

11 bit studios – komentarz po wynikach za 3Q'2025

2025-11-21

Wyniki 11 bit studios za 3Q'25 okazały się lepsze zarówno od naszych prognoz, jak i rynkowych oczekiwań, szczególnie na poziomie zysku netto. Przychody wyniosły 44,1 mln PLN (-41,9% r/r; powyżej naszych założeń, tj. 41,6 mln PLN), głównie dzięki płatnościom z tytułu Game Pass dotyczącym dwóch kluczowych produkcji: „Frostpunk 2” (18,9 mln PLN; +10,6 mln PLN q/q) oraz „The Alters” (16,6 mln PLN). EBIT wyniósł 12,5 mln PLN (vs. 11,0 mln PLN w naszej prognozie), a EBITDA 25,7 mln PLN (vs. 25,2 mln PLN). Największe pozytywne zaskoczenie pojawiło się jednak na poziomie zysku netto, który osiągnął 13,5 mln PLN przy naszych oczekiwaniach 9,3 mln PLN. Lepszy wynik był konsekwencją wyraźnie korzystniejszego niż zakładaliśmy salda finansowego (+1,1 mln PLN), w tym dodatnich różnic kursowych (+0,5 mln PLN) oraz wyższego od naszych prognoz udziału w zysku jednostki stowarzyszonej (+1,2 mln PLN). **Warto jednak podkreślić, że mimo przebicia konsensusu w 3Q'25, trwający rok należy ocenić jako rozczarowujący.** Zarówno premiera „Frostpunk 2”, jak i „The Alters” dawały bowiem solidne podstawy do oczekiwanego znacznie silniejszego impulsu przychodowego, tymczasem dynamika sprzedaży obu tytułów pozostaje wyraźnie niższa od pierwotnych założeń.

Segment gier własnych wygenerował w 3Q'25 przychody na poziomie 39,6 mln PLN, co odpowiadało 90% sprzedaży spółki (+10,9% q/q; -41,9% r/r). **Wzrost względem poprzedniego kwartału wynikał niemal w całości z wpływów z dwóch tytułów: „Frostpunka 2” i „The Alters” (głównie dzięki umowie z Microsoft) – odpowiednio 18,9 mln PLN (vs. 4,8 i 8,3 mln PLN w 1 i 2Q'25) oraz 16,6 mln PLN (vs. 20,4 mln PLN kwartał wcześniej).** Back catalogue („Frostpunk 1” oraz „This War of Mine”) dostarczył natomiast 4,0 mln PLN, co jest najsłabszym rezultatem w tym roku (1Q: 6,8 mln PLN, 2Q: 5,6 mln PLN).

Zespoły deweloperskie 11 bit studios pracują obecnie nad trzema projektami w segmencie gier własnych. „Frostpunk 2” został w 3Q'25 rozszerzony o premierę wersji konsolowej (18 września 2025 r.), a na 8 grudnia br. zaplanowano pierwsze duże płatne rozszerzenie, „Frostpunk 2: Fractured Utopias”. „The Alters” przekroczyło 405 tys. sprzedanych egzemplarzy na dzień 14 listopada (vs. 280 tys. raportowane 8 lipca), co według naszych wyliczeń oznacza, że w 3Q sprzedaż gry wyniosła zaledwie ok. 90–95 tys. sztuk. Trwają prace nad pierwszym płatnym DLC, którego premiera planowana jest na 1H'26 (w okolicach rocznicy debiutu), a jeszcze w 4Q'25 tytuł otrzyma pierwszą dużą darmową aktualizację zawartości. Jeśli chodzi o najnowszy projekt, „Frostpunk 1886”, zespół produkcyjny został rozbudowany do ok. 20 osób i zbliża się do docelowych 30. Spółka potwierdziła podczas konferencji, że gra będzie rozwijana w oparciu o płatne rozszerzenia (DLC).

Segment wydawniczy miał marginalny wpływ na wyniki 3Q'25, generując jedynie 4,5 mln PLN przychodów (vs. 11,6 mln PLN w 3Q'24, kiedy rozpoznano „Creatures of Ava”). Spodziewamy się poprawy tej części działalności w 4Q'25, głównie dzięki dwóm premierom. **W środę do sprzedaży w formule Early Access na Steam trafił „Moonlighter 2” (19.11),** osiągając dotychczas szczytową liczbę 2 467 graczy oraz 73% pozytywnych recenzji. **Start sequela wypada więc zauważalnie słabiej względem pierwszej części, która cieszyła się wyraźnie lepszym odbiorem (82% ocen pozytywnych, peak 6 229 graczy).** Tytuł został równocześnie udostępniony w katalogu PC Game Pass, natomiast wersje konsolowe trafią do sprzedaży wraz z pełnym wydaniem gry. Harmonogram wyjścia z Early Access pozostaje uzależniony od feedbacku społeczności. **Drugim tytułem debiutującym w 4Q'25 będzie „Death Howl”,** którego data premiery została ogłoszona wczoraj. Gra trafi na komputery PC 9 grudnia. Wersje na PlayStation 5, Xbox Series X/S oraz Nintendo Switch zostaną udostępnione graczom w pierwszym kwartale 2026 roku.

Koszty działalności operacyjnej wzrosły w 3Q'25 bardzo wyraźnie, tj. o 80,7% r/r oraz 63,5% q/q. Największy wpływ miał **dynamiczny wzrost amortyzacji**, która w kwartale osiągnęła 13,1 mln PLN wobec 2,0 mln PLN rok wcześniej oraz 6,4 mln PLN w 2Q'25. **Ponad pięciokrotny wzrost r/r i podwojenie q/q wynikały z rozpoczęcia pełnej amortyzacji „The Alters” oraz rozszerzenia amortyzacji „Frostpunka 2” o wersje konsolowe.** Dla przypomnienia, od 4Q'24 spółka stosuje metodę degresywną zamiast liniowej, a okres amortyzacji dla obu tytułów ustalono na siedem lat, co przyspiesza ujęcie kosztów w pierwszych latach cyklu życia gry. **Skala wzrostu amortyzacji jest zgodna z naszymi wcześniejszymi założeniami. Drugą kategorią silnie kontrbuującą do wzrostu kosztów były usługi obce,** które wyniosły 10,8 mln PLN wobec 8,3 mln PLN w 2Q'25, ale jednocześnie poziom niższy o 4,1% r/r (vs. 11,3 mln PLN w 3Q'24). Zwyżka q/q była związana przede wszystkim z większą aktywnością marketingową towarzyszącą premierom oraz obsługą projektów własnych. **Wzrost odnotowano także w obszarze wynagrodzeń,** które wyniosły 4,3 mln PLN (+99,2% r/r; +38,7% q/q).

Podczas konferencji wynikowej spółka odmówiła komentarza w sprawie reportażu opublikowanego na portalu gram.pl, dotyczącego anulowanego „Projektu 8”. Z artykułu wynika, że projekt, o szacowanym koszcie ok. 50 mln PLN, był obciążony znaczącą niestabilnością produkcyjną: wielokrotną zmianą kierunku kreatywnego, problemami komunikacyjnymi oraz rozbudową zespołu przy ograniczonym postępie prac. Opisywane w materiale okoliczności sugerują, że projekt został zakończony na późnym etapie rozwoju głównie z powodu braku perspektyw na uzyskanie satysfakcjonującego zwrotu z inwestycji.

Grzegorz Gawkowski

Biuro Maklerskie Banku Millennium SA

tel. /48/ 22 598 26 05, fax. /48/ 22 598 26 99

e-mail: grzegorz.gawkowski@bankmillennium.pl

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	3Q'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	44,1	-41,9%
Pozostałe przychody operacyjne	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,2	8,2	0,0	
Razem przychody z działalności operacyjnej	13,8	14,6	14,8	10,0	9,5	18,0	15,3	15,4	75,9	33,9	18,7	39,7	44,1	-41,9%
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	13,1	544,4%
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	0,2	-27,9%
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	10,8	-4,1%
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	4,3	99,2%
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	1,8	262,5%
Pozostałe koszty operacyjne	0,5	0,7	0,4	0,9	0,9	0,4	0,7	0,9	0,9	0,8	0,4	1,2	1,3	46,3%
Koszty zamknięcia "Projektu 8"										48,4				-
Utrata wartości aktywów niematerialnych i prawnych										18,3		0,2		-
Razem koszty działalności operacyjnej	11,3	10,6	12,9	11,2	11,8	8,8	16,4	19,8	17,5	89,8	21,0	19,3	31,6	80,7%
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	12,5	-78,6%
Marża EBIT	18,7%	27,3%	12,8%	-	-	51,5%	-	-	77,0%	-	-	51,4%	28,4%	-
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	25,7	-57,6%
Marża EBITDA	29,5%	36,3%	20,4%	-	-	56,2%	-	-	79,7%	-	12,6%	67,4%	58,2%	-
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	0,3	-
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	13,5	-71,9%
Marża zysku netto	35,3%	20,0%	16,7%	15,5%	-	-	-	7,3%	63,3%	-	-	37,4%	30,6%	-
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	12,7	-3,9	2,0	0,9	21,0	-2,0	5,4	14,3	7,6	49,6	5,3	-5,3	27,4	259,1%
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	-28,1	12,1	-5,2	7,9	-16,5	-2,3	-1,1	-10,9	-14,9	-18,4	-3,5	-11,1	-6,3	-
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	-0,5	-0,3	-0,6	3,4	-0,3	-0,1	-0,4	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-
FCF (Free Cash Flow)	-0,7	-15,4	-10,6	-13,3	5,0	-18,1	-8,6	-0,9	-7,9	36,2	-3,5	-16,2	20,8	-
Pozycja gotówkowa netto	95,2	79,7	70,0	61,0	66,5	48,0	38,7	37,2	30,6	65,6	64,9	47,6	67,2	119,6%

Źródło: 11 bit studios, BM Banku Millennium

Ważne informacje

Wszelkie informacje zawarte w niniejszym raporcie mają wyłącznie charakter informacyjny i nie stanowią one rekomendacji 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 partycularnych lub wskazań konfliktów interesów, , wyniku doradztwa inwestycyjnego, oferty ani też kierowanego do kogokolwiek (lub jakiegokolwiek grupy osób) zaproszenia do zawarcia transakcji na instrumencie bądź instrumentach finansowych.

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

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 na pierwszej stronie niniejszego raportu sporządziły analizę. 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 w 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. Raport został przygotowany przez Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego Banku Millennium S.A., nie stanowi reklamy ani oferowania papierów wartościowych, może być on także dystrybuowany za pomocą środków masowego przekazu, na podstawie każdorazowej decyzji Dyrektora Departamentu Analiz Rynków Kapitałowych. Rozpowszechnianie lub powielanie niniejszego materiału w całości lub w części bez pisemnej zgody Biura Maklerskiego Banku Millennium S.A. jest zabronione. 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.

Rozwiązania organizacyjne, administracyjne i bariery informacyjne ustanowione w celu zapobiegania konfliktom interesów

Zasady zarządzania konfliktami interesów w Biurze Maklerskim Banku Millennium S.A. zostały zawarte w Polityce przeciwdziałania konfliktom interesów w Biurze Maklerskim Banku Millennium S.A. Skuteczne zarządzanie konfliktem interesów ma na celu działanie w najlepiej pojętym interesie Klienta i jest realizowane poprzez ustanowione środki ograniczania takiego ryzyka. W tym celu zostały wdrożone zasady odnoszące się do przyjmowania oraz przekazywania świadczeń pieniężnych i niepieniężnych, tzw. zachęt a także zawierania transakcji osobistych Osób zaangażowanych 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 wykonuje 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 osiągniętych 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 i uniemożliwienia wykorzystywania oraz przetwarzania informacji poufnych i przestrzegania tajemnicy zawodowej w Biurze Maklerskim Banku Millennium S.A.