11 bit studios

Komentarz po wynikach za 3Q'26

11 bit studios wypracowało w 3Q'26 35,0 mln PLN przychodów (-20,5% r/r), 0,6 mln PLN EBIT (-94,8% r/r) oraz 1,4 mln PLN zysku netto (-89,3% r/r). Wyniki były zgodne z naszymi oczekiwaniami, choć przychody nieznacznie przewyższyły prognozę (33,5 mln PLN). Największym źródłem przychodów był „Moonlighter 2" (9,1 mln PLN), a w dalszej kolejności „Frostpunk 2" (8,1 mln PLN) oraz „The Alters" (7,7 mln PLN). Pomimo poprawy sprzedaży względem poprzedniego kwartału (25,3 mln PLN) wyniki pozostają pod presją rosnących kosztów operacyjnych (34,4 mln PLN, +9,1% r/r), które ograniczają rentowność. W kolejnych kwartałach wsparciem dla wyników będzie przede wszystkim premiera ostatniego DLC do „Frostpunka 2" oraz gier z portfolio wydawniczego, których debiuty zaplanowano na 2027 r. Na wyraźniejszą poprawę trzeba będzie jednak poczekać co najmniej do 2028 r. i planowanej wówczas premiery „Frostpunka 1886".

Sprzedaż w 3Q'26 spadła o 20,5% r/r, głównie ze względu na wysoką bazę porównawczą związaną z premierą „The Alters" w czerwcu 2025 r. Najwięcej przychodów wygenerował „Moonlighter 2" (9,1 mln PLN), którego sprzedaż wsparła premiera pełnej wersji po early access (2 września). „Frostpunk 2" przyniósł 8,1 mln PLN (wobec 9,8 mln PLN w 2Q'26 i 18,9 mln PLN w 3Q'25), m.in. dzięki obecności w Humble Choice. Z kolei przychody „The Alters" wyniosły 7,7 mln PLN (więcej niż w całym 1H'26), co było efektem premiery DLC „The Last Variable" i uwolnienia wcześniej odroczonych przychodów.

Pipeline. W najbliższym czasie wsparciem dla sprzedaży „Frostpunka 2" będzie premiera ostatniego płatnego DLC „The Surge", zaplanowana na 14 grudnia 2026 r. Spółka nie planuje wydawać kolejnych dodatków do gry. W przypadku „Frostpunka 1886" spółka nadal rozważa przeniesienie części zawartości planowanej pierwotnie jako płatne DLC do podstawowej wersji gry. Premiera tytułu jest obecnie przewidywana na 1H'28, natomiast intensyfikacja działań marketingowych ma nastąpić w połowie 2027 r. W pozostałych projektach zakończono prace nad pierwszą grywalną wersją P12, która jest obecnie oceniana przez zarząd. W przypadku P13, kolejnej gry w uniwersum „Frostpunka", etap first playable ma zostać osiągnięty w grudniu 2026 r. Rozpoczęto również wstępne prace nad P14, tworzonym przez zespół odpowiedzialny za „The Alters" (pierwszy istotny kamień milowy zaplanowano na 3Q'27). Z kolei P15, czyli nowa odsłona „This War of Mine" na silniku Unreal Engine, znajduje się na wczesnym etapie produkcji, a przygotowanie wersji vertical slice zaplanowano na 2027 r.

Na koniec września 2026 r. 11 bit studios zatrudniało 246 osób. Największe zespoły pracowały nad „Frostpunkiem 1886" (31 osób) i „Frostpunkiem 2" (30 osób). Przy projekcie P12 pracowało 17 osób, P15 - 16, „The Alters" - 15, P14 - 11, a P13 - 7 osób. Dodatkowo 30 osób było zaangażowanych w usługi wspólne i działalność XDEV.

W segmencie wydawniczym spółka planuje trzy premiery gier zewnętrznych w 2027 r. „Crop" studia Carbonara Games przekroczył już 250 tys. wishlist na Steamie. Pozytywny odbiór zapowiedzi odnotował również „Trainwatch" studia Harvester Games, którego premiera została zaplanowana na 10 marca 2027 r. W październiku portfolio wydawnicze uzupełnił „Volatiles" studia Team Instant Defeat.

Koszty operacyjne w 3Q'26 wzrosły o 9,1% r/r do 34,4 mln PLN. Największy udział miała amortyzacja, która zwiększyła się o 12,5% r/r do 14,8 mln PLN, głównie w związku z rozpoczęciem amortyzacji „Moonlightera 2" po premierze wersji 1.0 oraz dodatku do „The Alters". Usługi obce wzrosły o 16,4% r/r do 12,6 mln PLN, z czego 5,1 mln PLN stanowiły tantiemy. Na ich poziom wpłynęły również jednorazowe koszty reorganizacji (0,5 mln PLN). Wynagrodzenia i świadczenia pracownicze wzrosły natomiast o 36,2% r/r do 5,8 mln PLN, m.in. za sprawą odpraw związanych z restrukturyzacją zatrudnienia (1,25 mln PLN).

Skapitalizowane koszty produkcji gier wyniosły na koniec 3Q'26 111,3 mln PLN, z czego 22,5 mln PLN przypadało na projekty będące w trakcie produkcji. Największe nakłady wśród niezakończonych prac rozwojowych dotyczyły „Frostpunka 1886" (9,0 mln PLN), projektu P12 (4,0 mln PLN) oraz „Crop" (2,8 mln PLN). W dalszej kolejności znalazły się trzecie DLC do „Frostpunka 2" (2,0 mln PLN) i „Volatiles" (1,9 mln PLN).

Spółka utrzymuje bezpieczny poziom gotówki. OCF w 3Q'25 wyniósł 3,6 mln PLN wobec 27,4 mln PLN rok wcześniej. CAPEX wzrósł nieznacznie do 7,1 mln PLN z 6,6 mln PLN w 3Q'25. W efekcie FCF był ujemny i wyniósł -3,4 mln PLN wobec 20,8 mln PLN w analogicznym okresie poprzedniego roku. Jednocześnie gotówka netto wzrosła r/r z 67,2 mln PLN do 82,5 mln PLN.

Zarząd zapowiedział przygotowanie nowego programu motywacyjnego. Szczegóły nie zostały jeszcze przedstawione.

Wyniki kwartalne (mln PLN)

	3Q'24	4Q'24	1Q'25	2Q'25	3Q'25	4Q'25	1Q'26	2Q'26	3Q'26	r/r
Przychody ze sprzedaży	75,9	33,9	17,5	39,7	44,1	39,7	19,8	25,3	35,0	-20,5%
Pozostałe przychody operacyjne	0,0	0,0	1,2	8,2	0,0	0,0	0,0	1,2	0,1	3949,1%
Razem przychody z działalności operacyjnej	75,9	33,9	18,7	39,7	44,1	39,7	19,8	26,5	35,1	-20,4%
Razem koszty działalności operacyjnej	17,5	89,8	21,0	19,3	31,6	48,4	25,3	25,3	34,4	9,1%
Amortyzacja	2,0	14,9	4,6	6,4	13,1	26,1	11,4	8,6	14,8	12,5%
Zużycie surowców i materiałów	0,2	0,2	0,2	0,1	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	18,2%
Usługi obce	11,3	10,4	10,3	8,3	10,8	16,8	8,6	10,3	12,6	16,4%
Wynagrodzenia i świadczenia pracownicze	2,1	-4,6	4,6	3,1	4,3	4,9	4,0	4,1	5,8	36,2%
Podatki i opłaty	0,5	1,8	0,9	0,0	1,8	-0,1	0,9	0,7	0,3	-83,9%
Pozostałe koszty operacyjne	0,9	0,8	0,4	1,2	1,3	0,1	0,3	0,5	0,7	-43,5%
Koszty zamknięcia "Projektu 8"		48,4								-
Utrata wartości aktywów niematerialnych i prawnych		18,3		0,2		0,3		0,9		-
EBIT	58,4	-55,9	-2,4	20,4	12,5	-8,7	-5,5	1,2	0,6	-94,8%
Marża EBIT	*77,0%*	-	-	*51,4%*	*28,4%*	-	-	*4,6%*	*1,8%*	-26,6 p.p.
EBITDA	60,5	-41,1	2,2	26,8	25,7	17,4	5,9	9,8	15,4	-39,9%
Marża EBITDA	*79,7%*	-	*12,6%*	*67,4%*	*58,2%*	*43,9%*	*29,7%*	*38,7%*	*44,0%*	-14,2 p.p.
Przychody / koszty finansowe	-2,8	4,9	-3,9	-3,5	0,3	-0,7	3,7	-1,9	1,2	347,3%
Zysk netto	48,0	-40,7	-6,4	14,9	13,5	-15,0	-2,8	1,8	1,4	-89,3%
Marża zysku netto	*63,3%*	-	-	*37,4%*	*30,6%*	-	-	*7,1%*	*4,1%*	-26,5 p.p.
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	7,6	49,6	5,3	-5,3	27,4	35,2	15,4	6,1	3,6	-86,8%
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	-14,9	-18,4	-3,5	-11,1	-6,3	-61,1	-6,4	-21,5	26,3	-
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-
FCF (Free Cash Flow)	-7,9	36,2	-3,5	-16,2	20,8	23,4	5,1	-5,1	-3,4	-
Pozycja gotówkowa netto	30,6	65,6	64,9	47,6	67,2	91,0	93,2	84,6	82,5	22,8%

Źródło: 11 bit studios, BM Banku Millennium

Analityk

Grzegorz Gawkowski
grzegorz.gawkowski@bankmillennium.pl

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

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 partykularnych lub wskazań konfliktów interesów, , wyniku doradztwa inwestycyjnego, oferty ani też kierowanego do kogokolwiek (lub jakiejkolwiek grupy osób) zaproszenia do zawarcia transakcji na instrumencie bądź instrumentach finansowych.

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