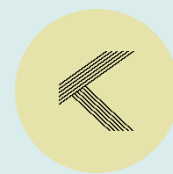


# MindArk PE

## Rapportkommentar Q3'24



2024-12-04

Mindark redovisade minskad nettoomsättning och EBIT i det tredje kvartalet. Nettoomsättningen uppgick till 19,4 MSEK (22,9). Vidare uppgick EBIT till -0,1 MSEK (1,8), vilket motsvarade en EBIT-marginal om -0,4 procent (7,8). Periodens kassaflöde uppgick till -0,9 MSEK (-5,7) och kassan minskade till 21,7 MSEK vid utgången av kvartalet.

### Svag försäljning - återhämtning i sikte

Nettoomsättningen minskade med 15,2 procent och kom in lägre än våra förväntningar, även justerat för vår antagna deedförsäljning. Enligt bolaget berodde den svaga omsättningen på lägre spelaraktivitet till följd av ett begränsat antal innehållssläpp. Bolaget uppgav att fokus snarare har varit på förberedelser inför kommande event. Vi har därför goda förhoppningar på en omsättningsåterhämtning redan under nästa kvartal, drivet av ett säsongsmässigt starkt kvartal som inkluderar event och nya innehållssläpp kopplade till Halloween och jul.

### Kostnadskontrollen intakt

EBIT justerat för nettoaktiveringar försämrades till -0,7 MSEK (-0,5) och var även det lägre än våra förväntningar, vilket berodde på den lägre nettoomsättningen. Samtidigt minskade rörelsekostnaderna betydligt och underskred våra prognoser, vilket visade på god kostnadskontroll. Den goda kostnadskontrollen kompenserade för intäktstappet och underströk återigen lönsamhetspotentialen vid ökande omsättning.

### Outlook

Efter kvartalet har vi reviderat ned våra estimat för nettoomsättningen under prognosperioden. Vi har även sänkt rörelsekostnaderna till följd av bättre kostnadskontroll än väntat. Dessa justeringar motiverar en sänkning av vårt motiverade värde. Mindark värderas trots detta till 2,4x EV/justerad EBIT baserat på våra estimat för 2025E, vilket vi anser är för lågt. Vårt motiverade värde för 2025E uppgår till 3,9 SEK per aktie, vilket motsvarar en uppsida om 93,8 procent.

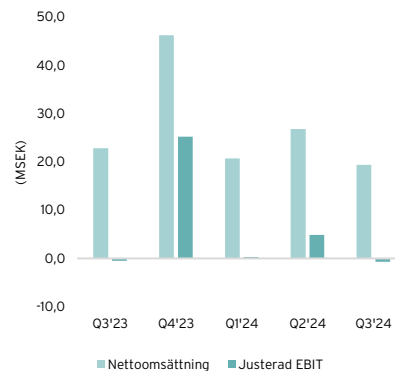
(MSEK)	2021	2022	2023	2024E	2025E
<b>Nettoomsättning</b>	<b>81,2</b>	<b>92,8</b>	<b>122,0</b>	<b>94,5</b>	<b>100,4</b>
% y-o-y	1,2%	14,3%	31,4%	-22,5%	6,2%
Aktiverat arbete	16,1	26,5	26,2	20,4	18,0
Övriga intäkter	9,6	5,4	2,0	0,8	1,5
<b>Summa intäkter</b>	<b>107,0</b>	<b>124,6</b>	<b>150,2</b>	<b>115,8</b>	<b>119,9</b>
EV/S	0,4	0,3	0,2	0,3	0,3
<b>Rörelsekostnader</b>	<b>-85,6</b>	<b>-103,3</b>	<b>-129,7</b>	<b>-103,8</b>	<b>-107,7</b>
% y-o-y	12,5%	20,6%	25,6%	-20,0%	3,8%
<b>Adj EBIT*</b>	<b>13,4</b>	<b>5,5</b>	<b>9,1</b>	<b>9,9</b>	<b>12,2</b>
Adj EBIT-marginal*	16,6%	6,0%	7,4%	10,5%	12,1%
% y-o-y	-16,8%	-58,7%	63,2%	9,5%	23,0%
EV/adj. EBIT*	2,2	5,3	3,2	3,0	2,4

\*EBIT justerat för nettoaktiveringar

### Fakta

VD (tf)	Leif Evander Andersson
Lista	Spotlight
Ticker	MNDRK
Aktiekurs (SEK)	2,0
Antal aktier (M)	31,5
Börsvärde (MSEK)	62,9
Nettokassa (MSEK)	33,6
EV (MSEK)	29,3
Insiderägande	0,7%
Nästa rapport	2025-02-28

### Finansiell historik



### Analytiker

Pontus Fredriksson  
[pontus@kalqyl.se](mailto:pontus@kalqyl.se)

### Kursutveckling 12 månader



Kursutveckling %	1 m	3 m	12 m
MindArk	-15,5	-1,3	-28,5

## Key Insights



### Unik produkt

Entropia Universe ekonomiska modell ger spelare möjligheten att tjäna riktiga pengar inom spelet, vilket har bidragit till att bygga en lojal och köpstark spelarbas. Dessutom är det relativt höga inträdesbarriärer för att skapa ett MMORPG-spel, vilket gör det svårare för nya aktörer att utmana spelets ställning.



### Tillväxtdrivare

Vi förväntar oss att en ökad spelaraktivitet och försäljning av nya deeds kommer att driva omsättningen på kort sikt. Samtidigt bedömer vi att övergången till Unreal Engine 5 och lanseringen på Epic Games Store kommer att fungera som långsiktiga tillväxtdrivare. Utöver detta ser vi en tillväxtpotential i Asien samt en möjlighet att expandera till nya vertikaler.



### Lönsamhetsförbättring

Om bolaget lyckas bibehålla alternativt öka omsättningen kommer omorganiseringen att ha en positiv inverkan på lönsamheten. Detta skulle kunna leda till en kraftig förbättring av lönsamheten och möjliggöra återinförandet av utdelningar.

*"Det främsta skälet till omsättningsminskningen är att vi har varit sparsamma med innehållsösläpp under det gångna kvartalet. Vi har i stället kraftsamlat på Halloween Mayhem i oktober, det efterlängttade juleventet Merry Mayhem och medvetet gjort en större satsning, Howling Universe, som kommer runt årsskiftet."*

- **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

## Svagt kvartal - återhämtning i sikte

Nettoomsättningen i det tredje kvartalet uppgick till 19,4 MSEK (22,9), vilket motsvarade en minskning med 15,2 procent. Justerat för valutapåverkan minskade omsättningen med 13,0 procent. Enligt bolaget berodde minskningen främst på lägre spelaraktivitet, vilket i sin tur påverkades av ett begränsat antal innehållsöppningar. Aktiverat arbete för egen räkning uppgick till 5,4 MSEK (6,1) och övriga rörelseintäkter kom in på 0,0 MSEK (0,1).

EBIT minskade från 1,8 till -0,1 MSEK, medan EBIT justerad för nettoaktiveringar uppgick till -0,7 MSEK (-0,5). Rörelsekostnaderna exklusive avskrivningar minskade med 14,2 procent, vilket visade att Mindark bibehöll den goda kostnadskontrollen och att nedgången i EBIT präglades av den svaga nettoomsättningen.

### Finansiell utveckling



### Estimat vs utfall

Rapporten kom in under våra förväntningar, även efter justering för vår antagna deedförsäljning om cirka 10,0 MSEK. Det är dock värt att notera att omsättningen kan variera mellan kvartalen beroende på tidpunkten för event och innehållsöppningar. På den positiva sidan var rörelsekostnaderna lägre än förväntat, vilket visade på god kostnadskontroll. Detta bidrog till att mildra effekten av intäktsstappet och bekräftade återigen lönsamhetspotentialen vid ökande omsättning, något vi ser möjlighet till redan under nästa kvartal.

#### Utfall vs Estimat Q3 2024

(MSEK)	Q3'23	Q4'23	Q1'24	Q2'24	Q3'24E	Q3'24A	Diff
<b>Nettoomsättning</b>	<b>22,9</b>	<b>46,3</b>	<b>20,7</b>	<b>26,8</b>	<b>31,2</b>	<b>19,4</b>	<b>-11,8</b>
% y-o-y	7,1%	59,1%	-21,9%	2,0%	36,4%	-15,2%	-37,8%
Aktiverat arbete	6,1	4,8	5,0	5,0	5,0	5,4	0,4
Övriga rörelseintäkter	0,1	1,5	0,3	0,2	0,3	0,0	-0,3
<b>Summa intäkter</b>	<b>29,1</b>	<b>52,5</b>	<b>26,1</b>	<b>32,0</b>	<b>36,5</b>	<b>24,8</b>	<b>-11,7</b>
<b>Rörelsekostnader</b>	<b>-27,3</b>	<b>-26,6</b>	<b>-24,9</b>	<b>-26,6</b>	<b>-26,9</b>	<b>-24,9</b>	<b>-2,0</b>
% y-o-y	8,7%	-12,8%	-17,5%	-41,8%	-1,5%	-8,8%	-7,4%
<b>EBIT</b>	<b>1,8</b>	<b>26,0</b>	<b>1,1</b>	<b>5,4</b>	<b>9,6</b>	<b>-0,1</b>	<b>-9,7</b>
EBIT-marginal	7,8%	56,2%	5,5%	20,3%	30,8%	-0,4%	-31,2pp
% y-o-y	-47,4%	150,1%	-73,0%	n/a	438,1%	-104,9%	n/a
Nettoaktiveringar	2,3	0,8	0,8	0,5	0,3	0,6	0,3
<b>Justerad EBIT*</b>	<b>-0,5</b>	<b>25,2</b>	<b>0,3</b>	<b>4,9</b>	<b>9,3</b>	<b>-0,7</b>	<b>-10,0</b>
Justerad EBIT-marginal	-2,0%	54,5%	1,5%	18,3%	29,8%	-3,6%	-33,4pp
% y-o-y	-49,3%	294,2%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

\*EBIT justerad för nettoaktiveringar

## Tillväxtutsikter

### Kvartalsuppdateringar

Mindark genomför varje kvartal uppdateringar i Entropia Universe för att förbättra grafik, innehåll eller prestanda utifrån nuvarande spelmotor CryEngine 2. Under kvartalet genomfördes flera tekniska förbättringar för att stärka plattformens konkurrenskraft. Däremot var mängden nya innehållsläpp begränsad, då bolaget enligt egen utsago fokuserade på förberedelser inför kommande Halloween- och julrelaterade event. Glädjande var att framstegen fortsatte vad gäller den pågående övergången till den nya spelmotorn Unreal Engine 5, vilket är den stora värdedrivande aktiviteten framåt.

### Deedförsäljning

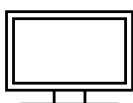
Mindarks huvudsakliga intäkter kommer från mikrotransaktioner i spelets virtuella ekonomi, där användare spenderar tidigare insatta medel på olika föremål och funktioner. Ytterligare en intäktskälla är så kallade deedförsäljningar, där virtuella tillgångar säljs direkt till användare inom spelet. Den 2 juli 2024 annonserade Mindark att 1 000 000 andelar av planeten Rocktopia hade gjorts tillgängliga för försäljning. Vi hade förväntat oss att detta skulle generera engångsintäkter på cirka 10,0 MSEK. Bolaget uppgav dock att deedsen tilldelades nuvarande intressenter, som framöver kommer erhålla veckovisa vinstutdelningar

(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 drivs för närvarande på en anpassad version av den äldre spelmotorn CryEngine 2. Mindark arbetar aktivt med att migrera spelet till den senaste versionen av Unreal Engine 5, vilket förväntas leda till betydande förbättringar i grafik och prestanda samt möjliggöra snabbare implementering av nya spelfunktioner.

Övergången möjliggör även distribution via spelplattformen Epic Games, vilket kan bidra till en utökad spelarbas. Dessutom öppnar det upp för expansion inom nya vertikaler, såsom spelkonsoler och mobiltelefoner. Vår bedömning är att migreringen till Unreal Engine 5 kommer vara klar under 2025 och skapa nya tillväxtpotentialer för bolaget.



#### 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.



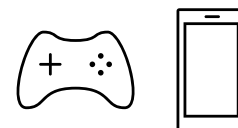
#### Nya funktioner

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.

## Uppdateringar och utveckling

MindArk har under kvartalet genomfört omfattande tekniska uppgraderingar av Entropia Universe, vilket ska stärka plattformens konkurrenskraft och långsiktiga tillväxtpotential. Övergången till Unreal Engine 5 är den viktigaste milstolpen av den tekniska utvecklingen av Entropia Universe och arbetet med detta fortlöper.

### Övergång till Unreal Engine 5

Enligt bolaget har det gjorts stora framsteg med övergången till Unreal Engine 5. Med hjälpt av anpassade omvandlare och plug-ins har samtliga av Entropias världar integrerats i en ny Unreal-klient. Denna klient är utvecklad för att köras parallellt med den existerande CryEngine-klienten, vilket möjliggör sömlös rörelse mellan klienterna för användarna. Uppgraderingen till Unreal-spelmotorn innebär flera fördelar, som förbättrad ljussättning, mer realistiska reflektioner och dynamiska, levande färger. Bolaget hoppas att denna tekniska uppgradering både kan locka en bredare målgrupp och samtidigt bevara den nostalgiska känsla som uppskattas av spelets långvariga användare.

---

### S.E.N.S.E

Under kvartalet lanserade MindArk uppdateringen S.E.N.S.E (Sensory Environment and Neural Synchronization Engine), som förbättrar funktionaliteten för spelets "Immersive companions" (icke-spelbara följeslagare). Uppdateringen ger följeslagarna en förbättrad sensorisk medvetenhet och ökad förståelse för sin omgivning, vilket bidrar till en mer engagerande spelupplevelse. Bland de nya funktionerna märks chattbubblor, förbättrade konversationsförmågor och klickbara vägpunkter, som gör navigering och interaktioner i spelet mer dynamiska och intuitiva. Uppdateringen ska stärka spelupplevelsen och bidra till ökat användarengagemang i Entropia Universe.

---

### Back-end-optimering till C++20

Under kvartalet färdigställde bolaget en uppgradering till C++20, vilket förbättrar back-end-strukturen och gör den mer skalbar för framtida behov. Uppgraderingen möjliggör också dynamiska förbättringar av spelupplevelsen. Dessutom har nya datapipelines implementerats för att stödja AI-drivna agenter, vilket skapar förutsättningar för mer avancerade och responsiva funktioner i spelet.

---

### Events

Under kvartalet lanserades ett nytt event inför de kommande rymduppdateringarna inom Entropia Universe, där användarna kunde tävla om att få en begränsad utgåva av tio exklusiva Prospector-rymdskepp anpassade för gruvsdrift. Eventet var en engångsmöjlighet för spelarna och MindArk uppgav att detta gav bränsle till ekonomin i spelet.

Utöver detta gjordes också förbättringar av säsongseventet Halloween Mayhem, där ytterligare innehåll och utmaningar introducerades. För att öka användarengagemanget infördes att Mayhem Vendor nu erbjuder nya belöningar. Eventet genomfördes i oktober och tillhör således Q4'24. I Q4'24 kommer också juleventet Merry Mayhem och MindArk har satsat på båda dessa event och således varit sparsamma med innehållssläpp under Q3'24. Eventet Howling Universe är ytterligare ett event som planeras runt årsskiftet.

---

### Planet Rocktropia-deeds

Numera finns Planet Rocktropia-deeds tillgängliga på Entropia Exchange, vilket blev den sjätte varianten av tillgångar som går att handla med på marknaden. Totalt är en miljon deeds tilldelade till användarna och kommer att ge veckovis vinstdelning.

## Finansiell ställning

Periodens kassaflöde uppgick till -0,9 MSEK (-5,7) och kassan minskade till 21,7 MSEK vid utgången av kvartalet. Fritt kassaflöde uppgick också till -0,9 MSEK (-5,7), medan justerat fritt kassaflöde (kassaflöde från den löpande verksamheten före förändring av rörelsekapital - CAPEX - kortfristiga placeringar) uppgick till -2,2 MSEK (-1,7).

Mindark hade vid kvartalets utgång totala tillgångar om 153,4 MSEK, varav cirka 59,5 procent av dessa var finansierade med eget kapital. Bolaget hade fortsatt inga räntebärande skulder, vilket resulterade i en nettokassa om 33,6 MSEK (inklusive kortfristiga placeringar som kan konverteras till likvida medel vid behov). Vi betraktar den finansiella ställningen som god och ser potential för ytterligare förbättringar framöver, vilket skapar möjligheter för bolaget att återinföra utdelning på sikt. Innan utdelning kan ske behöver kassaflödena stärkas och kassan inklusive kortfristiga placeringar överstiga avsättningar för oförbrukade användarmedel.

Immateriella tillgångar	Materiella tillgångar	Soliditet
70,8 % (108,7 MSEK)	2,4 % (3,8 MSEK)	59,5 % (91,2 MSEK)
Kassa inkl placeringar	Räntebärande skulder	Nettokassa
21,9 % (33,6 MSEK)	0,0 MSEK	33,6 MSEK

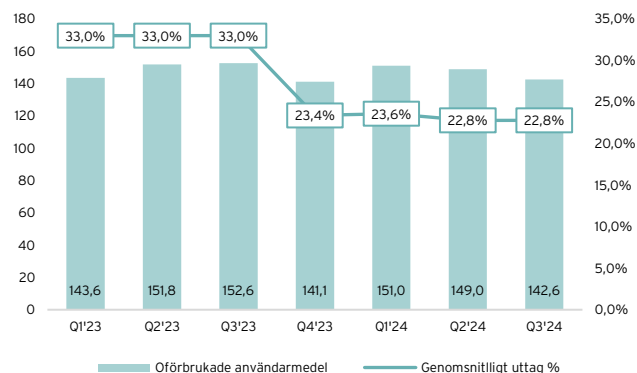
### Oförbrukade användarmedel

Användarna i Entropia Universe innehar den digitala valutan PED och digitala föremål på sina konton, vilka tillsammans utgör användarnas oförbrukade medel som kan lösas in mot USD. Detta innebär en potentiell finansiell risk för MindArk vid en hög andel samtidiga uttagsbegäranden. Även om bolaget inte har någon juridisk skyldighet att lösa in PED, kan ett underlåtande riskera att skada varumärket och påverka användarnas lojalitet negativt. Vi bedömer risken för omfattande uttagsbegäranden som låg, men konstaterar att konsekvenserna skulle kunna bli betydande om en sådan situation uppstod.

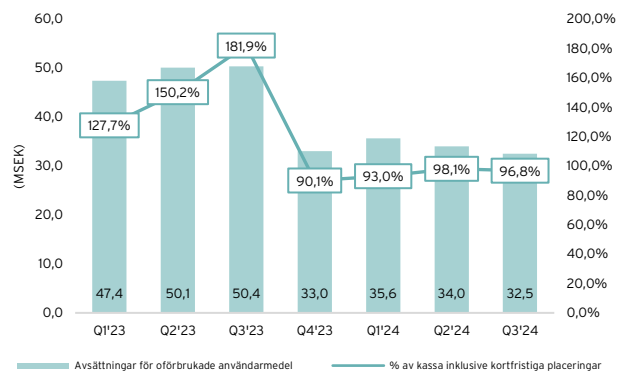
Sedan lanseringen av Entropia Universe år 2003 har användare i genomsnitt begärt uttag motsvarande cirka 33,0 procent av sina oförbrukade medel, vilket MindArk redovisat som en skuld i balansräkningen. Under Q4'23 ändrade bolaget sin redovisningsprincip till att baseras på en femårshistorik för att bättre spegla nuvarande användarbeteenden och ekonomiska trender. I kvartalet uppgick det genomsnittliga uttaget de senaste fem åren till 22,8 procent, i linje med nivån från föregående kvartal.

Oförbrukade användarmedel minskade i kvartalet till 142,6 MSEK, drivet av en svagare dollarkurs. Detta medförde att Mindarks kassa inklusive kortfristiga placeringar fortsatt översteg avsättningar för oförbrukade användarmedel. Bolaget har därmed en hanterbar risknivå kopplad till eventuella uttag.

### Oförbrukade användarmedel



### % av kassa inklusive kortfristiga placeringar



## Värdering

### Key stats

Antal aktier	31 524 625	Börsvärde (MSEK)	62,9
Aktiekurs (SEK)	2,0	Nettokassa (MSEK)	33,6
		Enterprise value (MSEK)	29,3

### Rullande 12 månader

Nettoomsättning	113,2 MSEK	EV/S	0,3
EBIT	32,5 MSEK	EV/EBIT	1,1
Vinst	28,1	P/E	2,4
FCF	3,3	EV/FCF	10,4

Källa: Börndata

### Historiskt snitt

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

Källa: Börndata

### Nyckeltal

EBITDA-marginal	EBIT-marginal	Adj EBIT-marginal	Vinstmarginal
44,1 %	28,7 %	26,3 %	24,9 %
OPCF-marginal	FCF-marginal	ROC	ROIC
5,8 %	2,9 %	19,9 %	14,5 %

Källa: Börndata

## Estimat för 2024

Vi har goda förhoppningar om att nettoomsättningen kommer återhämta sig redan under nästa kvartal, drivet av ett säsongsmässigt starkt kvartal som inkluderar event och nya innehållsöppningar kopplade till Halloween och jul. Det fjärde kvartalet möter dock tuffa jämförelsetal, delvis på grund av engångsintäkter på 11,7 MSEK under jämförelsekvartalet, hänförliga till ändrade redovisningsprinciper för avsättningar av oförbrukade användarmedel. Exklusive engångsposten uppgick nettoomsättningen till 34,6 MSEK, drivet av en ökning i spelaraktiviteten med 22,5 procent. Mot bakgrund av detta bedömer vi att det blir utmanande att nå upp till den justerade nettoomsättningen från föregående år, och vi förväntar oss därför en något lägre omsättning i år. Vi räknar dock med att lönsamheten förblir stark tack vare den goda kostnadskontrollen.

### Kvartalsvisa estimat för helåret 2024

<i>(MSEK)</i>	Q1	Q2	Q3E	Q4E	2024E
Nettoomsättning	20,7	26,8	19,4	27,6	94,5
% y-o-y	-21,9%	2,0%	-15,2%	-40,3%	-22,5%
Aktiverat arbete	5,0	5,0	5,4	5,0	20,4
Övriga rörelseintäkter	0,3	0,2	0,0	0,3	0,8
<b>Summa intäkter</b>	<b>26,1</b>	<b>32,0</b>	<b>24,8</b>	<b>32,9</b>	<b>115,8</b>
<b>Rörelsekostnader</b>	<b>-24,9</b>	<b>-26,6</b>	<b>-24,9</b>	<b>-27,4</b>	<b>-103,8</b>
% y-o-y	-17,5%	-41,8%	-8,8%	3,2%	-20,0%
<b>EBIT</b>	<b>1,1</b>	<b>5,4</b>	<b>-0,1</b>	<b>5,5</b>	<b>12,0</b>
<i>EBIT-marginal</i>	<i>5,5%</i>	<i>20,3%</i>	<i>-0,4%</i>	<i>19,9%</i>	<i>12,7%</i>
% y-o-y	-73,0%	n/a	-104,9%	-78,8%	-41,4%
Nettoaktiveringar	0,8	0,5	0,6	0,1	2,1
<b>Justerad EBIT*</b>	<b>0,3</b>	<b>4,9</b>	<b>-0,7</b>	<b>5,4</b>	<b>9,9</b>
<i>Justerad EBIT-marginal</i>	<i>1,5%</i>	<i>18,3%</i>	<i>-3,6%</i>	<i>19,6%</i>	<i>10,5%</i>
% y-o-y	n/a	n/a	n/a	-78,6%	9,5%

\*EBIT justerad för nettoaktiveringar



## Estimat fram till 2025

(MSEK)	2021	2022	2023	2024E	2025E
<b>Nettoomsättning</b>	<b>81,2</b>	<b>92,8</b>	<b>122,0</b>	<b>94,5</b>	<b>100,4</b>
% y-o-y	1,2%	14,3%	31,4%	-22,5%	6,2%
Aktiverat arbete	16,1	26,5	26,2	20,4	18,0
Övriga intäkter	9,6	5,4	2,0	0,8	1,5
<b>Summa intäkter</b>	<b>107,0</b>	<b>124,6</b>	<b>150,2</b>	<b>115,8</b>	<b>119,9</b>
EV/S	0,4	0,3	0,2	0,3	0,3
<b>Rörelsekostnader</b>	<b>-85,6</b>	<b>-103,3</b>	<b>-129,7</b>	<b>-103,8</b>	<b>-107,7</b>
% y-o-y	12,5%	20,6%	25,6%	-20,0%	3,8%
<b>EBIT</b>	<b>21,3</b>	<b>21,4</b>	<b>20,5</b>	<b>12,0</b>	<b>12,2</b>
EBIT-marginal	26,3%	23,0%	16,8%	12,7%	12,1%
% y-o-y	16,8%	0,1%	-4,4%	-41,4%	1,7%
EV/EBIT	1,4	1,4	1,4	2,4	2,4
Nettoaktiveringar	7,9	15,8	11,4	2,1	0,0
<b>Justerad EBIT*</b>	<b>13,4</b>	<b>5,5</b>	<b>9,1</b>	<b>9,9</b>	<b>12,2</b>
Justerad EBIT-marginal	16,6%	6,0%	7,4%	10,5%	12,1%
% y-o-y	-16,8%	-58,7%	63,2%	9,5%	23,0%
EV/justerad EBIT	2,2	5,3	3,2	3,0	2,4

\*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 av lönsam tillväxt, 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)
<b>2025E</b>	10	12,2	121,9	3,9
<i>Säkerhetsmarginal (30%)</i>	10	8,5	85,3	2,7

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
<b>2025E</b>	1,94	93,8%	73,6%	1,36	35,7%	29,0%

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	61,0	1,9	-3,1%	42,7	1,4	-32,2%
6	73,1	2,3	16,3%	51,2	1,6	-18,6%
7	85,3	2,7	35,7%	59,7	1,9	-5,0%
8	97,5	3,1	55,1%	68,3	2,2	8,5%
9	109,7	3,5	74,4%	76,8	2,4	22,1%
<b>10</b>	<b>121,9</b>	<b>3,9</b>	<b>93,8%</b>	<b>85,3</b>	<b>2,7</b>	<b>35,7%</b>
11	134,1	4,3	113,2%	93,9	3,0	49,2%
12	146,3	4,6	132,6%	102,4	3,2	62,8%
13	158,5	5,0	152,0%	110,9	3,5	76,4%
14	170,7	5,4	171,4%	119,5	3,8	90,0%
15	182,9	5,8	190,7%	128,0	4,1	103,5%

I vårt huvudscenario ser vi en uppsida om 93,8 procent för 2025E. 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