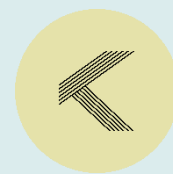


MindArk PE

Rapportkommentar Q2'24



2024-09-04

Mindark redovisade ökad nettoomsättning och EBIT i det andra kvartalet. Nettoomsättningen uppgick till 26,8 MSEK (26,3). Vidare uppgick EBIT till 5,4 MSEK (-11,5), vilket motsvarade en EBIT-marginal om 20,3 procent (-43,9). Periodens kassaflöde uppgick till -8,2 MSEK (-4,4) och kassan minskade till 22,8 MSEK vid utgången av kvartalet.

Tillbaka på tillväxtspåret

Mindark stod för en imponerande comeback i det andra kvartalet. Nettoomsättningen ökade med 2,0 procent y-o-y och med hela 29,3 procent q-o-q efter att nya events, funktioner och visuella uppdateringar tagits emot särskilt väl av användarna. Glädjande var också att stora framsteg genomfördes vad gäller den pågående övergången till den nya spelmotorn Unreal Engine 5, vilket är den stora värdedrivande aktiviteten när vi blickar framåt.

Förbättrad lönsamhet

EBIT justerat för nettoaktiveringar uppgick till 4,9 MSEK, vilket motsvarade en ökning med 6,2 MSEK y-o-y (exklusive engångskostnader om 14,0 MSEK i jämförelsekvartalet) och 4,6 MSEK q-o-q. Detta visade på lönsamhetspotentialen som finns när omsättningen stiger och att omstruktureringsarbetet och AI-satsningen som initierades för att effektivisera verksamheten nu bär frukt genom ökad lönsamhet.

Outlook

Vi ser intakt på investeringscaset efter Q2 och har endast genomfört mindre justeringar i estimaten efter rapporten. I vårt huvudscenari ser vi en uppsida om 164,1 procent för 2025E. I scenariot och med en applicerad säkerhetsmarginal om 30,0 procent ser vi en uppsida om 84,9 procent. Vi bedömer att avsaknaden av en permanent VD samt insynsköp har fått förtroendet för bolaget att gå ned och att aktien hamnat under radarn hos de flesta investerare. En permanent VD, kvartalsrapporter, insynsköp, återinförd utdelning samt högre transparens i verksamheten utgör triggare för en mer rättvis värdering.

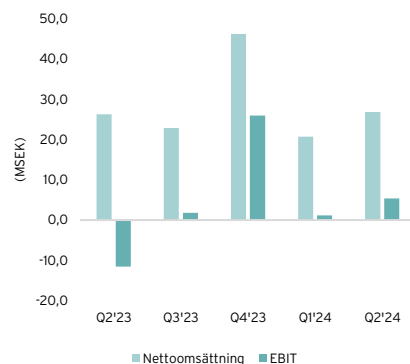
(MSEK)	2021	2022	2023	2024E	2025E
Nettoomsättning	81,2	92,8	122,0	106,3	108,4
% y-o-y	1,2%	14,3%	31,4%	-12,8%	2,0%
Aktiverat arbete	16,1	26,5	26,2	20,0	18,0
Övriga intäkter	9,6	5,4	2,0	1,1	1,5
Summa intäkter	107,0	124,6	150,2	127,5	127,9
EV/S	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
Rörelsekostnader	-85,6	-103,3	-129,7	-106,3	-110,4
% y-o-y	12,5%	20,6%	25,6%	-18,1%	3,9%
Adj EBIT*	13,4	5,5	9,1	19,4	17,5
Adj EBIT-marginal*	16,6%	6,0%	7,4%	18,3%	16,1%
% y-o-y	-16,8%	-58,7%	63,2%	114,5%	-9,9%
EV/adj. EBIT*	2,4	5,7	3,5	1,6	1,8

*EBIT justerad för nettoaktiveringar

Fakta

VD (tf)	Leif Evander Andersson
Lista	Spotlight
Ticker	MNDRK
Aktiekurs (SEK)	2,1
Antal aktier (M)	31,5
Börsvärde (MSEK)	66,2
Nettokassa (MSEK)	34,6
EV (MSEK)	31,6
Insiderägande	0,7%
Nästa rapport	2024-10-25

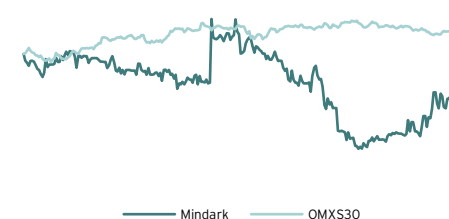
Finansiell historik



Analytiker

Pontus Fredriksson
pontus@kalqyl.se

Kursutveckling 7 månader



Kursutveckling %	1 m	3 m	12 m
MindArk	38,9	40,7	-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.

"Sammanfattningsvis har vi avslutat kvartalet med en positiv tillväxtkurva och förbättrad lönsamhet. Vi fortsätter att göra stora framsteg inom AI-integration, både inom Entropia Universe och inom MindArks verksamhet. Slutligen fortsätter integrationen av Unreal Engine 5 som vår nya grafikmotor."

- Leif Evander Andersson, VD MindArk

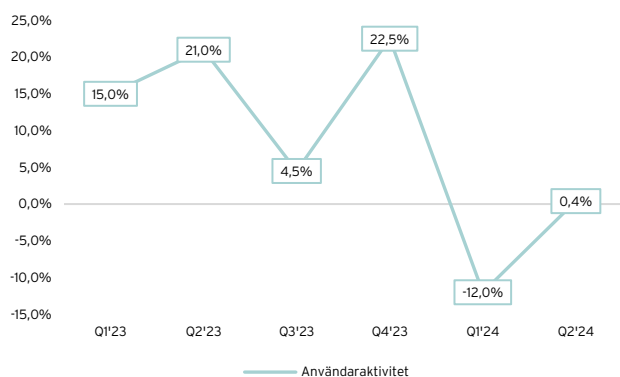
Investeringscase

- Lång historik av lönsam tillväxt
- Lojal spelarbas
- Unik produkt och marknadsledare inom sin nisch
- Ökad spelaraktivitet och deed-försäljning
- Ny grafikmotor, nya vertikaler och lansering på Epic Games
- Kostnadsbesparingar och AI-satsning
- Målsättning att återinföra utdelning
- Låg framåtblickande värdering

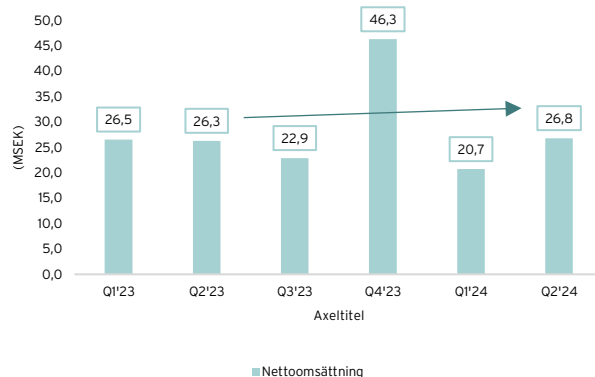
Tillbaka på tillväxtspåret med förbättrad lönsamhet

Nettoomsättningen i det andra kvartalet uppgick till 26,8 MSEK (26,3), vilket motsvarade en ökning med 2,0 procent y-o-y och 29,3 procent q-o-q. Enligt bolaget var april månad svag, men i maj och juni ökade förbrukning inne i Entropia Universe efter att nya events, funktioner och visuella uppdateringar tagits emot särskilt väl av användarna. Vidare var den genomsnittliga dollarkursen något högre under kvartalet och justerat för valutapåverkan ökade omsättningen med 0,4 procent y-o-y. Aktiverat arbete för egen räkning uppgick till 5,0 MSEK (7,6) och övriga rörelseintäkter kom in på 0,2 MSEK (0,3).

Användaraktiviteten vände upp...



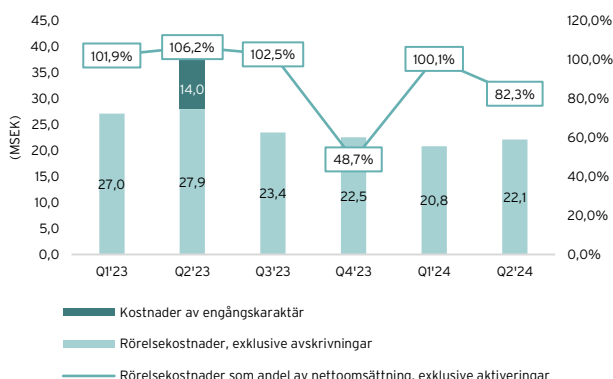
...vilket resulterade i ökad nettoomsättning



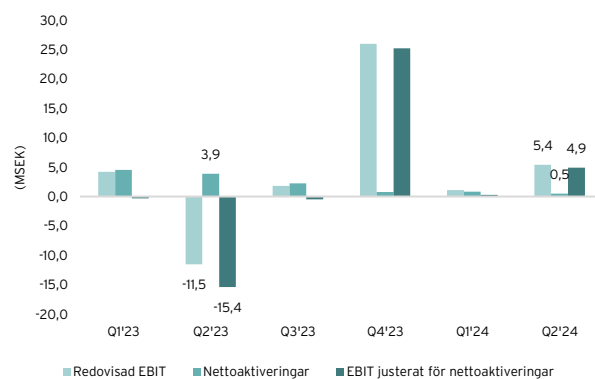
EBIT justerat för nettoaktiveringar uppgick till 4,9 MSEK (-1,3), vilket motsvarade en marginal om 18,3 procent och en ökning i absoluta tal med 6,2 MSEK y-o-y (exklusive engångskostnader om 14,0 MSEK i jämförelsekvartalet). Detta visade framför allt att omstruktureringsarbetet och AI-satsningen som initierades i maj 2023 för att effektivisera verksamheten nu bär frukt genom ökad lönsamhet.

Noterbart var även att EBIT justerat för nettoaktiveringar ökade med 4,6 MSEK q-o-q, vilket indikerade på lönsamhetspotentialen som finns när omsättningen stiger (som vi skrev om i föregående analysuppdatering). Vi upplever fortsatt att omstruktureringsarbetet och AI-satsningen har varit avgörande för den förbättrade lönsamheten, vilket tydligt visualiseras i graferna nedan. Vår bedömning är likt tidigare att Mindarks fördjupning av AI-integrationen leder till effektivare processer och snabbare utveckling, vilket medför att förbrukningen inne i Entropia Universe kan öka snabbare än kostnaderna. Vi anser därmed att Mindark är på god väg att bli ett mer effektivt och lönsamt bolag.

Reducering av rörelsekostnader...



...bidrog till ökad lönsamhet



Tillväxtutsikter

Kvartalsuppdateringar

Varje kvartal upprättar Mindark en uppdatering i Entropia Universe för att antingen förbättra grafik, innehåll eller prestanda utifrån nuvarande spelmotor CryEngine 2. Utvecklingstakten var särskilt hög i kvartalet där Mindark bland annat levererade ett nytt Mayhem Resource-event. Enligt bolaget togs evenemanget emot mycket väl av användarna, vilket styrks av att omsättningen ökade i spelet. Vidare var Summer Mayhem tillbaka i nytt format tillsammans med det årliga evenemanget Summer Migration. Summer Mayhem startade den 18 juni och pågår fram till den 27 augusti, vilket skapar förutsättningar för en god start i Q3.

I maj introducerades även så kallade AI-drivna NPC:er (Non-Player Characters) med syftet att vägleda nya användare genom några av de mest grundläggande aspekterna i Entropia Universe. Vidare genomfördes flertalet nya grafiska uppdateringar. Vår uppfattning är att dessa faktorer stärker första intrycket av spelet, vilket rimligtvis borde öka sannolikheten för att nya spelare stannar kvar. Detta är dock inget vi kan konfirmera fullt ut då Mindark inte redovisar antalet användare i spelet. Särskilt positivt var också att bolaget uppgav att stora framsteg genomförts i övergången till Unreal Engine 5.

Deedförsäljning

Mindark genererar främst intäkter från mikrotransaktioner i spelets virtuella ekonomi som uppkommer när användare förbrukar tidigare insatta medel genom användning av olika föremål eller funktioner. Ytterligare en intäktskälla är så kallade deedförsäljningar, vilket är en direktförsäljning av virtuella tillgångar i spelet till användare. Den 2 juli annonserade Mindark att 1 000 000 andelar av planeten Rocktopia var ute till försäljning, vilket motsvarade dubbelt så många andelar jämfört med tidigare försäljning av Triton Island under 2023¹. Försäljningspriset per andel har historiskt uppgått till 10 PED, vilket innebär att försäljningen av Rocktopia potentiellt kan ge engångsintäkter om cirka 10,0 MSEK.

(MSEK)	2020	2021	2022	2023
Deedförsäljning	2,2	9,4	-	5,5 MSEK
% av nettoomsättning	2,7%	11,6%	-	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 samt att nya spelfunktioner kan adderas snabbare. Övergången öppnar också för distribution mot spelplattformen Epic Games och expansion inom nya vertikaler. Vår bedömning är att byte av spelmotor till Unreal Engine 5 träder i kraft under 2025.



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

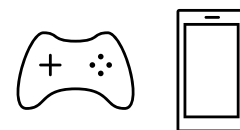
Nuvarande spelmotor kräver ständiga underhåll, vilket är tid- och resurskrävande.

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 -8,2 MSEK (-4,4) och kassan minskade till 22,8 MSEK vid utgången av kvartalet. Notera dock att 4,4 MSEK flyttades i kvartalet från kassan till kortfristiga placeringar och att det negativa kassaflödet var hänförligt till förändringar i rörelsekapital. Justerat fritt kassaflöde (kassaflöde från den löpande verksamheten före förändring av rörelsekapital - CAPEX - kortfristiga placeringar) uppgick till 0,5 MSEK (-17,0), vilket visade att det underliggande kassaflödet var positivt.

Mindark hade vid kvartalets utgång totala tillgångar om 153,6 MSEK, varav cirka 58,4 procent av dessa var finansierade med eget kapital. Bolaget hade fortsatt inga räntebärande skulder, vilket resulterade i en nettokassa om 34,6 MSEK (inklusive kortfristiga placeringar som kan konverteras till likvida medel vid behov). Vi betraktar bolagets finansiella ställning som god och ser att det finns fortsatt utrymme till förbättring, vilket talar för att Mindark kan återinföra utdelningen på sikt.

Immateriella tillgångar	Materiella tillgångar	Soliditet
70,1 % (107,7 MSEK)	2,6 % (3,9 MSEK)	58,4 % (89,7 MSEK)
Kassa inkl placeringar	Räntebärande skulder	Nettokassa
22,6 % (34,6 MSEK)	0,0 MSEK	34,6 MSEK

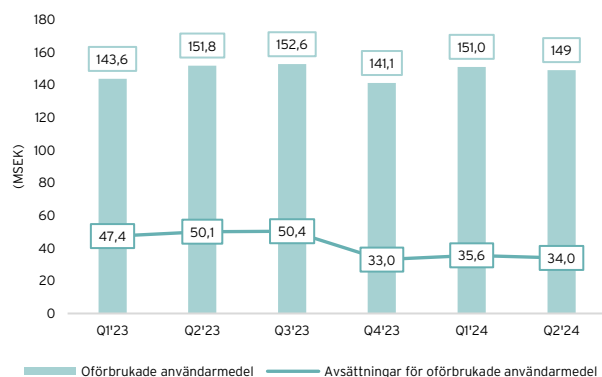
Oförbrukade användarmedel

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.

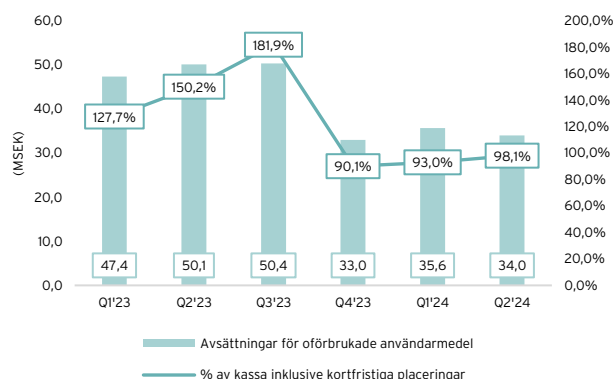
Sedan Entropia Universe lanserades på marknaden 2003 har användare i genomsnitt begärt uttag om cirka 33,0 procent, vilka Mindark redovisat som en skuld i balansräkningen. Bolaget ändrade i Q4'23 till att fokusera på femårshistoriken för att bättre reflektera nuvarande användarbeteenden och ekonomiska trender. Genomsnittet av uttag under de senaste fem åren har varit 22,8 procent (23,6).

I kvartalet minskade oförbrukade användarmedel med 2,0 MSEK till följd av en minskning av antalet PED i spelet och en lägre dollarkurs. Mindarks kassa inklusive kortfristiga placeringar överstiger fortsatt avsättningar för oförbrukade användarmedel, vilket innebär att risken för uttag är hanterbar.

Oförbrukade användarmedel minskade...



...och understiger kassa inkl kortfristiga placeringar



Värdering

Key stats

Antal aktier	31 524 625	Börsvärde (MSEK)	66,2
Aktiekurs (SEK)	2,1	Nettokassa (MSEK)	34,6
		Enterprise value (MSEK)	31,6

Rullande 12 månader

Nettoomsättning	116,7 MSEK	EV/S	0,3
EBIT	34,3 MSEK	EV/EBIT	0,9
Vinst	28,7	P/E	2,3
FCF	neg.	EV/FCF	neg.

Källa: Börldata

Historiskt snitt

	EV/S	EV/EBIT	P/E	EV/FCF
Snitt 3 år	0,7	3,4	10,1	neg.

Källa: Börldata

Nyckeltal

EBITDA-marginal	EBIT-marginal	Adj EBIT-marginal	Vinstmarginal
43,6 %	29,4 %	25,7 %	24,6 %
OPCF-marginal	FCF-marginal	ROC	ROIC
1,6 %	neg.	30,5 %	25,5 %

Källa: Börldata

Estimat för 2024

Rapporten för det andra kvartalet slog våra estimat både vad gäller omsättning och justerad EBIT, vilket får positiv effekt för helåret på våra estimat. Blickar vi framåt utgår vi från att användartillväxten fortsätter flat i Q3 justerat för valutapåverkan i jämförelsekvartalet. Vi räknar i stället med att den höga tillväxten drivs av deeförsäljningen av planeten Rocktropia, som vid första anblick ser ut att kunna generera högre intäkter än historiska försäljningar. Därefter räknar vi med låg ensiffrig användartillväxt i Q4. Vi har dock justerat nettoomsättningen för deeförsäljningen av Triton Island och intäkter av engångskaraktär hänförligt till ändrade redovisningsprinciper för avsättningar av oförbrukade användarmedel som skedde i jämförelsekvartalet, vilket gör omsättningsminskningen något missvisande.

I våra estimatet har vi även tagit höjd för marginellt ökade rörelsekostnader kommande kvartal, vilket delvis är hänförligt till ökade avskrivningar i takt med att ytterligare arbete aktiveras för egen räkning. Vi räknar fortsättningsvis med att personalkostnaderna kommer vara relativt intakta. Sammantaget bedömer vi att effekten av omorganisationen kommer få positiv inverkan på lönsamheten under tidsperioden.

Kvartalsvisa estimat för helåret 2024

<i>(MSEK)</i>	Q1	Q2	Q3E	Q4E	2024
Nettoomsättning	20,7	26,8	31,2	27,6	106,3
% y-o-y	-21,9%	2,0%	36,4%	-40,3%	-12,8%
Aktiverat arbete	5,0	5,0	5,0	5,0	20,0
Övriga rörelseintäkter	0,3	0,2	0,3	0,3	1,1
Summa intäkter	26,1	32,0	36,5	32,9	127,5
Rörelsekostnader	-24,9	-26,6	-26,9	-27,9	-106,3
% y-o-y	-17,5%	-41,8%	-1,5%	5,1%	-18,1%
EBIT	1,1	5,4	9,6	5,0	21,2
EBIT-marginal	5,5%	20,3%	30,8%	18,1%	19,9%
% y-o-y	-73,0%	n/a	438,1%	-80,8%	3,5%
Nettoaktiveringar	0,8	0,5	0,3	0,1	1,8
Justerad EBIT*	0,3	4,9	9,3	4,9	19,4
Justerad EBIT-marginal	1,5%	18,3%	29,8%	17,8%	18,3%
% y-o-y	n/a	n/a	n/a	-80,6%	114,5%

*EBIT justerad för nettoaktiveringar

Estimat fram till 2025

(MSEK)	2021	2022	2023	2024E	2025E
Nettoomsättning	81,2	92,8	122,0	106,3	108,4
% y-o-y	1,2%	14,3%	31,4%	-12,8%	2,0%
Aktiverat arbete	16,1	26,5	26,2	20,0	18,0
Övriga intäkter	9,6	5,4	2,0	1,1	1,5
Summa intäkter	107,0	124,6	150,2	127,5	127,9
EV/S	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
Rörelsekostnader	-85,6	-103,3	-129,7	-106,3	-110,4
% y-o-y	12,5%	20,6%	25,6%	-18,1%	3,9%
EBIT	21,3	21,4	20,5	21,2	17,5
EBIT-marginal	26,3%	23,0%	16,8%	19,9%	16,1%
% y-o-y	16,8%	0,1%	-4,4%	3,5%	-17,4%
EV/EBIT	1,5	1,5	1,5	1,5	1,8
Nettoaktiveringar	7,9	15,8	11,4	1,8	0,0
Justerad EBIT*	13,4	5,5	9,1	19,4	17,5
Justerad EBIT-marginal	16,6%	6,0%	7,4%	18,3%	16,1%
% y-o-y	-16,8%	-58,7%	63,2%	114,5%	-9,9%
EV/justerad EBIT	2,4	5,7	3,5	1,6	1,8

*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 när övergången till Unreal Engine 5 är genomförd. 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	17,5	174,9	5,5
<i>Säkerhetsmarginal (30%)</i>	10	12,2	122,4	3,9

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

	Potentiell avkastning					
	Huvudscenario			Säkerhetsmarginal (30%)		
	Faktor	Procent	CAGR	Faktor	Procent	CAGR
2025E	2,64	164,1%	91,1%	1,85	84,9%	50,6%

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

Känslighetsanalys

Adj. EBITx	Huvudscenario 2025E			Säkerhetsmarginal (30%)		
	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %
5	87,4	2,8	32,1%	61,2	1,9	-7,6%
8	139,9	4,4	111,3%	97,9	3,1	47,9%
10	174,9	5,5	164,1%	122,4	3,9	84,9%
12	209,8	6,7	216,9%	146,9	4,7	121,9%
15	262,3	8,3	296,2%	183,6	5,8	177,3%

I vårt huvudscenario ser vi en uppsida om 164,1 procent för 2025E, vilket ger en CAGR om 91,1 procent. I scenariot och med en applicerad säkerhetsmarginal om 30,0 procent ser vi en uppsida om 84,9 procent, vilket ger en CAGR om 50,6 procent. Aktiekursen är beräknad utifrån det totala antalet aktier om 31 524 625.

Källor

1. <https://www.entropiauniverse.com/bulletin/release-notes/>

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