

MindArk PE

Rapportkommentar Q1'24



2024-05-21

Mindark redovisade minskad nettoomsättning och EBIT i det första kvartalet. Nettoomsättningen uppgick till 20,7 MSEK (26,5). Vidare uppgick EBIT till 1,1 MSEK (4,2), vilket motsvarade en EBIT-marginal om 5,5 procent (15,9). Periodens kassaflöde uppgick till 3,1 MSEK (-4,8) och kassan ökade till 30,9 MSEK vid utgången av kvartalet.

Lägre spelaraktivitet pressade kvartalet

Mindark minskade omsättningen med 21,9 procent i det första kvartalet, vilket var under vår prognos. Reduceringen förklarades främst av att förbrukningen inne i Entropia Universe minskade med 12,0 procent till följd av ett tufft jämförelsekvartal som innehöll events kopplat till spelets 20-årsjubileum. Därtill minskade intäkterna med 2,9 MSEK från oförbrukade användarmedel och med 0,3 MSEK från ej aktiva användarkonton.

Ökad underliggande lönsamhet

Kvartalets ljuspunkt var att den goda kostnadskontrollen gav effekt på den underliggande lönsamheten och kassaflödet i kvartalet. Justerat för nettoaktiveringar ökade EBIT från -0,3 till 0,3 MSEK, trots det stora tappet i omsättning. Vi upplever att omstruktureringsarbetet och AI-satsningen har bidragit starkt under perioden och ser framför allt positivt på att lönsamheten fortsätter förbättras.

Outlook

Den svaga omsättningen och fortsatt tuffa jämförelsekvartal föranleder sänkning i vår omsättningsprognos under tidsperioden. Vi har även valt att reducera rörelsekostnaderna till följd av bättre kostnadskontroll än väntat. Vår bedömning att lönsamheten kommer stärkas är därmed intakt. I vårt huvudscenario ser vi en uppsida om 146,7 procent för 2025E. I scenariot och med en applicerad säkerhetsmarginal om 30,0 procent på våra estimat ser vi en uppsida om 72,7 procent.

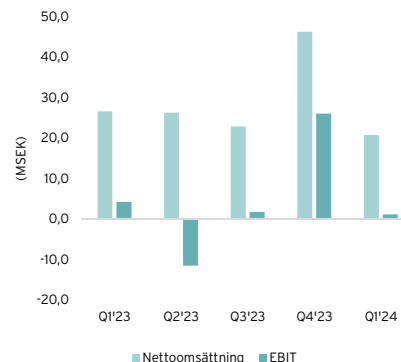
(MSEK)	2021	2022	2023	2024E	2025E
Nettoomsättning	81,2	92,8	122,0	99,8	106,8
% y-o-y	1,2%	14,3%	31,4%	-18,2%	7,0%
Aktiverat arbete	16,1	26,5	26,2	20,0	18,0
Övriga intäkter	9,6	5,4	2,0	1,8	1,5
Summa intäkter	107,0	124,6	150,2	121,7	126,3
EV/S	0,5	0,4	0,3	0,4	0,4
Rörelsekostnader	85,6	103,3	129,7	103,8	109,2
% y-o-y	12,5%	20,6%	25,6%	-20,0%	5,2%
Adj EBIT*	13,4	5,5	9,1	14,8	17,1
Adj EBIT-marginal*	16,6%	6,0%	7,4%	14,8%	16,0%
% y-o-y	-16,8%	-58,7%	63,2%	63,6%	15,5%
EV/adj. EBIT*	2,9	7,0	4,2	2,6	2,2

*EBIT justerad för nettoaktiveringar

Fakta

VD	Leif Evander Andersson
Lista	Spotlight
Ticker	MNDRK
Aktiekurs (SEK)	2,2
Antal aktier (M)	31,5
Börsvärde (MSEK)	69,4
Nettokassa (MSEK)	30,9
EV (MSEK)	38,5
Insiderägande	0,9%
Nästa rapport	2024-08-28

Finansiell historik



Analytiker

Pontus Fredriksson
pontus@kalqyl.se

Kursutveckling 7 månader



Kursutveckling %	1 m	3 m	12 m
MindArk	-21,1	-41,4	-33,9

Key Insights



Unik produkt

Entropia Universe ekonomiska modell möjliggör att spelare kan tjäna riktiga pengar i spelet. Detta har bland annat 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 ökad spelaraktivitet och försäljning 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 alternativt öka omsättningen kommer omorganiseringen att påverka lönsamheten positivt. Det kommer resultera i en kraftigt förbättrad lönsamhet och återinförd utdelning på sikt.

"Vi fortsätter att stegvis utnyttja AI för att snabba på processer att komma fram till vårt mål, att inkludera Unreal 5 som grafikmotor, vilket markerar ett betydande steg framåt i att förbättra och framtidsanpassa användarupplevelsen"

- Leif Evander Andersson, VD MindArk

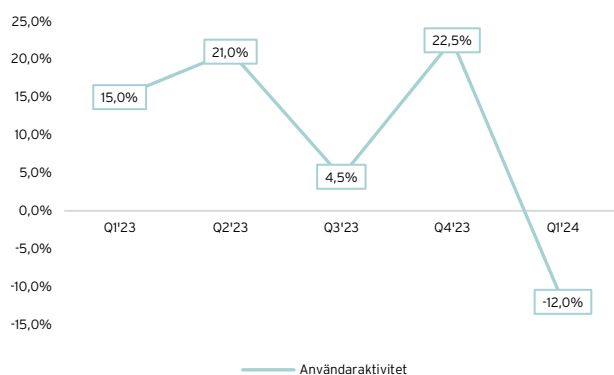
Investeringscase

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

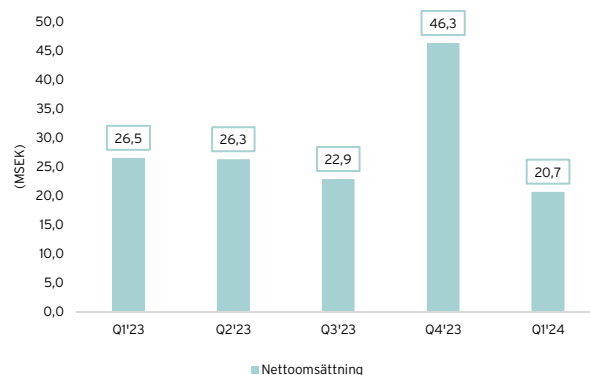
Lägre spelaraktivitet och fortsatt effekt av omorganisationen

Nettoomsättningen i det första kvartalet uppgick till 20,7 MSEK (26,5), vilket motsvarade en minskning med 21,9 procent. Aktiverat arbete för egen räkning uppgick till 5,0 MSEK (7,7) och övriga rörelseintäkter till 0,3 MSEK (0,2). Omsättningsminskningen förklarades främst av att förbrukningen inne i Entropia Universe minskade med 12,0 procent till följd av ett tufft jämförelsekvartal som innehöll events kopplat till spelets 20-årsjubileum. Därtill minskade intäkterna med 2,9 MSEK från oförbrukade användarmedel och med 0,3 MSEK från ej aktiva användarkonton.

Lägre användaraktivitet...

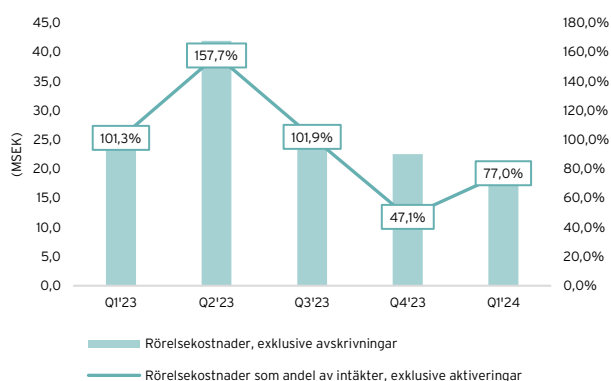


...förklarade en stor del av omsättningstappet

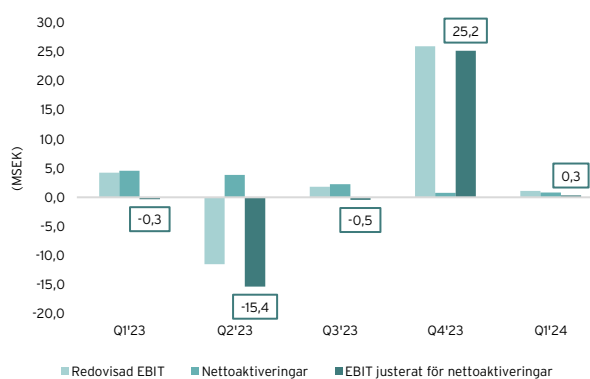


Kvartalets ljuspunkt var att den goda kostnadskontrollen gav effekt på den underliggande lönsamheten och kassaflödet i kvartalet. Justerat för nettoaktiveringar ökade EBIT från -0,3 till 0,3 MSEK, trots det stora tappet i omsättning. Vi upplever att omstruktureringsarbetet och AI-satsningen har bidragit starkt under perioden. Vår bedömning är att Mindarks fördjupning av AI-integrationen leder till effektivare processer och snabbare utveckling, vilket föranleder vår tro om att kostnadsbasen kommer vara relativt intakt framöver. Vi ser därför att lönsamheten kommer fortsätta stärkas om förbrukningen inne i Entropia Universe kan vända uppåt sekventiellt.

Fortsatt god kostnadskontroll...



...gav effekt på den underliggande lönsamheten



Tillväxtutsikter

Kvartalsuppdateringar

Varje kvartal upprättar Mindark en uppdatering i Entropia Universe för att antingen förbättra grafik, innehåll eller prestanda utifrån nuvarande spelmotor CryEngine 2. I kvartalet lanserades en betydande uppdatering av användargränssnittet för att förbättra användarupplevelsen i spelet. Vår bedömning är att detta framför allt utgör en potential vad gäller nya spelare. Historiskt har användare som spelat ett par månader stannat i flera år, vilket bådär gott för framtiden när första intrycket av spelet förstärks. Vidare beräknas de nya anpassningarna lägga grunden för enklare framtida uppdateringar både utifrån användarnas och Mindarks behov. Den nya uppdateringen kan således öka frekvensen av nytt innehåll till spelet, vilket har potential att öka spelaraktiviteten på sikt. De nya grafiska delarna är dessutom utformade för att enkelt kunna konverteras till Unreal Engine 5. Därutöver har Mindark arbetat intensivt under kvartalet för att fortsätta leverera spännande och engagerande upplevelser till spelarbasen. "TWEN", ett event som inleddes under föregående år, återupptogs och avslutades i början av det andra kvartalet.

Deedförsäljning

Mindark genererar främst intäkter från mikrotransaktioner i spelets virtuella ekonomi när användare förbrukar tidigare insatta medel. Ytterligare en intäktskälla är så kallade deedförsäljningar, vilket är en direktförsäljning av virtuella tillgångar i spelet till användare. Vi räknar med en deedförsäljning årligen och att försäljningen under 2023 var någorlunda representativ för framtiden.

	Totalt belopp	Nettoomsättning, %
2020	2,2 MSEK	2,7 %
2021	9,4 MSEK	11,6 %
2022	-	-
2023	5,5 MSEK	4,5 %

Ny spelmotor

Entropia Universe bygger på en skräddarsydd version av den äldre spelmotorn CryEngine 2. Mindark är i processen att byta spelmotor till den senaste versionen av Unreal Engine 5, vilket kommer förbättra spelets grafik och prestanda avsevärt. Övergången innebär också att nya spelfunktioner kan adderas snabbare. Bytet öppnar även för expansion av spelarbasen via distribution mot spelplattformen Epic Games och nya vertikaler. Vår bedömning är att bytet av spelmotor till Unreal Engine 5 träder i kraft under 2025 och att övergången kommer innebära ökade tillväxtpotentialer.



Förbättrad grafik

Unreal Engine 5 möjliggör skapandet av mer realistiska miljöer och karaktärer, vilket resulterar i högre grafik kvalitet och förbättrad spelarmekanik. Den nya spelmotorn har potential att öka engagemanget hos befintliga spelare och attrahera nya.



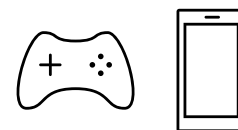
Nya funktioner

Nuvarande spelmotor kräver ständiga underhåll, vilket är tid- och resurskrävande. Implementeringen av Unreal Engine 5 medför att nya spelfunktioner kan adderas snabbare, vilket har potential att öka aktiviteten hos spelarbasen.



Epic Games

Mindark tecknade under 2021 ett avtal med Epic Games, vilket innefattade möjligheten att distribuera Entropia Universe på deras plattform efter bytet till Unreal Engine 5. Detta öppnar för exponering mot en bredare publik, vilket har potential att expandera spelarbasen.



Nya vertikaler

Utöver PC möjliggör Unreal Engine 5 utveckling till spelkonsoler och mobiltelefoner. Övergången innebär att Mindark på sikt kan lansera Entropia Universe på fler plattformar, vilket har potential att expandera spelarbasen ytterligare.

Finansiell ställning

Periodens kassaflöde uppgick till 3,1 MSEK (-4,8) och kassan ökade till 30,9 MSEK vid utgången av kvartalet. Mot bakgrund av effekten från omorganisationen och den stärkta kassan anser vi att Mindark är på god väg för att kunna återinföra utdelningen på sikt.

Mindark hade vid kvartalets utgång totala tillgångar om 155,5 MSEK, varav cirka 54,5 procent av dessa var finansierade med eget kapital. Bolaget hade fortsatt inga räntebärande skulder samtidigt som kassan ökade till 30,9 MSEK, vilket resulterade i en nettokassa om 30,9 MSEK. Vidare kan kortfristiga placeringar snabbt konverteras till likvida medel vid behov. Likvida medel inklusive kortfristiga placeringar uppgick sammanlagt till 38,3 MSEK, en ökning med 1,7 MSEK mot föregående kvartal. Vi betraktar bolagets finansiella ställning som god och ser att det finns fortsatt utrymme till förbättring, vilket kommer stärka bolaget ytterligare framgent.

Immateriella tillgångar	Materiella tillgångar	Soliditet
66,8 % (103,9 MSEK)	1,7 % (2,7 MSEK)	54,5 % (84,7 MSEK)
Kassa	Räntebärande skulder	Nettokassa
19,9 % (30,9 MSEK)	0,0 MSEK	30,9 MSEK

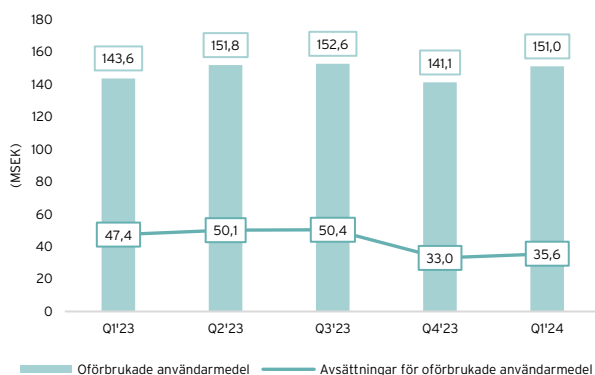
Oförbrukade användarmedel

Användarna i Entropia Universe innehar den digitala valutan PED samt digitala objekt på sina konton. Summan av dessa kontanta medel och digitala föremål avser användarnas oförbrukade medel som kan lösas in mot USD. Det finns således en finansiell risk i Mindark kopplat till användarnas begäran om eventuella uttag. Bolaget har dock ingen juridisk skyldighet att lösa in PED, men ett underlåtande kan potentiellt skada varumärket och användarnas lojalitet. Vår bedömning är att risken är låg för att användare begär uttag samtidigt, men att konsekvenserna skulle vara betydande om det inträffade.

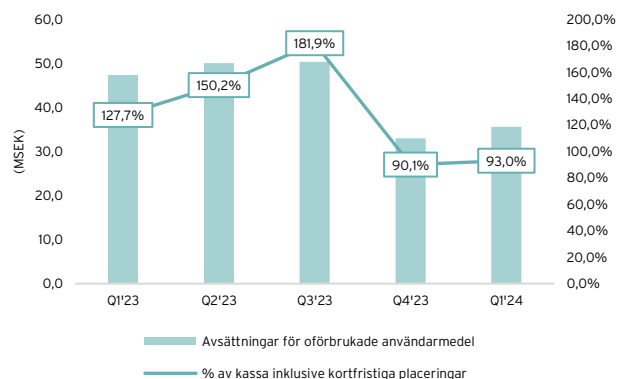
Sedan Entropia Universe lanserades på marknaden 2003 har användare i genomsnitt begärt uttag om cirka 33,0 procent, vilka Mindark redovisat som en skuld i balansräkningen. Bolaget ändrade i Q4'23 till att fokusera på femårshistoriken för att bättre reflektera nuvarande användarbeteenden och ekonomiska trender. Genomsnittet av uttag under de senaste fem åren har varit 23,6 procent.

I kvartalet ökade oförbrukade användarmedel med 9,9 MSEK. Ökningen var hänförligt till ett ökat antal PED i spelet och en högre dollarkurs. Mindarks kassa inklusive kortfristiga placeringar överstiger avsättningar för oförbrukade användarmedel, vilket belyser den förbättrade finansiella ställningen.

Oförbrukade användarmedel ökade...



...men understiger kassa inkl kortfristiga placeringar



Värdering

Key stats

Antal aktier	31 524 625	Börsvärde (MSEK)	69,4
Aktiekurs (SEK)	2,2	Nettokassa (MSEK)	30,9
		Enterprise value (MSEK)	38,5

Rullande 12 månader

Nettoomsättning	116,1 MSEK	EV/S	0,3
EBIT	17,4 MSEK	EV/EBIT	1,8
Vinst	8,2	P/E	8,4
FCF	neg.	P/FCF	neg.

Källa: Börldata

Historiskt snitt

	EV/S	EV/EBIT	P/E	EV/FCF
Snitt 3 år	0,7	3,7	12,2	neg.

Källa: Börldata

Nyckeltal

EBITDA-marginal	EBIT-marginal	Adj EBIT-marginal	Vinstmarginal
28,6 %	15,0 %	8,3 %	7,1 %
OPCF-marginal	FCF-marginal	ROC	ROIC
neg.	neg.	17,1 %	8,1 %

Källa: Börldata

Estimat

I vårt huvudscenario estimerar vi att byte av spelmotor till Unreal Engine 5 sker under 2025 och att tillväxten accelererar till följd av detta. Notera att Mindark hade intäkter av engångskaraktär om 11,7 MSEK under 2023 hänförligt till ändrade redovisningsprinciper för avsättningar av oförbrukade användarmedel, vilket gör omsättningsminskningen under 2024 något missvisande. Vi räknar med att personalkostnaderna sjunker kraftigt i relation till omsättningen under tidsperioden, medan avskrivningarna ökar i takt med att ytterligare arbete aktiveras för egen räkning. Vi utgår dock från att aktiveringarna minskar i årstakt. Sammantaget bedömer vi att effekten av omorganisationen kommer få positiv inverkan på lönsamheten under tidsperioden.

(MSEK)	2021	2022	2023	2024E	2025E
Nettoomsättning	81,2	92,8	122,0	99,8	106,8
% y-o-y	1,2%	14,3%	31,4%	-18,2%	7,0%
Aktiverat arbete	16,1	26,5	26,2	20,0	18,0
Övriga intäkter	9,6	5,4	2,0	1,8	1,5
Totala intäkter	107,0	124,6	150,2	121,7	126,3
EV/S	0,5	0,4	0,3	0,4	0,4
Rörelsekostnader	85,6	103,3	129,7	103,8	109,2
% y-o-y	12,5%	20,6%	25,6%	-20,0%	5,2%
EBIT	21,3	21,4	20,5	17,8	17,1
EBIT-marginal	26,3%	23,0%	16,8%	17,9%	16,0%
% y-o-y	16,8%	0,1%	-4,4%	-12,9%	-4,0%
EV/EBIT	1,8	1,8	1,9	2,2	2,2
Nettoaktiveringar	7,9	15,8	11,4	3,0	0,0
Justerad EBIT*	13,4	5,5	9,1	14,8	17,1
Justerad EBIT-marginal	16,6%	6,0%	7,4%	14,8%	16,0
% y-o-y	-16,8%	-58,7%	63,2%	63,6%	15,5%
EV/justerad EBIT	2,9	7,0	4,2	2,6	2,2

*EBIT justerad för nettoaktiveringar

Vi har valt att värdera Mindark utifrån en multipel om 10x justerad EBIT för helåret 2025E. Vi anser att det är rimlig multipel givet bolagets långa historik, unika position inom sin nisch och tillväxtutsikterna bortom 2025. Vi har även valt att visa värderingen när vi applicerat en säkerhetsmarginal om 30,0 procent på våra estimat.

	Värdering			
	Multipel	Adj. EBIT 2025E	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)
2025E	10	17,1	171,1	5,4
Säkerhetsmarginal (30%)	10	12,0	119,8	3,8

Nedan följer potentiell avkastning för 2025E om Mindark utvecklas likt våra estimat i huvudscenariot samt med en applicerad säkerhetsmarginal.

Potentiell avkastning

	Huvudscenario			Säkerhetsmarginal (45%)		
	Faktor	Procent	CAGR	Faktor	Procent	CAGR
2025E	2,47	146,7%	57,1%	1,73	72,7%	31,4%

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

Känslighetsanalys

Adj. EBITx	Huvudscenario 2025E			Säkerhetsmarginal (45%)		
	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %
5	85,6	2,7	23,4%	59,9	1,9	-13,6%
8	136,9	4,3	97,4%	95,8	3,0	38,2%
10	171,1	5,4	146,7%	119,8	3,8	72,7%
12	205,3	6,5	196,1%	143,7	4,6	107,2%
15	256,7	8,1	270,1%	179,7	5,7	159,1%

I vårt huvudscenario ser vi en uppsida om 146,7 procent för 2025E, vilket ger en CAGR om 57,1 procent. I scenariot och med en applicerad säkerhetsmarginal om 30,0 procent ser vi en uppsida om 72,7 procent, vilket ger en CAGR om 31,4 procent. Aktiekursen är beräknad utifrån det totala antalet aktier om 31 524 625.

Källor

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

Pontus Fredriksson äger inte aktier i det analyserade bolaget
Analysen är en uppdragsanalys