe niż w poprzednich kwartałach i wyniosły odpowiednio 3,2 mln PLN oraz 2,4 mln PLN, co wynikało przede wszystkim z braku wpływów związanych z Game Passem oraz grudniowej premiery dodatku „Frostpunk 2: Fractured Utopias”, który wspierał wyniki w 4Q'25. Jednocześnie istotnym obciążeniem pozostaje wysoka amortyzacja po rewizji stawek amortyzacyjnych przeprowadzonej w 4Q'25. W 1Q'26 koszty amortyzacji wzrosły do 11,4 mln PLN wobec 4,6 mln PLN rok wcześniej. Na koniec marca 2026 roku spółka posiadała 93,2 mln PLN gotówki netto, utrzymując bezpieczną sytuację płynnościową.

- W 1Q'26 przychody były w większym stopniu niż dotychczas wspierane przez segment wydawniczy. W segmencie gier własnych najwyższe przychody wygenerowały „Frostpunk 2” (3,2 mln PLN), „The Alters” (2,4 mln PLN) oraz pierwszy „Frostpunk” (2,2 mln PLN). Dane te wskazują, że mimo bardzo dobrego odbioru obu najnowszych produkcji, ich sprzedaż od momentu premiery wyhamowała znacznie szybciej od wcześniejszych oczekiwań, a obecna aktywność graczy pozostaje kilkukrotnie niższa niż w przypadku znacznie starszych IP spółki. W segmencie wydawniczym najwyższe przychody wygenerowały „Death Howl” (4,1 mln PLN) oraz „Moonlighter 2” (1,7 mln PLN). Uważamy, że zdecydowana część przychodów „Death Howl” pochodziła z płatności związanej z umową Game Pass, którą szacujemy na niecały 1 mln USD.
- Segment gier własnych pozostaje w fazie oczekiwania na kolejne premiery i dodatki DLC. W 1Q'26 zespół odpowiedzialny za „Frostpunk 2” koncentrował się na pracach nad dodatkiem „Breach of Trust”, którego premiera planowana jest na 23 czerwca 2026 roku. Z kolei w przypadku „The Alters” spółka finalizowała prace nad pierwszym płatnym DLC, zatytułowanym „Last Variable”, którego debiut został zaplanowany na 13 lipca. Jednocześnie 11 bit studios podtrzymało harmonogram zakładający premierę „Frostpunk 1886” w latach 2027-2028.
- W segmencie wydawniczym jednym z głównych wydarzeń była konsolowa premiera „Death Howl” (PS5, Xbox X/S, Switch), która miała miejsce 19 lutego 2026 roku. Równolegle spółka rozwijała „Moonlighter 2” w formule early access, publikując pierwszą dużą aktualizację zawartości „Greed and Glory”. Spółka ujawniła również nowy tytuł „Crop”, który w ciągu dwóch tygodni od prezentacji przekroczył poziom 120 tys. wishlist na Steamie (obecnie ok. 350 miejsce na top wishlist). Spółka poinformowała również o podpisaniu kolejnego projektu wydawniczego, którego

szczegóły nie zostały jeszcze ujawnione.

- Na koniec 1Q'26 wartość niezakończonych prac rozwojowych wzrosła do 35,0 mln PLN wobec 25,3 mln PLN na koniec 2025 roku. Największe nakłady dotyczyły „Moonlighter 2” rozwijanego w formule early access (15,5 mln PLN), dodatku DLC do „The Alters” (5,4 mln PLN) oraz projektu „Frostpunk 1886” (5,3 mln PLN).
- Na koniec marca przy „The Alters” pracowały 52 osoby, przy „Frostpunk 2” 48 osób, „Frostpunk 1886” 27 osób, projektach „P12”, „P13” i „P14” odpowiednio 11, 5 i 1 osoba, natomiast w dziale wsparcia oraz publishingu zatrudnionych było 27 deweloperów.
- Koszty działalności operacyjnej w 1Q'26 wzrosły do 25,3 mln PLN (+20,2% r/r), głównie za sprawą utrzymującej się wysokiej amortyzacji. Koszty amortyzacji wyniosły 11,4 mln PLN wobec 4,6 mln PLN rok wcześniej (+148,0% r/r), co pozostaje efektem rewizji stawek amortyzacyjnych dla „Frostpunka 2” oraz „The Alters” przeprowadzonej w 4Q'25. Jednocześnie spółka odnotowała spadek kosztów usług obcych do 8,6 mln PLN (-16,7% r/r), co wynikało głównie z niższych kosztów tantiem oraz wydatków marketingowych. Niższe były również koszty wynagrodzeń (-14,6% r/r), co związane było z brakiem rezerwy na program motywacyjny rozwiązany w 2025 roku.
- Saldo przychodów i kosztów finansowych wyniosło w 1Q'26 3,7 mln PLN wobec -3,9 mln PLN rok wcześniej. Poprawa wynikała głównie z wyższych przychodów finansowych (3,8 mln PLN vs. 0,5 mln PLN w 1Q'25), wspartych dodatnimi różnicami kursowymi na poziomie 2,6 mln PLN wobec -4,2 mln PLN rok wcześniej. Korzystny wpływ miało osłabienie PLN względem USD i EUR, czyli głównych walut, w których spółka generuje przychody.
- Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej wyniosły w 1Q'26 15,4 mln PLN, natomiast FCF ukształtował się na poziomie 5,1 mln PLN. Na koniec marca pozycja gotówkowa netto wzrosła do 93,2 mln PLN wobec 91,0 mln PLN na koniec 2025 roku, co potwierdza utrzymanie bezpiecznej sytuacji płynnościowej. Jednocześnie zarząd zarekomendował przeznaczenie całego zysku netto za 2025 rok (6,9 mln PLN) na kapitał zapasowy, rezygnując z wypłaty dywidendy.

11 bit studios - wyniki kwartalne (mln PLN)

	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25	2Q'25	3Q'25	4Q'25	1Q'26	r/r
Przychody ze sprzedaży	15,3	15,4	75,9	33,9	17,5	39,7	44,1	39,7	19,8	13,1%
Pozostałe przychody operacyjne	0,0	0,0	0,0	0,0	1,2	8,2	0,0	0,0	0,0	-99,5%
Razem przychody z działalności operacyjnej	15,3	15,4	75,9	33,9	18,7	39,7	44,1	39,7	19,8	6,1%
Amortyzacja	0,9	2,0	2,0	14,9	4,6	6,4	13,1	26,1	11,4	148,0%
Zużycie surowców i materiałów	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1	0,2	0,3	0,2	9,6%
Usługi obce	8,4	8,9	11,3	10,4	10,3	8,3	10,8	16,8	8,6	-16,7%
Wynagrodzenia i świadczenia pracownicze	6,0	7,3	2,1	-4,6	4,6	3,1	4,3	4,9	4,0	-14,6%
Podatki i opłaty	0,1	0,4	0,5	1,8	0,9	0,0	1,8	-0,1	0,9	-7,0%
Pozostałe koszty operacyjne	0,7	0,9	0,9	0,8	0,4	1,2	1,3	0,1	0,3	-18,5%
Koszty zamknięcia "Projektu 8"				48,4						-
Utrata wartości aktywów niematerialnych i prawnych				18,3		0,2		0,3		-
Razem koszty działalności operacyjnej	16,4	19,8	17,5	89,8	21,0	19,3	31,6	48,4	25,3	20,2%
EBIT	-1,0	-4,3	58,4	-55,9	-2,4	20,4	12,5	-8,7	-5,5	-
Marża EBIT	-	-	77,0%	-	-	51,4%	28,4%	-	-	-
EBITDA	-0,1	-2,3	60,5	-41,1	2,2	26,8	25,7	17,4	5,9	165,9%
Marża EBITDA	-	-	79,7%	-	12,6%	67,4%	58,2%	43,9%	29,7%	-
Przychody / koszty finansowe	0,3	0,5	-2,8	4,9	-3,9	-3,5	0,3	-0,7	3,7	-
Zysk netto	-1,6	1,1	48,0	-40,7	-6,4	14,9	13,5	-15,0	-2,8	-
Marża zysku netto	-	7,3%	63,3%	-	-	37,4%	30,6%	-	-	-
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	5,4	14,3	7,6	49,6	5,3	-5,3	27,4	35,2	15,4	193,4%
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	-1,1	-10,9	-14,9	-18,4	-3,5	-11,1	-6,3	-61,1	-6,4	-
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	-0,4	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-
FCF (Free Cash Flow)	-8,6	-0,9	-7,9	36,2	-3,5	-16,2	20,8	23,4	5,1	-
Pozycja gotówkowa netto	38,7	37,2	30,6	65,6	64,9	47,6	67,2	91,0	93,2	43,6%

Źródło: 11 bit studios, BM Banku Millennium

Portfolio spółki i nowa strategia

11 bit studios pozostaje w fazie odbudowy zaufania inwestorów po słabszym od oczekiwań odbiorze „Frostpunka 2” oraz odpisie Projektu 8, które istotnie osłabiły sentyment wobec spółki. Opublikowana w ubiegłym roku strategia rozwoju zakłada równoległą realizację kilku projektów własnych, rozwój modelu game-as-a-platform oraz dywersyfikację poprzez segment wydawniczy. W naszej ocenie przedstawiony plan stanowi odpowiedź na wcześniejsze rozczarowania, jednak jego efekty będą widoczne dopiero w dłuższym terminie.

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 288 tys. sztuk (vs. 592 tys. w 2024 r.). W ostatnich dniach spółka ujawniła szczegóły pierwszego płatnego dodatku do „The Alters”. DLC „Last Variable”, którego premiera zaplanowana jest na 13 lipca 2026 roku, ma zaoferować ok. 20 godzin nowej zawartości. Mimo relatywnie dużej skali rozszerzenia nie oczekujemy jednak, aby przełożyło się ono na istotne wydłużenie cyklu życia gry lub znaczącą poprawę sprzedaży bazowej. Podtrzymujemy również ostrożne podejście do kolejnych dodatków do „Frostpunka 2” („Breach of Trust” w czerwcu oraz drugiego DLC planowanego na grudzień 2026 roku).

Zwracamy również uwagę, że w przeciwieństwie do roku ubiegłego, tegoroczne przychody kluczowych tytułów nie są już wspierane płatnościami od Microsoft z tytułu umów Game Pass, które w 2025 roku kompensowały słabszą sprzedaż organiczną. Tendencja ta była już widoczna w wynikach za 1Q'26, kiedy „Frostpunk 2” wygenerował zaledwie 3,2 mln PLN przychodów, zaś „The Alters” 2,4 mln PLN. W konsekwencji prognozujemy spadek przychodów z tytułu „The Alters” do 23,2 mln PLN oraz z „Frostpunka 2” do 21,9 mln PLN w 2026 roku. Choć premiery dodatków pozwolą na rozpoznanie części odroczonej przychodów z edycji Deluxe, nie zakładamy, aby były one w stanie istotnie poprawić trend sprzedażowy obu produkcji.

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	5,9	5,0	4,2
Frostpunk (PC, PS4, XONE)	24.04.2018	\$29,99	23,4	28,7	14,3	11,9	9,7	7,8
Frostpunk 2 (PC, PS5, XSX)	20.09.2024	\$44,99		69,7	43,2	21,9	14,2	10,0
The Alters (PC, PS5, XSX)	13.06.2025	\$34,99			43,8	23,2	14,6	11,1
Frostpunk 1886	2028	\$39,99						63,6
Łącznie			31,4	105,5	108,5	62,9	43,5	96,7

Zródło: 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”) świadczy o tym, 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 stanowiły istotny impuls do poprawy sprzedaży.

- ❑ **Death Howl.** Tytuł ukazał się na PC 9 grudnia (na konsolach 19 lutego) i mimo bardzo wysokich ocen użytkowników (92% pozytywnych recenzji na Steam) pozostaje produkcją niszową. Maksymalny peak graczy wyniósł 675 osób, co wskazuje na ograniczoną skalę zainteresowania od momentu premiery. Przychody w 1Q'26 (4,1 mln PLN) zostały w istotnym stopniu wsparte płatnością z tytułu umowy Game Pass, jednak długoterminowy potencjał sprzedażowy tej produkcji oceniamy jako marginalny.

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 thrilleru) 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”.

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	2,1	1,6
Children of Morta (PC, PS4, XONE, NS)	3.09.2019	\$21,99	6,8	3,3	4,4	4,2	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	6,0	3,8	2,5
INDIKA (PC, PS5, XSX)	2.05.2024	\$24,99		6,0	3,0	1,7	1,4	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	10,2	7,4	5,3
Death Howl (PC, PS5, XSX, Switch)	09.12.2025	\$19,99			0,3	7,9	3,5	1,3
Crop	2027	\$24,99					9,5	6,6
Nowe projekty wydawnicze							10,0	16,9
Łącznie			20,8	35,1	32,5	36,1	43,9	40,3

Źródło: Steam, p - prognozy Biura Maklerskiego Banku Millennium

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 relatywnie wczesnym etapie rozwoju. Na koniec 1Q'26 zaangażowanych było w niego 5 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. Na koniec 1Q'26 nad projektem pracowało 11 osób, a harmonogram zakłada premierę 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 pozostaje na wczesnym etapie rozwoju. Na koniec 1Q'26 zaangażowany był w niego jeden deweloper, a okno wydawnicze pozostaje celowane na 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.

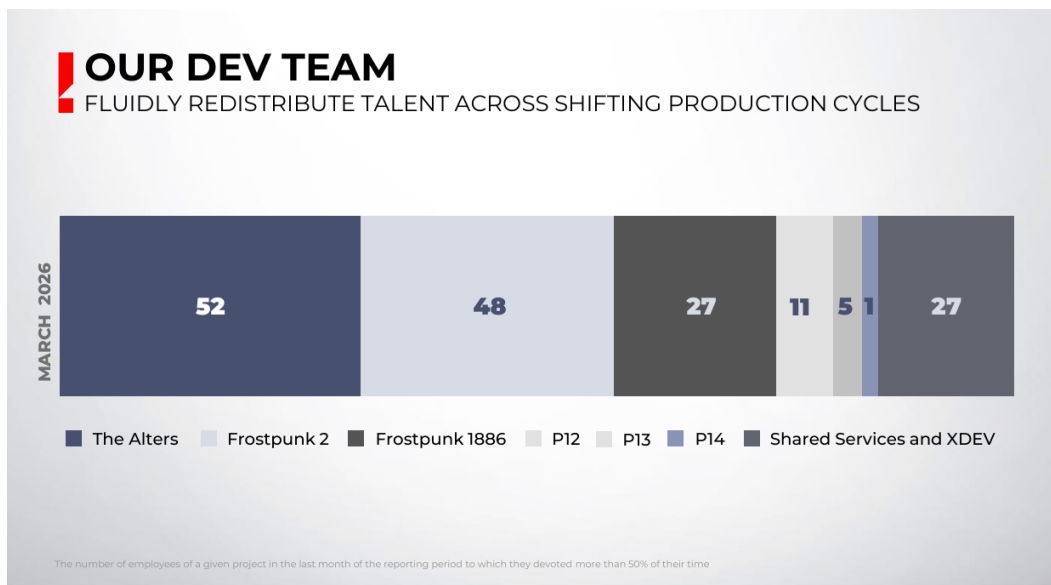
Harmonogram premier spółki

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 -> GaaS	2027/2028
P13	New Games Development	2028/2029
P15	Reimagination -> GaaS	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

Liczba deweloperów zaangażowana w poszczególne projekty



Źródło: 11 bit studios

Aktualizacja prognoz finansowych

Od czasu publikacji poprzedniej rekomendacji dokonujemy jedynie niewielkich zmian w prognozach finansowych 11 bit studios. Korekta wynika przede wszystkim z nieznacznej aprecjacji USD względem PLN, co pozytywnie wpływa na prognozowane przychody generowane przez portfolio spółki.

W rezultacie podnosimy prognozę przychodów do 99,0 mln PLN w 2026 roku (+1,4% względem poprzednich założeń), 87,4 mln PLN w 2027 roku (+1,4%) oraz 137,0 mln PLN w 2028 roku (+1,4%). Jednocześnie, przy praktycznie niezmiennych założeniach kosztowych, przekłada się to na podniesienie prognoz EBIT do odpowiednio 5,7 mln PLN, 4,2 mln PLN oraz 41,6 mln PLN. Prognozowany zysk netto wzrasta do 6,5 mln PLN w 2026 roku, 4,7 mln PLN w 2027 roku oraz 38,2 mln PLN w 2028 roku.

Podkreślamy, że różnice nie wynikają ze zmiany naszego spojrzenia na perspektywy operacyjne spółki. Nadal zakładamy ograniczony potencjał monetyzacji „Frostpunka 2” i „The Alters”, brak nowych premier gier własnych w latach 2026–2027 oraz premierę „Frostpunk 1886” w 2028 roku.

Zmiany w prognozach wyników 11 bit studios

	2026			2027			2028		
	poprzednia	aktualna	zmiana	poprzednia	aktualna	zmiana	poprzednia	aktualna	zmiana
Przychody	97,6	99,0	1,4%	86,2	87,4	1,4%	135,1	137,0	1,4%
EBITDA	41,7	43,6	4,5%	33,4	34,2	2,4%	73,5	74,8	1,9%
EBIT	3,8	5,7	49,4%	3,4	4,2	23,4%	40,2	41,6	3,4%
marża EBIT	3,9%	5,8%		3,9%	4,8%		29,7%	30,3%	
Zysk netto	4,8	6,5	35,1%	4,0	4,7	18,0%	36,9	38,2	3,3%
marża netto	4,9%	6,6%		4,6%	5,3%		27,3%	27,8%	

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
przychody netto	52,3	140,5	141,0	99,0	87,4	137,0
segment gier własnych	31,4	105,5	108,5	62,9	43,5	96,7
segment wydawniczy	20,8	35,1	32,5	36,1	43,9	40,3
koszty działalności operacyjnej	42,2	73,4	116,8	91,4	81,4	93,6
saldo pozostałej działalności operacyjnej	-2,4	-70,0	-2,4	-1,8	-1,8	-1,8
EBITDA	11,8	17,0	72,1	43,6	34,2	74,8
marża EBITDA	22,5%	12,1%	51,1%	44,0%	39,2%	54,6%
EBIT	7,6	-2,8	21,9	5,7	4,2	41,6
marża EBIT	14,5%	-	15,5%	5,8%	4,8%	30,3%
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
zysk przed opodatkowaniem	-0,3	2,8	11,5	7,2	5,2	42,4
podatek dochodowy	0,8	4,1	-4,6	-0,7	-0,5	-4,2
zysk netto	0,5	7,0	6,9	6,5	4,7	38,2
marża zysku netto	1,0%	4,9%	4,9%	6,6%	5,3%	27,8%
liczba akcji (mln)	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4
EPS	0,2	2,9	2,9	2,7	1,9	15,8

Źródło: 11 bit studios, prognozy Biura Maklerskiego Banku Millennium

Bilans (mln PLN)

	2023	2024	2025	2026p	2027p	2028p
aktywa trwałe	191,4	169,7	176,0	175,9	161,5	154,5
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
aktywa obrotowe	66,9	92,7	92,8	92,1	108,9	156,5
zapasy	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
należności krótkoterminowe	11,5	21,1	19,8	15,4	13,6	21,4
inwestycje krótkoterminowe	54,4	70,5	71,8	75,8	94,6	133,9
pozostałe aktywa krótkoterminowe	0,9	1,0	1,1	0,8	0,7	1,1
aktywa razem	258,3	262,3	268,8	268,0	270,5	310,9
kapitał własny	227,1	229,9	236,4	242,9	247,6	285,8
zobowiązania długoterminowe	6,6	4,6	3,3	2,0	0,8	0,8
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
zobowiązania krótkoterminowe	24,7	27,8	29,1	23,1	22,1	24,4
kredyty	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	0,0
zobowiązania handlowe	6,1	13,1	15,2	14,8	16,8	17,5
pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	17,3	13,5	12,6	7,0	4,0	6,9
pasywa razem	258,3	262,3	268,8	268,0	270,5	310,9
BVPS	93,9	95,1	97,8	100,5	102,4	118,2

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	6,5	4,7	38,2
amortyzacja	4,2	19,8	50,2	37,9	30,1	33,3
zmiana kapitału obrotowego	-15,4	6,5	-0,8	-0,1	-0,9	4,2
gotówka z działalności operacyjnej	21,9	76,9	62,5	43,3	35,6	66,4
inwestycje (capex)	-58,8	-58,1	-38,0	-39,4	-30,8	-34,2
gotówka z działalności inwestycyjnej	-16,2	-45,4	-82,1	-37,8	-15,4	-25,8
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
gotówka z działalności finansowej	2,3	-1,8	-1,5	-1,4	-1,4	-1,3
zmiana gotówki netto	8,0	29,7	-21,1	4,1	18,8	39,4
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
CEPS	1,9	11,1	23,7	18,4	14,4	29,5
FCFPS	-27,8	-13,9	31,1	1,9	1,3	20,7

Źródło: 11 bit studios, prognozy Biura Maklerskiego Banku Millennium

Wskaźniki (%)

	2023	2024	2025	2026p	2027p	2028p
zmiana sprzedaży	-29,6%	168,9%	0,3%	-29,8%	-11,7%	56,7%
zmiana EBITDA	-54,5%	44,3%	324,8%	-39,6%	-21,4%	118,6%
zmiana EBIT	-62,0%	-	-	-74,0%	-26,5%	893,3%
zmiana zysku netto	-97,7%	1212,6%	0,6%	-6,2%	-28,3%	716,7%
marża EBITDA	22,5%	12,1%	51,1%	44,0%	39,2%	54,6%
marża EBIT	14,5%	-	15,5%	5,8%	4,8%	30,3%
marża netto	1,0%	4,9%	4,9%	6,6%	5,3%	27,8%
sprzedaż/aktywa (x)	0,20	0,54	0,52	0,37	0,32	0,44
dług / kapitał (x)	0,21	0,28	0,38	0,40	0,41	0,47
odsetki / EBIT	-101,6%	-	-31,6%	27,2%	24,1%	2,0%
stopa podatkowa	278,4%	-145,6%	39,6%	10,0%	10,0%	10,0%
ROE	0,2%	3,0%	2,9%	2,7%	1,9%	13,4%
ROA	0,2%	2,7%	2,6%	2,4%	1,7%	12,3%
(dług) gotówka netto (mln PLN)	48,0	65,5	91,0	96,3	102,1	135,2

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	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
IMS	Kupuj	13 maj 26	1,97	2,87	Łukasz Bugaj
11 bit studios	Akumuluj	10 cze 26	145,00	167,00	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	63%
Akumuluj	5	31%
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.zolyniak@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 występuje) 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 10 czerwca 2026r. o godzinie 15:30 a datą pierwszego rozpowszechnienia raportu jest data raportu 10 czerwca 2026r. godzina 15:45.

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.