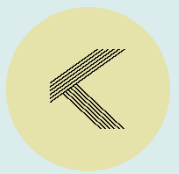


MindArk PE

Initial take



2023-07-24

Vi inleder bevakning av MindArk PE ("MindArk" eller "Bolaget"), ett svenskt underhållningsbolag som har utvecklat och drivit spelet Entropia Universe sedan 2003. Spelet är ett så kallat massively multiplayer online roleplaying game (MMORPG) och har en unik ekonomisk modell, där spelare kan köpa och sälja virtuella varor och tjäna riktiga pengar i spelet.

Lång historik

MindArk har en lång historik och har sedan starten år 2003 ökat sin omsättning med en CAGR på drygt 16,5 %. Lönsamheten har varierat från år till år, men bolaget uppvisat positiva resultat i majoriteten av åren sedan grundandet.

Ny spelmotor

MindArk är för närvarande i processen att uppgradera spelmotorn till Unreal Engine 5, vilket kommer att ge spelarna en mer realistisk spelupplevelse med förbättrad grafik, innehåll och prestanda. I tillägg kommer bolaget kunna lansera Entropia Universe på fler plattformar, såsom mobil och spelkonsol. Uppgraderingen kräver investeringar som kostar pengar och tar mycket tid i anspråk av bolagets utvecklare.

Omorganisering

För att bibehålla lönsamhet i samband med de stora kostnaderna för uppgraderingen av spelmotorn har bolaget annonserat en omfattande omorganisering, där upp till 40 % av de anställda kan komma att varslas samtidigt som bolaget ökar sitt fokus på att integrera AI i verksamheten. Om åtgärden är framgångsrik är vår bedömning att bolaget står inför en kraftig lönsamhetsförbättring. Givet bolagets finansiella historik, solida balansräkning och framtida tillväxtpotentialer anser vi att det kan finnas uppsida i aktien framöver. I vårt huvudscenari där vi applicerat en säkerhetsmarginal på 45% ser vi en potentiell uppsida i aktien på drygt 83 % för 2025E.

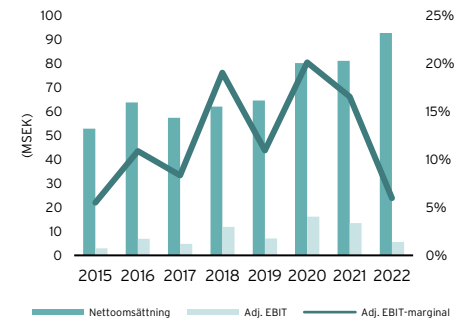
(MSEK)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	81,2	92,8	101,6	106,7	109,9
% y-o-y	1,2%	14,3%	9,5%	5,0%	3,0%
Aktiverat arbete	16,1	26,5	24,8	15,9	15,9
Övriga intäkter	9,6	5,4	5,0	5,0	5,0
Summa intäkter	107,0	124,6	131,4	127,6	130,8
P/S	1,4	1,2	1,1	1,0	1,0
Summa kostnader	-85,6	-103,3	-112,8	-94,9	-96,6
% y-o-y	12,5%	20,6%	9,2%	-15,9%	1,8%
Adj. EBIT*	13,4	5,5	6,3	33,0	37,2
Adj. EBIT-marginal	16,6%	6,0%	6,2%	30,9%	33,9%
% y-o-y	-16,8%	-58,7%	14,3%	420,5%	12,7%
EV/Adj. EBIT	6,3	15,1	13,2	2,5	2,3

*EBIT justerad för nettoaktiveringar

Fakta

VD	Henrik Nel Jerkrot
Lista	Spotlight
Ticker	MNDRK
Aktiekurs (SEK)	3,55
Antal aktier (M)	31,5
Börsvärde (MSEK)	111,9
Nettokassa (MSEK)	27,9
EV (MSEK)	84,0
Insideräggande	2,3%
Nästa rapport	2023-08-28

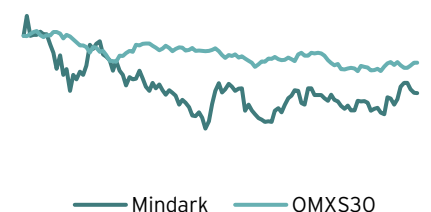
Finansiell historik



Analytiker

Jakob Fritz
jakob.fritz@kalqyl.se

Kursutveckling 6 månader



Kursutveckling %	1 m	3 m	Max
MindArk	-14,2	1,4	-28,7

Key Insights



Unik produkt

Entropia Universe har en unik ekonomisk modell där spelare kan tjäna riktiga pengar i spelet. Det har bidragit till att skapa en lojal spelarbas av köpstarka spelare. Dessutom är det relativt höga inträdesbarriärer för att skapa ett MMORPG-spel, vilket gör det svårt för nya aktörer att utmana spelets ställning.



Tillväxt drivare

Vi bedömer att organisk tillväxt och försäljningen av nya deeds kommer bidra till ökad omsättning på kort sikt, samtidigt som övergången till Unreal Engine 5 och lansering på Epic Games Store kommer vara långsiktiga tillväxt drivare. Dessutom ser vi potential i Asien, och en option i nya vertikaler.



Lönsamhetsförbättring

Om bolaget lyckas bibehålla omsättningen kommer det nyligen annonserade besparingsprogrammet att påverka lönsamheten positivt. Det borde resultera i en kraftigt förbättrad lönsamhet och återinförd utdelning på sikt.

”Entropia Universe är mer än bara ett spel, det är ett virtuellt universum där alla handlingar och beslut har konsekvenser för din digitala avatar - inte bara i sociala sammanhang utan även ekonomiskt, precis som i det verkliga livet.”

- Henrik Nel Jerkrot, VD MindArk

Investeringscase

- Lång historik
- Stark balansräkning
- Lojal spelarbas
- Unik produkt och marknadsledare inom sin nisch
- Ny grafikmotor, nya vertikaler och megatrender tillväxt drivare långsiktigt
- Deed-försäljningar tillväxt drivare kortsiktigt
- Kostnadsbesparingar bör påverka lönsamheten positivt
- Målsättning att återinföra utdelning

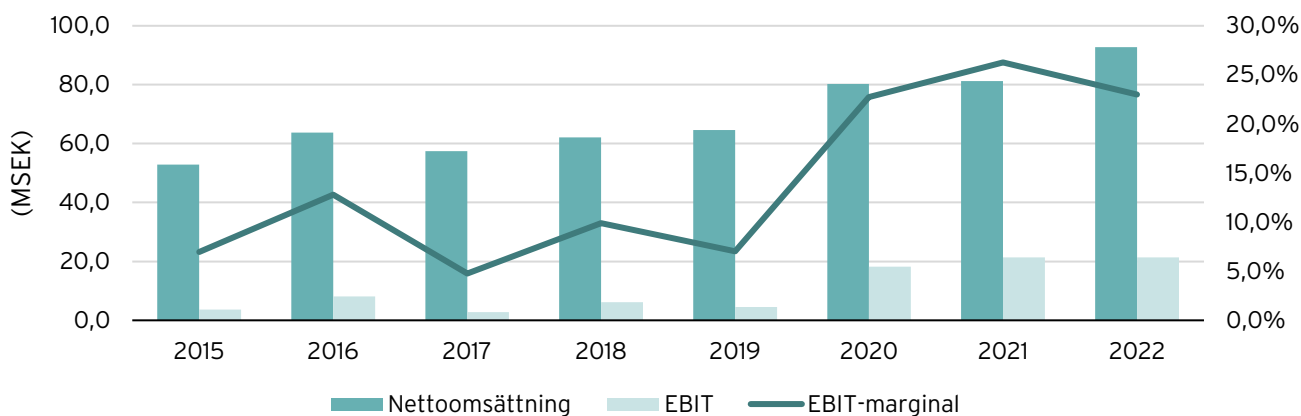
Historia

MindArk har en lång historik och har länge varit lönsamma. Bolaget utvecklade tidigt ett virtuellt universum/Metaverse med en helt egenutvecklad virtuell ekonomi.

1999	MindArk AB grundas och utvecklingen av ett virtuellt universum påbörjas (Project Entropia).
2003	MindArk AB går i konkurs och MindArk PE AB bildas. Den virtuella ekonomin är i drift från dag ett och det är möjligt att genomföra både insättningar och uttag.
2004	<ul style="list-style-type: none"> • MindArk genererar vinst. • Världens första virtuella egendom "Treasure Island" säljs för \$26 500, vilket medför att MindArk hamnar i Guinness världsrekordsbok för första gången.
2005	En användare i Entropia förvärvar en virtuell asteroid för \$100 000, vilket överträffar det tidigare världsrekordet. Användaren fick tillbaka sin investering på mindre än ett år.
2006	<ul style="list-style-type: none"> • Project Entropia brandas om till Entropia Universe. • MindArk introducerar Entropia Universe Cash Card, vilket gör det möjligt för användare att ta ut pengar från spelet. • MindArk meddelar att Entropia Universe har passerat 500 000 nedladdningar.
2007	MindArk introducerar världens första virtuella banklicenser och auktionerar ut dem för sammanlagt \$404 000. Entropia röstades fram till "Bästa Originalspel" på spelmässan "Entertainment for all Expo".
2008	MindArk implementerar CryEngine2™ i Entropia Universe. Rockbandet Motörhead annonserar att de kommer bygga en virtuell arena på den kommande planeten "Rocktropia" i Entropia Universe.
2009	Rymdstationen "Crystal Palace" säljs för \$330 000 vilket är ett nytt världsrekord för en virtuell egendom.
2010	Planeten Rocktropia lanseras i Entropia Universe. En användare säljer en klubb i Entropia Universe till ett konsortium av användare för \$635 000 USD.
2011	<ul style="list-style-type: none"> • MindArk annonserar försäljningen av "Calypso Land Deeds", en deed kan liknas med andelar i en egendom för \$100 per deed. Totalt finns 60 000 deeds och varje deed ger innehavaren en veckobaserad inkomst på inkomsten av Planeten Calypso i Entropia Universe. • Planeten Arkadia lanseras i Entropia Universe.
2012	Planeten Cyrene lanseras i Entropia Universe.
2013	En fastighet i Entropia Universe auktioneras ut för \$150 000
2014	Planeten Toulan med arabiskt tema lanseras i Entropia Universe.
2017	<ul style="list-style-type: none"> • MindArk samarbetar i ett projekt för att utveckla nästa generations 3D-gränssnitt.
2018	MindArk fokuserar på att förbättra användarupplevelsen för att behålla gamla konton och få in nya användare.
2019	Fortsatt stabil omsättning, MindArk fortsätter lägga fokus på förbättrad användarupplevelse.
2020	<ul style="list-style-type: none"> • MindArk fortsätter med nyinvesteringar i kärnverksamheten Entropia Universe. • Covid-19 och förbättrade användarupplevelser medför att användarbasen växer med både nya användare och gamla användare som hittar tillbaka till Entropia Universe.
2021	MindArk signerade ett avtal med Epic Games för att integrera deras spelmotor Unreal Engine 5 i Entropia Universe. Detta skapar nya möjligheter för Bolaget och förbättrade upplevelser för användarna.
2023	MindArk direktnoteras på Spotlight Stock Market.

Finansiell historik

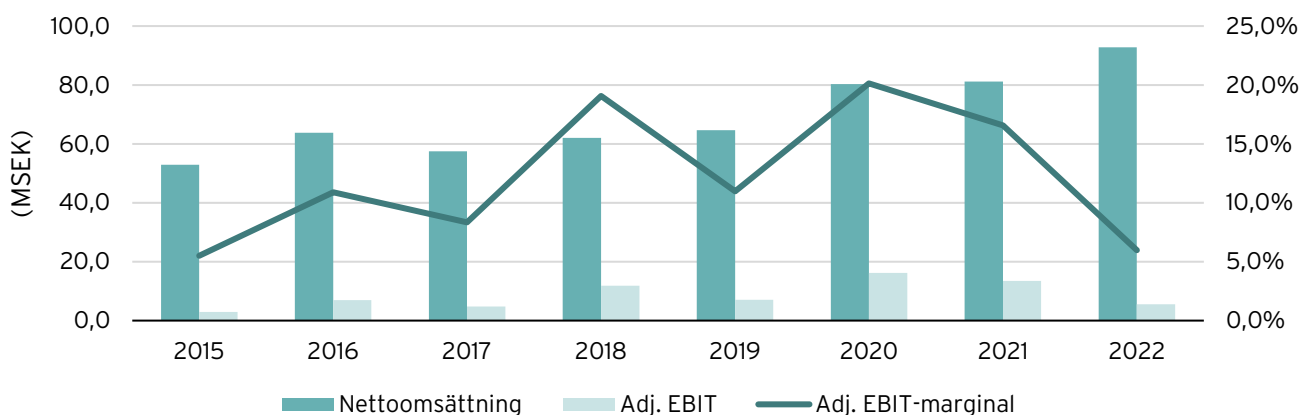
MindArk genererade vinst första gången 2004. Nedan följer historik från 2015-2022, där nettoomsättningen ökat från 52,9 MSEK till 92,8 MSEK, och EBIT från 3,7 MSEK till 21,4 MSEK.



Under senare år har aktiverat arbete för egen räkning dock ökat markant som en följd av att MindArk uppgraderar spelmotorn i Entropia Universe från CryEngine2 till Unreal Engine 5. Aktiverat arbete i förhållande till nettoomsättning har stigit från 2,6% till 28,5% mellan 2015-2022.

(MSEK)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Nettoomsättning	52,9	63,8	57,5	62,1	64,6	80,3	81,2	92,8
Aktiverat arbete	1,4	2,1	3,9	7,8	8,8	11,6	16,1	26,5
Avskrivningar	-0,6	-0,9	-5,9	-13,5	-11,3	-9,5	-8,3	-10,7
Nettoaktiveringar	0,8	1,2	-2,1	-5,7	-2,5	2,1	7,9	15,8
Aktiverat arbete/nettoomsättning	2,6%	3,3%	6,7%	12,5%	13,6%	14,5%	19,9%	28,5%

Om vi justerar EBIT för nettoaktiveringar (aktiveringar minus avskrivningar) ser historiken ut likt nedan. Justeringen tar dock inte hänsyn till den större kostnadsmassan bolaget tagit på sig för att kunna säkerställa framtida tillväxt. Vi väljer att presentera båda för att göra det enklare att bedöma bolagets underliggande lönsamhet.



Produkt

Entropia Universe

MindArks produkt är spelet Entropia Universe, som är ett virtuellt universum där spelarna skapar sin egen personliga avatar. Spelet utspelar sig i en science fiction miljö och efterliknar det verkliga livet genom att handlingar och beslut får konsekvenser för spelarens avatar. Entropia Universe är mer än ett spel och går att likna vid ett metaverse, där spelarna kan engagera sig i sociala och ekonomiska interaktioner. Spelet är free-to-play och kostar således varken en engångssumma eller en månatlig avgift att spela. MindArk har utvecklat och drivit Entropia Universe i 20 år och spelet har en lojal spelarbas.

Entropia Universe bygger på en virtuell ekonomi, en så kallad Real Cash Economy (RCE), där digitala tillgångar såsom råvaror, material, mark och byggnader har ett framräknat basvärde. Precis som i det verkliga livet kan spelarna bedriva handel och köpa eller sälja de digitala tillgångarna. All handel sker i spelets egen valuta Project Entropia Dollar (PED), som kan växlas in mot fiatvalutor. Detta medför att spelarna kan tjäna riktiga pengar på att spela, vilket skapar ytterligare ett incitament till att spela utöver underhållningsvärdet. Entropia Universe är idag den enda onlinespelet med ett fungerande penningssystem som inte är kopplat till en blockkedja. Entropia Universe långa historik och kopplingen till dollar har skapat ett stort förtroendekapital hos spelare, och det skulle vara utmanande och tidskrävande för en konkurrent att upparbeta samma förtroende hos spelarna.

Exempel på aktiviteter i spelet:

- Jakt av utomjordiska varelser
- Insamling och förädling av resurser genom gruvdrift, konstruktion och jakt
- Handel med varor, tjänster och arbete tillsammans med andra användare
- Hantering av egendomar och inkomstgenererande fastigheter
- Investering i olika finansiella instrument
- Utforskande av utomjordiska miljöer
- Tillverkning av digitala varor och material
- Strida mot andra spelare



Målsättning och framtidsutsikter

Entropia Universe bygger på en skräddarsydd version av den äldre spelmotorn CryEngine 2. Idag finns det moderna grafikmotorer som erbjuder avsevärt förbättrad grafik och prestanda, samt en bredare funktionalitet och större möjligheter till utveckling. Med tanke på detta har MindArk beslutat att uppgradera sin nuvarande spelmotor till den senaste versionen av Unreal Engine 5. Denna uppgradering av spelmotorn kommer att medföra flera stora fördelar.

Bättre grafik och innehåll: Grafikkvalitén i spelet kommer att förbättras avsevärt och nya spelfunktioner kommer kunna adderas snabbare. Bolaget bedömer att detta kommer resultera i att fler användare stannar i spelet, och att fler användare konverteras till aktiva kunder. Det är viktigt att poängtera att ett byte av spelmotorn inte förändrar den underliggande spelmekaniken, som enligt vår bedömning är den huvudsakliga förklaringen till Entropias lojala spelarbas.

Frigörande av resurser: Eftersom bolagets nuvarande spelmotor CryEngine 2 är gammal krävs mycket underhåll för att spelet ska fungera som det ska. Det innebär att många av MindArks utvecklare lägger tid och resurser på att åtgärda tekniska problem i stället för att skapa nytt innehåll till användarna.

Implementeringen av Unreal 5 gör att dessa utvecklare kommer kunna fokusera på skapande av nytt innehåll till spelet, vilket kommer öka värdet av produkten.

Nya vertikaler: Unreal Engine möjliggör utveckling till PC, men även till spelkonsoler och mobiltelefoner. Det innebär att bolaget kommer kunna lansera Entropia Universe på flera plattformar vilket skulle möjliggöra en ny målgrupp och spelarbas. Vår bedömning är dock att ett sådant åtagande skulle vara väldigt resurskrävande, och att det inte kommer ske i närtid efter övergången till Unreal 5. Vi betraktar det dock som en spännande option som kan agera som framtida tillväxt drivare.

AR-, VR- och AI-teknik: MindArk kan dra nytta av AI, VR och AR-teknik för att förbättra sitt spel och plattform. Genom att använda AI kan de skapa smartare och mer interaktiva virtuella karaktärer samt anpassa spelupplevelsen efter spelarnas beteende. Genom VR kan de erbjuda en bättre och mer realistisk spelupplevelse, medan AR ger möjligheten att blanda den virtuella världen med den verkliga världen. Bolaget har nyligen annonserat en satsning på AI, vilket vi kommer diskutera lite senare i analysen.

Serverarkitektur och stabilitet: När bolaget övergår till den nya spelmotorn möjliggör det en ny och skalbar serverarkitektur. Unreal Engine 5 gör det möjligt för Entropia Universe att anpassa sig på ett mer effektivt sätt till förändringar i hur många som spelar. Det innebär att systemet snabbt och smidigt kan hantera plötsliga och stora inflöden av nya användare samt eventuella framtida tekniska förändringar.

Förbättrade rekryteringsmöjligheter: Implementeringen av Unreal Engine 5 kan förbättra MindArks rekryteringsmöjligheter genom att de blir mer attraktiva för potentiella kandidater som vill arbeta med en modernare spelmotor.

Spelarbas

Entropia Universe har en bred användarbas som sträcker sig från 18 till 75 år, och genomsnittsåldern är 33 år. Den högre medelåldern bland spelarna innebär att användarbasen har starka ekonomiska resurser och därmed har möjlighet att spendera mer pengar i spelet. Majoriteten av användarna är bosatta i Nordamerika och Västeuropa, vilket leder till hög omsättning per användare. Eftersom spelet bygger på en verklig ekonomi måste användare vara minst 18 år för att spela spelet. Entropia Universe har för närvarande över fem miljoner registrerade konton²⁰.

MindArk tillhandahåller inte information om antalet aktiva användare eller dagliga spelare. Vi har undersökt externa källor för att få en uppfattning om detta, och informationen varierar beroende på källan. Enligt hemsidan MMO-population, som analyserar spelarantal för olika MMO-spel, har Entropia Universe cirka 104 000 spelare med över 2 000 dagliga aktiva spelare²³. På forum om Entropia Universe som vi undersökt talas det om drygt 3 600 dagliga aktiva användare.

Vi anser att antalet aktiva och dagliga spelare är viktig information för att kunna fatta ett välinformerat investeringsbeslut. Vi skulle ha önskat att denna information rapporterades kvartalsvis eller årligen, så att utvecklingen av spelarantalet och intäkterna per spelare kunde bedömas över tid. Det är information som tidigare lämnades ut av MindArk, och vi anser att det är viktig information som bolaget återigen bör inkludera i sina rapporter.

Affär och intäktmodell

MindArk tillhandahåller spelet Entropia Universe som är ett "free-to-play"-spel (direktöversatt "gratis att spela", även benämnt "F2P"), vilket innebär att spelet är helt gratis att ladda ner och spela, samt att det är helt utan månadsavgift. Intäkterna genereras i stället från bland annat mikrotransaktioner i spelets virtuella ekonomi. Transaktionerna sker när spelare köper och säljer samt använder föremål eller funktioner i spelet²⁰.

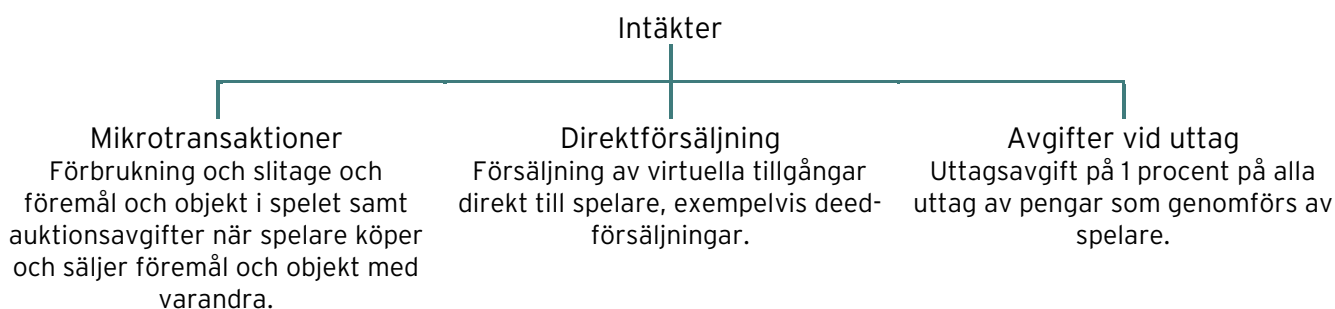
PED (Project Entropia Dollar)

Valutan som används in-game i Entropia Universe är Project Entropia Dollar (PED). Spelarna använder PED för att köpa exempelvis verktyg, kläder och fastigheter i Entropia Universe. PED har en fast växelkurs mot den amerikanska dollarn, där 1 USD är lika med 10 PED. Den fasta växelkursen gentemot dollarn innebär att virtuella föremål som köps och säljs i Entropia Universe också har ett verkligt värde. Detta eftersom PED kan växlas mot dollar eller annan valfri valuta när användaren så önskar.

Allt börjar med att spelare växlar in FIAT-valuta, till exempel USD eller EUR, mot Entropia Universe egen valuta PED. Således får spelaren vid växlingen en motsvarande summa PED på sitt konto i spelet som sedan kan användas för att köpa olika föremål och objekt i spelet.

Intäktmodell

Mikrotransaktioner uppkommer bland annat vid förbrukning och slitage (förklaring kommer längre fram) på föremål och objekt i spelet samt auktionsavgifter när spelare köper och säljer föremål och objekt till varandra. Ytterligare en intäktskälla är direktförsäljning, där försäljning av virtuella tillgångar säljs. Utöver detta tar MindArk en uttagsavgift på 1 procent på alla uttag som genomförs, dock lägst 10 USD. Det minsta uttagsbeloppet är 1000 PED = 100 USD. Intäkterna från uttagsavgifter har legat relativt stabil över tid och är svagt ökande. Det faktum att spelarna har möjligheten att tjäna pengar i spelet utöver underhållet bidrar till ökad aktivitet i Entropia Universe och i slutändan högre intäkter för MindArk.



I genomsnitt inbringar varje användare 1,3 USD per timme de spenderar i Entropia Universe. Denna intäkt per användare har legat relativt stabil över tid med en långsamt uppåtgående trend.

Exempel på intäkt genom förbrukning

Spelaren öppnar ett användarkonto för växling av PED till sitt så kallade PED-kort



Spelaren har 100 PED på sitt PED-kort och köper ett svärd för 10 PED. Ett svärdkonto skapas med värde 10 PED. PED-kortet har 90 PED + svärdkontots 10 PED. Totala värdet på kontot är fortfarande 100 PED.



Spelaren säljer svärdet till en annan spelare som är villig att betala ett visst marknadspris, till exempel 15 PED. Spelare 1 har nu totalt 105 PED (90 PED + 15 PED), men inget svärd. Spelare 1 har alltså tjänat 5 PED



Spelare 2 har nu 15 PED mindre på sitt konto, men har ett svärd som spelaren betalat 15 PED för som enligt svärdkontot dock fortfarande är värt 10 PED. Spelare 2 har förlorat 5 PED, men har ett svärd som denne anser har ett bruksvärde som motsvarar 15 PED.



Spelare 2 använder svärdet några gånger, vilket medför att svärdet slits på grund av användningen. Detta minskar värdet på svärdkontot och förbrukning (intäkt) loggas i en mikrotransaktionslogg. När svärdet nästan inte har något värde längre kan det repareras. En reparation bekostas av spelaren och värde förs från användarens PED-konto till svärdkontot i detta exempel.

Spelare kan alltså tjäna PED på att köpa eller tillförskansa sig virtuella föremål billigt och sälja dem till ett högre pris. Alla PED som spelaren tjänat kan sedan växlas hos MindArk till valfri fiatvaluta, vilket medför att det finns potential för spelare att tjäna pengar på att spela Entropia Universe. Det finns flera sådana här exempel i spelet. En annan typ av förbrukning är att en spelare köpt en bil och använder bensin. Förbrukning sker då genom att bensinen måste köpas med PED samt att bilen slits när den används och det kostar PED att reparera den.

Exempel på intäkt genom direktförsäljning

MindArk genererar även intäkter från direktförsäljning av så kallade "deed-försäljningar". Deeds är landrätter och kan exempelvis vara en del av en planet i Entropia Universe. Deedsen säljs till spelare i Entropia Universe på auktion och genererar således intäkter till MindArk. Spelaren som innehar deedsen får sedan periodiska utbetalningar i PED baserat på aktiviteten på den tillhörande egendomen eller det tillhörande området.

	2020	2021	2022
Deeds-försäljning av totala intäkter	2,3%	8,8%	Ingen försäljning
Deeds-försäljning (MSEK)	2,2	9,4	Ingen försäljning

I december 2021 listades 800 000 deeds till försäljning för 10 PED styck, och de blev slutsålda på 22 minuter. Under 2021 stod intäkterna från deed-försäljning för 8,8 % av MindArks totala intäkter, vilket var en ökning från 2,3 % 2020. Under 2022 genomförde inte MindArk någon ny deed-försäljning men bolaget planerar framgent att genomföra en deed-försäljning årligen.

Geografisk intäktsfördelning

2022 härstammade majoriteten av bolagets intäkter från Europa (59%), följt av Nordamerika (29%), Asien (10%) samt övriga (2%). Det är relativt likt hur det såg ut i 2021, med enstaka mindre förändringar. Vi gillar att bolagets intäktsbas är diversifierad, vilket reducerar risken kopplad till ett specifikt land eller region.

Område	1 jan - 31 okt 2022	2021
Europa	59%	57%
Nordamerika	29%	29%
Asien	10%	11%
Övriga	2%	3%
Totalt	100%	100%

Valutaexponering

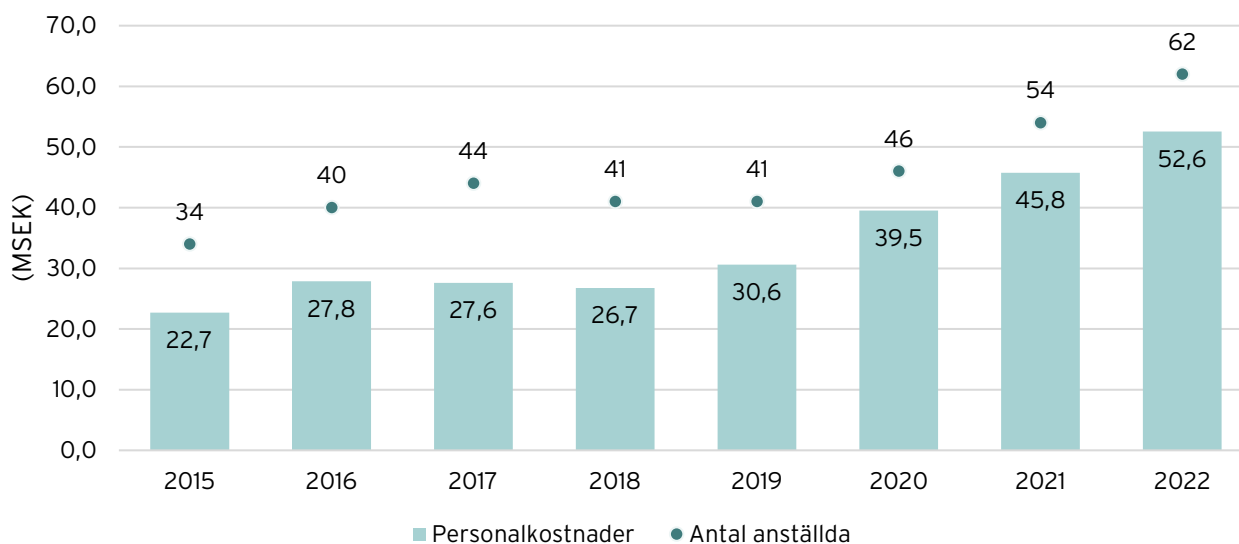
MindArk har även viss valutaexponering då bolaget har intäkter i olika valutor. Bolaget har majoriteten av sina intäkter i USD och majoriteterna av kostnaderna i SEK. Denna valutaexponering kan medföra både potentiella fördelar och risker för MindArk. Å ena sidan kan en starkare USD gentemot SEK bidra till ökade intäkter när dessa omvandlas till svenska kronor. Å andra sidan kan en försvagad USD gentemot SEK leda till minskade intäkter när de omvandlas till svenska kronor. Detta kan öka kostnaderna för bolaget och påverka resultatet negativt.

I tillägg finns en valutaeffekt i avsättning för oförbrukade användarmedel. Under 2022 deprecierade SEK mot USD kraftigt, vilket orsakade en negativ valutajustering på 7,3 MSEK. Det är viktigt att notera att denna valutajustering inte påverkar företagets faktiska kassaflöde, eftersom eventuella uttag från användarna kan betalas med insättningar i samma valuta. Däremot har det en betydande påverkan på företagets redovisade resultat¹⁸.

Valuta	1 jan - 31 okt 2022	2021
USD	79,0%	79,2%
EUR	10,0%	10,0%
SEK	5,5%	5,1%
Övriga	5,5%	5,7%
Totalt	100%	100%

Kostnader

MindArks kostnader består av främst av personalkostnader, men även övriga kostnader och avskrivningar. Tidigare har MindArk legat relativt stabilt runt 40-45 anställda, men har på senare år ökat upp personalstyrkan. Mycket på grund av konverteringen till Unreal Engine 5, vilket också lett till ökade kostnader för konsulttjänster.



MindArk aktiverar utvecklingskostnader, vilket innebär att kostnaderna bokförs som tillgångar och avskrivs över dess förväntade användningstid. Det ger en mer rättvisande bild av bolagets ekonomiska resultat och visar värdet av utvecklingsarbetet. Bolag som har höga utvecklingskostnader tenderar att aktivera dessa för att fördela kostnaderna över tid och matcha dem mot intäkterna från den utvecklade produkten eller tjänsten. Aktiveringen i balansräkningen av löne- och konsultkostnaderna för utvecklingen av Entropia Universe uppgick för verksamhetsåret 2022 till 26,5 miljoner SEK¹⁸.

I slutet av maj 2023 meddelade MindArk en omorganisation, vilket kan resultera i att upp till 40 % av de anställda kan bli varslade. Denna åtgärd kommer att minska antalet anställda och därmed sänka personalkostnaderna. Bolaget kommer också att genomföra nedskärningar av andra externa kostnader, där konsulter är en stor post. Syftet med omorganisationen är att skapa en mer långsiktig hållbar kostnadsstruktur, vilket kommer att förbättra lönsamheten och möjliggöra återinförandet av utdelning så snart som möjligt. De anställda som berörs är främst världskapare och grafiker, och bolaget hävdar att flera av tjänsterna kan ersättas med AI-teknologi¹⁹.

Om bolaget genomför nedskärningar enligt kommunicerat och lyckas fortsätta öka omsättningen likt historiskt kommer detta att ha en mycket positiv påverkan på bolagets lönsamhet och förmåga att generera fria kassaflöden.

Tillväxt drivare

Ny spelmotor: Unreal Engine 5 möjliggör skapandet av mer realistiska miljöer och karaktärer, vilket resulterar i betydligt högre grafikkvalitet och förbättrad spelarmekanik jämfört med tidigare. Vår bedömning är att detta kommer att attrahera en ny publik, främst yngre människor som är vana vid och förväntar sig bättre grafik och moderna speltekniker. Vi tror också att den nya spelmotorn kan öka engagemanget hos befintliga spelare genom att "väcka nytt liv" i spelet, vilket förhoppningsvis leder till ökad aktivitet. Vi ser detta som en av de största potentiella tillväxt drivarna framöver, och anser att uppgraderingen är nödvändig. Investeringarna kommer troligtvis belasta kassaflödet kortsiktigt, men öka potentialen för framtida kassaflödesgenerering. Å andra sidan bör omorganisationen motverka den effekten, men det är svårt att bedöma exakt vad nettoeffekten kan bli.

Deed-försäljningar: Vi anser att nya deed-försäljningar har potentialen att vara en betydande tillväxt drivare för MindArk framöver. Vid den senaste försäljningen sålde deeden slut snabbt, vilket indikerar en hög efterfrågan. Dessutom har den totala försäljningssumman ökat avsevärt mellan 2020 och 2021. Med tanke på den stora efterfrågan och den förväntade ökningen av spelarbasen efter implementeringen av Unreal Engine 5 ser vi en stor potential att fortsätta öka försäljningssumman på lång sikt vilket kan öka bolagets intjäningsmöjligheter.

Epic Games Store: Epic Games Store är den näst största spelplattformen i världen efter Steam. Epic Games har uppvisat en kraftig tillväxt de senaste åren, både när det gäller spelutbudet på plattformen och antalet aktiva användare. Under 2021 spenderade användare på Epic Games cirka 840 MUSD på plattformen, vilket är en ökning med 20 % jämfört med 2020. Epic Games har också gjort betydande investeringar i den nya spelmotorn Unreal Engine 5, och antalet nedladdningar av Unreal Engine ökade med 40% under 2021 jämfört med 2020. I januari 2022 hade Epic Games 31,1 miljoner aktiva användare och 194 miljoner registrerade konton².

2021 ingick MindArk ett avtal med Epic Games, som innefattar möjligheten för MindArk att marknadsföra och erbjuda Entropia Universe på Epic Games Store. Samarbetet kommer att resultera i ett ökat fokus på utvecklingen och driften av Entropia Universe i stället för att använda resurser på den gamla spelmotorn. Enligt vår bedömning ger avtalet MindArk en chans att dra nytta av Epic Games Stores stora användarbas och popularitet för att expandera Entropia Universe och nå ut till en bredare spelarpublik. Vi tror att samarbetet kommer möjliggöra en expansion av spelarbasen, som vidare kan leda till högre intäkter framöver.

Nya geografiska marknader: MindArk ser stora expansionsmöjligheter i Asien och Stillahavsområdet, som har en enorm potentiell användarbas. Den växande medelklassen, ökad köpkraft och populariteten för spelande ger MindArk möjligheter att erbjuda sina produkter till en bredare publik. Dessutom gynnas området av en förbättrad infrastruktur, inklusive bredband och snabbare internetanslutning, som möjliggör förbättrade upplevelser vid uppkopplat spelande.

AI: Vi bedömer att bolagets nyligen initierade satsning på AI kan komma att fungera som en tillväxt drivare. MindArk har meddelat att de genomför en omorganisation och inleder fler AI-initiativ för att ytterligare öka effektiviseringen inom bolaget.

Integrationen av AI-teknik i Entropia Universe kan till exempel användas för att inkludera mer skriven dialog i spelet eller skapa mer realistiska miljöer. Detta skulle i förlängningen förbättra användarupplevelsen och kunna öka engagemanget hos nuvarande spelarbas, samt attrahera nya

spelare. Detta kan i sin tur bidra med att transaktionerna i spelet ökar vilket resulterar till ökade intäkter för MindArk.

Marknadsföring: MindArk har kontinuerligt haft samarbeten med så kallade "streamers" och andra "spelinfluere" på plattformar som Twitch och Youtube. En del av marknadsstrategin är att utöka dessa samarbeten i samband med lanseringen av Entropia Universe med Unreal Engine 5, där spelinfluencers kommer kunna marknadsföra Entropia Universe gentemot sina dedikerade följarskaror via sina kanaler. För att komplettera marknadsföringen genomförs även riktade text- och bannerkampanjer på annonsplattformar som Google AdWords för att exponera Entropia Universe på fler forum.

Förutom att investera i betald annonsering på digitala plattformar, har MindArk planer på att utveckla och förbättra bolagets närvaro på sociala medier med hjälp av kreativt organiskt innehåll. Målet med att vara aktiv på sociala medier är att informera, underhålla och engagera den befintliga användarbasen i Entropia Universe, samtidigt som man strävar efter att nå ut till nya potentiella användare.

MindArk planerar att expandera bolagets nuvarande affiliateprogram för befintliga användare. MindArk utvecklar även verktyg för användare att skapa egna event och eget innehåll inne i Entropia Universe för att öka aktiviteten bland användarna.

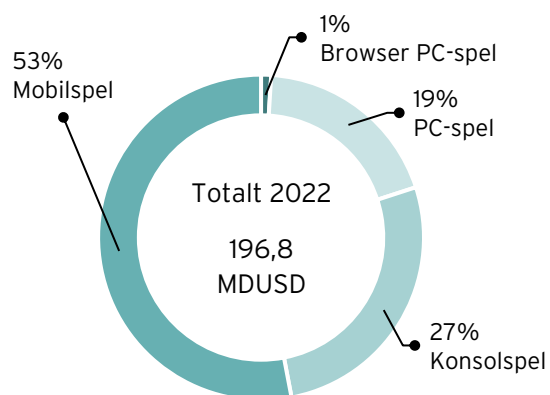
MindArk fokuserar även på att interagera direkt med sin spelarbas för att hålla spelare engagerade. Bolaget är exempelvis aktivt på forum där spelet diskuteras, är närvarande i en Discordkanal tillägnad spelet, samt deltar på ett årligt Entropia LAN i Sverige. Bolaget planerar att öka närvaron på spelevent i och med lanseringen av Unreal Engine 5.

Marknad

Spelmarknaden det största segmentet inom underhållningsindustrin och har en högre omsättning än film- och musikbranschen tillsammans⁸, och den globala spelmarknaden förutspås växa starkt kommande år. Enligt Newzoos rapport "Global Games Market Report 2022" uppskattades det att marknaden uppgick till 184,4 MDUSD år 2022. Siffrorna för hur stor den globala spelmarknaden är varierar beroende på marknadsanalys, men konsensus är att den årliga tillväxten framåt kommer att vara stark och växa med en CAGR inom intervallet 9-13 procent framöver.

Aktör	Tidsperiod	CAGR
Mordor Intelligence ¹	2018-2028	8,9%
Grandview Research ²	2022-2030	10,2%
Fortune Business Insights ³	2021-2028	13,2%
IMARC ⁴	2022-2028	9,1%
Market Research Future ⁵	2021-2030	13,2%
GlobalData ⁶	2023-2030	10,1%

Segmentsfördelning av globala spelintäkter

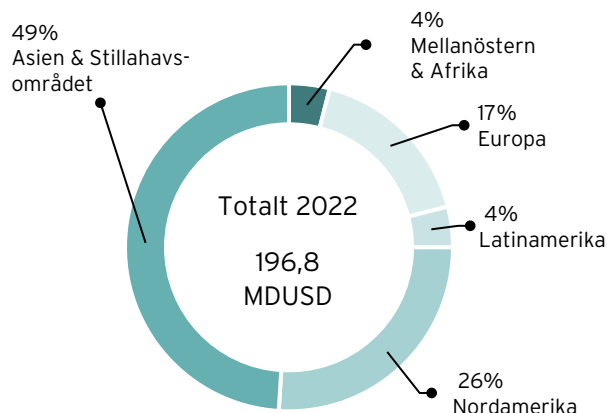


Källa: Newzoo Global Games Market Report 2022

Det överlägset största segmentet är mobilspel, som uppvisat stark tillväxt de senaste åren. Antalet spelare globalt uppskattas nu uppgå till 3,2 miljarder människor⁷, vilket innebär cirka 40 procent av jordens befolkning.

Det största antalet spelare hittar vi i Asien-Stillahavsområdet (1,75 miljarder) följt av Mellanöstern-Afrika (488 miljoner), Europa (430 miljoner), Latinamerika (315 miljoner) och Nordamerika (219 miljoner)⁷.

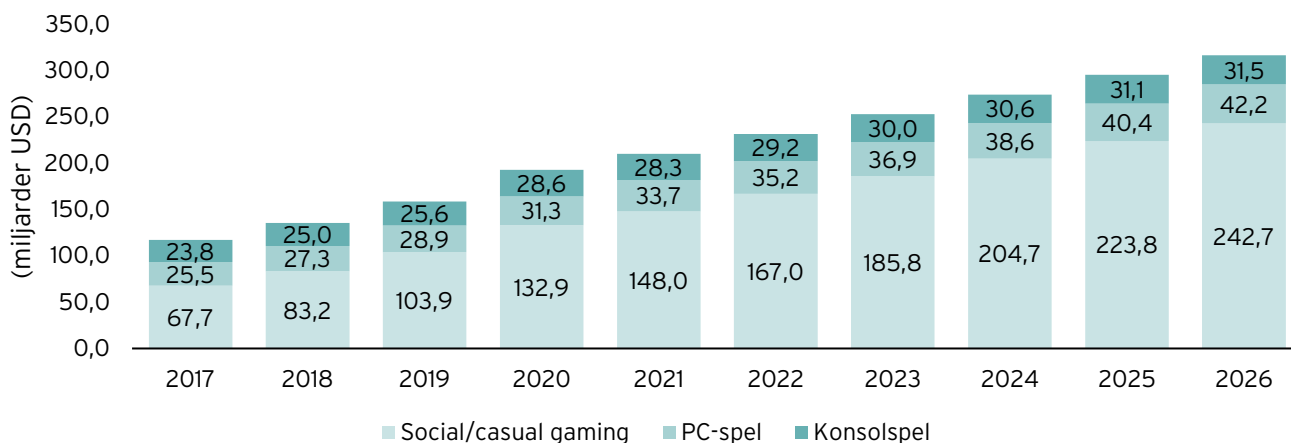
Geografisk fördelning av globala spelintäkter



Källa: Newzoo Global Games Market Report 2022

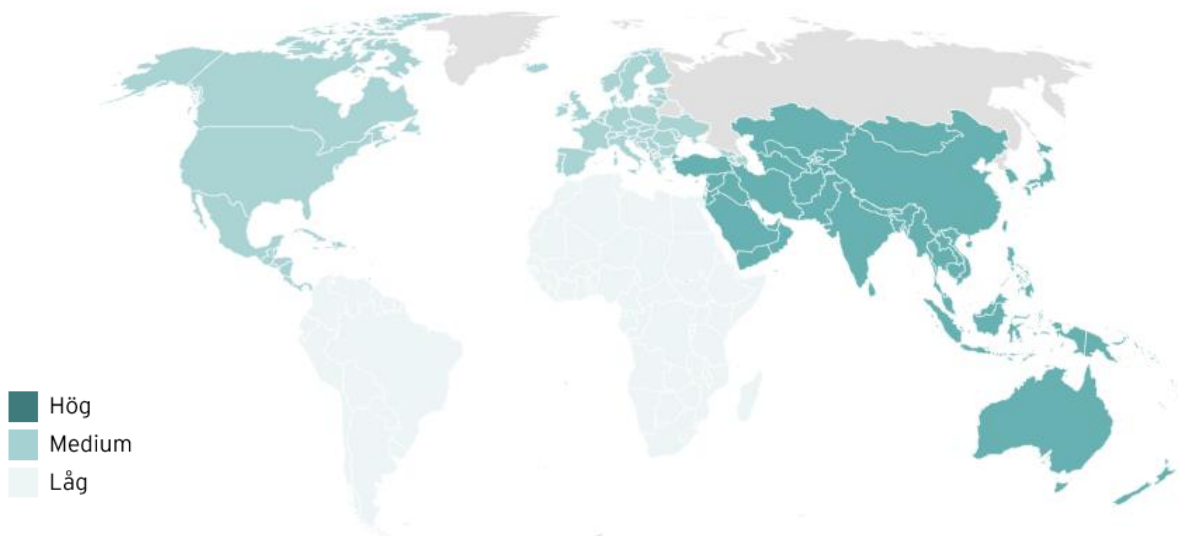
Asien-Stillahavsområdet är den enskilt största regionen och står för cirka 50 % av de globala spelintäkterna, vilket också överensstämmer med fördelningen av spelare globalt. De största marknaderna här är Kina, Japan och Sydkorea. Trots att Mellanöstern-Afrika har många spelare utgör de en liten del av spelintäkterna. Köpkraftiga spelare återfinns i Nordamerika och Europa, som utgör betydligt större andel av spelintäkterna än antal spelare⁷.

I en marknadsanalys av PwC¹² förutspås samtliga segment inom spelmarknaden att fortsätta växa framöver. Starkast tillväxt återfinns inom segmentet social/casual gaming, men intäkter för PC-spel estimeras att växa från 35,2 MDUSD 2023 till 42,2 MDUSD 2026.



MMO- och MMORPG-marknaden

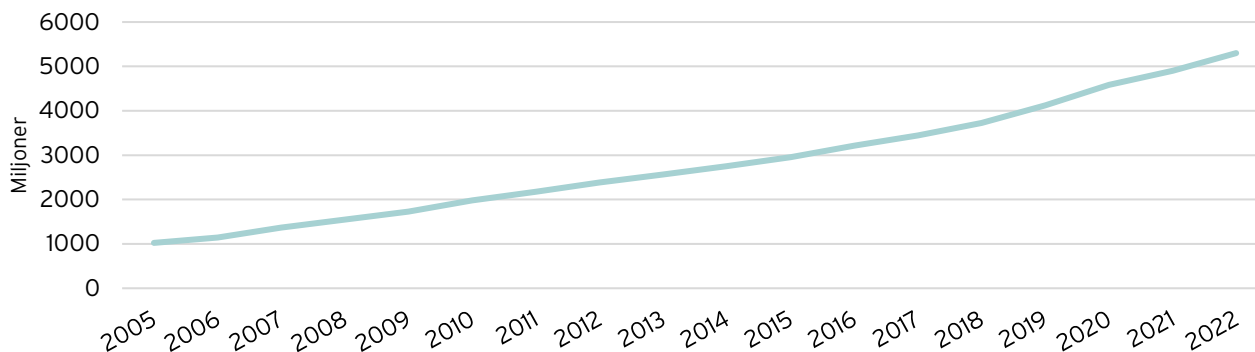
Marknaden för massive multiplayer online-spel (MMO) förväntas växa med en CAGR om 9,6 procent mellan 2022 och 2027. Det enskilt största segmentet inom MMO är MMORPG (massive online multiplayer role playing game), vilket är det segment som Entropia Universe tillhör. MMORPG är det segment inom MMO som förväntas att växa snabbast⁹. MMORPG-marknaden förväntas växa med en CAGR om 10,5% mellan 2018-2028¹⁰. Den största marknaden är Asien-Stillahavsområdet och är också den marknaden som förväntas bidra mest till tillväxten^{9,10}.



Marknadstrender

Det finns flera megatrender som driver den kraftiga tillväxten inom spelmarknaden. För det första har den snabba teknikutvecklingen möjliggjort spel med mer komplexa funktioner och bättre grafik, vilket resulterat i en bättre spelupplevelse och ett ökat värde för slutkonsumenten. Datorspelande tillsammans med andra online drivs av att internet blir snabbare och mer pålitligt. Allt fler får även tillgång till internet, och antalet internetanvändare har växt stadigt sedan 2005 med 5,3 miljarder uppskattade användare 2022¹⁵.

Antal internetanvändare globalt



Ökat datorspelande drivs även av trender såsom att folk får en bättre levnadsstandard och därmed har råd att konsumera datorspel. 2021 uppgick till exempel internetpenetrationen i Indien till 45% jämfört med 4% 2007⁶. I tillägg lever människor längre, och kan därmed spela en större del av sina liv. Även nya teknologier som AR, VR, 5G och molnspelande bidrar till att öka antalet spelare globalt¹⁰. Slutligen fick datorspelet ett kraftigt lyft under Covid-19 pandemin, då många satt hemma och spelade under restriktionerna.

Det finns flera spännande trender inom spelindustrin. En av dessa är den ökande populariteten för onlinespel, där människor spelar tillsammans på internet. Denna marknad förväntas växa snabbare än marknaden för enskilt spelande¹². Anledningen till detta är främst den ökande internetpenetrationen vi diskuterat tidigare. Även marknaden för F2P ökar i popularitet och förväntas växa snabbare än marknaden som helhet, och utgör numera en signifikant del av den totala globala spelmarknaden¹⁶.

Vi kan se att spelkonsumtionen per person har ökat på spelmarknaden i takt med införandet av nya funktioner och tekniker i spelkonsolerna. Enligt en undersökning uppgick den genomsnittliga spelkonsumtionen per person i den spelande befolkningen till drygt 76 USD per månad och drygt 58 000 USD under en spelarens livstid⁷. Samtidigt gjorde drygt 50 % av MMORPG-spelare en mikrotransaktion i ett spel under 2021¹.

Sammantaget är MindArk verksamma på en marknad som förväntas uppvisa en stark tillväxt under många år framöver. Marknaden drivs av flera megatrender såsom ökande internetanvändandande, teknikutveckling och en åldrande befolkning. I tillägg är ökar spelande på internet och F2P-modellen är populär samtidigt som slutkonsumenten är villig att spendera stora summor på datorspel. Om MindArk har möjlighet att kapitalisera på en fraktion av den totala marknaden kan det bli mycket gynnsamt för bolaget.

Konkurrenter

MindArk är unika inom sitt segment med ett tredimensionellt virtuellt universum med en verklig ekonomi. Enligt bolagets bedömning är Star Atlas det spel som liknar Entropia Universe mest. Det är ett SciFi-baserat MMO-spel med en play-to-earn-modell kopplad till Solanas blockchain-teknik. Trots detta anser MindArk att de har kommit längre i sin utveckling än Star Atlas och ser flera hinder som Star Atlas måste övervinna innan de kan betraktas som direkta konkurrenter.

Trots att MindArk inte har några direkta konkurrenter inom sin specifika nisch kan deras verksamhet jämföras med MMORPG-spel, där de konkurrerar med flera stora aktörer såsom det välkända spelet World of Warcraft från Activision Blizzard, Elder Scrolls Online från Microsoft-ägda Bethesda och andra spel med hundratals miljoner användare.

Vidare anser vi att det går att argumentera för att MindArk även konkurrerar med andra former av underhållning, såsom datorspel, filmer och serier. I dagens digitala värld finns det många olika alternativ och plattformar för att tillfredsställa underhållningsbehovet hos konsumenterna. Vi människor har begränsad tid och resurser för att ägna sig åt underhållning, vilket innebär att MindArk måste överträffa dessa konkurrerande alternativ för att attrahera och behålla användarna.

Nedan listar vi de spel vi betraktar som bolagets största och eller närmaste konkurrenter.

Spel	World of Warcraft
Aktiva spelare	1,7 miljoner (inkluderat WoW classic) ²²
Affärsmodell	Prenumeration



Spel	Elder Scrolls Online
Dagliga aktiva spelare	357 000 ²²
Affärsmodell	Köp för att spela



Spel	Star Atlas
Dagliga aktiva spelare	Okänt
Affärsmodell	Köp av skepp via Solana krävs



Konkurrensfördelar

Unik produkt: Entropia Universe virtuella ekonomi och den egna valutan PED gör spelet unikt. PED har ett fast värde mot USD, vilket ger användarna möjlighet att sätta in och ta ut riktiga pengar. MindArk erbjuder säkra mikrotransaktioner och skapar en plattform där användare kan interagera i realtid online.

I tillägg har användarna möjlighet att tjäna pengar genom intäktsgenererande aktiviteter inom spelet. Innehållspartners kan bidra med skapande av innehåll till universumet och intäkterna fördelas baserat på användaraktivitet. Partners kan vara allt från enskilda användare till större företag som bygger sina egna planeter i Entropia Universe. Dessa "planetpartners" marknadsför sina skapade planeter.

Lojal spelarbas: Entropia Universe har också en stark och lojal spelarbas som ytterligare skiljer det från andra aktörer på marknaden. Många spelare har investerat betydande tid och resurser i spelet, skapat virtuella tillgångar och etablerat sociala band inom spelgemenskapen. Genom åren har MindArk arbetat aktivt för att upprätthålla och stärka relationen med spelarna. De har lyssnat på feedback, genomfört evenemang och erbjudit möjligheter till spelarinteraktion och delaktighet i spelutvecklingen. Detta har bidragit till att bygga förtroende och lojalitet hos spelarna, vilket i sin tur har skapat en stabil och lojal spelarbas för Entropia Universe.

Höga inträdesbarriärer: Vår bedömning är att MindArk har en betydande konkurrensfördel på grund av de höga inträdesbarriärer som finns för att kunna etablera sig som aktör inom spelbranschen, speciellt inom bolagets specifika nisch. Att utveckla och driva en framgångsrik virtuell värld som Entropia Universe kräver betydande resurser, expertis och teknisk kompetens. Detta gör det svårt för potentiella konkurrenter att utmana MindArks position och skapa en liknande virtuell värld med en etablerad spelarbas och trovärdig ekonomi.

Finansiell ställning

Likvida medel inklusive kortfristiga placeringar uppgick vid utgången av Q1'23 till 37,1 MSEK (41,6 MSEK). Kassa och bank uppgick till 27,9 MSEK (32,8 MSEK), och de kortfristiga placeringarna i fonder, räntebärande papper och liknande värdepapper uppgick till 9,2 MSEK (8,8 MSEK). MindArk saknar i dagsläget räntebärande skulder, vilket innebär att bolaget har en nettokassa på 27,9 MSEK. Vi anser att bolagets balansräkning är stark, vilket ger ökat finansiellt handlingsutrymme. Det innebär även att bolaget har möjlighet att fortsätta sin verksamhet även vid eventuella negativa kvartalsresultat utan att vara beroende av externt kapital.

Finansiell ställning	
Kassa och bank	27,9 MSEK
Kortfristiga placeringar	9,2 MSEK
Likvida medel inklusive kortfristiga placeringar	37,1 MSEK
Räntebärande skulder	0
Nettokassa vid utgången av Q1'23	27,9 MSEK

I avsnittet om risker kommer vi diskutera oförbrukade användarmedel, som är en skuld MindArk har till sina användare som tas upp på balansräkningen. Om användarna av någon anledning skulle börja tvivla på bolagets förmåga att kunna betala tillbaka de insatta medlarna skulle det teoretiskt kunna leda till en "bankflykt" om många användare vill ha ut sina medel samtidigt.

Risker

Oförbrukade användarmedel

Eftersom MindArk har åtagit sig att återköpa PED för dollar finns en stor skuld till användarna motsvarande hela penningmängden i spelet, som vid utgången av 2022 var 142,6 MSEK. Bolaget tar upp en del av detta som skuld på balansräkningen, och historiska uttagsmönster visar att användarna i genomsnitt tar ut mellan 27 - 35 % av insatta medel. MindArk bedömer därför att den reella skulden är 33 % av oförbrukade användarmedel, vilket vid utgången av Q1'23 var 47,4 MSEK. Om många användare begär ut sina återstående PED finns risken att bolaget saknar likvida medel för att betala ut dem. Det skedde 2011, vilket ledde till att utbetalningar försenades. Bolaget har ingen rättslig skyldighet att betala ut användarmedel, men att inte göra det skulle troligen påverka varumärket och lojaliteten hos användarna mycket negativt. Vi anser att sannolikheten för att detta sker är låg, men att konsekvenserna skulle bli stora.



Låg

Omorganiseringen

Omorganisationen kan leda till en kraftig lönsamhetsförbättring, men vi anser dock att det finns risker med att säga upp en så stor del av personalen. Bolagets plan är att AI-teknologi succesivt ska implementeras för att ersätta de anställda som får gå. Bolaget har inte specificerat exakt hur övergången ska gå till, vilket är något vi hade velat ha svar på. Om omorganisationen inte går enligt plan kan det leda till problem för bolaget och eventuell återanställning av personal vilket skulle vara tidskrävande och kostsamt.



Medel

Övergången till Unreal Engine

Övergången till Unreal Engine är enligt vår bedömning en stor möjlighet, men är förknippad med flera risker. Konverteringen kräver betydande resurser både i form av pengar och tid, och det finns en risk att det tar mer resurser i anspråk och bli dyrare än förväntat. Det finns även en risk att bolagets användare blir missnöjda med förändringarna. Vi anser därför att det är viktigt att bolaget är lyhörda och lyssnar på feedback från de nuvarande spelarna för att säkerställa att de blir nöjda med förändringarna.



Medel

AML/KYC

Penningtvätt är ett sätt att införa pengar från brott i det finansiella systemet och omvandla dem så att de verkar vara legitimt förvärvade. Kriminella skulle i teorin kunna sätta in pengar i spelet, omsätta dem och sedan ta ut dem igen och kunna hävda att de är tjänade i spelet. Datorspelesbranschen har färre regelverk på plats för att motverka penningtvätt jämfört med exempelvis banker eller gamblingbolag²⁵. Regelverk kan dock snabbt förändras, och vi anser att det är av yttersta vikt att bolaget jobbar aktivt med att förhindra penningtvätt i spelet. Bolaget har rutiner på plats för detta, och Gunilla Krogh är ansvarig för kundkännedom och motverkande av penningtvätt på bolaget.



Medel

Valutarisk

Bolaget har majoriteten av sina intäkter i USD och utgifterna betalas främst i SEK. USD handlas på historiskt höga nivåer mot SEK, och skulle USD försvagas framöver kan det leda till högre kostnader och minskade intäkter för bolaget.



Låg

Styrelse



Björn Dierks, Styrelseordförande

Björn har erfarenhet från byggsektorn och sedan från fastighetsbranschen. Under de senaste tio åren har han arbetat med Fastighetsutveckling samt utveckling och försäljning av jordbruksprodukter.

Innehav: 92 820 aktier



Leif Evander Andersson, Styrelseledamot

Leif har tidigare erfarenhet som fastighetsmäklare och har grundat flera verksamheter, bland andra Gbgfast AB.

Innehav: 0 aktier



Klas Moreau, styrelseledamot

Mellan 2012 och 2018 var Klas CTO och senare VD för MindArk. Han har tidigare haft olika ledande befattningar på Ericsson AB. Idag är Klas VD för ZeroPoint Technologies, ett bolag specialiserat på innovativ halvledarteknik. Han är också styrelseordförande för Acconomy AB.

Innehav: 423 486 aktier



Linus Norén, styrelseledamot

Linus är entreprenör och arbetar som säkerhetskonsult inom trafikmiljöer.

Innehav: 0 aktier

Ledning



Henrik Nel Jerkrot, VD

Henrik studerade Management and Economics of Innovation vid Chalmers tekniska högskola och har arbetat på MindArk sedan 2016.

Innehav: 27 500 aktier



Gunilla Krogh, CFO

Gunilla har en Master i ekonomi från Göteborgs Universitet, och har arbetat på MindArk sedan 2007. Hon är även ansvarig för penningtvättsrutiner på bolaget.

Innehav: 4 152 aktier

Ägarbild

Utestående aktier	Aktiekurs	Börsvärde
31 524 625	3,55 SEK	111,9 MSEK
Antal aktieägare	Insiderägande	Free float
733	2,3%	47%

Den största ägaren av MindArk är Tetiana Karunna, som är anhörig till MindArks grundare Jan Welter Timkrans, som överförde aktierna till henne 2019. På andra plats hittar vi familjen Bothén, följt av Futur Pension som förvaltar tjänstepensionspengar.

Ägare	Värde (SEK)	Kapital	Röster
1. Tetiana Karunna	36 520 000	34,89%	34,89%
2. Familjen Bothén	18 043 687	17,24%	17,24%
3. Futur Pension	6 635 555	6,34%	6,34%
4. Six Sis	5 180 757	4,95%	4,95%
5. Nordic Tender Holdings	3 652 695	3,49%	3,49%
6. Bank of NY Mellon/Fam. Tullet	2 114 167	2,02%	2,02%
7. Megetgod Invest APS	2 093 235	2,0%	2,0%
8. Mindarkkoncernens vinstandelsstiftelse	1 978 107	1,89%	1,89%
9. Kronboken	1 475 731	1,41%	1,41%
10. Lars Hammarström	1 318 738	1,26%	1,26%

Insiderägande

Insiders äger totalt 547 958 aktier i bolaget, vilket motsvarar 1,7 % av kapitalet och rösterna. Fyra av sju insynspersoner i styrelsen och ledningen äger aktier i bolaget¹⁰. Vi gillar att majoriteten av insynspersonerna äger aktier då detta skapar incitament för att fokusera på långsiktig och hållbar affärsverksamhet vilket ligger i alla aktieägarnas intresse. Samtidigt hade vi velat se ett högre insiderägande, vilket hade indikerat att bolagets nyckelpersoner tror starkt på bolagets framtida potential. Det är dock viktigt att poängtera att insiderägandet alltid ska sättas i relation till individernas privatekonomiska situation, och den vet vi ingenting om.

Utestående optionsprogram

Bolaget har ett utestående optionsprogram bestående av högst 7 881 156 teckningsoptioner. Varje teckningsoption ger rätt att teckna 0,2 nya aktier för 15 SEK per aktie mellan 15 maj 2025 - 15 juni 2025. Vid full teckning av optionsprogrammet kommer utspädningseffekten vara 4,8 %²¹. Eftersom teckningskursen är högre än vårt motiverade värde för 2025E har vi inte valt att räkna med optionsprogrammet i värderingsavsnittet.

Nuläge och outlook

MindArk befinner sig i en intressant fas där bolaget lägger ner betydande resurser på att implementera Unreal Engine 5. Detta är en tidskrävande och kostsam process som förmodligen kommer att belasta kassaflödet negativt under de kommande kvartalen. Å andra sidan har bolaget annonserat ett kostnadsbesparingsprogram som kommer att leda till lägre personalkostnader och övriga kostnader. Detta förväntas ha en positiv inverkan på kassaflödet, och bolaget har även kommunicerat planer på att återuppta utdelningar så snart som möjligt vilket vi ser som ett styrketecken. Frågan är dock hur snabbt dessa åtgärder kan genomföras och vilken nettoeffekt de höga investeringarna och kostnadsbesparingsprogrammet kommer att ha.

Vi anser även att det finns risker kopplade till bolagets omorganisering, där upp till 40 % av de anställda kan komma att varslas och samtidigt som bolaget ökar sitt fokus på att integrera AI i verksamheten. Det finns flera uppgifter inom spelutveckling där det borde vara möjligt för AI kan ersätta mänskligt arbete, såsom att generera terräng på en av Entropias planeter eller skriva och röstbelägga dialog för icke-spelbara karaktärer. Å andra sidan är den kommersiella AI-tekniken fortfarande relativt ny, och vi har ännu inte sett övertygande exempel där AI har kunnat ersätta mänsklig utveckling i stor skala inom spelindustrin. Det finns en risk att bolaget gör sig av med anställda, ersätter utvecklingsarbetet med AI men sedan upptäcker att det inte fungerar som förväntat. Detta kan leda till att man tvingas återanställa utvecklare utan tidigare erfarenhet av Entropia Universe. Detta skulle vara både tidskrävande och kostsamt.

På längre sikt anser vi att bolaget är väl positionerat för tillväxt. MindArk är marknadsledande inom sin specifika nisch inom MMORPG och har en mycket lojal spelarbas med hög köpkraft. Vi tror att implementeringen av Unreal Engine, försäljningen av nya deeds och lanseringen på Epic Games Store, tillsammans med andra åtgärder, kommer att attrahera nya spelare samtidigt som bolaget behåller den befintliga spelarbasens förtroende. Det är dock viktigt att MindArk är uppmärksamma på att inte alienera den nuvarande spelarbasen genom att genomföra för stora förändringar.

Utöver de nämnda tillväxtdrivarna drar bolaget också nytta av starka megatrender som ökat intresse för datorspel, förbättrad internetuppkoppling och snabb teknisk utveckling inom områden som grafik kvalitet, AI, AR och VR. Vår sammantagna bedömning är därför att MindArk är väl positionerat för att fortsätta leverera lönsam tillväxt under många år framöver.

Värdering

Key stats			
Antal aktier	31 524 625	Börsvärde (MSEK)	111,9
Nya antal aktier	0	Nettokassa (MSEK)	27,9
Totalt antal aktier	31 524 625	Enterprise value (MSEK)	84,0
Aktiekurs (SEK)	3,55		

Rullande 12 månader			
Nettoomsättning	97,5 MSEK	P/S	1,1
EBIT	20,8 MSEK	EV/EBIT	3,6
Vinst	8,8 MSEK	P/E	12,7
FCF	<i>neg</i>	P/FCF	<i>neg</i>

Källa: Börldata

Historiskt snitt				
	P/S	EV/EBIT	P/E	P/FCF
Snitt 3 år	1,1	3,4	12,2	<i>neg</i>

Källa: Börldata

Nyckeltal				
Bruttomarginal	EBITDA-marginal	EBIT-marginal	Vinstmarginal	
88,8%	33,0%	21,4%	9,0%	
OPCF-marginal	FCF-marginal	ROE	ROIC	
<i>neg</i>	<i>neg</i>	11,6%	8,3%	

Källa: Börldata

Det finns flera börsnoterade bolag som arbetar med utveckling och distribution av datorspel. Som så ofta vid jämförelser med andra bolag är det svårt att hitta exakt passande bolag att jämföra med. I detta fall är jämförelsegruppen ganska bristfällig eftersom vi bedömer att det inte finns någon börsnoterad aktör som liknar MindArk tillräckligt för att kunna dra betydande slutsatser. Utifrån sammanställningen verkar MindArk vara lågt värderat jämfört med andra peers, men det är viktigt att notera att MindArk har en kortare historia som börsnoterat bolag och bara har tillhandahåller ett PC-spel.

Bolag	P/E	P/E, snitt 5 år	Oms.-tillväxt, snitt 5 år	Vinsttillväxt, snitt 5 år	Vinstmarginal
Embracer	6,0	101,3	55,6%	48,2%	11,8%
Paradox Interactive	40,0	45,9	11,9%	13,4%	33,5%
Enad Global 7	<i>neg</i>	<i>neg</i>	107,2%	<i>neg</i>	<i>neg</i>
Starbreeze	<i>neg</i>	<i>neg</i>	<i>neg</i>	14,6%	<i>neg</i>
Remedy	<i>neg</i>	13,7	20,5%	<i>neg</i>	<i>neg</i>
Activision Blizzard	33,8	31,2	1,7%	<i>neg</i>	22,8%
CD Project	37,9	72,2	20,2%	24,9%	38,2%
Ubisoft	<i>neg</i>	26,2	4,0%	<i>neg</i>	<i>neg</i>
Take-Two	<i>neg</i>	23,8	24,4%	<i>neg</i>	<i>neg</i>
MindArk	12,7	-	10,0%	<i>neg</i>	9,0%

Estimat

(MSEK)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	81,2	92,8	101,6	106,7	109,9
% y-o-y	1,2%	14,3%	9,5%	5,0%	3,0%
Aktiverat arbete	16,1	26,5	24,8	15,9	15,9
Övriga intäkter	9,6	5,4	5,0	5,0	5,0
Totala intäkter	107,0	124,6	131,4	127,6	130,8
<i>P/S</i>	1,4	1,2	1,1	1,0	1,0
Summa kostnader	-85,6	-103,3	-112,8	-94,9	-96,6
% y-o-y	12,5%	20,6%	9,2%	-15,9%	1,8%
EBIT	21,3	21,4	17,2	32,7	34,2
<i>EBIT-marginal</i>	26,3%	23,0%	16,9%	30,6%	31,1%
% y-o-y	16,8%	0,1%	-19,5%	90,1%	4,6%
<i>EV/EBIT</i>	3,9	3,9	4,9	2,6	2,5
Justerad EBIT*	13,4	5,5	6,3	33,0	37,2
<i>Adj. EBIT-marginal</i>	16,6%	6,0%	6,2%	30,9%	33,9%
% y-o-y	-16,8%	-58,7%	14,3%	420,5%	12,7%
<i>Adj. EV/EBIT</i>	6,3	15,1	13,2	2,5	2,3

*EBIT justerad för nettoaktiveringar

I vårt huvudscenario räknar vi med att bolaget ökar omsättningen med 9,5 % under 2023. Baserat på det som är kommunicerat om omorganisationen har vi utgått ifrån att personalkostnaderna för 2023 landar på ungefär samma nivå som 2022. Uppsägningar tar tid att genomföra, och vi räknar med att bolaget behöver kompensera vissa av de anställda som varslas vilket kostar pengar. Efter 2023 räknar vi med att kostnadsbesparingarna börjar synas i siffrorna, och vi har räknat med att personalkostnaderna minskar med 40 % y-o-y 2024. Vidare har vi räknat med en årlig löneökning om 4 % för de anställda. Förutsatt att bolaget lyckas behålla omsättningen på nuvarande nivåer eller öka den får det en stor hävstångseffekt på lönsamheten, vilket resulterar i att bolagets EBIT-marginal stiger kraftigt.

Vi räknar med att aktiverat arbete toppade 2022, och kommer sjunka i takt med att med att personal sägs upp. Vi har räknat med att bolagets avskrivningar succesivt kommer öka i takt med att ytterligare arbete aktiveras för egen räkning.

Vi förväntar oss att det kommer att ske deed-försäljningar för 5 miljoner årligen under de kommande 3 åren. Detta kan vara en konservativ uppskattning med tanke på bolagets historik, men vi har valt att vara försiktiga i våra antaganden.

Om det är möjligt föredrar vi att värdera bolag på vinst. I MindArks fall har vi i stället valt att värdera bolaget på EBIT, då bolagets vinst påverkas av valutafluktuationer. Bolaget har majoriteten av sina intäkter i USD och kostnader i SEK, vilket gör att bolaget påverkas positivt när USD stärks mot SEK. Å andra sidan gör bolaget avsättningar för oförbrukade användarmedel, vilket har en negativ påverkan på bolagets resultat när USD stärks mot SEK (även om den inte är kassaflödespåverkande). Med dessa

två variabler i åtanke anser vi att det blir tydligare och mer förutsägbart att värdera bolaget på EBIT snarare än vinst.

Vidare har vi valt att justera EBIT för nettoaktiveringar (aktiveringar minus avskrivningar), då vi anser att det måttet ger en mer rättvis bild av bolagets underliggande intjäningsförmåga.

Vi har sedan applicerat en multipel för förväntad justerad EBIT som vi anser är rimlig. I MindArks fall har vi valt att värdera bolaget till 10 gånger justerad EBIT. Vi anser att detta är rimligt med tanke på bolagets långa historik, unika position inom sin nisch, de tillväxtpotentialer som vi ser framför oss, men även de risker vi identifierat.

	Värdering			
	Multipel	Adj. EBIT 2025E	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)
2025E	10	37,2	372,1	11,8
<i>Säkerhetsmarginal (45%)</i>	10	20,5	204,7	6,5

Nedan följer potentiell avkastning för 2025E om MindArk utvecklas likt våra estimat.

	Potentiell avkastning					
	Huvudscenario			Säkerhetsmarginal (45%)		
	Faktor	Procent	CAGR	Faktor	Procent	CAGR
2025E	3,32	232,5%	49,3%	1,83	82,9%	22,3%

Nedan följer en känslighetsanalys som visar hur den potentiella avkastningen utvecklas givet olika applicerade multiplar.

	Känslighetsanalys					
	Huvudscenario 2025E			Säkerhetsmarginal (45%)		
Adj. EBITx	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %
8	297,7	9,4	166,0%	163,7	5,2	46,3%
9	334,9	10,6	199,2%	184,2	5,8	64,6%
10	372,1	11,8	232,5%	204,7	6,5	82,9%
11	409,3	13,0	265,7%	225,1	7,1	101,2%
12	446,5	14,2	299,0%	245,6	7,8	119,4%
13	483,7	15,3	332,2%	266,0	8,4	137,7%

Om MindArk utvecklas enligt våra estimat ser vi en uppsida på 82,9 % för 2025E efter en applicerad säkerhetsmarginal på 45 %.

Källor

1. <https://www.mordorintelligence.com/industry-reports/global-gaming-market>
2. <https://www.grandviewresearch.com/industry-analysis/gaming-industry>
3. <https://www.fortunebusinessinsights.com/gaming-market-105730>
4. <https://www.imarcgroup.com/gaming-market>
5. <https://www.marketresearchfuture.com/reports/gaming-market-10768>
6. <https://www.globaldata.com/store/report/gaming-market-analysis/>
7. [Survey Finds The Average Gamer Spends \\$58,000 On Gaming In Their Life \(thegamer.com\)](https://www.thegamer.com/survey-finds-the-average-gamer-spends-58000-on-gaming-in-their-life/)
8. <https://www.dagensmedia.se/medier/digitalt/gaming-industrin-mer-var-d-an-musik-och-video-tillsammans/>
9. <https://www.technavio.com/report/massive-multiplayer-online-mmo-games-market-industry-analysis>
10. <https://www.mordorintelligence.com/industry-reports/mmorpg-gaming-market>
11. <https://www.statista.com/outlook/dmo/digital-media/video-games/worldwide>
12. <https://www.pwc.com/gx/en/industries/tmt/media/outlook/outlook-perspectives.html>
13. [Holdings | MindArk PE | Ägare](#)
14. [World Internet Users Statistics and 2023 World Population Stats \(internetworldstats.com\)](https://www.internetworldstats.com/)
15. [Number of internet users worldwide 2022 | Statista](https://www.statista.com/statistics/1091117/number-of-internet-users-worldwide-2022/)
16. [Newzoo Global Games Market Report 2021 | Free Version | Newzoo](https://www.newzoo.com/resources/global-games-market-report-2021/)
17. [Newzoo Global Games Market Report 2022 | Free Version](https://www.newzoo.com/resources/global-games-market-report-2022/)
18. [MindArk: Årsredovisning 2022](#)
19. [MFN.se > MindArk PE > Mindark PE AB: MindArk omorganiserar och genomför AI-satsning](#)
20. [MindArk-Memorandum-2023-01-11.pdf](#)
21. [MindArk-Delarsrapport-Q1-2023-SV.pdf](#)
22. [10 Most Played MMORPG of 2023 - Page 2 of 2 \(bestreamer.com\)](https://www.bestreamer.com/10-most-played-mmorpg-of-2023/)
23. [Entropia Universe Server Population & Player Count - MMO Populations \(mmo-population.com\)](https://www.mmo-population.com/entropia-universe-server-population-player-count/)
24. [Entropia Universe Active Player Count & Population \(mmostats.com\)](https://www.mmostats.com/entropia-universe-active-player-count-population/)
25. [Online Video Games and Money Laundering - Sanction Scanner](#)

Disclaimer

Kalqyl Analys Norden AB bedriver verksamhet avseende bolag- och aktieanalys där information har sammanställts utifrån källor som Kalqyl bedömer är tillförlitliga. Informationens riktighet kan Kalqyl dock inte garantera, och inget som skrivs i analysen ska eller bör betraktas som en rekommendation till investering av något slag.

Denna analys är en uppdragsanalys där det analyserade Bolaget har ingått avtal med Kalqyl avseende analys. Analysen/erna publiceras antingen vid enskilt tillfälle, eller per löpande basis under avtalsperioden mot en sedvanlig ersättning.

Åsikter och slutsatser som återfinns i analysen är enbart avsedd för mottagaren. Kalqyl ska ej hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut på grund av information i denna analys.

Alla investeringar i finansiella instrument är förknippade med ekonomisk risk, och historisk avkastning ger ingen garanti för framtida avkastning. Kalqyl och samtliga medarbetare i organisationen får ej handla värdepapper i kundbolag från och med det tillfälle som ansvarig analytiker initierar arbetet med den aktuella analysen, och till dess att analysen varit publicerad i 48h.

Intressekonflikt

Jakob Fritz äger aktier i det analyserade bolaget



Analysen är en uppdragsanalys

