

11 bit studios

akumuluj

gaming

poprzednia rekomendacja: akumuluj

Cena rynkowa*: 129,1

Cena docelowa: 145,5

Przed nami dwa słabsze lata

11 bit studios ma przed sobą dwa słabsze lata. Sprzedaż „The Alters” i „Frostpunk 2” pozostaje wyraźnie poniżej naszych wcześniejszych oczekiwań, a brak nowych premier gier własnych w latach 2026–2027 ogranicza możliwości poprawy wyników. „The Alters” na koniec sierpnia sprzedał się łącznie w ponad 600 tys. egzemplarzy, co oznacza zaledwie >55 tys. kopii sprzedanych od końca 2025 r. Z kolei „Frostpunk 2” w lipcu przekroczył 1 mln sprzedanych sztuk, co oznacza ok. 120 tys. egzemplarzy sprzedanych w 2026 r. do tego momentu. Kolejne miesiące nie przyniosły istotnej poprawy sprzedaży żadnego z tych tytułów.

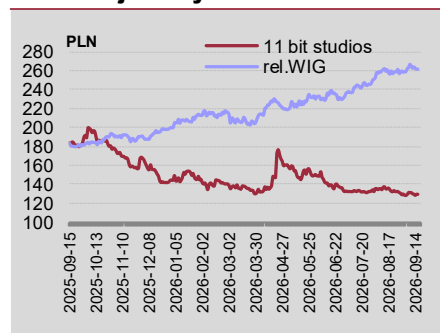
Nie oczekujemy, aby sytuację zmieniły kolejne dodatki. „The Alters: Last Variable” nie przełożył się na istotny wzrost zainteresowania podstawową wersją gry, podobnie jak drugie DLC do „Frostpunka 2”, którego odbiór na Steamie był wyraźnie słabszy od pierwszego dodatku. W efekcie zakładamy dalszy spadek sprzedaży obu tytułów, a premiery kolejnych DLC będą przede wszystkim oznaczały uwolnienie odroczonej przychodów z edycji Deluxe. Przy braku nowych premier gier własnych oraz wysokich nakładach na rozwój kolejnych projektów wyniki pozostaną pod presją. Dodatkowym obciążeniem będzie wysoka amortyzacja, która w ostatnich kwartałach istotnie wzrosła.

Najważniejszym projektem w pipeline pozostaje „Frostpunk 1886”, którego premierę nadal zakładamy na początku 2028 r. Oznacza to, że na istotną poprawę wyników trzeba będzie poczekać do 2028 r. Jednocześnie spółka realizuje szeroki harmonogram kolejnych projektów, co będzie wymagało istotnych nakładów również przed ich premierami. Lata 2026–2027 będą więc okresem przejściowym - przy słabszej sprzedaży obecnego portfolio, braku nowych premier własnych i wysokich kosztach.

Perspektywy segmentu wydawniczego również pozostają ograniczone. Nie oczekujemy, aby pełna premiera „Moonlighter 2: The Endless Vault” oraz debiut wersji konsolowych istotnie zmieniły dotychczasowy obraz sprzedaży. „Crop” pozostaje ciekawym projektem w portfolio, ale na obecnym etapie nie zmienia naszego ostrożnego podejścia do tego segmentu. Jego wpływ na wyniki całej grupy pozostanie ograniczony.

Obniżamy cenę docelową akcji z 167,0 PLN do 145,5 PLN, pozostawiając rekomendację „akumuluj”. Korekta wyceny wynika przede wszystkim z niższych prognoz wyników finansowych oraz wcześniejszego niedoszacowania kosztów. Jednocześnie sytuacja finansowa spółki pozostaje bezpieczna. Na koniec 2Q'26 11 bit studios posiadało 84,6 mln PLN gotówki netto, co pozwala finansować dalszy rozwój bez konieczności pozyskiwania dodatkowego kapitału.

Kurs akcji relatywnie



Max/min 52 tygodnie (PLN)	202.4 / 126.5		
Liczba akcji (mln)	2,4		
Kapitalizacja (mln PLN)	312		
EV (mln PLN)	403		
Free float (mln PLN)	260		
Średni obrót (mln PLN)	1,4		
Główni akcjonariusze % akcji, % głosów	Grzegorz Miechowski 6,97%, 6,97% Esaliens TFI 6,16%, 6,16%		
	1 m	3 m	12 m
Zmiana ceny	-4,4%	-7,1%	-28,7%
Zmiana WIG	0,3%	10,1%	45,1%

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	44,9	1,3	0,0	18,4	5,6	2,9
2026p	97,1	-0,7	37,1	0,8	0,7	0,3	16,0	98,1	424,4	1,3	0,0	-553,1	10,9	0,3
2027p	79,9	-14,3	15,8	-13,3	-12,0	-5,0	7,5	93,2	-26,1	1,4	0,0	-28,2	25,5	-5,3
2028p	129,1	28,3	61,2	29,1	26,2	10,8	24,5	104,0	11,9	1,2	0,0	14,2	6,6	10,4

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 15.09.2026 r., godz. 17:00

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 357 mln PLN, czyli 147,7 PLN na akcję. Przy użyciu metody porównawczej wyceniliśmy spółkę na 305 mln PLN (126,0 PLN na akcję). Metodzie porównawczej przypisaliśmy wagę 10% (względem 20% poprzednio), ograniczając jej znaczenie w wycenie ze względu na prognozowaną przez nas stratę netto w 2027 roku. Uzyskaliśmy wycenę 11 bit studios na poziomie 352 mln PLN, co przekłada się na 145,5 PLN na akcję. W związku z uzyskaną wyceną utrzymujemy rekomendację „akumuluj” dla akcji spółki 11 bit studios.

Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Wycena (mln PLN)	Wycena na 1 akcję (PLN)	Waga
Wycena DCF	357	147,7	90%
Wycena porównawcza	305	126,0	10%
Wycena spółki 11 bit studios	352	145,5	

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	17,6	15,3	3,2	5,9	5,4	2,2
CAPCOM	9697 JP	Japonia	33,6	28,4	25,0	16,9	15,2	13,6
CD PROJEKT	CDR PW	Polska	53,1	29,2	12,4	44,4	17,1	9,2
CREEPY JAR	CRJ PW	Polska	8,0	11,5	27,7	4,0	4,5	7,8
ELECTRONIC ARTS	EA US	Stany Zjednoczone	24,3	24,5	23,1	17,2	17,1	16,0
EMBRACER	EMBRACB SS	Szwecja	24,9	14,7	11,9	4,0	3,8	3,2
EVERPLAY	EVPL LN	Wielka Brytania	13,1	12,3	11,9	9,3	8,8	8,5
KONAMI	9766 JP	Japonia	30,2	22,5	20,5	17,0	13,2	12,2
PARADOX INTERACTIVE	PDX SS	Szwecja	26,2	22,7	20,8	11,5	10,4	9,8
PLAYWAY	PLW PW	Polska	9,0	8,7	7,8	5,8	5,0	4,5
TAKE-TWO INTERACTIVE	TTWO US	Stany Zjednoczone	54,2	30,3	21,0	38,9	24,6	17,9
TENCENT	700 HK	Chiny	12,8	12,1	11,0	10,4	9,5	8,5
Mediana			24,6	18,9	16,4	11,0	9,9	8,9
Zysk netto (mln PLN)			0,7	-12,0	26,2			
EBITDA (mln PLN)						37,1	15,8	61,2
Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)			18,1	0,0	430,4	497,9	247,8	633,1
Wycena			305					
Wycena na 1 akcję			126,0					

Źródło: Bloomberg, Biuro Maklerskie Banku Millennium; wartości wskaźników ustalone na dzień i godzinę: 2026-09-15 17:00

Wycena DCF

Wycena spółki metodą DCF

(mln PLN)	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	>2035
Sprzedaż	97,1	79,9	129,1	181,8	194,4	223,3	229,9	165,9	130,4	110,5	
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)	-0,7	-12,9	25,5	49,4	54,2	67,1	74,3	41,7	24,8	19,0	
Amortyzacja*	37,9	30,1	32,9	50,5	53,4	59,1	55,1	44,0	36,3	27,4	
Inwestycje	-39,4	-30,9	-33,8	-52,8	-55,9	-61,9	-57,4	-45,4	-37,0	-27,4	
Zmiana kap.obrotowego	0,3	-0,5	4,4	4,2	2,5	2,0	1,0	-4,4	-3,3	-1,5	
FCF	-1,9	-14,2	29,0	51,2	54,2	66,3	72,9	36,0	20,7	17,5	214,3
Zmiana FCF		-	-	76,8%	5,8%	22,4%	9,9%	-50,6%	-42,3%	-15,7%	3,0%
Dług/Kapitał	1,1%	0,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Stopa wolna od ryzyka	4,1%	4,7%	5,3%	5,6%	5,9%	5,9%	6,1%	6,2%	6,4%	6,4%	6,4%
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	5,6%	6,2%	6,8%	7,1%	7,4%	7,4%	7,6%	7,7%	7,9%	7,9%	7,9%
Koszt kapitału własnego	9,1%	9,7%	10,3%	10,6%	10,9%	10,9%	11,1%	11,2%	11,4%	11,4%	11,4%
WACC	9,0%	9,7%	10,3%	10,6%	10,9%	10,9%	11,1%	11,2%	11,4%	11,4%	11,4%
PV (FCF)	-1,9	-12,6	23,2	36,7	34,7	38,3	37,5	16,5	8,5	6,4	78,5
Wartość DCF (mln PLN)	266,0	w tym wartość rezydualna				78,5					
(Dług) Gotówka netto	91,0										
Wycena DCF (mln PLN)	357,0										
Liczba akcji (mln)	2,4										
Wycena 1 akcji (PLN)	147,7										

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 6,4%.
- ❑ 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 3,77 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 _r rezydualna		2,4%	2,6%	2,8%	3,0%	3,2%	3,4%	3,6%
	5,4%	149,1	150,1	151,0	152,1	153,2	154,3	155,6
	5,9%	147,1	148,0	148,8	149,7	150,7	151,7	152,8
	6,4%	145,3	146,1	146,9	147,7	148,5	149,4	150,4
	6,9%	143,8	144,4	145,1	145,9	146,6	147,4	148,3
	7,4%	142,3	142,9	143,6	144,2	144,9	145,6	146,4

Źródło: Biuro Maklerskie Banku Millennium

Komentarz do wyników za 2Q'26

11 bit studios w 2Q'26 wypracowało 25,3 mln PLN przychodów (-36,4% r/r), 1,2 mln PLN EBIT (-94,4% r/r) oraz 1,8 mln PLN zysku netto (-88,0% r/r). Przychody i EBIT były niższe od naszych oczekiwań (odpowiednio 26,3 mln PLN i 2,2 mln PLN), natomiast zysk netto przewyższył prognozę na poziomie 0,4 mln PLN, głównie dzięki rozpoznaniu 2,9 mln PLN udziału w zysku Fool's Theory. Niższy wynik operacyjny r/r był efektem przede wszystkim wyższych kosztów amortyzacji i usług obcych, w rezultacie czego OPEX wzrósł o 31,1% r/r. Wyniki wpisują się w oczekiwany przez nas słabszy okres pomiędzy premierami, a obecna sprzedaż kluczowych tytułów pozostaje rozczarowująca, nie dając podstaw do znacznej poprawy wyników w najbliższych kwartałach. W krótkim terminie wyniki będą wspierane przez DLC do „Frostpunk 2” i „The Alters” (głównie poprzez uwolnienie wcześniej odroczonego przychodów), a także działalność wydawniczą. Na wyraźniejszą poprawę wyników liczymy dopiero wraz z premierą „Frostpunk 1886”, której spodziewamy się w 2028 r.

- ❑ W 2Q'26 największym źródłem przychodów pozostawał „Frostpunk 2”, który wygenerował 9,8 mln PLN wobec 3,2 mln PLN w 1Q'26 i 8,3 mln PLN rok wcześniej. Wzrost q/q był jednak w dużej mierze związany z premierą DLC „Breach of Trust” i uwolnieniem wcześniej odroczonego przychodów. „The Alters” wygenerował natomiast zaledwie 2,4 mln PLN, tyle samo co w 1Q'26 i wobec 20,4 mln PLN w 2Q'25. W efekcie, po wygaśnięciu wpływów z Game Passa, sprzedaż obu tytułów pozostaje rozczarowująca. W 3Q'26 przychody „The Alters” powinny zostać dodatkowo wsparte przez lipcową premierę dodatku „Last Variable” i związane z nią uwolnienie odroczonego przychodów. Natomiast wciąż dobrze sprzedaje się „Frostpunk”, który wygenerował 3,8 mln PLN przychodów wobec 2,2 mln PLN w poprzednim kwartale.
- ❑ W segmencie wydawniczym największym źródłem przychodów w 1H'26 był „Death Howl” z 4,9 mln PLN, choć w samym 2Q'26 przychody z tytułu wyniosły 0,8 mln PLN wobec 4,1 mln PLN w 1Q'26, kiedy wynik był istotnie wsparty płatnością z Game Passa. Według naszych szacunków gry własne odpowiadały za nieco poniżej 70% przychodów Grupy w 2Q'26.
- ❑ Najbliższym wydarzeniem w kalendarzu wydawniczym będzie pełna premiera „Moonlighter 2: The Endless Vault”, zaplanowana na 2 września 2026 roku. Nie oczekujemy jednak, aby wyjście gry z early access przełożyło się na widoczną poprawę jej sprzedaży, choć wraz z premierą spółka powinna otrzymać jeszcze płatność z Game Passa, którą szacujemy na poniżej 1 mln PLN. W segmencie wydawniczym spółka rozwija również „Crop”, który zgromadził już ponad 160 tys. wishlist na Steamie. Na obecnym etapie nie traktujemy tego jako istotnego argumentu za wysokim potencjałem sprzedażowym ze względu na specyficzną tematykę tytułu. W naszym modelu zakładamy premierę gry w 1H'27. Ostatnio ogłoszonym projektem jest „Trainwatch”, tworzony przez jednoosobowe Harvester Games, będący połączeniem symulatora życia i horroru psychologicznego. Jego premierę zakładamy w 2H'27. Wśród obecnie rozwijanych projektów najważniejszym tytułem pozostaje

„Frostpunk 1886”, którego premierę zakładamy w 2028 roku. W ostatnim czasie spółka nie przekazała nowych informacji dotyczących projektu.

- ❑ Koszty działalności operacyjnej w 2Q'26 wyniosły 25,3 mln PLN (+31,1% r/r). Największy wzrost dotyczył amortyzacji, która zwiększyła się o 35,6% r/r do 8,6 mln PLN (vs. 8,8 mln PLN prognozy), głównie w związku z rozliczaniem nakładów poniesionych na „Frostpunk 2” i „The Alters”. Usługi obce wzrosły natomiast o 23,3% r/r do 10,3 mln PLN, z czego 4,6 mln PLN stanowiły tantiemy dla zespołów odpowiedzialnych za projekty wydawnicze.
- ❑ Skapitalizowane koszty produkcji gier wyniosły na koniec 2Q'26 118,5 mln PLN, z czego 41,1 mln PLN dotyczyło trwających projektów. Największe nakłady przypadają na „Moonlighter 2” (16,0 mln PLN), DLC do „The Alters” (9,0 mln PLN) oraz „Frostpunk 1886” (7,1 mln PLN). OCF wyniósł 6,1 mln PLN wobec -5,3 mln PLN rok wcześniej, natomiast FCF był ujemny na poziomie -5,1 mln PLN, ale poprawił się z -16,2 mln PLN w 2Q'25. Na koniec kwartału gotówka netto wynosiła 84,6 mln PLN (-8,5 mln PLN q/q, +37,0 mln PLN r/r), co pozostawia spółce bezpieczną pozycję finansową do dalszego finansowania prac nad portfolio.

11 bit studios - wyniki kwartalne (mln PLN)

	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25	2Q'25	3Q'25	4Q'25	1Q'26	2Q'26	r/r
Przychody ze sprzedaży	15,4	75,9	33,9	17,5	39,7	44,1	39,7	19,8	25,3	-36,4%
Pozostałe przychody operacyjne	0,0	0,0	0,0	1,2	8,2	0,0	0,0	0,0	1,2	-85,3%
Razem przychody z działalności operacyjnej	15,4	75,9	33,9	18,7	39,7	44,1	39,7	19,8	26,5	-33,4%
Amortyzacja	2,0	2,0	14,9	4,6	6,4	13,1	26,1	11,4	8,6	35,6%
Zużycie surowców i materiałów	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1	0,2	0,3	0,2	0,2	22,3%
Usługi obce	8,9	11,3	10,4	10,3	8,3	10,8	16,8	8,6	10,3	23,3%
Wynagrodzenia i świadczenia pracownicze	7,3	2,1	-4,6	4,6	3,1	4,3	4,9	4,0	4,1	32,3%
Podatki i opłaty	0,4	0,5	1,8	0,9	0,0	1,8	-0,1	0,9	0,7	1516,0%
Pozostałe koszty operacyjne	0,9	0,9	0,8	0,4	1,2	1,3	0,1	0,3	0,5	-58,3%
Koszty zamknięcia "Projektu 8"			48,4							-
Utrata wartości aktywów niematerialnych i prawnych			18,3		0,2		0,3		0,9	-
Razem koszty działalności operacyjnej	19,8	17,5	89,8	21,0	19,3	31,6	48,4	25,3	25,3	31,1%
EBIT	-4,3	58,4	-55,9	-2,4	20,4	12,5	-8,7	-5,5	1,2	-94,4%
Marża EBIT	-	77,0%	-	-	51,4%	28,4%	-	-	4,6%	-
EBITDA	-2,3	60,5	-41,1	2,2	26,8	25,7	17,4	5,9	9,8	-63,5%
Marża EBITDA	-	79,7%	-	12,6%	67,4%	58,2%	43,9%	29,7%	38,7%	-
Przychody / koszty finansowe	0,5	-2,8	4,9	-3,9	-3,5	0,3	-0,7	3,7	-1,9	-
Zysk netto	1,1	48,0	-40,7	-6,4	14,9	13,5	-15,0	-2,8	1,8	-88,0%
Marża zysku netto	7,3%	63,3%	-	-	37,4%	30,6%	-	-	7,1%	-
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	14,3	7,6	49,6	5,3	-5,3	27,4	35,2	15,4	6,1	-
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	-10,9	-14,9	-18,4	-3,5	-11,1	-6,3	-61,1	-6,4	-21,5	-
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-
FCF (Free Cash Flow)	-0,9	-7,9	36,2	-3,5	-16,2	20,8	23,4	5,1	-5,1	-
Pozycja gotówkowa netto	37,2	30,6	65,6	64,9	47,6	67,2	91,0	93,2	84,6	77,8%

Źródło: 11 bit studios, BM Banku Millennium

Portfolio i strategia spółki

11 bit studios pozostaje w fazie odbudowy zaufania inwestorów po znacznie słabszej od oczekiwań sprzedaży „Frostpunka 2” i „The Alters” 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 ostatnich miesiącach spółka podtrzymała główne założenia strategii, jednocześnie zwiększając liczbę zespołów pracujących nad nowymi projektami. Warto jednak zaznaczyć, że jeśli faktycznie nowy plan przyniesie oczekiwaną poprawę wyników, to będzie ona widoczna dopiero w kolejnych latach.

Segment gier własnych

Wyniki sprzedażowe kluczowych tytułów własnych pozostają poniżej naszych wcześniejszych oczekiwań. Szczególnie słabo wygląda sprzedaż „The Alters”, która na koniec sierpnia przekroczyła 600 tys. egzemplarzy. Oznacza to sprzedaż zaledwie >55 tys. kopii od końca 2025 roku, kiedy spółka raportowała 545 tys. sprzedanych sztuk. Tym samym, pomimo bardzo dobrych ocen gry, jej sprzedaż w 2026 roku pozostaje bardzo słaba. Problem jest jednak znacznie szerszy. 11 bit studios od kilku lat ma bowiem trudności z przekładaniem wysokiej jakości swoich produkcji na odpowiednio dużą skalę sprzedaży. Spółka tworzy ambitne i wysoko oceniane gry, które jednocześnie trafiają do wąskiej grupy odbiorców, co ogranicza ich potencjał monetyzacji. Sytuacji „The Alters” nie zmieniła również lipcowa premiera dodatku „Last Variable”. Pomimo premiery DLC oraz rekordowej 50% wyprzedaży gry w czerwcu i lipcu nie obserwujemy istotnego wzrostu zainteresowania tytułem ani sprzedaży jego podstawowej wersji.

„Frostpunk 2” przekroczył w lipcu poziom 1 mln sprzedanych egzemplarzy, co oznacza, że w 2026 roku do lipca sprzedaż wyniosła około 120 tys. kopii. Sam poziom sprzedaży nie jest zaskoczeniem - już wcześniej można było zauważyć, że tytuł sprzedaje się znacznie wolniej od pierwotnych oczekiwań, a kolejne miesiące nie przynoszą widocznej poprawy. Rozczarowujący okazał się również odbiór drugiego DLC, „Breach of Trust”, które zadebiutowało 23 czerwca i otrzymało jedynie 45% pozytywnych ocen na Steam, wobec 68% w przypadku pierwszego DLC - „Fallen Utopia”. Tak słabe przyjęcie dodatku wyraźnie odbiega od dotychczasowych ocen produkcji 11 bit studios, które były przez graczy oceniane co najmniej dobrze. Nie oczekujemy, aby ostatni zapowiedziany dodatek do „Frostpunka 2” poprawił sprzedaż bazowej wersji gry. W przypadku „Frostpunka 2” i „The Alters” zakładamy dalszy spadek sprzedaży, a premiery ostatnich dodatków będą przede wszystkim oznaczały uwolnienie odroczonego przychodów. W naszej opinii, gdyby dodatki nie były wcześniej zawarte w edycjach Deluxe, przy obecnym poziomie zainteresowania obu gier trudno byłoby uzasadnić ekonomiczny sens ich produkcji.

Jednocześnie spółka kontynuuje realizację planu przedstawionego w strategii z 2025 r. „Frostpunk 1886” pozostaje najbliższym dużym projektem własnym, z premierą planowaną przez spółkę na przełom 2027/2028 r. W naszym modelu nadal zakładamy debiut na początku 2028 r. Kolejne projekty - P13 i P15 - mają trafić na rynek w latach 2028–2029, P12 w latach 2029–2030, a P14 w latach 2030–2031. Oznacza to, że zdecydowana większość pipeline'u pozostaje skoncentrowana na latach 2028–2031, a lata 2026–2027 należy traktować jako okres przejściowy, w którym trzeba przygotować się na wyraźnie słabsze wyniki.

Na koniec czerwca nad „The Alters” pracowało 41 osób, nad „Frostpunkiem 2” 48 osób, natomiast „Frostpunk 1886” rozwijało 27 deweloperów. Kolejne zespoły liczyły 17 osób w przypadku projektu P12 oraz po 4 osoby w P13 i P14. Znacząca część zespołu „Frostpunka 2” pracuje obecnie nad ostatnim zapowiedzianym DLC, którego premiera planowana jest na koniec 2026 roku.

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	6,1	5,2	4,3
Frostpunk (PC, PS4, XONE)	24.04.2018	\$29,99	23,4	28,7	14,3	12,2	9,9	8,0
Frostpunk 2 (PC, PS5, XSX)	20.09.2024	\$44,99		69,7	43,2	24,8	14,3	10,0
The Alters (PC, PS5, XSX)	13.06.2025	\$34,99			43,8	20,2	12,2	10,4
Frostpunk 1886	2028p	\$39,99						62,4
Łącznie			31,4	105,5	108,5	63,3	41,6	95,1

Źródło: Steam, p - prognozy Biura Maklerskiego Banku Millennium

Segment wydawniczy

Perspektywy segmentu wydawniczego pozostają dla nas ograniczone. W sierpniu spółka ogłosiła kolejny projekt wydawniczy - „Trainwatch”, natomiast 2 września odbyła się pełna premiera „Moonlighter 2: The Endless Vault”. Nie oczekujemy jednak, aby wyjście gry z Early Access oraz debiut wersji konsolowych istotnie zmieniły jej dotychczasowy obraz sprzedaży. „Crop” pozostaje jednym z ciekawszych projektów w portfelu wydawniczym. Gra szybko zbudowała bazę wishlisty, jednak na obecnym etapie nie zmienia to naszego ostrożnego podejścia do segmentu wydawniczego. Nadal oczekujemy, że jego wpływ na wyniki całej grupy pozostanie ograniczony.

Prognoza przychodów segmentu wydawniczego (mln PLN)

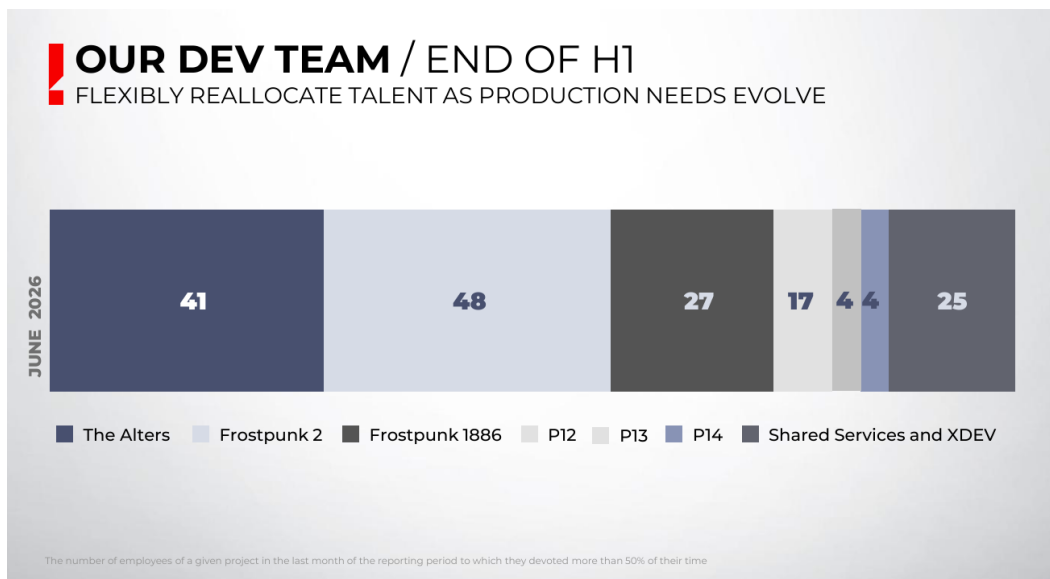
Tytuł	Data premiery	Cena	2023	2024	2025	2026p	2027p	2028p
Moonlighter (PC, PS4, XONE, NS)	29.05.2018	\$19,99	9,0	4,4	3,4	2,6	2,0	1,7
Children of Morta (PC, PS4, XONE, NS)	3.09.2019	\$21,99	6,8	3,3	4,4	3,4	2,8	2,3
The Invincible (PC, PS5, XSX)	6.11.2023	\$29,99	5,0	5,9	5,4	6,4	2,6	2,0
The Thaumaturge (PC, PS5, XSX)	4.03.2024	\$34,99		9,3	6,4	5,2	3,8	2,5
INDIKA (PC, PS5, XSX)	2.05.2024	\$24,99		6,0	3,0	1,5	1,2	1,0
Creatures of Ava (PC, XSX)	7.08.2024	\$24,99		6,2	0,6	0,3	0,2	0,2
Moonlighter 2 (PC, PS5, XSX, Switch 2)	19.11.2025	\$29,99			8,8	6,7	4,5	3,1
Death Howl (PC, PS5, XSX, Switch)	09.12.2025	\$19,99			0,3	7,8	3,6	1,3
Crop	2027p	\$24,99					9,7	6,8
Trainwatch	2027p	\$24,99					7,9	5,8
Nowe projekty wydawnicze								7,3
Łącznie			20,8	35,1	32,5	33,8	38,3	34,0

Źródło: Steam, p - prognozy Biura Maklerskiego Banku Millennium

Nowy obszar działalności?

Zaskoczeniem była dla nas informacja przekazana przez prezesa podczas sierpniowej konferencji wynikowej o planowanym rozszerzeniu działalności 11 bit studios poza segment gier. Spółka nie ujawniła jeszcze szczegółów dotyczących tego kierunku, dlatego nie uwzględniamy jego potencjalnego wpływu w naszych prognozach ani wycenie. Zapowiedź kolejnego kierunku działalności budzi jednak nasze wątpliwości, szczególnie że zaledwie rok temu spółka przedstawiła nową strategię rozwoju, której realizacja dopiero się rozpoczęła. W naszej ocenie priorytetem powinno być obecnie wykonanie założeń przedstawionej strategii i koncentracja na podstawowej działalności, zamiast rozpoczynania kolejnych inicjatyw. Tym bardziej, że spółka ma ambitne plany dotyczące kolejnych projektów, których realizacja będzie wymagała istotnych nakładów w kolejnych latach.

Liczba deweloperów zaangażowana w poszczególne projekty



Źródło: 11 bit studios

Aktualizacja prognoz finansowych

Od czasu publikacji poprzedniej rekomendacji obniżamy nasze prognozy wyników finansowych 11 bit studios. Korekta wynika przede wszystkim z wcześniejszego niedoszacowania kosztów. Zakładamy, że przy szerokim harmonogramie projektów spółka będzie ponosić wysokie nakłady w kolejnych latach, co będzie ograniczać wyniki przed premierami kolejnych dużych produkcji. Jednocześnie znaczącym obciążeniem dla rezultatów spółki pozostanie amortyzacja, której poziom na przestrzeni ostatnich kwartałów wzrósł istotnie, w związku z dokonaniem okresowej weryfikacji okresów i stawek amortyzacyjnych dla tytułów własnych oraz z segmentu wydawniczego.

Prognozę przychodów obniżamy do 97,1 mln PLN w 2026 roku (-1,8% względem poprzednich założeń), 79,9 mln PLN w 2027 roku (-8,6%) oraz 129,1 mln PLN w 2028 roku (-5,8%). Znacznie większa jest korekta wyników. Prognozowaną EBITDA obniżamy do odpowiednio 37,1 mln PLN, 15,8 mln PLN i 61,2 mln PLN, natomiast EBIT do -0,7 mln PLN, -14,3 mln PLN oraz 28,3 mln PLN. W efekcie prognozowany wynik netto wynosi obecnie 0,7 mln PLN w 2026 roku, -12,0 mln PLN w 2027 roku oraz 26,2 mln PLN w 2028 roku.

Obniżenie prognoz wyników nie wynika ze zmiany naszego spojrzenia na potencjał sprzedażowy kluczowych tytułów. Nadal zakładamy słabą sprzedaż „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	99,0	97,1	-1,8%	87,4	79,9	-8,6%	137,0	129,1	-5,8%
EBITDA	43,6	37,1	-14,7%	34,2	15,8	-53,9%	74,8	61,2	-18,2%
EBIT	5,7	-0,7	-112,8%	4,2	-14,3	-442,1%	41,6	28,3	-31,9%
marża EBIT	5,8%	-0,8%		4,8%	-17,9%		30,3%	21,9%	
Zysk netto	6,5	0,7	-88,7%	4,7	-12,0	-356,3%	38,2	26,2	-31,3%
marża netto	6,6%	0,8%		5,3%	-15,0%		27,8%	20,3%	

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 (w 2025 r. 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	97,1	79,9	129,1
segment gier własnych	31,4	105,5	108,5	63,3	41,6	95,1
segment wydawniczy	20,8	35,1	32,5	33,8	38,3	34,0
koszty działalności operacyjnej	42,2	73,4	116,8	96,0	92,4	98,9
saldo pozostałej działalności operacyjnej	-2,4	-70,0	-2,4	-1,8	-1,8	-1,8
EBITDA	11,8	17,0	72,1	37,1	15,8	61,2
marża EBITDA	22,5%	12,1%	51,1%	38,2%	19,8%	47,4%
EBIT	7,6	-2,8	21,9	-0,7	-14,3	28,3
marża EBIT	14,5%	-	15,5%	-	-	21,9%
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	0,8	-13,3	29,1
podatek dochodowy	0,8	4,1	-4,6	-0,1	1,3	-2,9
zysk netto	0,5	7,0	6,9	0,7	-12,0	26,2
marża zysku netto	1,0%	4,9%	4,9%	0,8%	-	20,3%
liczba akcji (mln)	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4
EPS	0,2	2,9	2,9	0,3	-5,0	10,8

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	154,4
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	119,6
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	7,2	7,2	7,3
aktywa obrotowe	66,9	92,7	92,8	85,6	84,6	119,9
zapasy	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
należności krótkoterminowe	11,5	21,1	19,8	15,2	12,5	20,1
inwestycje krótkoterminowe	54,4	70,5	71,8	69,6	71,4	98,7
pozostałe aktywa krótkoterminowe	0,9	1,0	1,1	0,8	0,6	1,0
aktywa razem	258,3	262,3	268,8	261,5	246,1	274,3
kapitał własny	227,1	229,9	236,4	237,2	225,2	251,4
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	22,3	20,1	22,1
kredyty	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	0,0
zobowiązania handlowe	6,1	13,1	15,2	14,0	14,8	15,2
pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	17,3	13,5	12,6	7,0	4,0	6,9
pasywa razem	258,3	262,3	268,8	261,5	246,1	274,3
BVPS	93,9	95,1	97,8	98,1	93,2	104,0

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	0,7	-12,0	26,2
amortyzacja	4,2	19,8	50,2	37,9	30,1	32,9
zmiana kapitału obrotowego	-15,4	6,5	-0,8	0,3	-0,5	4,4
gotówka z działalności operacyjnej	21,9	76,9	62,5	37,0	18,7	53,9
inwestycje (capex)	-58,8	-58,1	-38,0	-39,4	-30,9	-33,8
gotówka z działalności inwestycyjnej	-16,2	-45,4	-82,1	-37,8	-15,5	-25,4
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	-2,2	1,8	27,2
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
CEPS	1,9	11,1	23,7	16,0	7,5	24,5
FCFPS	-27,8	-13,9	31,1	-0,9	-7,2	14,6

Źródło: 11 bit studios, prognozy Biura Maklerskiego Banku Millennium

Wskaźniki (%)

	2023	2024	2025	2026p	2027p	2028p
zmiana sprzedaży	-29,6%	168,9%	0,3%	-31,1%	-17,7%	61,5%
zmiana EBITDA	-54,5%	44,3%	324,8%	-48,5%	-57,5%	287,5%
zmiana EBIT	-62,0%	-	-	-	-	-
zmiana zysku netto	-97,7%	1212,6%	0,6%	-89,4%	-	-
marża EBITDA	22,5%	12,1%	51,1%	38,2%	19,8%	47,4%
marża EBIT	14,5%	-	15,5%	-0,8%	-17,9%	21,9%
marża netto	1,0%	4,9%	4,9%	0,8%	-15,0%	20,3%
sprzedaż/aktywa (x)	0,20	0,54	0,52	0,37	0,32	0,47
dług / kapitał (x)	0,21	0,28	0,38	0,38	0,35	0,40
odsetki / EBIT	-101,6%	-	-31,6%	-212,1%	-7,0%	3,0%
stopa podatkowa	278,4%	-145,6%	39,6%	10,0%	10,0%	10,0%
ROE	0,2%	3,0%	2,9%	0,3%	-5,3%	10,4%
ROA	0,2%	2,7%	2,6%	0,3%	-4,9%	9,6%
(dług) gotówka netto (mln PLN)	48,0	65,5	91,0	90,1	79,0	99,9

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
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
VRG	Kupuj	10 wrz 26	5,38	7,20	Seweryn Żołyński
11 bit studios	Akumuluj	16 wrz 26	129,10	145,50	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, Shoper, VRG i 11Bit Studios uczestniczą w programie GPW wsparcia analitycznego i z tego tytułu BM Banku Millennium otrzymuje lub otrzymywało wynagrodzenie od GPW.

Struktura rekomendacji BM Banku Millennium za ostatnie 12 miesięcy

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	8	62%
Akumuluj	4	31%
Neutralnie	1	8%
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

Adam Zajler

+48 22 598 26 88

adam.zajler@bankmillennium.pl

Łukasz Bugaj, CFA

Doradca inwestycyjny

+48 22 598 26 59

lukasz.bugaj@bankmillennium.pl

Grzegorz Gawkowski

+48 22 598 26 05

grzegorz.gawkowski@bankmillennium.pl

Seweryn Żołyński, CFA

Doradca inwestycyjny

+48 22 598 26 71

seweryn.zolyniak@bankmillennium.pl

Dyrektor

banki, ubezpieczenia

Analityk

przemysł, technologie, media

Analityk

fundusze inwestycyjne

Analityk

fundusze inwestycyjne

Analityk

handel

Departament Sprzedaży

Radosław Zawadzki

+48 22 598 26 34

radoslaw.zawadzki@bankmillennium.pl

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

Dyrektor

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 nieprawidłowe. 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) - lepszy 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 uzależniania 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 świadczyć, 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: Selenia FM, KGHM, PZU, Eurotel, Lokum Developer, Zamet Industry i GR media od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. pełni funkcję animatora rynku dla spółek: Selenia FM, KGHM, PZU, Eurotel, Lokum Developer, Zamet 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 sporządzania 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 który 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 16 września 2026r. o godzinie 15:30 a datą pierwszego rozpowszechnienia raportu jest data raportu 16 września 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.