

11 bit studios

akumuluj

gaming

poprzednia rekomendacja: -

Cena rynkowa* : 179,5

Cena docelowa: 213,5

Nowa strategia szansą na odbudowę zaufania

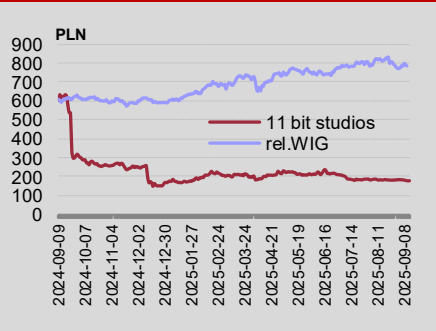
11 bit studios po trudniejszym okresie, który zapoczątkowała rozczarowująca premiera „Frostpunk 2” oraz konieczność całkowitego odpisania Projektu 8, stanęło przed wyzwaniem odbudowy zaufania inwestorów. W odpowiedzi spółka zaprezentowała najbardziej ambitną strategię w swojej dotychczasowej historii, zakładającą równoległy rozwój kilku własnych projektów, gier platformowych oraz segmentu wydawniczego. Pierwszym testem realizacji nowych założeń ma być „Frostpunk 1886”, odświeżona wersja pierwszej części serii, której premierę zakładamy na 2027 rok. W naszej opinii obecna wycena spółki uwzględnia w dużym stopniu negatywne wydarzenia z kilku ostatnich kwartałów. Zakładamy, że przy utrzymaniu stabilnej sytuacji finansowej, realizacja nowej strategii może przełożyć się na poprawę wyników operacyjnych i stopniowe odbudowanie zaufania inwestorów.

Uwzględniając prognozowany przez nas zysk netto na 2025 rok, 11 bit studios wyceniane jest przy wyprzedzającym wskaźniku P/E równym 10,0. Rozpoczynamy pokrycie spółki, ustalając cenę docelową jednej akcji na poziomie 213,5 PLN, co implikuje rekomendację „akumuluj”.

Największy wpływ na bieżące i przyszłe wyniki spółki będą mieć dwa tytuły z segmentu gier własnych: „Frostpunk 2” oraz „The Alters”. Ich sprzedaż oceniamy jednak jako stonowaną. „Frostpunk 2” od premiery we wrześniu 2024 r. wygenerował 82,9 mln PLN przychodów, z czego 13,2 mln PLN przypadło na 1H'25. Z kolei „The Alters”, mimo bardzo dobrych ocen, osiągnął zaledwie solidny wolumen sprzedaży. W 2Q'25 przychody z jego tytułu sięgnęły 20,4 mln PLN, co odpowiada około 265 tys. sprzedanych egzemplarzy. Do końca 2025 roku spodziewamy się łącznej sprzedaży na poziomie 650 tys. sztuk i przychodów rzędu 48,0 mln PLN.

Ponadto, oprócz pięciu nowych projektów zapowiedzianych w strategii, jeszcze w tym roku do graczy trafią kolejne tytuły. Z obecnego portfolio konsolowa wersja „Frostpunka 2” (premiery 18 września) oraz pierwszy dodatek do tej gry, a także dwa nowe projekty z segmentu wydawniczego: „Moonlighter 2: The Endless Vault” (23.10 w formule Early Access na PC) oraz „Death Howl”.

Kurs akcji relatywnie



Max/min 52 tygodnie (PLN)	646 / 149.2
Liczba akcji (mln)	2,4
Kapitalizacja (mln PLN)	433,9
EV (mln PLN)	499,4
Free float (mln PLN)	383,7
Średni obrót (mln PLN)	6,4
Główni akcjonariusze % akcji, % głosów	Grzegorz Miechowski 7,05%, 7,05%
	NN PTE 5,17%, 5,17%
	Esaliens TFI 5,00%, 5,00%
	1 m3 m12 m
Zmiana ceny	-2,0% -17,7% -71,3%
Zmiana WIG	-3,9% 5,5% 31,3%

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 (%)
2024	140,5	-2,8	17,0	2,8	7,0	2,9	11,1	95,1	62,4	1,9	0,0	-	29,3	3,0
2025p	151,3	55,8	90,4	48,0	43,2	17,9	32,2	113,0	10,0	1,6	0,0	9,0	5,5	15,8
2026p	122,2	26,5	61,2	26,3	23,7	9,8	24,2	122,8	18,3	1,5	0,0	18,9	8,2	8,0
2027p	148,2	40,5	77,0	40,3	36,3	15,0	30,1	137,8	12,0	1,3	0,0	12,3	6,5	10,9

p - prognozy Biura Maklerskiego Banku Millennium

Kluczowe wnioski

Segment gier własnych

- ❑ Segment gier własnych odpowiadał w ostatnich latach za 60–75% łącznych przychodów spółki. W 2025 roku spodziewamy się wzrostu tego udziału do 77%, a w kolejnych latach oczekujemy jego utrzymania na zbliżonym, wysokim poziomie, co ma związek z ogłoszeniem nowej strategii.
- ❑ Obecny poziom sprzedaży kluczowych tytułów studia oceniamy jako stonowany. Przychody z „The Alters” w 1H’25 wyniosły 20,4 mln PLN, co w tym czasie przekłada się, według naszych szacunków, na sprzedaż ok. 265 tys. egzemplarzy. Zakładamy, że do końca 2025 roku sprzedaż gry sięgnie 650 tys. sztuk, generując łącznie 48,0 mln PLN przychodów.
- ❑ „Frostpunk 2” w 1H’25 wygenerował 13,2 mln PLN przychodów. Spodziewamy się, że do końca roku wpływy z tego IP wzrosną do 41,6 mln PLN, m.in. dzięki premierze wersji konsolowej oraz płatnego dodatku (które pozwolą uwolnić część przychodów z wersji Deluxe gry).
- ❑ Spółka zmieniła metodę amortyzacji „Frostpunka 2” na degresywną (na 7 lat). Z tego też powodu w sprawozdaniu za rok 2024 koszt amortyzacji gry wyniósł 12,5 mln PLN. „The Alters” również jest amortyzowany w taki sam sposób, co będzie skutkować zwiększonymi kosztami w kolejnych okresach.
- ❑ Spodziewamy się, że wyniki finansowe za 2025 rok będą obciążone przez niekorzystne różnice kursowe. W 1H’25 ich wpływ na wynik netto wyniósł prawie 8 mln PLN, głównie w wyniku ujemnej wyceny aktywów finansowych (aprecjacja PLN wobec EUR i USD).
- ❑ Nowa strategia zakłada równoległą realizację kilku projektów własnych oraz rozwój segmentu gier platformowych, w tym „Frostpunka 1886”, którego premiery spodziewamy się w roku 2027. W naszej ocenie projekt ten, jako odświeżona wersja pierwszego „Frostpunka”, przeniesiona na nowy silnik Unreal Engine 5, cechuje się relatywnie niewielkim ryzykiem realizacyjnym, dlatego prawdopodobieństwo opóźnień oceniamy jako umiarkowane.
- ❑ Uważamy, że równoległa produkcja kilku tytułów będzie wymagała zwiększania wielkości zespołu deweloperskiego, co może mieć wpływ na poziom kosztów operacyjnych w kolejnych latach.

Segment wydawniczy

- ❑ W 2024 roku segment wydawniczy wygenerował 35,1 mln PLN przychodów (25% sprzedaży grupy), co było nominalnie najlepszym wynikiem w historii działalności. Jednocześnie udział tej części biznesu w strukturze przychodów spadł względem lat poprzednich (40% w 2023), głównie za sprawą debiutu „Frostpunka 2”.
- ❑ W kolejnych latach spodziewamy się, że udział segmentu pozostanie ograniczony. Spółka planuje wydawać maksymalnie dwa tytuły rocznie, przy budżecie docelowym 1-2 mln USD na projekt.
- ❑ „Moonlighter 2” (premiera EA 23.10.2025) będzie ostatnim tytułem w obecnym kontrakcie Game Pass. Słaby odbiór demo i niskie zainteresowanie graczy sugerują ostrożne podejście do potencjału sequela.
- ❑ „Death Howl” (premiera w 2025 r.): choć demo gry zebrało bardzo dobre opinie, to jednak niski poziom aktywności graczy (max. peak 229) wskazuje na ograniczony potencjał sprzedażowy.
- ❑ W naszej ocenie segment ten nie będzie miał istotnego wpływu na wycenę spółki w przyszłości, ale może stanowić uzupełnienie podstawowej działalności przy odpowiednim doborze tytułów.

Spis treści

Wycena	4
Model biznesowy i strategia	6
Komentarz do wyników za 2Q'25	16
Globalny rynek gier	17
Czynniki ryzyka	20
Akcjonariat	21
Analiza czynników ESG	21
Wyniki finansowe	22
Rekomendacje Biura Maklerskiego Banku Millennium	24

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 420 mln PLN, czyli 173,9 PLN na akcję. Przy użyciu metody porównawczej wyceniliśmy spółkę na 898 mln PLN (371,7 PLN na akcję). Wycena spółki oparta została w 80% na metodzie DCF oraz w 20% na metodzie porównawczej. Uzyskaliśmy wycenę 11 bit studios na poziomie 516 mln PLN, co przekłada się na 213,5 PLN na akcję. W związku z uzyskaną wyceną zaczynamy pokrycie spółki od rekomendacji „akumuluj”.

Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Wycena (mln PLN)	Wycena na 1 akcję (PLN)	Waga
Wycena DCF	420	173,9	80%
Wycena porównawcza	898	371,7	20%
Wycena spółki 11 bit studios	516	213,5	

Źródło: Bloomberg, Biuro Maklerskie Banku Millennium

Wycena porównawcza

W skład grupy porównawczej włączyliśmy jedną polską 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		
			2025	2026	2027	2025	2026	2027
BLOOBER TEAM	BLO PW	Polska	10,0	12,9	10,0	5,1	5,2	6,3
CAPCOM	9697 JP	Japonia	34,9	31,1	27,2	28,3	24,7	21,7
CD PROJEKT	CDR PW	Polska	75,6	83,7	15,2	57,2	68,2	10,2
CREEPY JAR	CRJ PW	Polska	9,9	13,4	15,5	7,0	6,0	6,3
ELECTRONIC ARTS	EA US	Stany Zjednoczone	25,9	20,5	18,6	18,0	16,0	14,7
EMBRACER	EMBRACB SS	Szwecja	8,2	15,3	9,6	2,3	3,4	2,6
EVERPLAY	EVPL LN	Wielka Brytania	14,8	14,1	13,4	10,4	9,9	9,5
KONAMI	9766 JP	Japonia	37,7	32,2	28,5	22,0	18,8	17,1
PARADOX INTERACTIVE	PDX SS	Szwecja	31,8	24,2	20,1	11,9	10,2	9,8
PLAYWAY	PLW PW	Polska	11,1	9,8	10,2	7,8	6,7	7,1
TAKE-TWO INTERACTIVE	TTWO US	Stany Zjednoczone	95,8	86,2	27,8	69,4	55,1	22,6
TENCENT	700 HK	Chiny	21,3	18,9	16,8	18,5	16,4	14,6
Mediana			23,6	19,7	16,2	15,0	13,1	10,0
Zysk netto (mln PLN)			43,2	23,7	36,3			
EBITDA (mln PLN)						90,4	61,2	77,0
(Dług) Gotówka netto						105,9	126,9	160,1
Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)			1018,7	466,8	586,4	1459	927	931
Wycena			898					
Wycena na 1 akcję			371,7					

Źródło: Bloomberg, Biuro Maklerskie Banku Millennium; wartości wskaźników ustalone na dzień i godzinę: 2025-09-12 17:00

Wycena DCF

Wycena spółki metodą DCF

(mln PLN)	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	>2034
Sprzedaż	151,3	122,2	148,2	104,7	155,1	110,1	164,9	183,5	194,2	136,9	
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)	50,2	23,8	36,4	15,8	38,9	14,5	43,6	46,3	51,6	31,7	
Amortyzacja*	34,6	34,7	36,6	28,4	38,6	26,3	35,0	42,9	43,0	34,7	
Inwestycje	-38,0	-37,9	-39,9	-30,4	-42,0	-28,0	-37,9	-46,9	-46,9	-37,4	
Zmiana kap.obrotowego	1,3	1,2	0,9	-0,3	3,7	-0,7	2,8	3,8	1,8	-3,6	
FCF	48,1	21,9	34,0	13,4	39,1	12,2	43,5	46,2	49,5	25,4	350,8
Zmiana FCF		-54,6%	55,6%	-60,5%	191,1%	-68,8%	256,9%	6,1%	7,2%	-48,6%	3,0%
Dług/Kapitał	1,4%	0,8%	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0%
Stopa wolna od ryzyka	3,7%	4,3%	4,4%	4,7%	4,9%	4,9%	5,1%	5,2%	5,4%	5,5%	5,5%
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	5,2%	5,8%	5,9%	6,2%	6,4%	6,4%	6,6%	6,7%	6,9%	7,0%	7,0%
Koszt kapitału własnego	8,7%	9,3%	9,4%	9,7%	9,9%	9,9%	10,1%	10,2%	10,4%	10,5%	10,5%
WACC	8,7%	9,3%	9,4%	9,7%	9,9%	9,9%	10,1%	10,2%	10,4%	10,5%	10,5%
PV (FCF)	47,0	19,5	27,7	9,9	26,1	7,4	23,8	22,7	21,8	10,1	139,0
Wartość DCF (mln PLN)	355	w tym wartość rezydualna				139					
(Dług) Gotówka netto	65,5										
Wycena DCF (mln PLN)	420,4										
Liczba akcji (mln)	2,4										
Wycena 1 akcji (PLN)	173,9										

Źródło: Biuro Maklerskie Banku Millennium

Do wyceny DCF przyjęliśmy następujące założenia:

- ☐ Wolne przepływy gotówkowe obliczyliśmy na podstawie naszych prognoz wyników na lata 2025 - 2034.
- ☐ Do oszacowania stopy wolnej od ryzyka w kolejnych latach prognozy użyliśmy rentowności obligacji skarbowych.
- ☐ Długoterminowa stopa wolna od ryzyka na poziomie 5,5%.
- ☐ Premia rynkowa za ryzyko równa 5%.
- ☐ Współczynnik beta na poziomie 1.0.
- ☐ Stopa wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po roku 2034 na poziomie 3,0%.
- ☐ Efektywna stopa podatkowa w okresie prognozy na poziomie 10%.
- ☐ Kurs USD/PLN na poziomie 3,62 w roku 2025 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%
	4,5%	176,8	178,7	180,7	182,8	185,1	187,5	190,0
	5,0%	172,8	174,5	176,2	178,0	180,0	182,0	184,2
	5,5%	169,3	170,8	172,3	173,9	175,6	177,4	179,3
	6,0%	166,2	167,5	168,9	170,3	171,8	173,4	175,0
	6,5%	163,5	164,6	165,9	167,1	168,4	169,8	171,3

Źródło: Biuro Maklerskie Banku Millennium

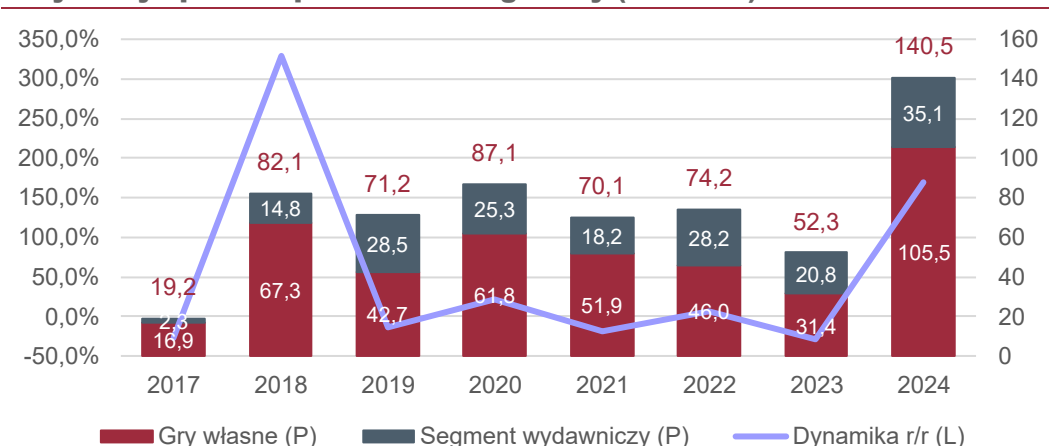
Model biznesowy i strategia

11 bit studios to niezależny producent i wydawca gier wideo, prowadzący działalność w modelu end-to-end, obejmującym etapy od powstania koncepcji, przez produkcję i marketing, po cyfrową dystrybucję. Spółka tworzy gry na wiele platform sprzętowych, w tym komputery osobiste, konsole i urządzenia mobilne. Sprzedaż odbywa się niemal w całości w kanale cyfrowym, przy czym kluczowym rynkiem zbytu pozostaje segment PC. Spółka została założona w 2009 roku przez zespół twórców wywodzących się z przejętej przez CD Projekt firmy Metropolis Software. Początkowo studio skupiało się na mniejszych projektach (takich jak seria „Anomaly”), jednak z biegiem lat najważniejszymi i najbardziej rozpoznawalnymi markami w jego portfolio stały się „This War of Mine”, „Frostpunk”, czy też ostatnio „The Alters”. W ramach dywersyfikacji działalności, spółka rozwija również segment wydawniczy. Utworzony w 2014 roku dział koncentruje się na współpracy z niezależnymi studiami deweloperskimi, oferując im wsparcie produkcyjne i marketingowe. Wydawnicze portfolio 11 bit studios obejmuje zarówno starsze, dobrze przyjęte tytuły („Moonlighter”, „Children of Morta”), jak i nowsze gry, w tym „The Invincible”, czy „The Thaumaturge”. Segment wydawniczy ma charakter uzupełniający względem działalności deweloperskiej i odpowiada za relatywnie mniejszą część przychodów spółki.

Od grudnia 2015 roku akcje spółki są notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, gdzie wchodzi w skład indeksu mWIG40. Na koniec 2024 roku 11 bit studios zatrudniało lub współpracowało z 294 osobami.

Spółka nie posiada jednostek zależnych, natomiast utrzymuje 40% udziałów w podmiocie stowarzyszonym Fool’s Theory, odpowiedzialnym za grę „The Thaumaturge”. Dodatkowo 11 bit studios posiada także 5,99% akcji notowanej na NewConnect spółki Starward Industries, producenta „The Invincible”.

Przychody spółki w podziale na segmenty (mln PLN)



Źródło: 11 bit studios, Biuro Maklerskie Banku Millennium

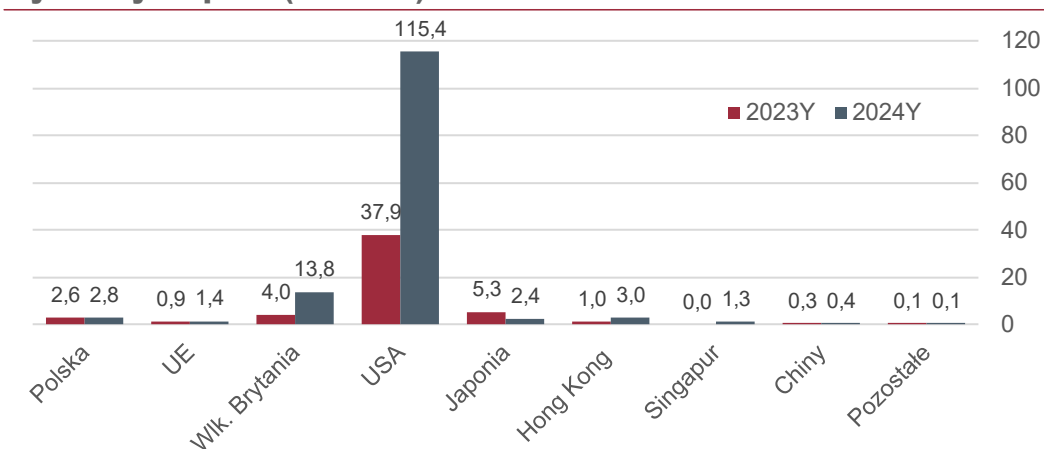
Kanały dystrybucji

Sprzedaż gier 11 bit studios odbywa się niemal w całości w kanale cyfrowym, za pośrednictwem największych światowych platform dystrybucji elektronicznej, takich jak Steam, PlayStation Store, Xbox Store, Epic Games Store czy Nintendo eShop. W 2024 roku przychody ze sprzedaży gier i produktów powiązanych (np. ścieżek dźwiękowych) wyniosły 139,9 mln PLN i stanowiły niemal całość przychodów spółki. Ponad 50% sprzedaży zostało zrealizowane za pośrednictwem platformy Steam (Valve Corporation), a łącznie dziesięciu największych partnerów odpowiadało za 94,2% wygenerowanych przychodów. Pozostała część sprzedaży przypadała na takich partnerów jak Microsoft, Sony, Genba czy chiński Heybox.

Przychody według obszarów operacyjnych

11 bit studios prowadzi działalność o globalnym zasięgu, a sprzedaż krajowa ma marginalny udział w strukturze przychodów. W 2024 roku rynek polski odpowiadał za zaledwie 2,8 mln PLN, czyli dokładnie 2% przychodów ogółem. Największym rynkiem pozostają Stany Zjednoczone, generujące blisko 115,4 mln PLN, co stanowiło ponad 80% całkowitej sprzedaży. Do istotnych regionów należały również: Wielka Brytania (13,8 mln PLN), Japonia (2,4 mln PLN), Hongkong, Singapur oraz Unia Europejska. Spółka posiada odbiorców także w Chinach, Kanadzie, Australii czy Korei Południowej, choć ich udział w przychodach pozostaje niewielki.

Rynki zbytu spółki (mln PLN)



Źródło: 11 bit studios, Biuro Maklerskie Banku Millennium

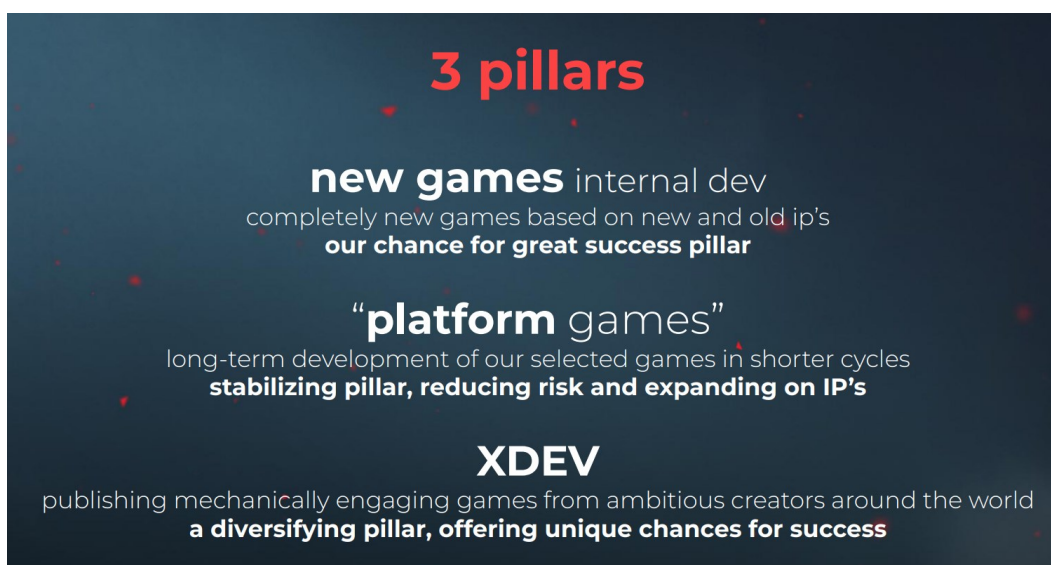
Kierunki strategicznego rozwoju

24 kwietnia 2025 roku, podczas konferencji inwestorskiej, 11 bit studios zaprezentowało nowe kierunki strategicznego rozwoju. Zmiana podejścia była odpowiedzią na trudny okres dla spółki, na który złożyły się dwa istotne wydarzenia: rozczarowujący odbiór gry „Frostpunk 2” oraz decyzja o zamknięciu i całkowitym odpisie „Projektu 8” na kwotę 49,1 mln PLN. W obliczu osłabienia nastrojów inwestorów, spółka postanowiła ogłosić nową strategię, mającą na celu uporządkowanie procesów wewnętrznych, zredefiniowanie kierunku rozwoju i przywrócenie wiary w potencjał portfela produktowego.

Zaprezentowana strategia zakłada koncentrację działalności wokół trzech filarów produktowych oraz długoterminowy rozwój w oparciu o nową koncepcję tzw. relatable games, czyli gier silnie rezonujących z emocjami gracza i jednocześnie oferujących angażującą rozgrywkę. Spółka w swoich założeniach chce utrzymać pozycję niezależnego producenta autorskich tytułów, stawiając przy tym na innowacyjność, efektywność i większą dywersyfikację biznesu.

- ❑ **Filar A - New Games / Internal Dev.** Pierwszy filar obejmuje produkcję nowych gier tworzonych przez wewnętrzne zespoły deweloperskie 11 bit studios, w oparciu o nowe lub istniejące już IP. Projekty realizowane w tym obszarze mają być prowadzone przez zespoły liczące 30–60 osób, przy założonym cyklu produkcyjnym trwającym ok. 4 lata. Celem tego segmentu jest budowa potencjalnie silnych marek i zwiększenie skali działalności spółki. To w ramach tego filaru mają powstawać największe gry w portfolio 11 bit studios, z założeniem, że ich sprzedaż stanowić będzie kluczowe źródło przychodów w kolejnych latach.
- ❑ **Filar B - Platform Games.** Drugi filar zakłada rozwój wybranych marek własnych w formule „gry jako platforma”, czyli projektów posiadających ustabilizowaną bazę graczy, które mogą być dalej rozwijane w ramach krótszych i powtarzalnych cykli produkcyjnych. Główne cele tego segmentu to dywersyfikacja źródeł przychodów, zmniejszenie ryzyka działalności oraz wzmacnianie wartości istniejących IP. Model zakłada stopniowe rozszerzanie zawartości poprzez dodatki i rozszerzenia, a także wydłużenie cyklu życia produktu. Filar ten ma pełnić rolę stabilizującą i wspierającą pozostałe segmenty działalności spółki.
- ❑ **Filar C - segment wydawniczy X-DEV.** Trzeci filar obejmuje działalność wydawniczą 11 bit studios, skoncentrowaną na projektach realizowanych przez zewnętrzne zespoły deweloperskie. Strategia zakłada selektywny dobór produkcji skali indie, z wyraźnym naciskiem na gameplay, przy typowym budżecie na poziomie 1–2 mln USD. Celem tego obszaru działalności jest dywersyfikacja źródeł przychodów oraz zwiększenie częstotliwości debiutów rynkowych, przy relatywnie ograniczonym poziomie ryzyka finansowego.

Trzy strategiczne filary działalności



Źródło: 11 bit studios

Nowy pipeline w ramach nowej strategii

Ogłoszona w kwietniu 2025 roku strategia 11 bit studios zakłada istotne zwiększenie intensywności produkcyjnej oraz rozszerzenie portfolio gier rozwijanych w ramach trzech zdefiniowanych filarów działalności. Dotychczas spółka koncentrowała się na pojedynczych premierach realizowanych w kilkuletnich cyklach, natomiast obecnie planuje równoległą produkcję kilku projektów o zróżnicowanym profilu i skali. Podczas konferencji inwestorskiej towarzyszącej ogłoszeniu strategii zaprezentowano listę pięciu nowych projektów, z których wcześniej wspomniano jedynie o dwóch. Trzy z nich rozwijane są w ramach pierwszego filaru (gry bazujące na nowych lub wybranych IP spółki), a dwa w ramach drugiego filaru (gry platformowe). Poniżej przedstawiamy aktualne informacje na temat harmonogramu i charakterystyki poszczególnych gier.

11 bit studios: Nowe projekty według przyjętych filarów

	2025	2026	2027
NEW GAMES	FROSTPUNK 2	FREE MAJOR CONTENT UPDATE CONSOLE RELEASE DLC 1 & UPDATE RELEASE	DLC 2 & UPDATE RELEASE DLC 3 & UPDATE RELEASE POSSIBLY BECOMES A PLATFORM
	THE ALTERS	3 PLATFORMS RELEASE UPDATE 1.1 RELEASE	DLC 1 RELEASE TO BE DEFINED DEPENDING ON RECEPTION
	P12	DESIGN PHASE IN STARTED PROTOTYPING STARTS	PRE-PRODUCTION STARTS PRODUCTION STARTS
	P13 NEW GAME BY FP2 TEAM	PITCH AND DESIGN PHASE STARTS	PROTOTYPING STARTS PRE-PRODUCTION STARTS PRODUCTION STARTS
	P14 NEW GAME BY THE ALTERS TEAM	PITCH AND DESIGN	PROTOTYPING
PLATFORM	P11 FROSTPUNK 1886	DESIGN AND PORTING STARTS PRODUCTION STARTS	BETA LAUNCH WINDOW
	P15	DESIGNING STARTS	PRODUCTION STARTS
XDEV	MOONLIGHTER 2	LAUNCH WINDOW	
	DEATH HOWL	LAUNCH WINDOW	
	NEW SIGNED PROJECT		LAUNCH WINDOW
	SIGNING PLANS	SIGNING SLOT FOR NEW PROJECT SIGNING SLOT FOR NEW PROJECT	SIGNING SLOT FOR NEW PROJECT SIGNING SLOT FOR NEW PROJECT SIGNING SLOT FOR NEW PROJECT

Źródło: 11 bit studios

- ❑ **Frostpunk 1886 (Projekt P11).** Tytuł rozwijany jest w ramach drugiego filaru jako zmodernizowana wersja pierwszej odsłony serii, tworzona na silniku Unreal Engine 5. Według słów prezesa, projekt nie będzie typowym remasterem ani remake'iem, ma stanowić rozwinięcie oryginalnej gry w formule umożliwiającej długoterminowy rozwój i wsparcie. Premiera zaplanowana jest na 2027 rok. Obecnie nad tytułem pracuje 17 deweloperów, a do końca 2025 roku zespół ma zostać powiększony do 25 osób. Podczas ostatniej konferencji wynikowej zarząd spółki poinformował, że produkcja przebiega zgodnie z harmonogramem i bez istotnych ryzyk dla terminu premiery.
- ❑ **Projekt P12.** Druga z nowych gier rozwijanych przez wewnętrzne zespoły deweloperskie znajduje się obecnie w fazie prototypowania. Pracuje nad nią około 10-osobowy zespół, a rozpoczęcie preprodukcji planowane jest na przełomie 2025 i 2026 roku. Produkcja właściwa miałaby ruszyć w 2027 roku, natomiast premierę gry zakładamy w 2029 roku. Spółka nie ujawniła dotąd żadnych szczegółów dotyczących projektu, w tym również informacji o IP, którego miałby on dotyczyć.
- ❑ **Projekt P13.** Trzeci projekt z segmentu nowych gier wewnętrznych znajduje się obecnie w fazie koncepcyjnej. Za powstanie tytułu odpowiadać ma zespół zaangażowany wcześniej w rozwój Frostpunka 2. Rozpoczęcie preprodukcji planowane jest na połowę 2026 roku, a produkcji właściwej na koniec 2027. Spółka nie ujawniła żadnych informacji dotyczących IP ani gatunku.
- ❑ **Projekt P14.** Projekt ma być rozwijany przez zespół odpowiedzialny dotychczas za grę The Alters. Prace koncepcyjne nad tytułem mają rozpocząć się pod koniec 2025 lub na początku 2026 roku, a prototypowanie przewidziano na 3Q'26.

- ❑ **Projekt P15.** Zgodnie z harmonogramem, prace koncepcyjne i projektowe powinny rozpocząć się w 2026 roku, a faza produkcji w 3Q'26. Podobnie jak Frostpunk 1886, projekt ten ma być rozwijany jako gra „platformowa”. Spółka nie ujawniła żadnych szczegółów dotyczących zawartości ani gatunku.
- ❑ **Plany wydawnicze (Filar X-DEV).** W ramach działalności wydawniczej 11 bit studios planuje dalszą rozbudowę portfolio tytułów zewnętrznych. Spółka potwierdziła podpisanie dwóch nowych kontraktów wydawniczych, z których jeden może zadebiutować już w 2026 roku, o ile projekt będzie w pełni gotowy. Obecnie nie podano szczegółów dotyczących gatunku, zespołów deweloperskich ani planowanych budżetów. Z wypowiedzi zarządu wynika jednak, że spółka gotowa jest finansować do dwóch gier rocznie w tym segmencie.

Komentarz do nowej strategii

Strategia ogłoszona przez 11 bit studios jest bez wątpienia najbardziej ambitnym planem w historii spółki. Dotychczas studio w zakresie gier własnych koncentrowało się na pojedynczych premierach w kilkuletnich odstępach. Od debiutu „This War of Mine” (listopad 2014 r.) do „Frostpunka” minęły niecałe cztery lata, zaś na „Frostpunka 2” przyszło czekać kolejne sześć. Tym bardziej istotna jest zmiana, jaką niesie nowa strategia, zakładająca równoległą realizację kilku projektów własnych oraz rozwój segmentu gier platformowych i wydawnictwa.

Zakładane tempo realizacji może budzić uzasadnione wątpliwości co do terminowości wykonalności harmonogramu, również w świetle doświadczeń z ostatnich lat, kiedy to studio wielokrotnie przekładało premiery tytułów, zarówno z segmentu własnego, jak i wydawniczego. W naszej opinii kluczowym czynnikiem będzie więc zdolność spółki do utrzymania efektywności operacyjnej przy jednoczesnej pracy nad wieloma projektami. Dlatego też uważamy, że realizacja planu w pełnym zakresie będzie w kolejnych latach wymagała zwiększenia zespołu deweloperskiego.

Pozytywnie oceniamy rozwój drugiego filaru, tzw. gier platformowych, który może umożliwić pełniejsze wykorzystanie silnych IP spółki, takich jak „Frostpunk”. Regularne aktualizacje i dostarczanie nowej zawartości mogą wydłużyć cykl życia tytułów, a jednocześnie zmniejszyć uzależnienie wyników od sukcesu pojedynczych premier. W swoim scenariuszu zakładamy wydanie „Frostpunka 1886” do końca 2027 roku. Ryzyko opóźnienia oceniamy jako umiarkowane. Choć projekt znajduje się obecnie we wczesnej fazie produkcji, to należy zwrócić uwagę, że jego realizacja nie będzie wymagać tworzenia gry od podstaw. W praktyce będzie to znacznie rozszerzona i zmodernizowana wersja pierwszego „Frostpunka”, oparta na silniku Unreal Engine 5. Wykorzystanie istniejących fundamentów rozgrywki oraz gotowego świata gry powinno przełożyć się na krótszy cykl deweloperski i większą przewidywalność harmonogramu. Naszym zdaniem spółka dysponuje odpowiednimi kompetencjami twórczymi, by utrzymać wysoką jakość nowych produkcji, czego dowodem są wcześniejsze tytuły własne. W tym kontekście zamknięcie „Projektu 8” postrzegamy jako pojedynczy duży incydent, który wobec ambitnych planów powinien skłonić zarząd do wyciągnięcia konkretnych wniosków.

Ponadto, w naszej opinii segment wydawniczy nie przejdzie istotnych zmian. Z ogłoszonych zapowiedzi wynika, że spółka planuje ograniczyć liczbę premier do dwóch rocznie, przy większym nacisku na selekcję projektów. Nie spodziewamy się, by segment ten miał istotny wpływ na wycenę, ale przy odpowiednio dobranych tytułach może stanowić uzupełnienie podstawowej działalności spółki.

Kalendarz premier na 2H'25

11 bit studios w drugiej połowie 2025 roku planuje premiery kilku wcześniej zapowiedzianych tytułów. Wśród nich znajdują się: „Moonlighter 2: The Endless Vault” i „Death Howl” z segmentu wydawniczego, wersja konsolowa „Frostpunk 2” (18 września, PS5 i XSX) oraz pierwszy dodatek DLC do tej gry. W naszej ocenie projekty te, choć zróżnicowane pod względem potencjału, stanowią wsparcie dla wyników spółki w nadchodzących kwartałach.

- ❑ **„Frostpunk 2” (wersja konsolowa + DLC).** Premiera gry w wersji na konsole PS5 i XSX zaplanowana jest na 18 września. Tytuł powstawał jednak głównie z myślą o platformie PC, dlatego też nie oczekujemy, aby wersja konsolowa miała mieć istotny udział w łącznej sprzedaży. Ponadto jeszcze w 2025 roku zadebiutuje pierwszy z trzech płatnych rozszerzeń do gry. Według danych sprzedażowych z końca poprzedniego roku, blisko połowa graczy zakupiła wersję Deluxe, obejmującą podstawową wersję gry oraz m.in. trzy przyszłe DLC, co oznacza, że część przychodów z tej edycji będzie rozpoznawana w czasie wraz z premierami kolejnych dodatków.

Frostpunk 2: roadmapa



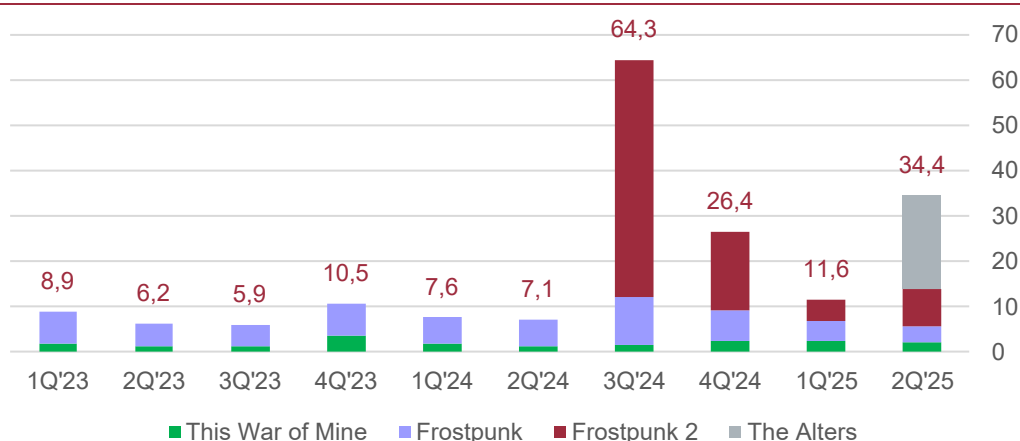
Źródło: 11 bit studios

- ❑ **„Moonlighter 2: The Endless Vault” (PC, early access).** Druga odsłona serii zadebiutuje 23 października w formule Early Access na PC, a docelowo trafi również na konsole PS5 i XSX. Tytuł od dnia premiery będzie dostępny w ramach Game Pass i będzie ostatnią grą objętą dotychczasową umową z Microsoftem. Wczesny dostęp ma umożliwić lepsze dopasowanie gry do oczekiwań społeczności, jednak słabe oceny demo (57% pozytywnych recenzji na Steam i max. peak graczy na poziomie 861) sugerują, że początkowy odbiór może być poniżej oczekiwań. Mimo sukcesu pierwszej części (80,7 mln PLN skumulowanych przychodów do końca 2024 r.), ostrożnie podchodzimy do potencjału sequela.
- ❑ **„Death Howl” (PC).** Gra duńskiego studia The Outer Zone znajduje się na końcowym etapie produkcji, a jej debiut planowany jest na koniec 2025 roku (ostateczny termin zależec będzie od wyboru optymalnego okna wydawniczego). Choć demo zebrało 87% pozytywnych recenzji na Steam, zainteresowanie grą było niewielkie (max. peak graczy: 229), co sugeruje ograniczony potencjał komercyjny projektu.

Portfolio gier własnych

Segment gier własnych pozostaje podstawowym i zarazem najważniejszym obszarem działalności 11 bit studios, odpowiadającym za większość generowanych przychodów. W ostatnich trzech latach (2022–2024) segment ten przyniósł odpowiednio 46,0 mln PLN, 31,4 mln PLN oraz 105,5 mln PLN, co stanowiło 62,0%, 60,2% oraz 75,1% całkowitych przychodów spółki. Nie spodziewamy się, aby jego rola miała ulec zmniejszeniu. Wręcz przeciwnie, szacujemy, że w 2025 roku udział segmentu osiągnie 77%, m.in. dzięki niedawnej premierze gry „The Alters” (13 czerwca). Biorąc pod uwagę ambitny harmonogram premier zaprezentowany w nowej strategii, dominująca pozycja segmentu powinna zostać utrzymana również w kolejnych latach. Spółka koncentruje się na tworzeniu tytułów z myślą o platformie PC oraz konsolach obecnej generacji. W poprzednich kwartałach przychody napędzane były głównie przez dwa tytuły: wydany 20 września 2024 roku „Frostpunk 2” oraz wspomniany wcześniej „The Alters”. Ponadto, istotną część sprzedaży wciąż stanowi tzw. back catalogue, obejmujący „Frostpunka” i „This War of Mine”.

Przychody segmentu gier własnych kwartalnie (mln PLN)



Źródło: 11 bit studios, Biuro Maklerskie Banku Millennium

Frostpunk 2 - największa gra w historii studia

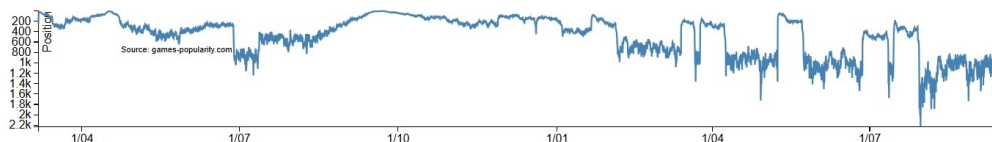
Frostpunk 2 to gra typu city survival, będąca kontynuacją największego hitu spółki z 2018 roku. To zarazem największa produkcja 11 bit studios, z budżetem na poziomie ok. 63 mln PLN. Tytuł miał istotny wpływ na wyniki finansowe spółki już w 2H'24. W całym 2024 roku wygenerował 69,7 mln PLN przychodów, a w pierwszym półroczu 2025 kolejne 13,2 mln PLN. Szacujemy, że do końca bieżącego roku przychody z IP „Frostpunk 2” wyniosą łącznie 41,6 mln PLN. Jeśli chodzi o sprzedaż ilościową, zakładamy, że w zakończonym pierwszym półroczu 2025 gra znalazła ok. 120 tys. nabywców (ok. 65 tys. w 1Q i ponad 50 tys. w 2Q), co według naszych wyliczeń daje na dzień dzisiejszy łączny wolumen na poziomie ok. 770 tys. sztuk (vs. 592 tys. na koniec 2024).

Mimo silnej marki IP i ponad 2 mln zapisów na wishlist przed premierą, start gry nie spełnił wygórowanych oczekiwań rynku. Wśród najczęściej powtarzanych zastrzeżeń graczy pojawiały się m.in. mniej rozbudowana niż oczekiwano mechanika city buildera, kontrowersyjne zmiany w systemie rozgrywki oraz problemy techniczne. W rezultacie oceny gry na Steam są zaledwie umiarkowanie pozytywne (75% na podstawie 17 455 recenzji), zaś jej maksymalny peak to 35,5 tys. graczy.

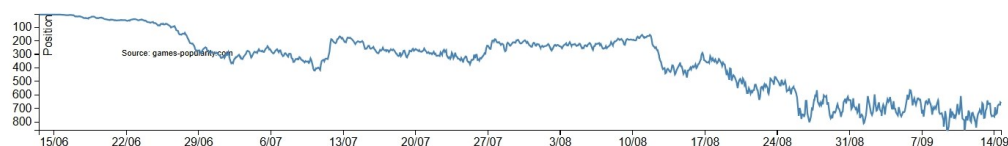
Spółka planuje dalszy rozwój tytułu. Jeszcze w 2025 roku premierę ma mieć pierwszy z trzech zapowiadanych dodatków DLC, a wersja konsolowa (PS5 i XSX) ukaże się 18 września 2025.

Frostpunk 2 vs. The Alters na liście Steam Global Top Sellers

Frostpunk 2 - Current Steam Global Top Sellers position is: 757



The Alters - Current Steam Global Top Sellers position is: 661



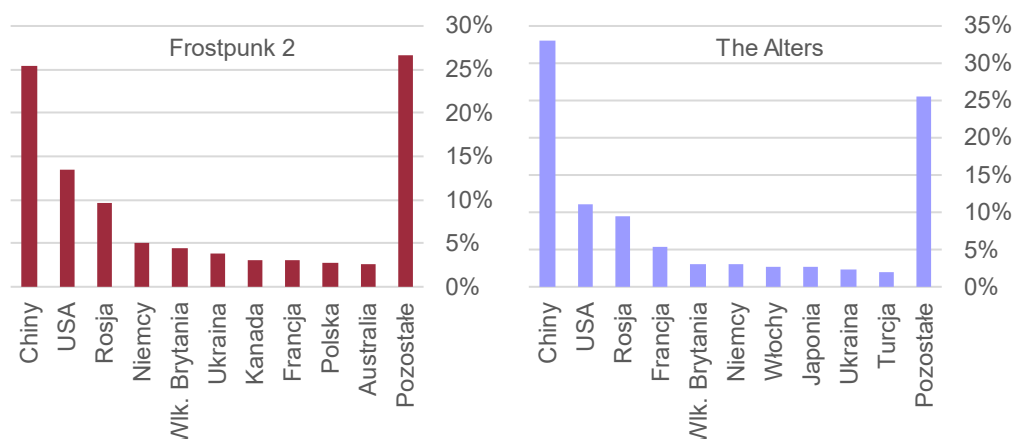
Źródło: games-popularity.com; dane na dzień 14.09.2025 r. godz. 20:00

The Alters - najnowszy tytuł w portfolio

„The Alters” to najnowsza produkcja własna 11 bit studios z gatunku survival science-fiction, która miała swoją premierę 13 czerwca 2025 roku na PC oraz konsolach nowej generacji. W 2Q'25 gra wygenerowała 20,4 mln PLN przychodów, co według naszych szacunków odpowiada sprzedaży ok. 265 tys. egzemplarzy. Do końca 2025 roku zakładamy, że łączny wolumen sprzedaży wyniesie ok. 650 tys. sztuk, a całkowite przychody sięgną 48,0 mln PLN. Sprzedaż oceniana jest przez spółkę jako satysfakcjonująca, szczególnie dzięki dobremu przyjęciu wersji konsolowych. Studio przygotowuje już pierwsze DLC, którego premierę przewidujemy w 2Q'26.

Zainteresowanie tytułem przed premierą było wysokie, liczba zapisów na wishlist na Steam przed premierą przekroczyła bowiem poziom 1 mln graczy. Pomimo kilkukrotnego przesunięcia daty premiery, ostateczny odbiór „The Alters” był bardzo pozytywny. Grę chwalono m.in. za dopracowaną warstwę wizualną i narracyjną, a także za ambitną fabułę. Na Steam 89% ocen użytkowników jest pozytywnych (na podstawie 9 045 recenzji), natomiast na PS Store średnia wynosi 4,67/5 (2,4 tys. ocen). Tytuł od dnia premiery dostępny jest w ramach usługi Game Pass (podobnie jak „Frostpunk 2”).

Gracze według regionu - Frostpunk 2 vs. The Alters



Źródło: Gamalytic

Back catalogue

Segment starszych tytułów, obejmujący „This War of Mine” (2014) oraz „Frostpunk” (2018), nadal stanowi stabilne wsparcie dla wyników 11 bit studios. Pomimo wieloletniej obecności na rynku, obie gry utrzymują solidną sprzedaż, napędzaną cyklicznymi promocjami oraz rozpoznawalnością IP. Zarówno „This War of Mine”, jak i „Frostpunk” były punktami zwrotnymi w historii spółki. Pierwsza z gier zwróciła koszty produkcji już w 48 godzin po wydaniu, z kolei druga z nich osiągnęła poziom 250 tys. sprzedanych egzemplarzy w ciągu niespełna trzech dni, stając się jednym z największych sukcesów studia.

W 2024 roku „This War of Mine” wygenerował 7,0 mln PLN przychodów, natomiast „Frostpunk” 28,7 mln PLN. W 2025 roku prognozujemy przychody na poziomie odpowiednio 7,2 mln PLN oraz 19,8 mln PLN, przy czym w kolejnych latach oczekujemy dalszego spadku ich kontrybucji. Gry często oferowane są w istotnie obniżonych cenach (przecena do nawet -90% lub więcej), co wspiera wolumen sprzedaży, ale znacząco ogranicza przychód jednostkowy.

Prognoza przychodów segmentu gier własnych (mln PLN)

Tytuł	Data premiery	Cena	2022	2023	2024	2025p	2026p	2027p
This War of Mine (PC, PS5, XSX)	14.11.2014	\$19,99	16,0	8,0	7,0	7,2	5,2	3,8
Frostpunk (PC, PS4, XONE)	24.04.2018	\$29,99	30,0	23,4	28,7	19,8	15,7	12,9
Frostpunk 2 (PC, PS5, XSX)	20.09.2024	\$44,99			69,7	41,6	32,3	21,3
The Alters (PC, PS5, XSX)	13.06.2025	\$34,99				48,0	37,0	25,3
Frostpunk 1886	2027	\$39,99						54,5
Łącznie			46,0	31,4	105,5	116,5	90,2	117,8

Źródło: Steam, p - prognozy Biura Maklerskiego Banku Millennium

Zamknięcie i odpis Projektu 8

Projekt 8 był ambitną, rozwijaną od 2018 roku grą akcji TPP, która miała stać się nowym filarem portfolio 11 bit studios i pierwszym pełnoprawnym tytułem skierowanym głównie do graczy konsolowych. W grudniu 2024 roku spółka ogłosiła jednak zaskakującą decyzję o całkowitym zamknięciu projektu, powołując się na krytyczne problemy rozwojowe, brak satysfakcjonującego postępu po kolejnym kamieniu milowym, konieczność dalszego zwiększania budżetu oraz rewizję prognoz sprzedażowych w kontekście zmieniającej się sytuacji rynkowej. Łączne nakłady na projekt wyniosły 49 mln PLN i zostały w całości odpisane w wynikach finansowych za 2024 rok.

Choć spółka zachowała stabilność finansową, skala poniesionych kosztów i sposób zakomunikowania decyzji wzbudziły szereg zastrzeżeń. Przez cały okres brakowało bowiem transparentnej komunikacji nt. gatunku, założeń gameplayowych czy też terminu premiery. W efekcie, informacja o odpisie była bardzo negatywnym zaskoczeniem dla rynku i nadwyrężyła wiarygodność wobec spółki. Zarząd zapowiedział jednak zmiany w procesie preprodukcji, mające zredukować ryzyko powtórzenia podobnych sytuacji w przyszłości.

Portfolio wydawnicze

W 2024 roku segment wydawniczy 11 bit studios wygenerował 35,1 mln PLN przychodów, co odpowiadało za 25% łącznej sprzedaży grupy. Choć nominalnie był to najlepszy rok w historii tej działalności, udział wydawnictwa w strukturze przychodów skurczył się względem poprzednich lat (40% w 2023 i 38% w 2022), co wynikało przede wszystkim z premiery „Frostpunka 2” w segmencie gier własnych. Od debiutu w 2017 roku działalność wydawnicza 11 bit studios systematycznie zyskiwała na znaczeniu. Do 2019 roku odpowiadała nawet za 40% przychodów, m.in. dzięki udanym premierom „Moonlightera” i „Children of Morta”. Po przerwie w latach 2020-2021, studio wróciło do wydawania gier zewnętrznych w 2022 roku, deklarując ambicję publikowania kilku tytułów rocznie. Ostatnie dwa lata przyniosły dynamiczne rozszerzenie portfolio, od bardziej rozpoznawalnych tytułów jak „The Thaumaturge” i „The Invincible”, po niszowe, autorskie produkcje jak „Indika” czy „Creatures of Ava”. Niestety, mimo rosnącej liczby premier, sprzedaż większości nowych gier była rozczarowująca, a dwie z nich wymagały dokonania odpisów na łączną kwotę 18,3 mln PLN. W obecnym roku segment wydawniczy ma się powiększyć o nowe pozycje, tj. „Moonlighter 2” (23.10, early access) oraz „Death Howl”.

- ❑ **„Moonlighter” (2018, Digital Sun).** Największy sukces w segmencie wydawniczym 11 bit studios. Gra wygenerowała dotąd ponad 65 mln PLN przychodów i nadal zapewnia spółce niewielkie, ale stabilne wpływy. W 2025 roku planowana jest premiera kontynuacji, „Moonlighter 2: The Endless Vault”.
- ❑ **„Children of Morta” (2019, Dead Mage)** to jeden z najczęściej i najlepiej ocenianych tytułów w segmencie wydawniczym spółki. Obecnie gra znajduje się w fazie schyłkowej i odpowiada za marginalny udział w przychodach.
- ❑ **„The Invincible” (2023, Starward Industries).** Pierwsza większa premiera wydawnicza po kilkuletniej przerwie. Mimo dobrych ocen, gra nie wzbudziła większego zainteresowania i nie osiągnęła znaczącej sprzedaży. Obecnie projekt jest rentowny, ale nie ma potencjału do istotnego wpływu na wyniki w kolejnych latach.
- ❑ **„The Thaumaturge” (2024, Fool’s Theory).** Największy tytuł wydawniczy w ubiegłym roku. Gra zebrała przyzwoite recenzje, jednak sprzedaż okazała się rozczarowująca, co skutkowało odpisem na 10,9 mln PLN w 2024 roku. Projekt nie osiągnął progu rentowności i nie należy oczekiwać jego istotnego wpływu na przyszłe wyniki.
- ❑ **„INDIKA” (2024, Odd Meter).** Narracyjna gra przygodowa, która szybko zwróciła koszty produkcji. Choć została dobrze oceniona (89% pozytywnych ocen na Steam), nie ma większego potencjału sprzedażowego na kolejne lata.
- ❑ **Creatures of Ava (2024, Inverge Studios).** Tytuł zadebiutował w 2024 roku i niemal w całości swój przychód wygenerował w Game Passie. Mimo bliskości progu rentowności, spółka dokonała odpisu 7,4 mln PLN, zakładając brak istotnych wpływów w przyszłości.

Prognoza przychodów segmentu wydawniczy (mln PLN)

Tytuł	Data premiery	Cena	2022	2023	2024	2025p	2026p	2027p
Moonlighter (PC, PS4, XONE, NS)	29.05.2018	\$19,99	15,1	9,0	4,4	2,7	2,1	1,6
Children of Morta (PC, PS4, XONE, NS)	3.09.2019	\$21,99	13,1	6,8	3,3	2,2	1,7	1,3
The Invincible (PC, PS5, XSX)	6.11.2023	\$29,99		5,0	5,9	4,2	2,5	1,7
The Thaumaturge (PC, PS5, XSX)	4.03.2024	\$34,99			9,3	7,4	5,1	3,6
INDIKA (PC, PS5, XSX)	2.05.2024	\$24,99			6,0	4,3	3,4	2,2
Creatures of Ava (PC, XSX)	7.08.2024	\$24,99			6,2	0,5	0,4	0,3
Moonlighter 2 (PC, PS5, XSX)	23.10.2025	\$24,99				8,8	6,5	4,3
Death Howl (PC)	2025	\$19,99				4,7	5,6	2,9
Nowe projekty wydawnicze							4,7	12,6
Łącznie			28,2	20,8	35,1	34,8	32,0	30,5

Źródło: Steam, p - prognozy Biura Maklerskiego Banku Millennium

Komentarz do wyników za 2Q'25

Wyniki 11 bit studios za 2Q'25 okazały się lepsze od rynkowych oczekiwań, szczególnie na poziomie operacyjnym, głównie dzięki ograniczonym kosztom usług zewnętrznych. Przychody wzrosły o 157,5% r/r do 39,7 mln PLN, co było efektem wprowadzenia do portfolio dwóch nowych tytułów, „The Alters” (20,4 mln PLN) oraz „Frostpunk 2” (8,3 mln PLN, +72,9% q/q), a także rozpoznania przychodów z tytułu umów z Microsoft (Game Pass). Spółka wypracowała 20,4 mln PLN EBIT (vs. -4,3 mln PLN rok wcześniej), przy czym istotnym czynnikiem wspierającym wynik było rozwiązanie rezerw dotyczących kosztów tantiem oraz programu motywacyjnego. Zysk netto wyniósł 14,9 mln PLN i był znacząco wyższy r/r, choć został pomniejszony o 3,6 mln PLN ujemnych różnic kursowych. Mimo wyraźnej poprawy wyników, skala sprzedaży nowych gier pozostaje w naszej ocenie stonowana, jak na tytuły o kluczowym znaczeniu dla obecnego portfela spółki.

- W 2Q'25 przychody 11 bit studios wzrosły o 157,5% r/r do 39,7 mln PLN, co było efektem rozbudowy portfolio o nowe tytuły. „The Alters” trafiło do sprzedaży 13 czerwca i wygenerowało 20,4 mln PLN. Natomiast drugi największy kontrybutor, „Frostpunk 2”, przyniósł wpływy w wysokości 8,3 mln PLN (+72,9% q/q). Łącznie segment gier własnych odpowiadał za ok. 34 mln PLN przychodów wobec 7 mln PLN rok wcześniej. Z kolei przychody z działalności wydawniczej wyniosły ok. 5 mln PLN i były niższe niż przed rokiem (9 mln PLN), co wynika m.in. z ograniczonego wpływu nowych premier. Warto również zaznaczyć, że w przedstawionym okresie istotną część przychodów stanowiły płatności od Microsoftu, związane z obecnością „The Alters” i „Frostpunka 2” w usłudze Game Pass.
- Koszty działalności operacyjnej wyniosły w 2Q'25 19,3 mln PLN i były o 2,3% niższe niż przed rokiem. Kluczowym czynnikiem spadku była niższa wartość usług obcych (8,3 mln PLN; -6,4% r/r), w tym przede wszystkim ograniczenie kosztów tantiem (0,2 mln PLN vs. 2,5 mln PLN r/r) w efekcie rozwiązania rezerw dotyczących płatności dla zewnętrznych deweloperów. Pozycja ta została częściowo zrównoważona przez wyższe wydatki na usługi marketingowe (2,7 mln PLN vs. 1,8 mln PLN r/r), związane z przygotowaniem do premiery „The Alters” oraz gier wydawniczych. Koszty wynagrodzeń spadły o 58,0% r/r do 3,1 mln PLN, głównie za sprawą rozwiązania rezerwy na program motywacyjny (0,5 mln PLN). Z kolei amortyzacja wzrosła do 6,4 mln PLN (vs. 4,6 mln PLN w 1Q'25) w związku z rozpoczęciem amortyzowania kosztów produkcji „The Alters”.
- Spółka wypracowała w 2Q'25 20,4 mln PLN EBIT wobec straty operacyjnej na poziomie -4,3 mln PLN rok wcześniej. Zysk netto wzrósł z 1,1 mln PLN do 14,9 mln PLN, mimo negatywnego wpływu różnic kursowych (3,6 mln PLN), wynikających z przeszacowania aktywów pieniężnych w związku z umocnieniem PLN.
- W 2Q'25 11 bit studios odnotowało ujemne przepływy operacyjne na poziomie -5,3 mln PLN (vs. 14,3 mln PLN rok wcześniej), w rezultacie czego FCF uległ obniżeniu do -16,2 mln PLN wobec -0,9 mln PLN w 2Q'24. Ponadto, na koniec czerwca pozycja gotówkowa netto spadła do 47,6 mln PLN (-17,3 mln PLN q/q), zaś kapitalizowane koszty rozwoju wzrosły do 107,0 mln PLN (+45,3 mln PLN q/q).

11 bit studios - wyniki kwartalne (mln PLN)

	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25	2Q'25	r/r
Przychody ze sprzedaży	13,8	14,6	14,8	10,0	9,5	18,0	15,3	15,4	75,9	33,9	17,5	39,7	157,5%
Amortyzacja	1,5	1,3	1,1	1,2	1,0	0,8	0,9	2,0	2,0	14,9	4,6	6,4	217,4%
Zużycie surowców i materiałów	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1	-52,4%
Usługi obce	5,7	4,8	7,7	5,9	6,4	7,1	8,4	8,9	11,3	10,4	10,3	8,3	-6,4%
Wynagrodzenia i świadczenia pracownicze	3,2	3,2	3,3	3,2	3,1	-0,5	6,0	7,3	2,1	-4,6	4,6	3,1	-58,0%
Podatki i opłaty	0,1	0,4	0,2	0,0	0,2	0,7	0,1	0,4	0,5	1,8	0,9	0,0	-87,6%
Razem koszty działalności operacyjnej	10,7	9,9	12,5	10,4	11,0	8,4	15,6	18,9	16,2	22,6	20,6	18,0	-5,0%
Pozostałe przychody / koszty operacyjne	-0,5	-0,8	-0,3	-0,9	-0,8	-0,4	-0,7	-0,9	-0,9	-67,5	0,8	-1,4	66,4%
EBIT	2,6	4,0	1,9	-1,3	-2,3	9,3	-1,0	-4,3	58,4	-55,9	-2,4	20,4	-
Marża EBIT	18,7%	27,3%	12,8%	-	-	51,5%	-	-	77,0%	-	-	51,4%	-
EBITDA	4,1	5,3	3,0	-0,1	-1,3	10,1	-0,1	-2,3	60,5	-41,1	2,2	26,8	-
Marża EBITDA	29,5%	36,3%	20,4%	-	-	56,2%	-	-	79,7%	-	12,6%	67,4%	-
Przychody / koszty finansowe	3,0	0,0	0,9	3,2	-0,7	-11,1	0,3	0,5	-2,8	4,9	-3,9	-3,5	-
Zysk netto	4,9	2,9	2,5	1,5	-2,7	-0,8	-1,6	1,1	48,0	-40,7	-6,4	14,9	1217,2%
Marża zysku netto	35,3%	20,0%	16,7%	15,5%	-	-	-	7,3%	63,3%	-	-	37,4%	-

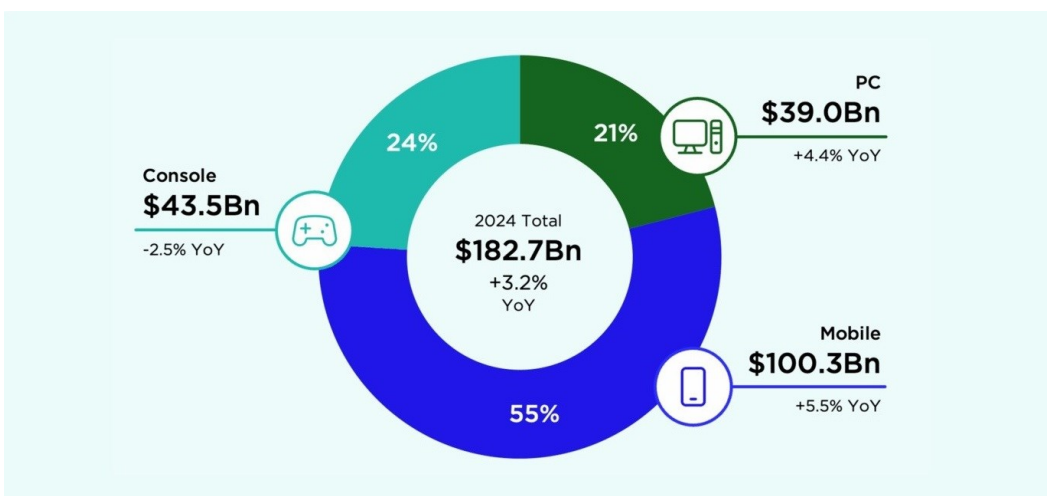
Źródło: 11 bit studios, BM Banku Millennium

Globalny rynek gier

Globalny rynek gier wideo pozostaje jednym z największych segmentów branży rozrywkowej. Według szacunków Newzoo, w 2024 r. przychody sięgnęły 182,7 mld USD (+3,2% r/r), co oznacza powrót do stabilnych dynamik po pandemicznych zaburzeniach i jednorazowej korekcie w 2022 r. Warto odnotować, że wcześniejsze prognozy na 2024 r. były wyższe (187,7 mld USD; +6,1% r/r); słabsza realizacja wynikała głównie z gorszej kondycji segmentu konsol, na co wpływa rosnąca popularność usług subskrypcyjnych kosztem sprzedaży jednostkowej. W tym samym czasie globalna baza graczy wzrosła do ok. 3,42 mld (+4,5% r/r), z największym udziałem regionu Azji i Pacyfiku (ok. 47%). Prognozy wskazują na dalszy wzrost liczby graczy i wydatków na gry w kolejnych latach.

Przychody sektora w podziale na platformy

W 2024 r. przychody globalnego rynku gier osiągnęły wartość 182,7 mld USD (+3,2% r/r). Największym segmentem w tym czasie pozostawały gry mobile, które wygenerowały 100,3 mld USD (+5,5% r/r), odpowiadając za ponad połowę całego rynku. Wzrost w tym obszarze był skoncentrowany w Amerykach i Europie, a także wsparty przez lepsze od oczekiwań wyniki w Chinach. Segment konsolowy pozostawał pod presją (-2,5% r/r, 43,5 mld USD), co wynikało z późnej fazy cyklu Nintendo Switch i ograniczonego tempa wzrostu bazy sprzętowej. Jednocześnie segment PC zanotował solidne +4,4% r/r, osiągając 39,0 mld USD, głównie dzięki rosnącej bazie graczy na Steam i udanym premierom na kluczowych rynkach azjatyckich.



Źródło: Newzoo

Prognozy na lata 2025-2027

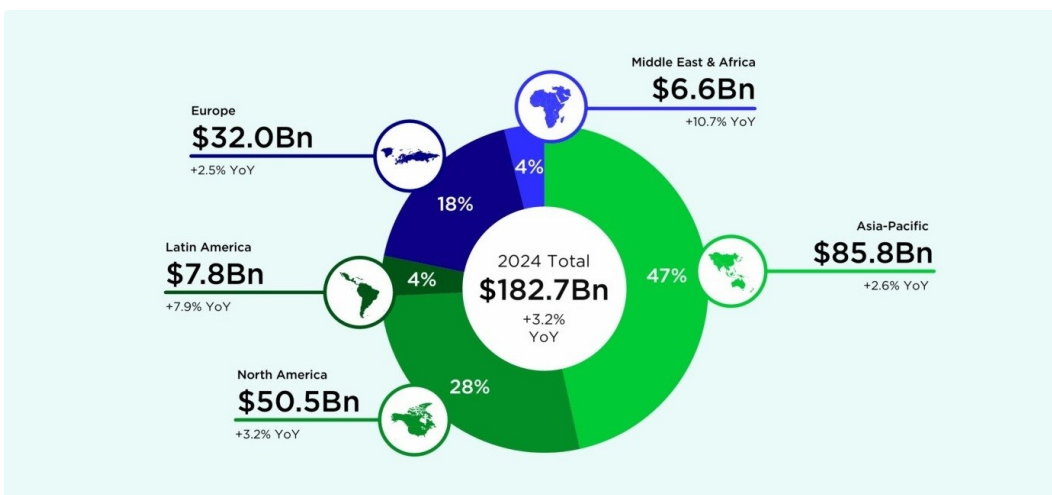
Według szacunków Newzoo, globalny rynek gier będzie rósł w latach 2024–2027 w tempie CAGR na poziomie ok. +3,3%, osiągając w 2027 r. wartość 201,4 mld USD. Najszybszy wzrost prognozowany jest w segmencie konsol (CAGR +5,6%), wspierany przez premierę Nintendo Switch 2 oraz mocny pipeline największych tytułów, w tym „Grand Theft Auto VI”. Segment PC ma rosnąć stabilnie w tempie +3,0% rocznie, korzystając z rosnącej bazy użytkowników i wyższej monetyzacji na rynkach azjatyckich. Segment mobilny pozostanie największy pod względem wartości, jednak jego tempo wzrostu (CAGR +2,4%) będzie relatywnie niższe wobec lat wcześniejszych, m.in. z powodu regulacji na rynku dystrybucji aplikacji oraz wysokiej konkurencji wśród topowych tytułów.



Źródło: Newzoo

Przychody w podziale na regiony

W ujęciu geograficznym największym rynkiem pozostaje region Azji i Pacyfiku, który w 2024 r. wygenerował 85,8 mld USD (+2,6% r/r), odpowiadając za blisko połowę globalnych przychodów. Drugą pozycję zajmuje Ameryka Północna z przychodami na poziomie 50,5 mld USD (+3,2% r/r), co stanowi ok. 28% rynku. Europa osiągnęła 32,0 mld USD (+2,5% r/r), a wyższe dynamiki wzrostu odnotowano w Ameryce Łacińskiej (+7,9% r/r, 7,8 mld USD) oraz na Bliskim Wschodzie i w Afryce (+10,7% r/r, 6,6 mld USD). Dane te pokazują, że rynki rozwijające się stają się coraz istotniejszym źródłem wzrostu branży, podczas gdy regiony dojrzałe notują stabilne, niskie jednocyfrowe dynamiki.



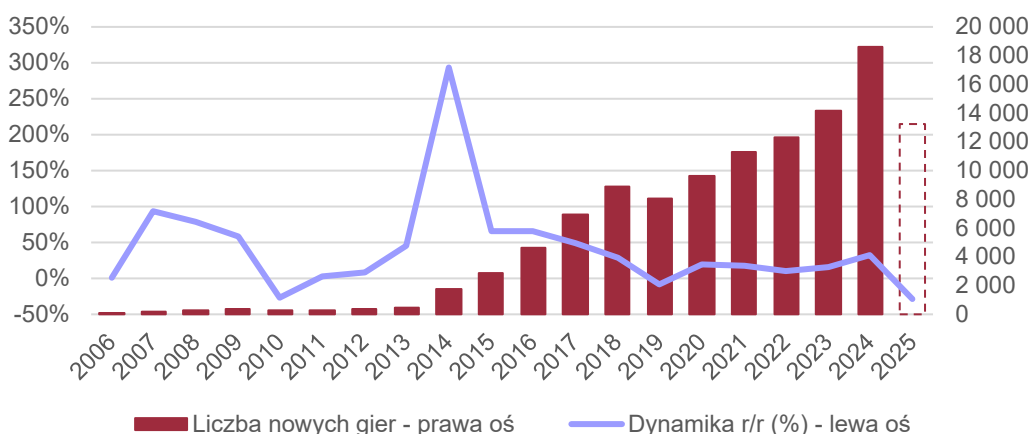
Źródło: Newzoo

Rosnąca liczba premier zwiększa konkurencję

Jednym z najważniejszych trendów na globalnym rynku gier w ostatniej dekadzie jest dynamiczny wzrost liczby premier, szczególnie na platformie Steam, która stanowi kluczowe źródło dystrybucji dla gier PC. Podczas gdy jeszcze w 2014 r. na platformie pojawiło się ok. 1,7 tys. nowych tytułów, w 2024 r. liczba ta wzrosła do 18,6 tys., co oznacza przyrost o 31,8% r/r i ponad dziesięciokrotne zwiększenie podaży w ciągu dekady. Tak gwałtowny napływ nowych gier powoduje, że rynek staje się coraz trudniejszy dla mniejszych i średnich deweloperów. Widoczność tytułu w sklepie, uzyskanie miejsca w rankingach sprzedaży czy

dotarcie do gracza poprzez kanały marketingowe wymaga coraz większych nakładów finansowych. W praktyce oznacza to, że przewagę konkurencyjną uzyskują podmioty dysponujące rozpoznawalnym IP, silną marką oraz odpowiednimi budżetami marketingowymi. Nadpodaż gier przyczynia się także do obniżenia średnich zwrotów z kapitału w branży. Nawet projekty dopracowane technicznie mogą nie osiągnąć zakładanych wyników sprzedaży, jeśli nie przebiją się przez barierę ograniczonej uwagi graczy. W tym otoczeniu rośnie znaczenie dużych wydawców i spółek z ugruntowaną pozycją, natomiast mniejsze studia częściej stają przed koniecznością poszukiwania partnera wydawniczego lub finansowania zewnętrznego, aby zwiększyć szanse powodzenia.

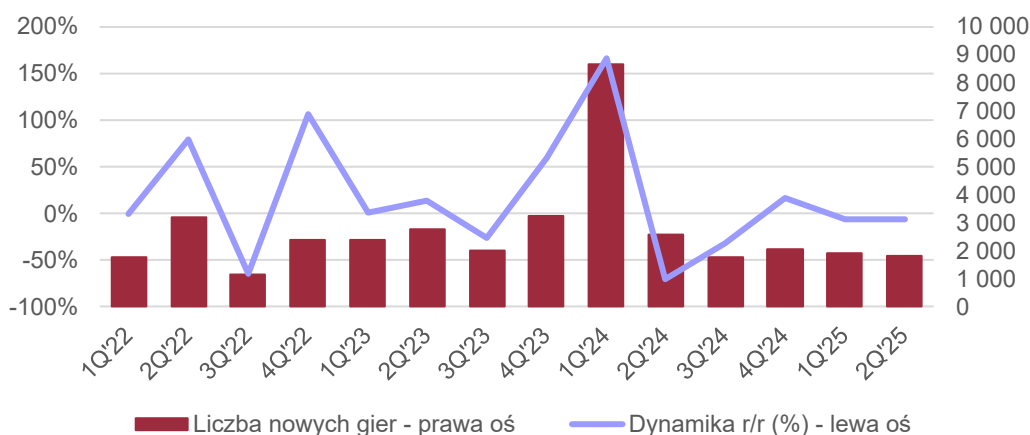
Wydania gier na Steam według roku



Źródło: SteamDB

Lata 2023–2024 charakteryzowały się rekordową skalą redukcji zatrudnienia w globalnym sektorze gier. W samym 1Q'24 liczba zwolnionych pracowników przekroczyła 8,6 tys., co było najwyższym poziomem obserwowanym w ostatnich latach. Fala cięć wynikała z rosnącej presji kosztowej, wzrostu nakładów na produkcję oraz konieczności dostosowania planów do nadpodaży gier na rynku. Obserwowana redukcja stanowisk w branży w kolejnych latach może przełożyć się na spowolnienie dynamiki premier nowych tytułów, ponieważ studia częściej decyduwać się będą na ograniczanie lub zamykanie projektów o mniejszym potencjale sprzedażowym.

Zwolnienia w branży gier globalnie (lata 2022-2025)



Źródło: Game Industry Layoffs

Czynniki ryzyka

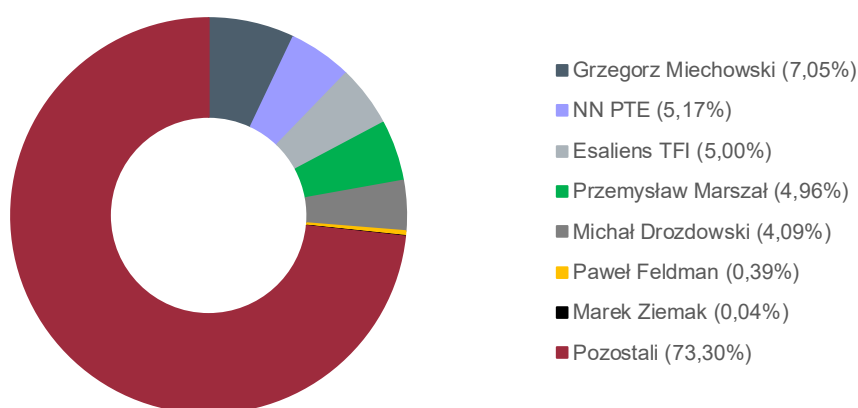
- ❑ **Ryzyko prognozy wielkości sprzedaży.** Szacunki dotyczące potencjalnych przychodów z tytułu nowych gier bazują na danych z wcześniejszych produkcji, aktywności graczy na platformach czy pierwszych recenzjach, jednak faktyczny popyt bywa trudny do przewidzenia. Na poziom sprzedaży wpływają trendy 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 (w 2024 roku udział tego kanału przekraczał 50%). 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 (80-proc. udział w transakcjach zagranicznych) i EUR (odpowiednio 16 proc.). 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.

Akcjonariat

Kapitał zakładowy spółki wynosi 241,7 tys. PLN i dzieli się na 2,42 mln akcji o wartości nominalnej 0,1 PLN każda. Powyżej progu 5% w strukturze właścicielskiej znajdują się Grzegorz Miechowski, członek zarządu z udziałem 7,1%, a także inwestorzy instytucjonalni NN PTE z 5,2% oraz Esaliens TFI z 5,0%. W akcjonariacie obecni są również pozostali członkowie zarządu: Przemysław Marszał - prezes (4,96%), Michał Drozdowski (4,1%), Paweł Feldman (0,4%) i Marek Ziemak (0,04%).

W ubiegłym roku zostały odnotowane dwie istotne zmiany. W lutym Przemysław Marszał obniżył swoje zaangażowanie z 5,0% do 4,96% kapitału, natomiast we wrześniu fundusze zarządzane przez TFI Allianz Polska zmniejszyły udział poniżej 5%.

Struktura akcjonariatu



Źródło: 11 bit studios, Biuro Maklerskie Banku Millennium

Analiza czynników ESG

11 bit studios w obecnie realizowanej strategii uwzględnia tematykę ESG, jednak nie posiada sformalizowanych zasad w tym zakresie. Spółka nie opracowała mierników ani procedur odnoszących się do zagadnień środowiskowych, społecznych czy związanych ze zmianą klimatu, planując ich wdrożenie w przyszłości. Ze względu na charakter działalności, polegający na produkcji i wydawaniu gier komputerowych, wpływ 11 bit studios na środowisko jest ograniczony i dotyczy głównie funkcjonowania biurowego. Spółka wskazuje, że podejmuje działania proekologiczne w zakresie codziennego funkcjonowania, choć nie zostały one ujęte w formalnej polityce ESG. W obszarze społecznym i pracowniczym 11 bit studios podkreśla znaczenie równości płci, poszanowania praw pracowniczych oraz przeciwdziałania dyskryminacji. Firma prowadzi aktywną politykę płacową, dostosowując je do realiów rynkowych i specyfiki branży, deklarując przy tym brak nierówności płacowych pomiędzy kobietami i mężczyznami na porównywalnych stanowiskach. Spółka wskazuje również na brak istotnych ryzyk dla jej działalności związanych ze zmianami klimatu.

Wyniki finansowe

Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2022	2023	2024	2025p	2026p	2027p
przychody netto	74,2	52,3	140,5	151,3	122,2	148,2
segment gier własnych	46,0	31,4	105,5	116,5	90,2	117,7
segment wydawniczy	28,2	20,8	35,1	34,8	32,0	30,5
koszty działalności operacyjnej	49,0	42,2	73,4	94,9	95,3	107,3
saldo pozostałej działalności operacyjnej	-5,2	-2,4	-70,0	-0,7	-0,5	-0,5
EBITDA	25,9	11,8	17,0	90,4	61,2	77,0
marża EBITDA	34,9%	22,5%	12,1%	59,8%	50,1%	52,0%
EBIT	20,0	7,6	-2,8	55,8	26,5	40,5
marża EBIT	26,9%	14,5%	-	36,9%	21,7%	27,3%
saldo finansowe	7,5	-7,7	2,9	-7,5	-0,2	-0,2
udział w zysku/(stracie) jednostki stowarzyszonej	-0,3	-0,2	2,7	-0,3	0,0	0,0
zysk przed opodatkowaniem	27,2	-0,3	2,8	48,0	26,3	40,3
podatek dochodowy	-4,3	0,8	4,1	-4,8	-2,6	-4,0
zysk netto	22,9	0,5	7,0	43,2	23,7	36,3
marża zysku netto	30,8%	1,0%	4,9%	28,5%	19,4%	24,5%
liczba akcji (mln)	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4
EPS	9,6	0,2	2,9	17,9	9,8	15,0

Źródło: 11 bit studios, prognozy Biura Maklerskiego Banku Millennium

Bilans (mln PLN)

	2022	2023	2024	2025p	2026p	2027p
aktywa trwałe	142,5	191,4	169,7	171,1	172,7	174,7
rzeczowe aktywa trwałe	24,9	24,2	22,4	21,3	20,9	20,6
wartości niematerialne i prawne	100,0	155,4	128,8	131,0	133,1	135,5
prawo wieczystego użytkowania gruntu	4,2	4,2	4,1	4,1	4,0	3,9
inwestycje długoterminowe	12,8	5,5	5,8	6,1	6,2	6,1
pozostałe aktywa trwałe	0,7	2,1	8,6	8,6	8,5	8,6
aktywa obrotowe	101,7	66,9	92,7	133,5	148,7	184,7
zapasy	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,1
należności krótkoterminowe	12,5	11,5	21,1	22,7	18,3	22,2
inwestycje krótkoterminowe	87,4	54,4	70,5	109,7	129,4	161,3
pozostałe aktywa krótkoterminowe	1,8	0,9	1,0	1,1	0,9	1,0
aktywa razem	244,2	258,3	262,3	304,6	321,4	359,4
kapitał własny	224,5	227,1	229,9	273,1	296,8	333,1
zobowiązania długoterminowe	9,5	6,6	4,6	3,3	2,0	0,8
kredyty	6,4	5,1	3,8	2,5	1,3	0,0
pozostałe zobowiązania długoterminowe	3,1	1,4	0,8	0,8	0,8	0,8
zobowiązania krótkoterminowe	10,2	24,7	27,8	28,2	22,6	25,5
kredyty	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
zobowiązania handlowe	7,0	6,1	13,1	13,4	11,7	12,2
pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	2,0	17,3	13,5	13,5	9,6	12,1
pasywa razem	244,2	258,3	262,3	304,6	321,4	359,4
BVPS	94,3	93,9	95,1	113,0	122,8	137,8

Źródło: 11 bit studios, prognozy Biura Maklerskiego Banku Millennium

Cash Flow (mln PLN)

	2022	2023	2024	2025p	2026p	2027p
wynik netto	22,9	0,5	6,9	43,2	23,7	36,3
amortyzacja	5,9	4,2	19,8	34,6	34,7	36,6
zmiana kapitału obrotowego	-5,2	-15,4	6,5	1,3	1,2	0,9
gotówka z działalności operacyjnej	32,9	21,9	76,9	78,6	59,2	73,1
inwestycje (capex)	-45,7	-58,8	-58,1	-38,0	-37,9	-39,9
gotówka z działalności inwestycyjnej	-28,8	-16,2	-45,4	-32,9	-37,9	-39,9
wypłata dywidendy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
emisja akcji	1,4	3,8	0,0	0,0	0,0	0,0
zmiana zadłużenia	-1,2	-1,3	-1,4	-1,3	-1,3	-1,3
gotówka z działalności finansowej	-0,3	2,3	-1,8	-1,5	-1,4	-1,4
zmiana gotówki netto	3,8	8,0	29,7	44,1	19,8	31,9
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
CEPS	12,1	1,9	11,1	32,2	24,2	30,1
FCFPS	-8,5	-27,8	-13,9	25,1	11,5	17,8

Źródło: 11 bit studios, prognozy Biura Maklerskiego Banku Millennium

Wskaźniki (%)

	2022	2023	2024	2025p	2026p	2027p
zmiana sprzedaży	5,8%	-29,6%	168,9%	7,7%	-19,2%	21,3%
zmiana EBITDA	-33,6%	-54,5%	44,3%	432,7%	-32,3%	25,9%
zmiana EBIT	-33,5%	-62,0%	-	-	-52,5%	52,8%
zmiana zysku netto	-20,2%	-97,7%	1212,6%	526,0%	-45,1%	53,1%
marża EBITDA	34,9%	22,5%	12,1%	59,8%	50,1%	52,0%
marża EBIT	26,9%	14,5%	-2,0%	36,9%	21,7%	27,3%
marża netto	30,8%	1,0%	4,9%	28,5%	19,4%	24,5%
sprzedaż/aktywa (x)	0,30	0,20	0,54	0,50	0,38	0,41
dług / kapitał (x)	0,36	0,21	0,28	0,39	0,43	0,48
odsetki / EBIT	37,7%	-101,6%	-104,1%	-13,5%	-0,6%	-0,4%
stopa podatkowa	15,9%	278,4%	-145,6%	10,0%	10,0%	10,0%
ROE	10,2%	0,2%	3,0%	15,8%	8,0%	10,9%
ROA	9,4%	0,2%	2,7%	14,2%	7,4%	10,1%
(dług) gotówka netto (mln PLN)	79,7	48,0	65,5	105,9	126,9	160,1

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
IFIRMA	Neutralnie	24 wrz 24	22,80	20,80	Seweryn Żołyński
Ambra	Akumuluj	1 paź 24	26,10	30,40	Grzegorz Gawkowski
IMS	Kupuj	7 paź 24	3,54	4,50	Łukasz Bugaj
Mostostal Zabrze	Kupuj	6 gru 24	5,10	6,10	Adam Zajler
Ambra	Akumuluj	12 mar 25	22,70	25,90	Grzegorz Gawkowski
Mostostal Zabrze	Kupuj	27 mar 25	5,68	6,80	Adam Zajler
IFIRMA	Akumuluj	9 kwi 25	22,90	25,40	Seweryn Żołyński
IMS	Kupuj	21 maj 25	3,75	4,60	Łukasz Bugaj
IFIRMA	Akumuluj	29 maj 25	26,35	29,70	Seweryn Żołyński
Ambra	Akumuluj	29 maj 25	20,90	24,90	Grzegorz Gawkowski
IMS	Kupuj	11 cze 25	3,73	4,50	Łukasz Bugaj
Mostostal Zabrze	Kupuj	18 cze 25	5,96	7,60	Adam Zajler
VRG	Kupuj	12 wrz 25	4,45	5,57	Seweryn Żołyński
Shoper	Akumuluj	15 wrz 25	52,00	57,60	Seweryn Żołyński
11 bit studios	Akumuluj	15 wrz 25	179,50	213,50	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, IFIRMA, IMS, VRG, Shoper i 11 bit studios uczestniczą w programie GPW wspierania analitycznego, a Agora i Korporacja KGL uczestniczyły w programie do 30 czerwca 2023 r. 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	7	47%
Akumuluj	7	47%
Neutralnie	1	7%
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 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 pierwszego 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) - lepiej 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: Selena FM, Eurotel, Lokum Deweloper, Zamet 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, 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 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 15 września 2025r. o godzinie 16:30 a datą pierwszego rozpowszechnienia raportu jest data raportu 15 września 2025r. godzina 16:45.

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.