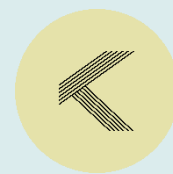


MindArk PE

Rapportkommentar Q4'24



2025-03-06

Mindark redovisade minskad nettoomsättning och lägre rörelseresultat i det fjärde kvartalet. Nettoomsättningen uppgick till 23,7 MSEK (46,3). Vidare uppgick EBIT till 3,0 MSEK (26,0), vilket motsvarade en EBIT-marginal om 12,7 procent (56,2). Periodens kassaflöde uppgick till -0,3 MSEK (9,3) och kassan minskade till 21,6 MSEK vid utgången av kvartalet.

Lägre spelaraktivitet och tuffa jämförelsetal

Nettoomsättningen minskade med 48,7 procent, främst till följd av lägre spelaraktivitet och tuffa jämförelsetal. Justerat för förändrade redovisningsprinciper under jämförelsekvartalet var nedgången 31,3 procent. Trots detta visade kvartalet en viss återhämtning från Q3, även om effekten av event och nya innehållsläpp var begränsad. EBIT justerat för nettoaktiveringar uppgick till 2,6 MSEK (25,2), vilket innebar en kraftig försämrning. Samtidigt minskade rörelsekostnaderna exklusive avskrivningar med 5,6 procent, vilket visade att hela nedgången drevs av den lägre nettoomsättningen.

Fokus på spelaraktiviteten

Nettoomsättningen visade på en viss återhämtning från Q3, även om försäljningen var svag under föregående kvartal på grund av ett begränsat antal innehållsläpp samt förberedelser inför event och lanseringar kopplade till Halloween och jul under Q4. Framöver förblir nya uppdateringar, innehållsläpp och event viktiga för att öka spelaraktiviteten. Samtidigt väntas fortsatt teknisk utveckling och övergången till den nya spelmotorn Unreal Engine 5 bli en central drivkraft för tillväxt. Vi är förhoppningsfulla inför möjligheten att den nya spelmotorn och andra initiativ kan bidra till en positiv utveckling framåt.

Outlook

Under 2024 har tillväxten hämmats av lägre spelaraktivitet och utmanande jämförelsetal. Samtidigt har rörelsekostnaderna minskat avsevärt genom omstruktureringar och AI-satsningar, vilket säkerställer en fortsatt lönsam verksamhet. Mindark har dessutom gjort tekniska framsteg som lägger grunden för att bibehålla och öka spelets attraktivitet. Vi har justerat ned våra estimat för prognosperioden, men ser fortsatt positivt på att den nya spelmotorn och andra initiativ kan driva en ökning av nettoomsättningen och förbättra lönsamheten. Vårt motiverade värde för 2026E uppgår till 2,9 SEK per aktie, vilket motsvarar en uppsida om 111,5 procent.

(MSEK)	2022	2023	2024	2025E	2026E
Nettoomsättning	92,8	122,0	90,7	95,4	99,6
% y-o-y	14,3%	31,4%	-25,7%	5,2%	4,4%
Aktiverat arbete	26,5	26,2	20,8	18,9	16,0
Övriga intäkter	5,4	2,0	0,6	1,0	1,0
Summa intäkter	124,6	150,2	112,1	115,3	116,6
EV/S	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Rörelsekostnader	-103,3	-129,7	-102,6	-107,2	-108,7
% y-o-y	20,6%	25,6%	-20,9%	4,5%	1,4%
Adj EBIT*	5,5	9,1	7,1	9,2	11,5
Adj EBIT-marginal*	6,0%	7,4%	7,8%	9,6%	11,5%
% y-o-y	-58,7%	63,2%	-22,0%	30,3%	25,0%
EV/adj. EBIT*	1,8	1,1	1,4	1,1	0,9

*EBIT justerat för nettoaktiveringar

Fakta

VD (tf)	Leif Evander Andersson
Lista	Spotlight
Ticker	MNDRK
Aktiekurs (SEK)	1,38
Antal aktier (M)	31,5
Börsvärde (MSEK)	43,5
Nettokassa (MSEK)	33,5
EV (MSEK)	10,0
Insideräggande	0,7%
Nästa rapport	2025-05-28

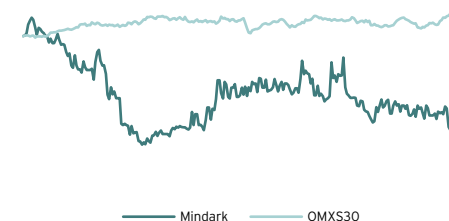
Finansiell historik



Analytiker

Pontus Fredriksson
pontus@kalqyl.se

Kursutveckling 12 månader



Kursutveckling %	1 m	3 m	12 m
MindArk	-23,6	-31,6	-56,5

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.



Tillväxt drivare

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 tillväxt drivare. 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.

"Under det fjärde kvartalet 2024 har MindArk fortsatt att navigera i en utmanande men utvecklande period. Vår verksamhet har präglats av både framsteg och svårigheter. Trots minskade intäkter jämfört med föregående år har vi genomfört viktiga förändringar som lägger grunden för ett framtidssäkrat och innovativt Entropia Universe."

- Leif Evander Andersson, VD MindArk

Investeringscase

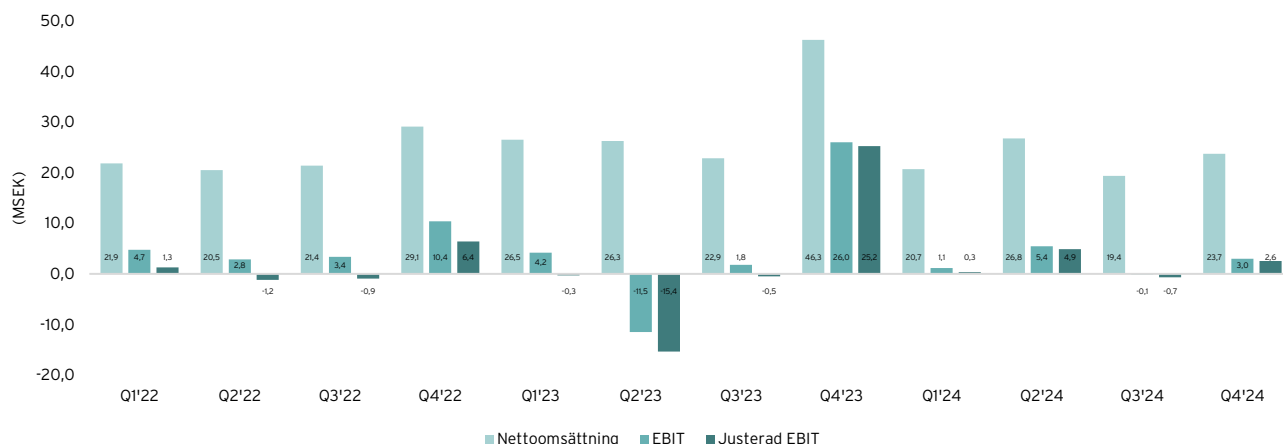
- Lång historik av lönsam tillväxt
- Lojal spelarbas
- Unik produkt och marknadsledare inom sin nisch
- Ökad spelaraktivitet och deed-försäljning
- Ny grafikmotor, nya vertikaler och lansering på Epic Games
- Kostnadsbesparingar och AI-satsning
- Målsättning att återinföra utdelning
- Låg framåtblickande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

Lägre spelaraktivitet och tuffa jämförelsetal

Nettoomsättningen i det fjärde kvartalet uppgick till 23,7 MSEK (46,3), vilket motsvarade en minskning med 48,7 procent. Minskningen berodde främst på en lägre spelaraktivitet och tuffa jämförelsetal. Justerat för förändrade redovisningsprinciper under jämförelsekvartalet var nedgången 31,3 procent. Aktiverat arbete för egen räkning uppgick till 5,4 MSEK (4,8) och övriga rörelseintäkter kom in på 0,1 MSEK (1,5).

EBIT minskade från 26,0 till 3,0 MSEK, medan EBIT justerad för nettoaktiveringar uppgick till 2,6 MSEK (25,2). Rörelsekostnaderna exklusive avskrivningar minskade med 5,6 procent, vilket visade att Mindark bibehöll den goda kostnadskontrollen och hela nedgången drevs av den lägre nettoomsättningen.

Finansiell utveckling



Estimat vs utfall

Rapporten var svagare än väntat, främst på grund av den lägre nettoomsättningen. Intäkterna kan variera mellan kvartalen beroende på tidpunkten för event och innehållsösläpp. Vi hade förväntat oss en högre nettoomsättning givet det säsongsmässigt starka kvartalet med event och nya lanseringar kopplade till Halloween och jul, men effekten av dessa blev begränsad. Rörelsekostnaderna var i linje med våra estimat, vilket visade att den lägre lönsamheten helt berodde på den svagare försäljningen.

Utfall vs Estimat Q4 2024

(MSEK)	Q4'23	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24E	Q4'24A	Diff
Nettoomsättning	46,3	20,7	26,8	19,4	27,6	23,7	-3,9
% y-o-y	59,1%	-21,9%	2,0%	-15,2%	-40,3%	-48,7%	-14,0%
Aktiverat arbete	4,8	5,0	5,0	5,4	5,0	5,4	0,4
Övriga rörelseintäkter	1,5	0,3	0,2	0,0	0,3	0,1	-0,2
Summa intäkter	52,5	26,1	32,0	24,8	32,9	29,2	-3,7
Rörelsekostnader	-26,6	-24,9	-26,6	-24,9	-27,4	-26,2	-1,2
% y-o-y	-12,8%	-17,5%	-41,8%	-8,8%	3,2%	-1,2%	-4,4%
EBIT	26,0	1,1	5,4	-0,1	5,5	3,0	-2,5
EBIT-marginal	56,2%	5,5%	20,3%	-0,4%	19,9%	12,7%	-7,2pp
% y-o-y	150,1%	-73,0%	n/a	-104,9%	-78,8%	-88,4%	-40,0%
Nettoaktiveringar	0,8	0,8	0,5	0,6	0,1	0,5	0,4
Justerad EBIT*	25,2	0,3	4,9	-0,7	5,4	2,6	-2,8
Justerad EBIT-marginal	54,5%	1,5%	18,3%	-3,6%	19,6%	10,7%	-8,9pp
% y-o-y	294,2%	n/a	n/a	n/a	-78,6%	-89,9%	-51,9%

*EBIT justerad för nettoaktiveringar

Fokus på spelaraktiviteten

Kvartalsuppdateringar

Mindark genomför regelbundna uppdateringar i Entropia Universe för att förbättra grafik, innehåll och prestanda. Under kvartalet genomfördes flera tekniska förbättringar, särskilt inom S.E.N.S.E.-systemet, vilket gör spelets datorstyrda karaktärer (NPC:er) mer realistiska. De kan nu reagera med sin omgivning, använda chattbubblor vid spelarinteraktion och föra mer naturliga samtal baserade på tidigare interaktioner.

En av de största nyheterna är att NPC:erna nu kan skapa unika och dynamiska uppdrag varje dag. Uppdragen anpassas efter karaktärernas personlighet, spelets miljö och spelarens nivå, vilket skapar trovärdiga berättelser och tydliga mål. NPC:erna kan även följa spelarens framsteg och anpassa uppdragens utmaningar baserat på prestation. Navigeringen har dessutom förbättrat spelet genom att låta NPC:er erbjuda klickbara länkar till viktiga platser såsom kartpunkter, teleportörer och objekt, vilket gör utforskningen smidigare för användarna.

Utöver tekniska förbättringar har spelet fått nya innehållsläpp kopplade till Halloween Mayhem i oktober och juleventet Merry Mayhem. Under början av 2025 introducerades även Howling Universe, en uppdatering med exklusivt innehåll och ny spelmekanik som förväntas lyfta spelupplevelsen ytterligare. Enligt MindArk har uppdateringen tagits emot väl av spelarna, vilket kan bidra positivt till spelaraktiviteten.

Mindark förväntar sig en gradvis återhämtning i omsättning i takt med att den tekniska infrastrukturen implementeras och förbättringarna får genomslag. Samtidigt kan det ta tid för spelarna att anpassa sig till de nya funktionerna. Spelaraktiviteten och omsättningen var dessutom högre under första halvan av 2024 än under den senare delen av året. Därutöver förväntar vi oss att den planerade övergången till spelmotorn CryEngine 2 kan bidra mer positivt under andra halvan av 2025. Vi bedömer därför att en betydande del av tillväxten kommer att ske under andra halvåret av 2025.

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. Det öppnar dessutom 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 tillväxtmöjligheter 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.



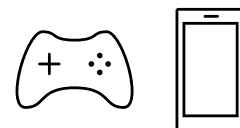
Nya funktioner

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.

Finansiell ställning

Periodens kassaflöde uppgick till -0,3 MSEK (9,3) och kassan minskade till 21,6 MSEK vid utgången av kvartalet. Fritt kassaflöde uppgick också till -0,3 MSEK (-9,3), medan justerat fritt kassaflöde (kassaflöde från den löpande verksamheten före förändring av rörelsekapital - CAPEX - kortfristiga placeringar) uppgick till 2,4 MSEK (13,5).

Mindark hade vid kvartalets utgång totala tillgångar om 155,5 MSEK, varav cirka 59,1 procent av dessa var finansierade med eget kapital. Bolaget hade fortsatt inga räntebärande skulder, vilket resulterade i en nettokassa om 33,5 MSEK (inklusive kortfristiga placeringar som kan konverteras till likvida medel vid behov). Vi betraktar den finansiella ställningen som god och ser möjligheter till ytterligare förbättringar framöver. Bolaget befinner sig för närvarande i en intensiv utvecklingsfas med höga investeringar för att migrera spelet till Unreal Engine 5, vilket påverkar det operativa kassaflödet. Vi förväntar oss att dessa investeringar gradvis minskar, vilket kan skapa utrymme för bolaget att återinföra utdelning på sikt.

Immateriella tillgångar	Materiella tillgångar	Soliditet
70,4 % (109,4 MSEK)	2,3 % (3,6 MSEK)	59,1 % (91,9 MSEK)
Kassa inkl placeringar	Räntebärande skulder	Nettokassa
21,5 % (33,5 MSEK)	0,0 MSEK	33,5 MSEK

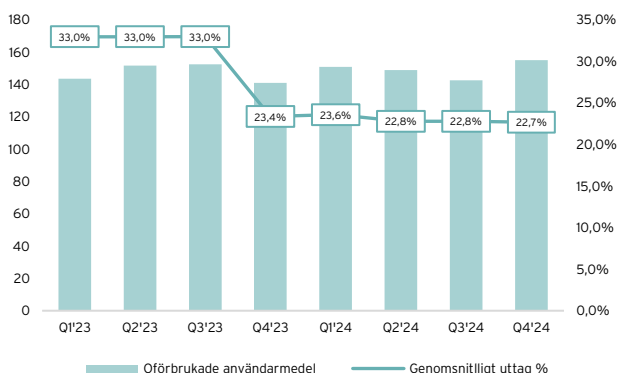
Oförbrukade användarmedel

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, särskilt vid en hög andel samtida 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 dock risken för omfattande uttagsbegäranden som låg, men om en sådan situation skulle uppstå kan konsekvenserna bli betydande.

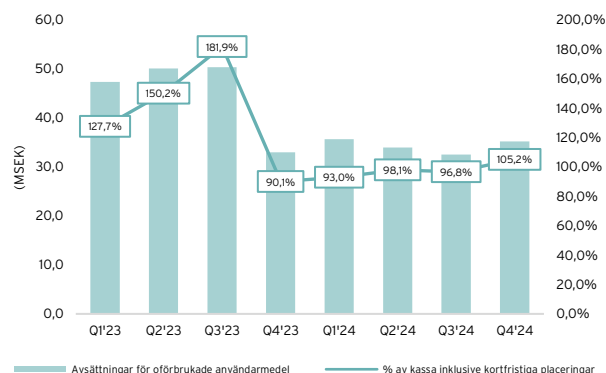
Sedan lanseringen av Entropia Universe år 2003 har användare i genomsnitt begärt uttag motsvarande cirka 33,0 procent av sina oförbrukade medel, vilket MindArk redovisat som en skuld i balansräkningen. Under Q4'23 ändrade bolaget sin redovisningsprincip till att baseras på en femårshistorik för att bättre spegla nuvarande användarbeteenden och ekonomiska trender och ekonomiska trender. I kvartalet uppgick det genomsnittliga uttaget för de fem senaste åren på 22,7 procent, vilket var i linje med föregående kvartal.

Under kvartalet ökade oförbrukade användarmedel från 142,6 MSEK till 155,1 MSEK, främst drivet av en högre dollarkurs. Mindarks kassa inklusive kortfristiga placeringar understeg avsättningar för oförbrukade användarmedel, men risknivån är fortsatt hanterbar kopplad till eventuella uttag.

Oförbrukade användarmedel



% av kassa inklusive kortfristiga placeringar



Värdering

Key stats

Antal aktier	31 524 625	Börsvärde (MSEK)	43,5
Aktiekurs (SEK)	1,38	Nettokassa (MSEK)	33,5
		Enterprise value (MSEK)	10,0

Rullande 12 månader

Nettoomsättning	90,7 MSEK	EV/S	0,1
EBIT	9,5 MSEK	EV/EBIT	1,3
Vinst	4,9	P/E	9,4
FCF	neg.	EV/FCF	neg.

Källa: Börndata

Historiskt snitt

	EV/S	EV/EBIT	P/E	EV/FCF
Snitt 3 år	0,7	3,5	12,5	neg.

Källa: Börndata

Nyckeltal

EBITDA-marginal	EBIT-marginal	Adj EBIT-marginal	Vinstmarginal
30,8 %	10,5 %	7,8 %	5,4 %
OPCF-marginal	FCF-marginal	ROC	ROIC
neg.	neg.	8,2 %	4,2 %

Källa: Börndata

Estimat för 2025

Vi ser positivt på att nettoomsättningen kan återhämta sig under 2025, drivet av teknisk utveckling och övergången till Unreal Engine 5. Spelaraktiviteten och omsättningen var högre under första halvan av 2024 jämfört med den senare delen av året, vilket gör att vi förväntar oss att en stor del av tillväxten sker under andra halvåret av 2025. En ökad nettoomsättning i kombination med fortsatt god kostnadskontroll bör samtidigt bidra till en förbättrad lönsamhet.

Kvartalsvisa estimat för helåret 2025

(MSEK)	Q1E	Q2E	Q3E	Q4E	2025E
Nettoomsättning	21,0	24,0	23,2	27,2	94,5
% y-o-y	1,3%	-10,4%	19,6%	14,6%	5,2%
Aktiverat arbete	5,4	5,0	4,5	4,0	18,9
Övriga rörelseintäkter	0,3	0,3	0,3	0,3	1,0
Summa intäkter	26,7	29,3	28,0	31,5	115,3
Rörelsekostnader	-26,5	-27,7	-25,8	-27,2	-107,2
% y-o-y	6,2%	4,3%	3,4%	3,7%	4,5%
EBIT	0,1	1,6	2,2	4,3	8,1
EBIT-marginal	0,7%	6,5%	9,3%	15,6%	8,5%
% y-o-y	-86,8%	-71,5%	n/a	41,2%	-14,6%
Nettoaktiveringar	0,4	0,0	-0,5	-1,0	-1,1
Justerad EBIT*	-0,3	1,6	2,7	5,3	9,2
Justerad EBIT-marginal	-1,2%	6,5%	11,4%	19,3%	9,6%
% y-o-y	n/a	-68,4%	n/a	105,9%	30,3%

*EBIT justerad för nettoaktiveringar

Estimat fram till 2026

<i>(MSEK)</i>	2022	2023	2024	2025E	2026E
Nettoomsättning	92,8	122,0	90,7	95,4	99,6
% y-o-y	14,3%	31,4%	-25,7%	5,2%	4,4%
Aktiverat arbete	26,5	26,2	20,8	18,9	16,0
Övriga intäkter	5,4	2,0	0,6	1,0	1,0
Summa intäkter	124,6	150,2	112,1	115,3	116,6
EV/S	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Rörelsekostnader	-103,3	-129,7	-102,6	-107,2	-108,7
% y-o-y	20,6%	25,6%	-20,9%	4,5%	1,4%
EBIT	21,4	20,5	9,5	8,1	7,9
EBIT-marginal	23,0%	16,8%	10,5%	8,5%	7,9%
% y-o-y	0,1%	-4,4%	-53,6%	-14,6%	-2,5%
EV/EBIT	0,5	0,5	1,1	1,2	1,3
Nettoaktiveringar	15,8	11,4	2,4	-1,1	-3,6
Justerad EBIT*	5,5	9,1	7,1	9,2	11,5
Justerad EBIT-marginal	6,0%	7,4%	7,8%	9,6%	11,5%
% y-o-y	-58,7%	63,2%	-22,0%	30,3%	25,0%
EV/justerad EBIT	1,8	1,1	1,4	1,1	0,9

*EBIT justerad för nettoaktiveringar

Vi har valt att värdera Mindark utifrån en multipel om 8x justerad EBIT för helåret 2026E. Vi anser att det är rimlig multipel givet bolagets långa historik av lönsam tillväxt, unika position inom sin nisch och tillväxtutsikterna bortom 2026 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 2026E	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)
2026E	8	11,5	92,0	2,9
<i>Säkerhetsmarginal (30%)</i>	8	8,1	64,4	2,0

Nedan följer potentiell avkastning för 2026E om Mindark utvecklas likt våra estimat i huvudscenariot samt med en applicerad säkerhetsmarginal.

Potentiell avkastning						
Huvudscenario				Säkerhetsmarginal (30%)		
	Faktor	Procent	CAGR	Faktor	Procent	CAGR
2026E	2,11	111,5%	45,4%	1,48	48,0%	21,7%

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

Känslighetsanalys

Adj. EBITx	Huvudscenario 2026E			Säkerhetsmarginal (30%)		
	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %
3	34,5	1,1	-20,7%	24,2	0,8	-44,5%
4	46,0	1,5	5,7%	32,2	1,0	-26,0%
5	57,5	1,8	32,2%	40,3	1,3	-7,5%
6	69,0	2,2	58,6%	48,3	1,5	11,0%
7	80,5	2,6	85,0%	56,4	1,8	29,5%
8	92,0	2,9	111,5%	64,4	2,0	48,0%
9	103,5	3,3	137,9%	72,5	2,3	66,5%
10	115,0	3,6	164,3%	80,5	2,6	85,0%
11	126,5	4,0	190,8%	88,6	2,8	103,5%
12	138,0	4,4	217,2%	96,6	3,1	122,0%
13	149,5	4,7	243,6%	104,7	3,3	140,6%

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