

MindArk PE

Rapportkommentar Q4'23



2024-03-07

Mindark redovisade ökad nettoomsättning och EBIT i det fjärde kvartalet. Nettoomsättningen uppgick till 46,3 MSEK (29,1), vilket motsvarade en ökning om 59,1 procent. Vidare uppgick EBIT till 26,0 MSEK (10,4), vilket motsvarade en EBIT-marginal om 56,2 procent (35,7). Periodens kassaflöde uppgick till 9,3 MSEK (3,3), vilket innebar att kassan ökade till 27,0 MSEK vid utgången av kvartalet.

Hög spelaraktivitet

Omsättningen i Entropia Universe ökade med över 27,0 procent y-o-y och med 22,5 procent justerat för en svagare dollarkurs. Den höga aktiviteten förklarades av framgångsrika kvartalsuppdateringar och återkommande events. Vidare genererades intäkter från en lyckad deedförsäljning. Resterande intäkter var hänförligt till ändrade redovisningsprinciper för avsättningar av oförbrukade användarmedel, vilket lyfte omsättningen med cirka 11,7 MSEK.

Effekten av omorganisationen

Justerat för nettoaktiveringar uppgick EBIT till 25,2 MSEK, vilket motsvarade en marginal om 54,5 procent. Det justerade EBIT-resultatet ökade med 294,2 procent, vilket visade att omstruktureringsarbetet och AI-satsningen som Mindark genomförde under 2023 gav effekt på lönsamheten i Q4. Vår bedömning är att personalkostnaderna kommer vara relativt intakta, vilket kommer få fortsatt effekt på lönsamheten.

Outlook

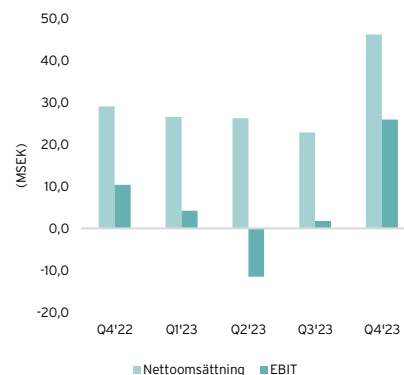
Mindarks rapport för det fjärde kvartalet visade effekten av ett intensivt och lyckosamt förändringsarbete. Sammantaget bedömer vi att effekten av omorganisationen kommer få positiv inverkan på lönsamheten och att marknaden inte prisar in den marginalresan. I vårt huvudscenario ser vi en uppsida om 154,0 procent för 2025E. I scenariot och med en applicerad säkerhetsmarginal om 30,0 procent på våra estimat ser vi en uppsida om 77,8 procent.

(MSEK)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	81,2	92,8	122,0	115,2	123,3
% y-o-y	1,2%	14,3%	31,4%	-5,5%	7,0%
Aktiverat arbete	16,1	26,5	26,2	22,0	18,0
Övriga intäkter	9,6	5,4	2,0	2,0	1,5
Summa intäkter	107,0	124,6	150,2	139,2	142,8
EV/S	0,9	0,8	0,6	0,6	0,6
Rörelsekostnader	85,6	103,3	129,7	110,8	117,2
% y-o-y	12,5%	20,6%	25,6%	-14,6%	5,8%
EBIT	21,3	21,4	20,5	28,4	25,6
EBIT-marginal	26,3%	23,0%	16,8%	24,7%	20,8%
% y-o-y	16,8%	0,1%	-4,4%	38,9%	-9,8%
EV/EBIT	3,5	3,5	3,6	2,6	2,9

Fakta

VD	Henrik Nel Jerkrot
Lista	Spotlight
Ticker	MNDRK
Aktiekurs (SEK)	3,2
Antal aktier (M)	31,5
Börsvärde (MSEK)	100,9
Nettokassa (MSEK)	27,0
EV (MSEK)	73,8
Insiderägande	1,1%
Nästa rapport	2024-05-15

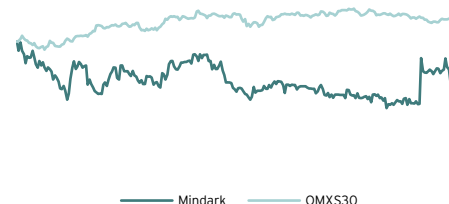
Finansiell historik



Analytiker

Pontus
Fredriksson
pontus@kalqyl.se

Kursutveckling 7 månader



Kursutveckling %	1 m	3 m	12 m
MindArk	27,0	8,9	-26,8

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.

"Det fjärde kvartalet är det första kvartalet där vi inte har med oss några av de kostnader som kan hänföras till omorganisationen. Vi förväntar oss under kommande tid att fortsätta se effekten av de beslut som genomfördes under förra året"

- Henrik Nel Jerkrot, VD MindArk

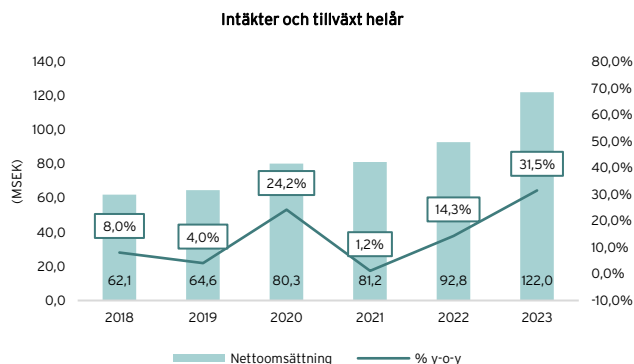
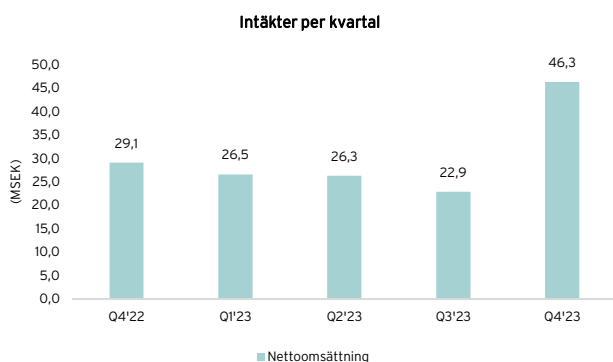
Investeringscase

- 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

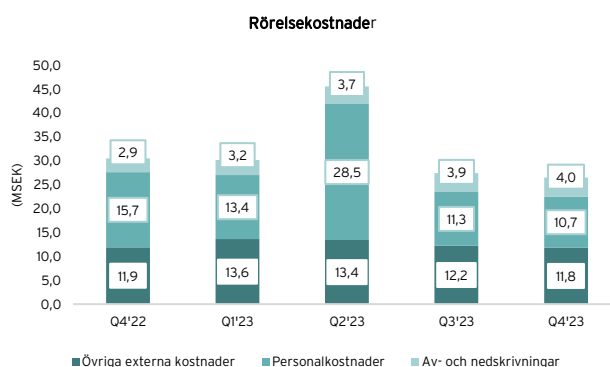
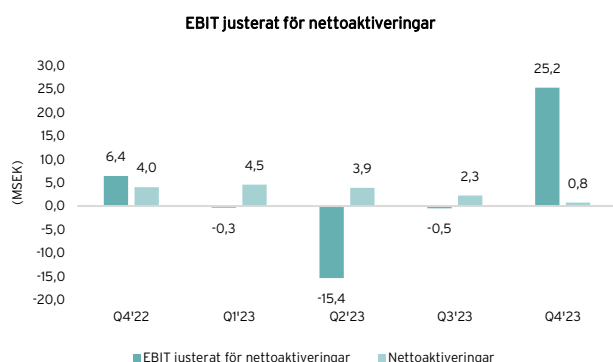
Hög spelaraktivitet och effekt av omorganisationen

Nettoomsättningen i det fjärde kvartalet uppgick till 46,3 MSEK (29,1), vilket motsvarade en ökning om hela 59,1 procent. Aktiverat arbete för egen räkning uppgick till 4,8 MSEK (6,9) och övriga rörelseintäkter till 1,5 MSEK (4,9).

Omsättningen i Entropia Universe ökade med över 27,0 procent y-o-y, vilket återigen visade prov på Mindarks förmåga att generera engagerande innehåll för att fortsätta underhålla spelarbasen. Justerat för en svagare dollarkurs ökade omsättningen i spelet med 22,5 procent. Den höga spelaraktiviteten förklarades av en framgångsrik kvartalsuppdatering och återkommande events, samtidigt som effekten av den sena kvartalsuppdateringen i Q3 spillde över till detta kvartal. I kvartalet skedde även en deedförsäljning, vilket uppskattningsvis genererade intäkter om 5,5 MSEK. Resterande intäkter var hänförligt till ändrade redovisningsprinciper för avsättningar av oförbrukade användarmedel, vilket lyfte omsättningen med cirka 11,7 MSEK. Beloppet var en engångseffekt och inverkan av förändringen kommer utjämnas över 2024. Vi räknar med 0,5 MSEK i ökade intäkter för helåret baserat på femårssnittet om 5,0 MSEK i insatta medel per år som inte förbrukas.



EBIT uppgick till 26,0 MSEK (10,4), vilket motsvarade en EBIT-marginal om 56,2 procent (35,7). Justerat för nettoaktiveringar uppgick EBIT till 25,2 MSEK (6,4), vilket motsvarade en marginal om 54,5 procent (22,0). Det justerade EBIT-resultatet ökade med 294,2 procent, vilket visade att omstruktureringsarbetet och AI-satsningen som Mindark genomförde under 2023 gav effekt på den underliggande lönsamheten i Q4. Personalkostnaderna minskade med -5,0 MSEK y-o-y och de totala rörelsekostnaderna med -12,8 procent. Vi bedömer att personalkostnaderna kommer vara relativt intakta, vilket kommer få fortsatt effekt på lönsamheten framåt.



Tillväxtutsikter

Kvartalsuppdateringar

Varje kvartal upprättar Mindark en uppdatering i Entropia Universe för att antingen förbättra grafik, innehåll eller prestanda utifrån nuvarande spelmotor CryEngine 2. Bolaget planerar att lansera en betydande uppdatering av användargränssnittet i Q1'24, vilket förväntas 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.

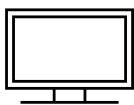
Deedförsäljning

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. I kvartalet sålde Mindark 500 000 andelar av Triton Island på auktion, vilket uppskattningsvis genererade intäkter om 5,5 MSEK. Vi räknar med en deedförsäljning årligen framåt och att försäljningen i kvartalet 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 byte av spelmotor till Unreal Engine 5 kommer innebära ökade tillväxtpotentialer och att övergången 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

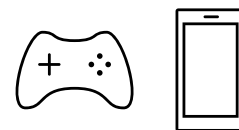
Nuvarande spelmotor kräver ständiga underhåll, vilket är tid- och resurskrävande.

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 9,3 MSEK (3,3), vilket innebar att kassan ökade till 27,0 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.

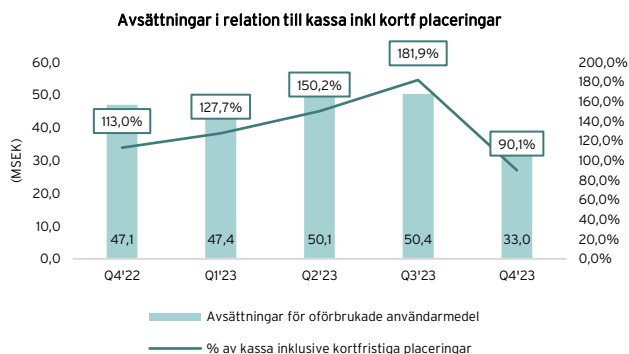
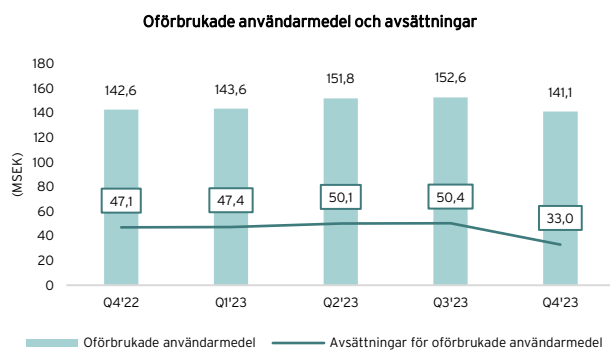
Mindark hade vid kvartalets utgång totala tillgångar om 151,3 MSEK, varav cirka 57,5 procent av dessa var finansierade med eget kapital. Bolaget hade fortsatt inga räntebärande skulder samtidigt som kassan ökade till 27,0 MSEK, vilket resulterade i en nettokassa om 27,0 MSEK. Vidare kan kortfristiga placeringar snabbt konverteras till likvida medel vid behov. Likvida medel inklusive kortfristiga placeringar uppgick sammanlagt till 36,6 MSEK. Därtill har den finansiella risken kopplat till användarnas oförbrukade medel minskat. 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
67,9 % (102,7 MSEK)	1,9 % (2,9 MSEK)	57,5 % (87,0 MSEK)
Kassa	Räntebärande skulder	Nettokassa
17,9 % (27,0 MSEK)	0,0 MSEK	27,0 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 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 endast begärt uttag om 33,0 procent, vilka Mindark redovisat som en skuld i balansräkningen. Genomsnittet av uttag under de senaste fem åren har varit 23,4 procent. I kvartalet reducerades oförbrukade användarmedel med 11,5 MSEK. Minskningen var hänförligt till ett lägre antal PED i spelet, en lägre dollarkurs och att Mindark ändrade redovisningsprincip till att titta på femårshistoriken. Mindarks kassa inklusive kortfristiga placeringar överstiger nu totala avsättningar för oförbrukade användarmedel, vilket belyser den förbättrade finansiella ställningen ytterligare.



Nuläge och outlook

Nettoomsättningen i det fjärde kvartalet uppgick till 46,3 MSEK (29,1), vilket motsvarade en ökning om hela 59,1 procent. Omsättningen i Entropia Universe ökade med över 27,0 procent y-o-y och med 22,5 procent justerat för en svagare dollarkurs. Den höga aktiviteten förklarades av framgångsrika kvartalsuppdateringar och återkommande events. Vidare genererades intäkter från en lyckad deedförsäljning. Resterande intäkter var hänförligt till ändrade redovisningsprinciper för avsättningar av oförbrukade användarmedel, vilket lyfte omsättningen med cirka 11,7 MSEK. Beloppet var en engångseffekt och inverkan av förändringen kommer utjämnas över 2024. Vi räknar med 0,5 MSEK i ökade intäkter för helåret baserat på femårssnittet om 5,0 MSEK i insatta medel per år som inte förbrukas.

Mindark planerar att lansera en betydande uppdatering av användargränssnittet i Q1'24, vilket förväntas 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 räknar vi med en deedförsäljning årligen framåt och att försäljningen i kvartalet var någorlunda representativ för framtiden. Därtill fortlöper arbetet med att byta spelmotor till den senaste versionen av Unreal Engine 5. Vår bedömning är att byte av spelmotor till Unreal Engine 5 kommer innebära ökade tillväxtpotentialer och att övergången träder i kraft under 2025.

Justerat för nettoaktiveringar uppgick EBIT i kvartalet till 25,2 MSEK, vilket motsvarade en marginal om höga 54,5 procent. Det justerade EBIT-resultatet ökade med 294,2 procent, vilket visade att omstruktureringsarbetet och AI-satsningen som Mindark genomförde under 2023 gav effekt på lönsamheten i Q4. Vår bedömning är att personalkostnaderna kommer vara relativt intakta, vilket kommer få fortsatt inverkan på lönsamheten framåt.

Värdering

Key stats

Antal aktier	31 524 625	Börsvärde (MSEK)	100,9
Aktiekurs (SEK)	3,20	Nettokassa (MSEK)	27,0
		Enterprise value (MSEK)	73,9

Rullande 12 månader

Nettoomsättning	122,0 MSEK	EV/S	0,5
EBIT	20,5 MSEK	EV/EBIT	3,1
Vinst	15,0	P/E	6,7
FCF	neg.	P/FCF	neg.

Källa: Börndata

Historiskt snitt

	EV/S	EV/EBIT	P/E	EV/FCF
Snitt 3 år	0,9	3,1	neg.	neg.

Källa: Börndata

Nyckeltal

EBITDA-marginal	EBIT-marginal	Adj EBIT-marginal	Vinstmarginal
28,9 %	16,8 %	7,4 %	12,3 %
OPCF-marginal	FCF-marginal	ROC	ROIC
neg.	neg.	19,9 %	14,5 %

Källa: Börndata

Estimat

I vårt huvudscenario estimerar vi att omsättningen i Entropia Universe ökar under tidsperioden, drivet av expansion av spelarbasen och ökad spelaraktivitet. 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 utgår från att byte av spelmotor till Unreal Engine 5 sker under 2025 och att tillväxten accelererar till följd av detta. Vidare räknar vi med att personalkostnaderna sjunker kraftigt i relation till omsättningen, 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	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	81,2	92,8	122,0	115,2	123,3
% y-o-y	1,2%	14,3%	31,4%	-5,5%	7,0%
Aktiverat arbete	16,1	26,5	26,2	22,0	18,0
Övriga intäkter	9,6	5,4	2,0	2,0	1,5
Totala intäkter	107,0	124,6	150,2	139,2	142,8
EV/S	0,9	0,8	0,6	0,6	0,6
Rörelsekostnader	85,6	103,3	129,7	110,8	117,2
% y-o-y	12,5%	20,6%	25,6%	-14,6%	5,8%
EBIT	21,3	21,4	20,5	28,4	25,6
EBIT-marginal	26,3%	23,0%	16,8%	24,7%	20,8%
% y-o-y	16,8%	0,1%	-4,4%	38,9%	-9,8%
EV/EBIT	3,5	3,5	3,6	2,6	2,9
Nettoaktiveringar	7,9	15,8	11,4	5,6	0,0
Justerad EBIT*	13,4	5,5	9,1	22,8	25,6
Justerad EBIT-marginal	16,6%	6,0%	7,4%	19,8%	20,8
% y-o-y	-16,8%	-58,7%	63,2%	150,5%	12,5%
Justerad EV/EBIT	5,5	13,4	8,1	3,2	2,9

*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	25,6	256,2	8,1
<i>Säkerhetsmarginal (30%)</i>	10	17,9	179,4	5,7

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	2,54	154,0%	59,4%	1,78	77,8%	33,3%

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 %
5	128,1	4,1	27,0%	89,7	2,8	-11,1%
8	205,0	6,5	103,2%	143,5	4,6	42,2%
10	256,2	8,1	154,0%	179,4	5,7	77,8%
12	307,5	9,8	204,8%	215,2	6,8	113,4%
15	384,3	12,2	281,0%	269,0	8,5	166,7%

I vårt huvudscenario ser vi en uppsida om 154,0 procent för 2025E, vilket ger en CAGR om 59,4 procent. I scenariot och med en applicerad säkerhetsmarginal om 30,0 procent ser vi en uppsida om 77,8 procent, vilket ger en CAGR om 33,3 procent. Aktiekursen är beräknad utifrån det totala antalet aktier om 31 524 625.

Källor

1. <https://mb.cision.com/Main/22102/3936841/2633619.pdf>

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