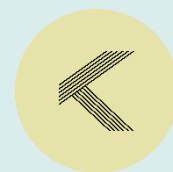


Beyond Frames Entertainment

Rapportkommentar Q2'26



2026-08-28

Beyond Frames redovisade totala intäkter om 23,4 MSEK (40,5), varav nettoomsättningen uppgick till 20,4 MSEK (34,2), aktiverat arbete till 2,6 MSEK (5,8) och övriga rörelseintäkter till 0,4 MSEK (0,5). Bruttoresultatet landade på 5,5 MSEK (14,6), vilket motsvarade en bruttomarginal om 26,9 % (42,7). På resultatnivå uppgick EBITDA till -2,4 MSEK (6,0) och EBIT till -8,6 MSEK (-0,6). Periodens kassaflöde uppgick till -1,6 MSEK (-6,1) och kassan uppgick till 9,6 MSEK.

Kommersiell uppdatering

Under kvartalet lanserades den efterlängtade titeln TMNT: Empire City, vars initiala försäljning utvecklades svagare än bolagets tidigare förväntningar, vilket ledde till att den uttalade försäljningsprognosen drogs tillbaka. Som en följd initierade Beyond Frames det tidigare kommunicerade kostnadsbesparingsprogrammet och genomförde en strategisk översyn av verksamheten. Efter kvartalet har bolaget sålt publishingrättigheterna till Ghosts of Tabor, GRIM och Silent North för 1 MUSD samt tecknat avtal om ett nytt egenutvecklat spel med 1,9 MUSD i projektfinansiering. Det nya projektet innebär att delar av personalstyrkan behålls och att det årliga besparingsmålet justerats till 27-36 MSEK. Beyond Frames har därutöver flera spelprojekt under utvärdering med IP-ägare, publishers och distributörer, där bolaget bedömer att de har goda förutsättningar att säkra minst ytterligare ett projekt på attraktiva finansiella villkor.

Stärkt balansräkning efter kvartalet möjliggör nya satsningar

Efter kvartalet har Beyond Frames genomfört en riktad nyemission om 3,1 MSEK och föreslagit ytterligare en emission om upp till 10,2 MSEK. Tillsammans med försäljningen av publishingrättigheterna och milestonebetalningarna från det nya utvecklingsprojektet stärks bolagets finansiella position och möjligheterna att agera på nya kommersiella projekt. Kapitalet väntas även bidra till att jämna ut kassaflödet mellan milestonebetalningarna. Beyond Frames har tidigare kommunicerat en breddning av verksamheten mot möjligheter med högre marginal, där bolaget utöver XR utvärderar projekt inom PC och konsol samt andra interaktiva tillämpningar. I vår intervju uppgav bolagets vd att Beyond Frames även för dialoger inom enterprise, kommunal verksamhet och försvar, där den befintliga tekniken och utvecklingskompetensen bedöms kunna appliceras inom nya användningsområden.

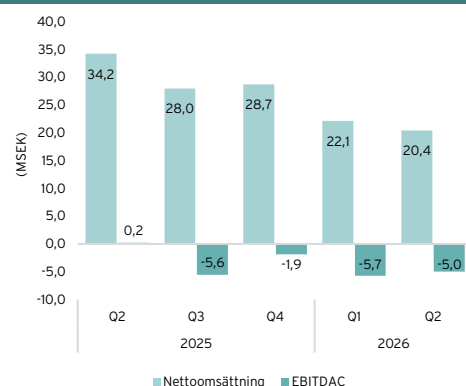
Outlook

Vi har reviderat ned våra estimat, primärt till följd av försäljningen av publishingrättigheterna till Ghosts of Tabor, Silent North och GRIM, samt ytterligare sänkta förväntningar på TMNT: Empire City efter svagare spelardata och en lägre investeringsvilja i DLCs än tidigare väntat. Effekten dämpas av milestonebetalningar från det nya utvecklingsprojektet, vilka väntas bidra från Q3'26, medan själva spelet väntas lanseras först under 2028. Nettoomsättningen sänks med -20,9 % för 2026E och -35,4 % för 2027E. Effekten på bruttovinsten blir desto mindre då de avyttrade publishingtitlarna haft en låg bruttomarginal, vilket tillsammans med milestonebetalningarna ger stöd åt bruttomarginalen framåt. Vi sänker bruttovinsten med -5,4 % för 2026E och -13,6 % för 2027E. Vi höjer även våra kostnadsestimat något då det nya utvecklingsavtalet innebär att delar av den tidigare planerade personalreduktionen inte genomförs. Bolaget väntas därmed få en högre kostnadsbas än tidigare estimerat, men med en mer gynnsam intäktsmix och fortsatt betydande besparingar. Till följd av revideringarna ser vi kassaflödespositivitet bortom vår prognosperiod, vilket innebär att vi numera värderar bolaget på EV/S-multiplier. Baserat på en multipler om 1,1x uppgår vårt motiverade värde för 2027E till 3,0 SEK per aktie, i linje med aktuell aktiekurs.

(MSEK)	2023	2024	2025	2026E	2027E
Nettoomsättning	136,9	175,8	130,0	67,2	56,5
Tillväxt y-o-y	451,8%	28,4%	-26,1%	-48,3%	-15,9%
Aktiverat arbete	25,7	33,7	31,9	14,8	15,5
Övriga intäkter	1,5	1,9	2,4	1,8	2,1
Summa intäkter	164,1	211,3	164,2	83,8	74,1
EV/S	2,6	1,0	1,0	0,8	0,9
Bruttoresultat	26,7	24,9	34,3	21,0	21,6
Bruttomarginal	19,5%	14,1%	26,4%	31,3%	38,2%
Rörelsekostnader	-44,2	-48,3	-51,1	-35,6	-26,0
Tillväxt y-o-y	-6,6%	9,2%	5,8%	-30,2%	-26,9%
EBITDAC	-28,4	-21,7	-14,4	-12,8	-2,3
EBITDAC-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
EV/EBITDAC	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.

VD	Ace St. Germain
Lista	Spotlight
Ticker	BEYOND
Aktiekurs (SEK)	2,9
Antal aktier (Miljoner)	20,5
Börsvärde (MSEK)	59,2
Nettokassa (MSEK)	6,8
EV (MSEK)	52,5
Insideräggande	2,0%
Nästa rapport	2026-11-19

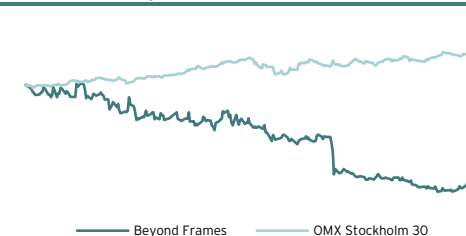
Kvartalsutveckling



Analytiker

Albin Eriksson
albin@kalqyl.se

Kursutveckling 12 månader



Kursutveckling %	1 m	3 m	12m
Beyond Frames	-50,4	-60,1	-73,8

Kort om Beyond Frames

Beyond Frames är en av Europas snabbast växande aktörer inom XR-spel och har ökat sin omsättning med en CAGR på 82,5 % sedan 2019. Bolagets hybridmodell med både egen utveckling och publishing har skapat en skalbar affär med stark riskbalans. Framgångarna med Ghosts of Tabor och projekten GORN 2 och titeln Teenage Mutant Ninja Turtles (TMNT): Empire City visar bolagets förmåga att utveckla och kommersialisera ledande titlar i snabbt växande genrer. Med en växande spelportfölj, starka partnerskap och en explosiv marknadstillväxt, är Beyond Frames väl positionerat för att ta en ledande roll på den internationella XR-marknaden.

Investeringscase

Skalbar och kapitaleffektiv affärsmodell med diversifierade intäktsflöden

Beyond Frames har utvecklat en skalbar affärsmodell som kombinerar egen spelutveckling, extern projektfinansiering och publishing av tredjepartstitlar. Denna hybridmodell gör det möjligt att skapa återkommande intäktsflöden från etablerade titlar samtidigt som bolaget kan investera i nya projekt utan att bära hela finansiella risken. Modellen ger en balanserad intäktsmix, minskar beroendet av enskilda lanseringar och har historiskt skapat stabil tillväxt trots variationer i VR-marknaden.

Bevisad förmåga att utveckla och kommersialisera framgångsrika XR-spel

Beyond Frames har visat en stark och konsekvent execution inom XR-sektorn, där bolaget återkommande lanserat titlar som nått hög kommersiell och kritisk framgång. Bolaget har demonstrerat att det kan utveckla, förbättra och långsiktigt förvalta spel som når stora spelarbaser och skapar engagerade communities. Denna dokumenterade förmåga är central i investeringscasen, då den visar att Beyond Frames har förmågan att identifiera rätt projekt, driva komplexa spelproduktioner och skapa intäktscykler som genererar intäkter över flera år.

Strategiskt stark pipeline med ökande marginalpotential

Bolaget står inför en pipeline som bedöms betydligt stärka intjäningen de kommande åren. Den tidigare lanserade titeln GORN 2 går in i lönsam fas när recoupment-perioden avslutas, samtidigt som större satsningar inom licensbaserade IP-projekt, där Teenage Mutant Ninja Turtles som nu är lanserat, lägger grunden för studieverksamheten. Ett lyckat genomförande av dessa projekt stärker Beyond Frames attraktionskraft hos globala partners och skapar en mall för framtida samarbeten inom internationella franchisebaserade spel.

Tydlig strategi för tillväxt genom partnerskap och projektfinansiering

Beyond Frames fortsätter att utveckla sin go-to-market-strategi genom att kombinera interna studios med externa utvecklingspartners och projektfinansiärer. Denna modell möjliggör breddad kapacitet, snabbare time to market och minskad kapitalbindning. Genom att attrahera externa partners inom både utveckling och finansiering har bolaget skapat en strukturellt gynnsam position för att skala portföljen och ta sig an större projekt med begränsad risk, samtidigt som lönsamheten stärks när fler titlar går in i mogna intäktsfaser.

Motargument

Osäkerhet kring kommersiell genomslagskraft i större IP-projekt

Storskaliga licensbaserade projekt som Teenage Mutant Ninja Turtles innebär högre förväntningar och större externa krav. Kommersiell framgång är inte garanterad och beror på mottagandet vid lansering samt hur effektivt bolaget kan positionera titeln på en internationell VR-marknad som fortfarande är relativt ung.

Marknadsvolatilitet i XR och beroende av plattformsägare

Beyond Frames är exponerat mot ett fåtal stora ekosystem, främst Meta, Sony, Pico och Steam. Förändringar i plattformsregler, rankingalgoritmer eller kommersiella villkor kan påverka försäljningen av bolagets titlar. Bolaget saknar också kontroll över lanseringsfönster som styrs av respektive plattform.

Produktions- och tidslinjerisk i större spelprojekt

Utvecklingen av större spel innebär komplexa produktionsprocesser och risk för förseningar. Förskjutna lanseringsdatum eller omarbetade projektplaner kan leda till förskjutna intäkter, ojämna kvartal och påverkan på rörelsekapitalet. Detta gäller särskilt projekt i samarbete med externa licenspartners.

Hög kostnadsnivå i expansiv fas

Bolaget fortsätter investera betydande resurser i nya titlar och produktionskapacitet, vilket innebär en fortsatt hög kapitalbindning trots att en del av utvecklingskostnaderna finansieras externt. Även om externa finansiärer minskar den direkta finansiella risken i enskilda projekt kvarstår en operativ risk, om försäljningen inte utvecklas som planerat eller om projekten drabbas av förseningar kan marginalexpansionen bli klart mer utdragen än förväntat.

Beroende av nyckelpersoner och kreativa team

XR-utveckling är ett kompetensintensivt område där erfarenhet och kreativ förmåga är avgörande. Beyond Frames är fortsatt beroende av ett fåtal nyckelpersoner i ledning och studios. Förändringar i teamstruktur eller förlorad kompetens kan påverka bolagets förmåga att genomföra projekt och hålla en stabil lanseringstakt.

Kvartalet i korthet

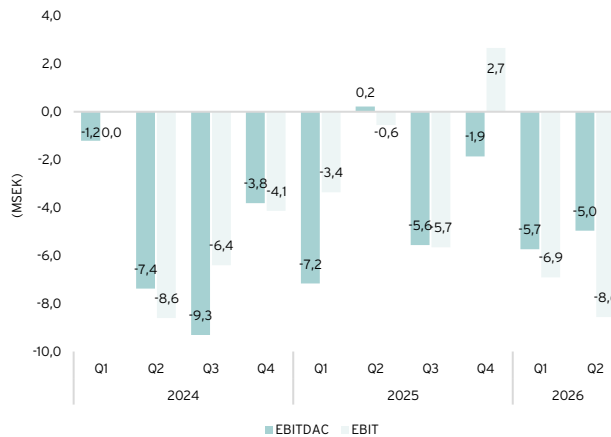
Totala intäkter uppgick till 23,4 MSEK (40,5) i kvartalet, vilket innebär en minskning om 42,4 %. Nettoomsättningen uppgick till 20,4 MSEK (34,2), medan aktiverat arbete och övriga intäkter uppgick till 2,6 MSEK (5,8) respektive 0,4 MSEK (0,5). Intäktsminskningen drevs främst av lägre spelförsäljning, som minskade med 10,2 MSEK, samt lägre projektfinansiering och aktiverat arbete om 3,6 respektive 3,2 MSEK. TMNT: Empire City lanserades den 30 april, men den initiala försäljningen och konverteringen från önskelistor utvecklades svagare än bolagets förväntningar. Även bolagets publishingportfölj bidrog med lägre intäkter, där Ghosts of Tabor befinner sig i en mer mogen fas.

Lönsamheten, mätt som EBIT, kom i kvartalet in på -8,6 MSEK (-0,6). Det svagare resultatet förklaras främst av den lägre omsättningen och fortsatt höga avskrivningar kopplade till aktiverade utvecklingskostnader. Det aktiveringsjusterade resultatmättet EBITDAC uppgick till -5,0 MSEK (0,2), där försämringen främst drevs av lägre spelförsäljning, projektfinansiering och aktiverat arbete. Kostnadsbasen minskade däremot under kvartalet, bland annat genom lägre externa utvecklingskostnader och en reducerad personalstyrka, vilket dämpade resultateffekten från den svagare intäktsutvecklingen.

Nettoomsättning, kvartal



EBITDAC och EBIT, kvartal



Utfall vs estimat

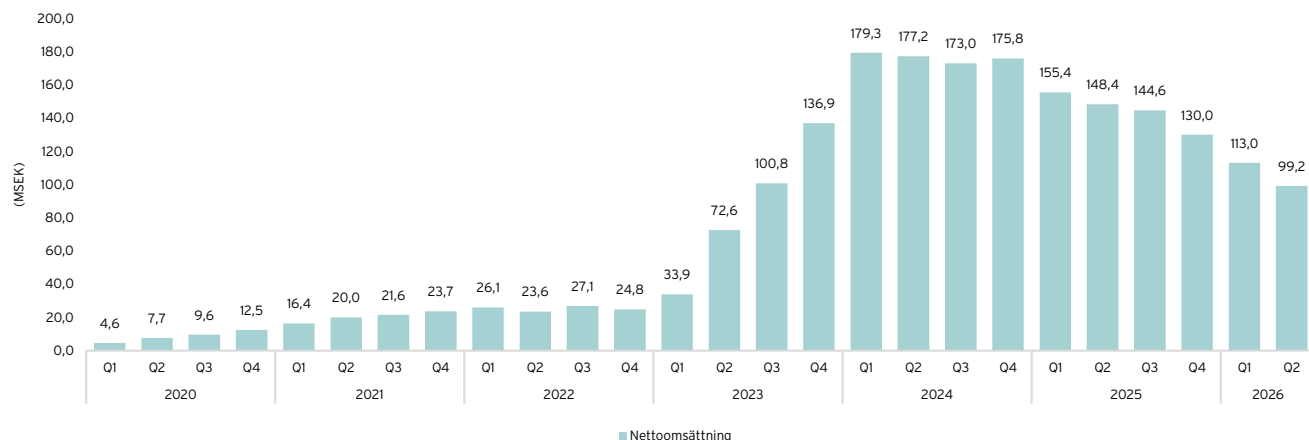
Beyond Frames intäkter och bruttoreultat kom i stort sett in i linje med våra förväntningar. Kostnadsbasen var däremot något högre än estimerat, vilket främst förklaras av att effekten från bolagets kostnadsbesparingsprogram ännu inte fått det genomslag vi räknat med. Även av- och nedskrivningarna översteg våra estimat tydligt, vilket resulterade i ett svagare EBIT än väntat.

Utfall vs estimat Q2'26

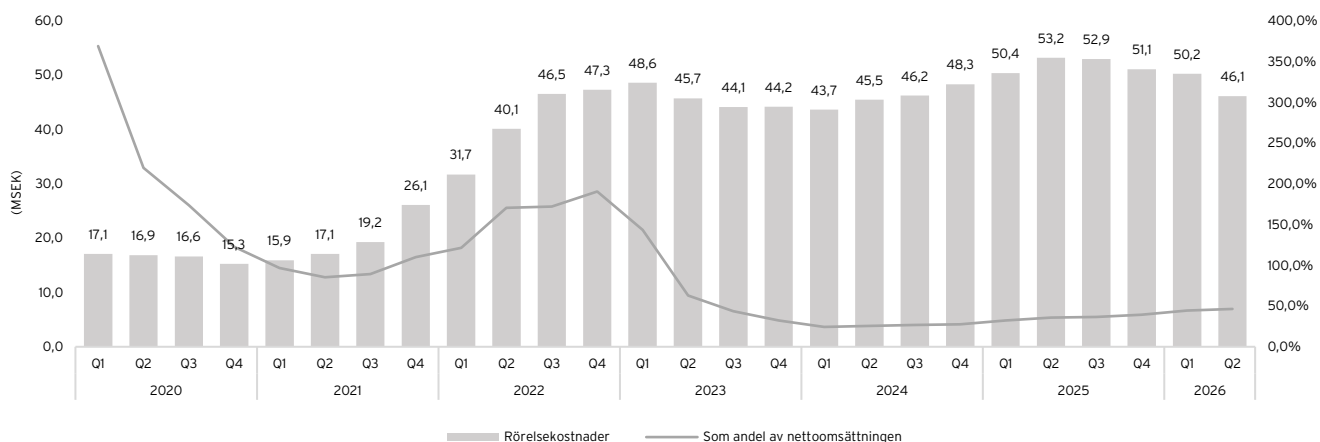
(MSEK)	Q2'25	Q3'25	Q4'25	Q1'26A	Q2'26A	Q2'26E	Diff. abs	Diff. %
Nettoomsättning	34,2	28,0	28,7	22,1	20,4	21,5	-1,1	-4,9%
Aktiverat arbete för egen räkning	5,8	5,4	10,6	5,2	2,6	1,5	1,1	70,4%
Övriga intäkter	0,5	0,7	0,6	0,5	0,4	0,5	-0,2	-31,5%
Totala intäkter	40,5	34,0	39,8	27,8	23,4	23,5	-0,2	-0,7%
Kostnad sålda varor	-19,6	-23,0	-19,2	-16,2	-14,9	-15,6	0,7	-4,4%
Bruttovinst	14,6	5,0	9,5	6,0	5,5	5,9	-0,4	-6,3%
<i>Bruttomarginal</i>	<i>42,7%</i>	<i>17,8%</i>	<i>33,1%</i>	<i>27,0%</i>	<i>26,9%</i>	<i>27,3%</i>		<i>-0,4pp</i>
Övriga externa	-5,7	-3,2	-2,2	-2,9	-2,7	-2,7	0,0	1,0%
Personalkostnader	-9,2	-7,8	-10,0	-9,3	-8,1	-5,9	-2,3	38,6%
Andel i intresseföretags resultat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0%
Totala kostnader	-14,9	-11,0	-12,1	-12,2	-10,8	-8,5	-2,3	26,9%
EBITDA	6,0	0,0	8,5	-0,5	-2,4	-0,6	-1,8	283,0%
<i>EBITDA-marginal</i>	<i>14,8%</i>	<i>0,1%</i>	<i>21,4%</i>	<i>-1,9%</i>	<i>-10,3%</i>	<i>-2,7%</i>		<i>-7,6pp</i>
Av- och nedskrivningar	-6,5	-5,7	-5,8	-6,4	-6,2	-1,8	-4,3	239,6%
EBIT	-0,6	-5,7	2,7	-6,9	-8,6	-2,4	-6,1	250,7%
<i>EBIT-marginal</i>	<i>-1,4%</i>	<i>-16,6%</i>	<i>6,7%</i>	<i>-24,8%</i>	<i>-36,6%</i>	<i>-10,4%</i>		<i>-26,3pp</i>

Fokuset på egen utveckling har skapat en lägre mer lönsam intäktsnivå

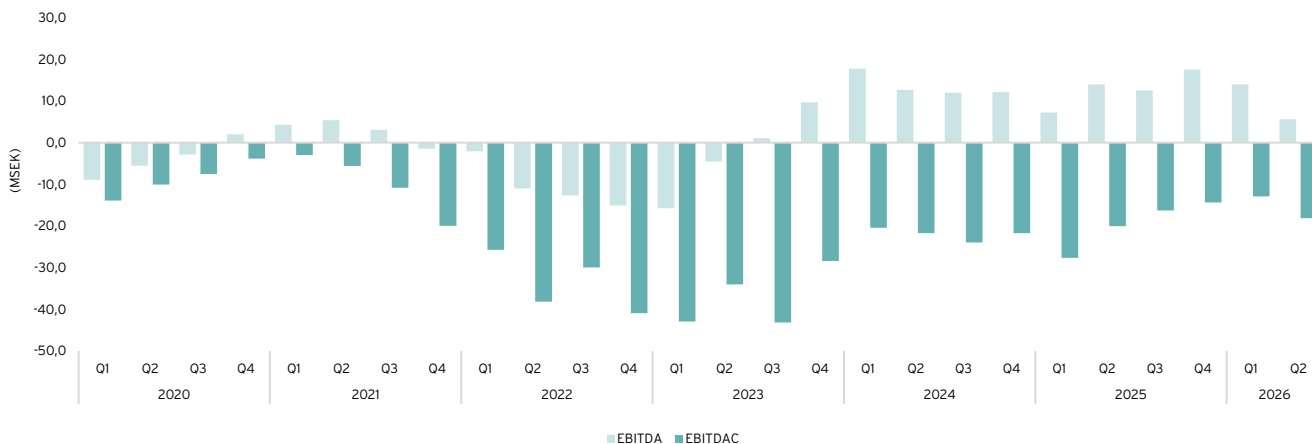
Nettoomsättning, R12



Rörelsekostnader, R12



Lönsamhet, R12



Nytt finansieringsavtal på plats för utvecklingen av ett nytt spel

Efter kvartalet tecknade Beyond Frames ett utvecklingsavtal med en extern publisher för ett nytt spel med planerad lansering under 2028, där ambitionen enligt vd Ace St. Germain är att nå marknaden under första halvåret. Utvecklingsprojektet är ett medelstort spel baserat på egen IP och omfattar totalt 1,9 MUSD, motsvarande cirka 18 MSEK, i extern utvecklingsfinansiering som kommer att intäktsföras löpande genom milestonebetalningar från Q3'26.

Projektet omfattas i nuläget av sekretessavtal och bolaget kan därför inte kommunicera närmare detaljer kring spelet eller den externa publishern. Ledningen uppger däremot att projektet befinner sig i ett tidigt utvecklingskede och att omfattningen hålls på en finansiellt rimlig nivå. Erfarenheter, teknik och utvecklingsverktyg från TMNT kommer att återanvändas i projektet, vilket enligt bolaget möjliggör utvecklingen av ett relativt omfattande spel med lägre tids- och kapitalåtgång.

Enligt ledningen är den kommersiella intäktsdelningen klart mer fördelaktig för Beyond Frames jämfört med TMNT: Empire City, ett spel som vi bedömer har en bruttomarginal på cirka 21 % under recoupmentperioden. Avtalet innebär även att viss personal som omfattades av kostnadsprogrammet behålls, varpå det årliga besparingsmålet justerats från 38-47 MSEK till 27-36 MSEK.

Försäljning av publishingrättigheter för 1 MUSD

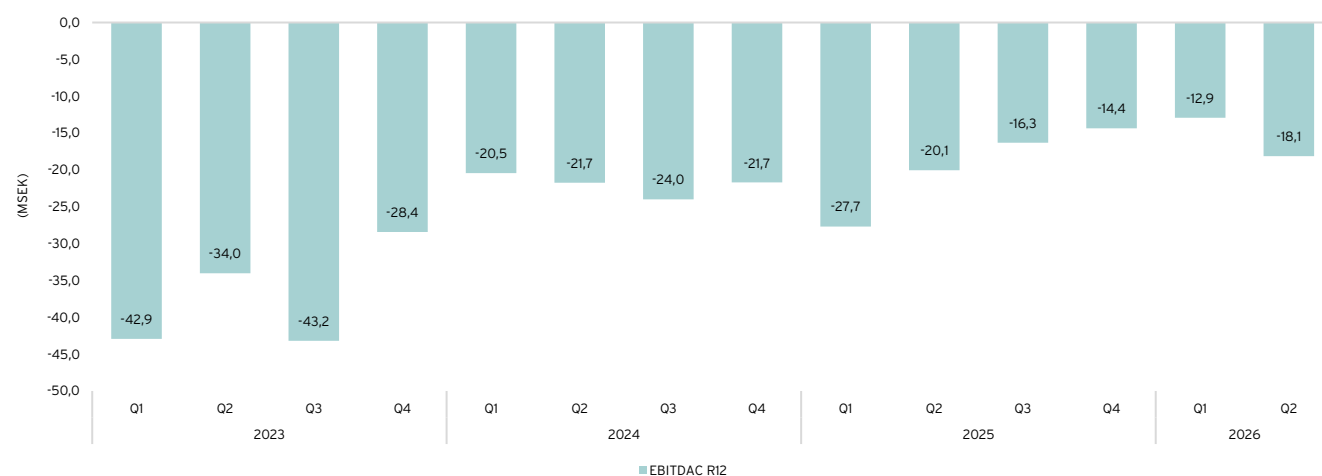
Efter kvartalet ingick Beyond Frames avtal om att sälja publishingrättigheterna till Ghosts of Tabor, GRIM och Silent North för totalt 1 MUSD. Köpeskillingen betalas i årliga delbetalningar fram till 2029, varav 0,3 MUSD erhålls under Q3'26. Titlarna stod för 51 % av bolagets nettoomsättning men endast 13 % av bruttovinsten under H1'26, vilket speglar publishingverksamhetens relativt låga marginaler. Enligt vd Ace St. Germain möjliggör försäljningen att framtida intäkter tidigareläggs och kapital frigörs till projekt med högre marginalpotential. Köpeskillingen överstiger bolagets tidigare prognostiserade nettointäkter från titlarna under resterande del av 2026 och motsvarar förväntade nettointäkter till och med 2028. Från Q3 väntas intäkterna minska när spelförsäljningen inte längre konsolideras, medan bruttovinsten på kort sikt väntas vara relativt oförändrad genom intäktsföringen av köpeskillingen. Transaktionen väntas även bidra positivt till marginalen och stärka kassapositionen.

Försäljning av rättigheter och finansieringsavtal ger stöd till marginalen från Q3 och framåt

Försäljningen av publishingrättigheterna och det nya utvecklingsavtalet väntas även ge stöd åt bruttomarginalutvecklingen framåt. De avyttrade titlarna stod för 51 % av nettoomsättningen men endast 13 % av bruttovinsten under H1'26, vilket innebär att försäljningen minskar exponeringen mot publishingintäkter med relativt låg marginal. Det nya spelprojektet finansieras i sin tur genom milestonebetalningar om totalt cirka 18 MSEK, vilket minskar Beyond Frames egen kapitalinsats under utvecklingsfasen. Ledningen uppger att intäktsdelningen i det nya projektet är klart mer fördelaktig än för bland annat TMNT: Empire City. Vi bedömer därför att den förändrade intäktsmixen, med lägre andel tredjepartspublishing och en större andel externt finansierad egenutveckling, skapar förutsättningar för en högre bruttomarginal framöver.

Under kvartalet försvagades Beyond Frames EBITDAC sekventiellt, bland annat genom högre personalkostnader relativt intäkter under kvartalet. Trots minskade intäkter från försäljningen av rättigheter ser vi däremot goda förutsättningar för en successivt stärkt EBITDAC.

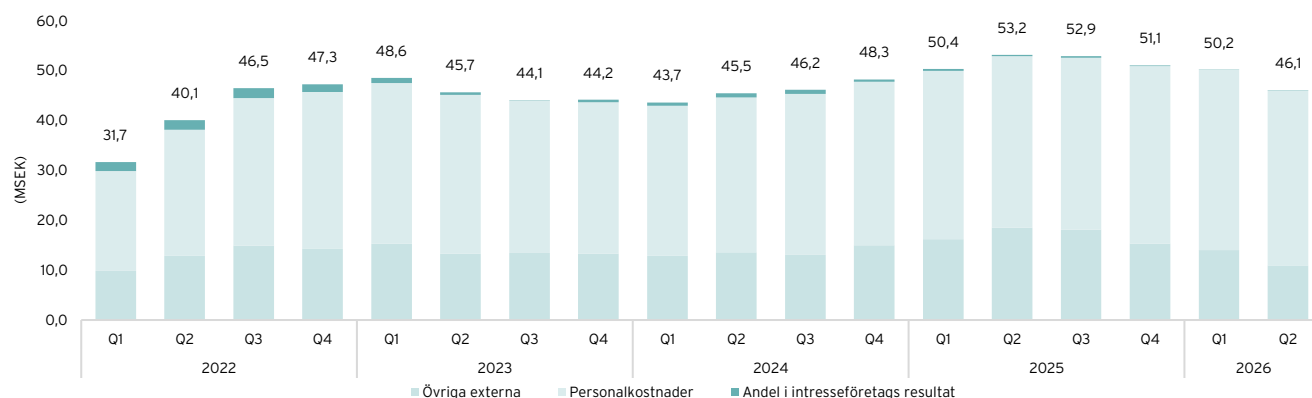
EBITDA - Capex, R12



Kostnadsbesparingsprogram ska minska kostnadsbasen med 27-36 MSEK

Efter att Beyond Frames drog tillbaka den finansiella målsättningen för TMNT: Empire City initierade bolaget ett kostnadsbesparingsprogram med ett ursprungligt mål om årliga besparingar på 38-47 MSEK. Efter kvartalet tecknade bolaget ett nytt utvecklingsavtal med 1,9 MUSD i extern projektfinansiering, vilket innebär att delar av den personalstyrka som tidigare omfattades av besparingarna kommer att behållas. Besparingsmålet har därför justerats till 27-36 MSEK på årsbasis, vilket innebär att det sannolikt finns mer att bespara kommande kvartal. Antalet interna heltidsanställda uppgick till 28,5 vid utgången av Q2, men enligt ledningen väntas personalstyrkan minska ytterligare under det nya spelets pre-productionfas för att därefter skalas upp i takt med utvecklingen. Kostnadsprogrammet fortlöper enligt plan och ledningen ser begränsat utrymme för ytterligare besparingar utöver de åtgärder som redan genomförs, då bolagets kostnadsbas till stor del utgörs av personal. Trots den stärkta finansieringssituationen kvarstår fokus på en effektiv kostnadsstruktur, där eventuella nya investeringar ska riktas mot områden med god skalbarhet.

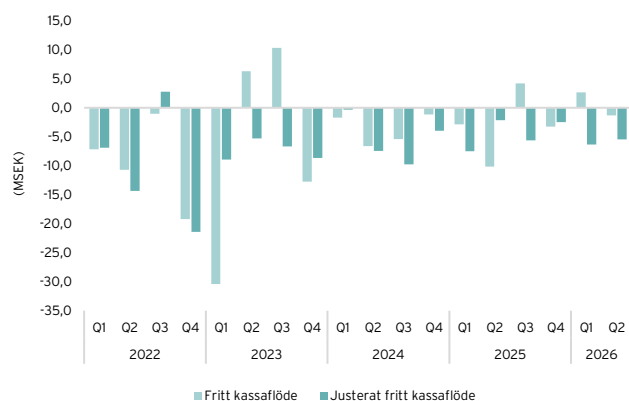
Rörelsekostnader, R12



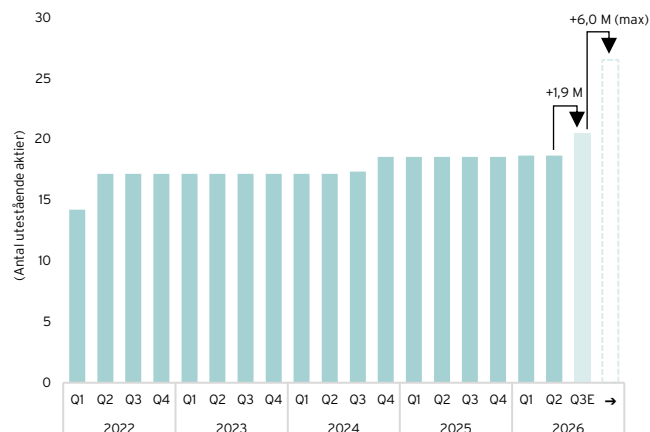
Nyemissioner i syfte att bredda verksamheten

Efter kvartalet genomförde Beyond Frames en riktad nyemission om cirka 3,1 MSEK till en teckningskurs om 1,70 SEK per aktie. Bolaget har även föreslagit ytterligare en riktad emission om upp till 10,2 MSEK på samma teckningskurs, villkorad av godkännande vid en extra bolagsstämma. Kapitalanskaffningarna syftar dels till att stärka likviditeten och jämna ut kassaflödet mellan milestonebetalningarna från det nya spelprojektet, dels till att skapa utrymme för nya kommersiella möjligheter. Beyond Frames utvärderar en breddning av verksamheten mot högmarginalprojekt inom XR och närliggande områden, däribland PC och konsol samt interaktiva lösningar för företagsmarknaden. Ledningen nämner även pågående dialoger inom bland annat enterprise, kommunal verksamhet och försvar, där bolaget ser möjligheter att nyttja sin befintliga teknik och kompetens inom spatial interaktion.

Justerat fritt kassaflöde



Antal utestående aktier

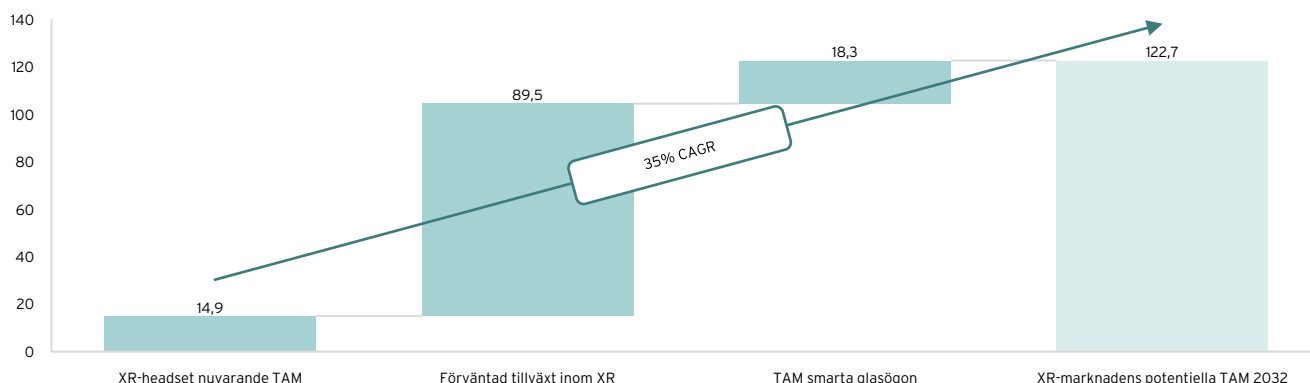


Marknaden för XR-hårdvara väntas växa starkt, bland annat genom smarta glasögon

Marknaden för virtual reality (VR) väntas fortsätta expandera i takt med att hårdvaran blir billigare, mer tillgänglig och tekniskt avancerad. De ledande aktörerna Meta, Apple, Sony och ByteDance Pico investerar kraftigt i nya headset, vilket driver både användartillväxt och efterfrågan på kvalitetsinnehåll. Meta Quest har etablerat sig som den dominerande konsumentplattformen, medan lanseringarna av Apple Vision Pro och Meta Quest 3S har breddat målgruppen ytterligare. Under 2026 förväntas Steam lansera Steam Frame, ett VR-headset med tillhörande handkontroller utvecklat av Valve Corporation som kan hantera hela Steam-biblioteket. Priset för Meta Quest 3S (128 GB) har kontinuerligt minskat sedan lansering och har under black week 2025 nått historiskt låga prisnivåer.

Utvecklingen inom XR-marknaden rör sig nu snabbt bortom de traditionella VR-headseten. En tydlig trend de senaste åren är hur flera av världens största teknikbolag, bland annat Google, Meta och ett växande antal kinesiska aktörer, positionerar sig inom området för smarta glasögon. Dessa produkter kombinerar kameror, sensorer och AI-funktionalitet i en mer vardaglig formfaktor, vilket gör att de kan användas i betydligt fler sammanhang än dagens VR-enheter. EssilorLuxottica har uppvisat en massiv tillväxt i smarta glasögon under det senaste året, och flera andra glasögonstillverkare har ännu inte påbörjat en full satsning mot segmentet. Beyond Frames ledning uppger att marknaden fortsatt växer inkrementellt, till stor del genom smarta glasögon som i allt större utsträckning kompletterar traditionella VR-headset. Detta innebär att mjukvaran för smarta glasögon kan differentieras på ett helt annat sätt, ett segment som Beyond Frames ser mycket positivt på.

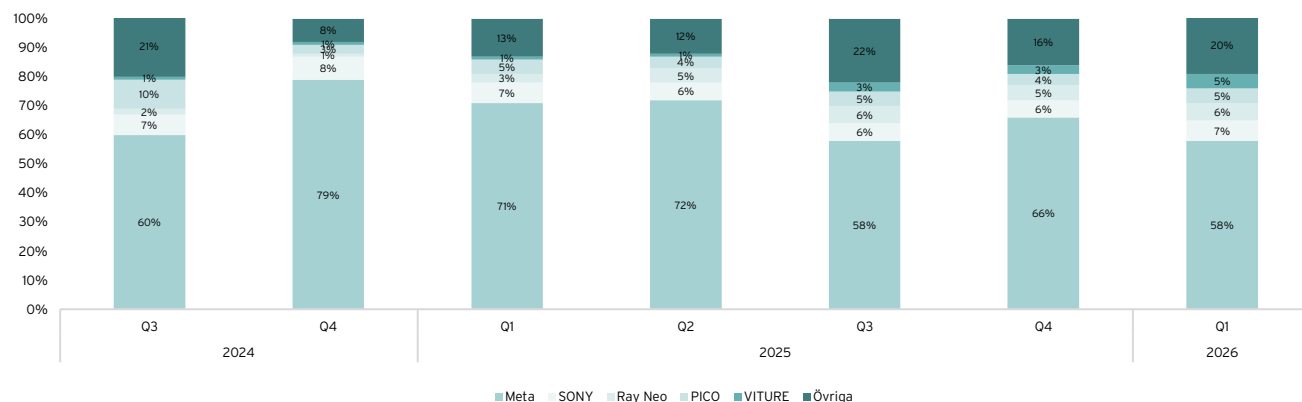
XR-hårdvara förväntas växa explosionsartat



Fortsatt svag utveckling inom VR-segmentet

Enligt Counterpoints shipment tracker⁴ minskade de globala leveranserna av VR-headset fortsatt under Q1'26 med 17 % jämfört med föregående år och 39 % jämfört med föregående kvartal. Utvecklingen förklaras främst av avsaknaden av nya produktlanseringar och andra marknadsdrivande faktorer. Meta har även konstaterat att VR-marknaden utvecklats långsammare än väntat och genomför kostnadsbesparingar inom Reality Labs, men har fortsatt uttryckt sitt långsiktiga åtagande till marknaden. Marknaden för smarta AR-glasögon fortsatte däremot växa kraftigt, där de globala leveranserna ökade med 136 % jämfört med föregående år, men minskade med 23 % sekventiellt efter ett kampanjdrivet Q4. Tillväxten drevs av ökad produktionskapacitet och bredare distribution hos ledande tillverkare. Meta behöll sin ledande position på den samlade AR/VR-marknaden med 58 % av de globala leveranserna under kvartalet.

Globala XR-marknadsandelar



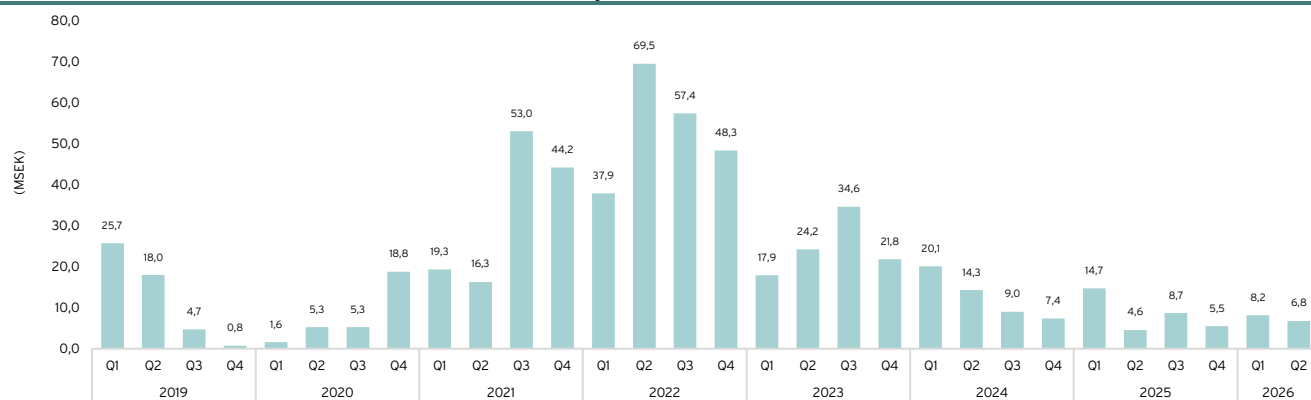
Källa: counterpointresearch.com²

Finansiell ställning

Balansräkningen i slutet av Q2 är fortsatt solid, men kommer stärkas under Q3. Vid utgången av Q2'26 uppgick likvida medel till 9,6 MSEK, medan bolaget fortsatt hade en begränsad skuldsättning. Efter kvartalet har flera åtgärder genomförts som väntas stärka den finansiella positionen. Beyond Frames har genomfört en riktad nyemission om 3,1 MSEK, samt sålt av publishingrättigheterna till Ghosts of Tabor, GRIM och Silent North som tillför 0,3 MUSD i Q3. Det nya utvecklingsavtalet omfattar dessutom totalt 1,9 MUSD i projektfinansiering, med milestonebetalningar från Q3'26. Därtill har bolaget föreslagit ytterligare en riktad emission om upp till 10,2 MSEK. Vi bedömer därför att likviditeten och den finansiella uthålligheten förbättras tydligt under H2'26, vilket bolaget bedömer ska vara tillräckligt fram till spellanseringen under H1 2028.

Immateriella tillgångar	Materiella tillgångar	Soliditet
78,8 % (68,6 MSEK)	0,3 % (0,3 MSEK)	56,0 %
Kassa	Räntebärande skulder	Nettokassa
11,0 % (9,6 MSEK)	2,8 MSEK	6,8 MSEK

Fortsatt nettokassa under kvartalet - stärkt balansräkning från Q3



Värdering

Key stats

Antal aktier	20 498 950	Börsvärde (MSEK)	59,2
Aktiekurs (SEK)	2,89	Nettokassa (MSEK)	6,8
		Enterprise value (MSEK)	52,5

Rullande 12 månader

Nettoomsättning	99,2	EV/S	0,5
EBIT	-18,5	EV/EBIT	neg.
Vinst	-19,9	P/E	neg.
FCF	2,3	EV/FCF	neg.

Källa: Börnsdata

Historiskt snitt

	EV/S	EV/EBIT	P/E	EV/FCF
Snitt 3 år	1,6	neg.	neg.	neg.
Snitt 5 år	5,7	neg.	neg.	neg.

Källa: Börnsdata

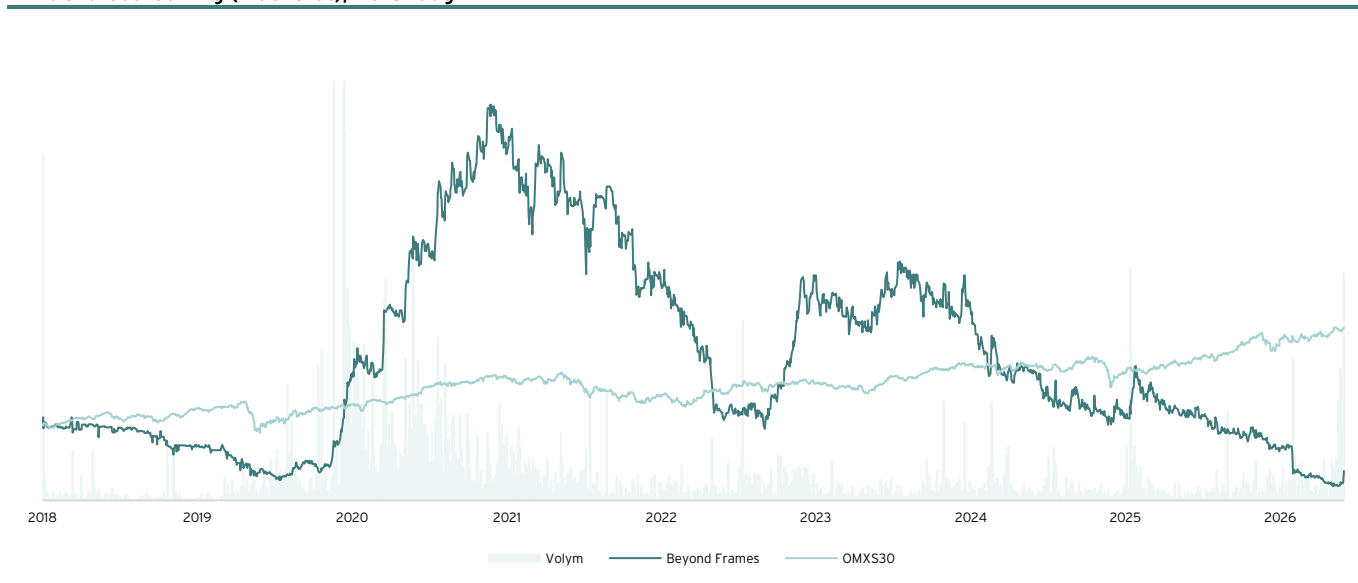
Nyckeltal

Bruttomarginal	EBITDA-marginal	EBIT-marginal	Vinstmarginal
31,0 %	12,4 %	neg.	neg.
OPCF-marginal	FCF-marginal	ROE	ROIC
18,2 %	neg.	neg.	neg.

Källa: Börnsdata

Aktiekursutveckling

Aktiekursutveckling (indexerat), 2018-idag



Peers

I vår relativvärdering har vi inkluderat ett urval av nordiska gamingbolag verksamma inom utveckling och publishing av spel, med fokus på bolag som kombinerar egenutvecklade titlar med tredjepartspublishing. Dessa bolag bedöms vara relevanta jämförelseobjekt för Beyond Frames, då de delar liknande affärsmodeller, intäktsstrukturer och exponering mot digital distribution. Beyond Frames handlas idag till en rabatt relativt vårt urval, vilket vi anser motiverat givet osäkerheten kring framtida pipeline och finansieringsmöjligheter. Om Beyond Frames hittar en långsiktig finansieringspartner och fyller på nya projekt till pipeline, ser vi goda möjligheter till att rabatten relativt urvalet ska minska. För peer-gruppen ligger snittmultipeln på EV/S 1,6x på innevarande räkenskapsår, samt en medianmultipel på 1,1x. Lönsamheten skiljer sig markant inom urvalet vilket gör att lönsamhetsmått inte speglar en helt representativ värderingsnivå för sektorn.

Blandade värderingar bland nordisk gaming

Bolag	Börsvärde	EV	R12	EV/S 2026	2027	R12	EV/EBIT 2026	2027	Nettoomsättning MSEK R12	5y CAGR	EBITDA Marginal	5y CAGR	EBIT Marginal	5y CAGR
Embracer	16 578,1	13 625,1	0,8x	0,8x	0,8x	neg.	8,8x	6,6x	16 900,0	-0,2%	24,1%	-7,9%	-40,2%	-29,7%
Enad Global 7	1 444,2	1 447,8	0,9x	0,8x	0,7x	neg.	12,1x	6,5x	1 612,1	-0,7%	20,7%	-14,1%	-120,7%	-258,3%
Envar	635,0	595,5	4,7x	n/a	n/a	21,0x	n/a	n/a	127,6		24,1%		22,3%	
G5 Entertainment	496,9	260,7	0,3x	0,3x	0,3x	17,8x	8,1x	4,4x	90,1	-9,1%	57,1%	7,0%	1,5%	-43,8%
Goodbye Kansas	60,7	65,5	0,3x	0,3x	0,3x	neg.	8,5x	4,0x	208,9	-4,5%	-2,5%	13,9%	-3,4%	14,3%
Jumpgate	34,9	26,8	0,6x	n/a	n/a	neg.	n/a	n/a	42,7	16,3%	-19,5%	-1,0%	-25,8%	8,6%
Modern Times Group B	15 881,8	19 294,8	1,6x	1,6x	1,5x	16,9x	13,6x	12,2x	12 234,0	18,2%	21,6%	30,1%	9,3%	44,0%
Nitro Games	51,8	49,2	0,6x	n/a	n/a	2,7x	n/a	n/a	6,9	21,1%	44,6%	27,0%	24,2%	20,8%
Paradox Interactive	15 262,5	14 452,5	6,5x	6,7x	6,1x	97,3x	20,0x	16,7x	2 224,8	9,0%	62,1%	9,0%	6,7%	-13,5%
PlaySide Studios Ltd	24,2	18,4	0,6x	0,7x	0,6x	neg.	neg.	10,8x	54,9	38,2%	13,1%	25,8%	-0,7%	14,2%
Remedy Entertainment	255,6	243,9	4,6x	2,3x	2,0x	neg.	71,3x	20,1x	52,5	3,3%	9,7%	-20,4%	-35,5%	-204,8%
Starbreeze B	164,1	146,5	1,0x	1,3x	1,2x	neg.	neg.	neg.	151,6	3,8%	4,7%	2,6%	-289,9%	-244,0%
Stillfront	3 390,1	7 311,1	1,3x	1,4x	1,3x	neg.	5,7x	5,7x	5 386,0	-0,3%	-5,4%	-168,4%	-26,1%	-206,3%
Snitt	4 175,4	4 426,0	1,8x	1,6x	1,5x	31,1x	18,5x	9,7x	3 007,1	7,9%	19,6%	-8,0%	-36,8%	-74,9%
Median	496,9	260,7	0,9x	1,1x	1,0x	17,8x	10,5x	6,6x	151,6	3,5%	20,7%	4,8%	-3,4%	-21,6%
Beyond Frames	59,2	52,5	0,5x	0,8x	0,9x	neg.	neg.	neg.	99,2	33,1%	5,7%	41,9%	-18,6%	-46,7%

Källa: Factset, Kalqyl Research

Förändringar i våra estimat

Vi har reviderat ned våra intäktsestimater, primärt till följd av försäljningen av publishingrättigheterna till Ghosts of Tabor, Silent North och GRIM. Effekten från försäljningen kompenseras däremot av mottagna milestonebetalningar relaterade till det nya utvecklingsprojektet under prognosperioden samt intäkter hänförliga till försäljningen av publishingrättigheterna. Det nya spelet väntas generera konsumentintäkter först under 2028, vilket innebär att det enbart belastar bolaget med kostnader under vår prognosperiod (bortsett från mottagna milestonebetalningar). Vi har även reviderat ned förväntningarna ytterligare på TMNT: Empire City efter svagare spelardata än väntat samt uttalat begränsade investeringar i större DLCs efter en svagare försäljningsutveckling än väntat. Nettoomsättningen sänks med -20,9% för 2026E och -35,4% för 2027E. I takt med att bolaget hittar ny finansiering för ytterligare projekt, finns goda möjligheter till uppreviderade estimat.

Effekten på bruttovinsten blir desto mindre, då publishingintäkterna har en låg bruttomarginal samtidigt som milestonebetalningar från det nya utvecklingsprojektet väntas bidra redan från Q3'26. Bolaget framhäver att intäkter och lönsamhet kommer variera kraftigt på kvartalsbasis beroende på när milestonebetalningar inkommer. Vi sänker därför bruttovinsten med -5,4 % för 2026E samt -13,6 % för 2027E. Vidare höjer vi prognoserna för kostnadsbasen en aning, detta eftersom bolagets spelkontrakt innebär att en del av arbetsstyrkan inte behöver lämna bolaget, som tidigare var planerat genom kostnadsbesparingsprogrammet.

Estimatrevideringar

	Uppdaterade		Tidigare		Förändring (abs)		Förändring (%)	
	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
Nettoomsättning	67,2	56,5	84,9	87,4	-17,7	-30,9	-20,9%	-35,4%
% y-o-y	-48,3%	-15,9%	-34,7%	2,9%			-13,6pp	-18,9pp
Aktiverat arbete för egen räkning	14,8	15,5	8,7	16,5	6,1	-1,0	69,5%	-6,1%
Övriga intäkter	1,8	2,1	2,0	2,1	-0,2	0,0	-8,5%	0,0%
Totala intäkter	83,8	74,1	95,6	106,1	-11,8	-31,9	-12,4%	-30,1%
Bruttoresultat	21,0	21,6	22,2	25,0	-1,2	-3,4	-5,4%	-13,6%
Bruttomarginal	31,3%	38,2%	26,1%	28,6%			5,1pp	9,6pp
Övriga externa kostnader	-9,3	-8,8	-9,2	-8,8	0,0	0,0	0,3%	0,0%
Personalkostnader	-26,4	-17,2	-19,6	-7,2	-6,8	-10,0	34,7%	137,6%
Rörelsekostnader	-35,6	-26,0	-28,8	-16,1	-6,8	-10,0	23,7%	62,1%
% y-o-y	-30,2%	-26,9%	-43,6%	-44,2%			13,3pp	17,3pp
EBITDA	2,0	13,2	4,1	27,5	-2,1	-14,4	-51,8%	-52,2%
EBITDA-marginal	2,9%	23,3%	4,8%	31,5%			-1,9pp	-8,2pp
Avskrivningar	-19,7	-16,3	-10,3	-17,3	-9,3	1,0	90,6%	-5,8%
EBIT	-17,7	-3,1	-6,2	10,2	-11,5	-13,4	184,8%	-130,6%
EBIT-marginal	-26,3%	-5,5%	-7,3%	11,7%			-19,0pp	-17,2pp
EBITDAC	-12,8	-2,3	-4,6	11,0	-8,2	-13,4	177,8%	-121,1%
EBITDAC-marginal	-19,0%	-4,1%	-5,4%	12,6%			-13,6pp	-16,7pp

Estimat för 2026E

(MSEK)	Q1A	Q2A	Q3E	Q4E	2026E
Nettoomsättning	22,1	20,4	13,1	11,5	67,2
% y-o-y	-43,4%	-40,3%	-53,1%	-59,8%	-48,3%
Aktiverat arbete	5,2	2,6	3,5	3,5	14,8
Övriga rörelseintäkter	0,5	0,4	0,6	0,4	1,8
Summa intäkter	27,8	23,4	17,2	15,4	83,8
Bruttoresultat	6,0	5,5	6,1	3,5	21,0
Bruttomarginal	27,0%	26,9%	46,2%	30,2%	31,3%
% y-o-y	13,8%	-62,4%	21,5%	-63,3%	-38,8%
Övriga externa kostnader	-2,9	-2,7	-1,9	-1,8	-9,3
Personalkostnader	-9,3	-8,1	-4,5	-4,4	-26,4
Andel i intresseföretags resultat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rörelsekostnader	-12,2	-10,8	-6,4	-6,2	-35,6
% y-o-y	-6,5%	-27,5%	-42,1%	-48,4%	-30,2%
EBITDA	-0,5	-2,4	3,8	1,1	2,0
EBITDA-marginal	-1,9%	-10,3%	21,9%	7,3%	2,9%
% y-o-y	-117,6%	-140,1%	neg.	-86,7%	-88,7%
Av- och nedskrivningar	-6,4	-6,2	-3,6	-3,5	-19,7
EBIT	-6,9	-8,6	0,2	-2,4	-17,7
EBIT-marginal	-24,8%	-36,6%	0,9%	-15,4%	-26,3%
% y-o-y	neg.	neg.	neg.	-189,3%	neg.
EBITDAC	-5,7	-5,0	0,3	-2,4	-12,8
EBITDAC-marginal	-25,9%	-24,3%	2,1%	-20,6%	neg.
% y-o-y	neg.	-30,5%	-23,7%	-33,8%	-11,0%

Estimat fram till 2027E

(MSEK)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
Nettoomsättning	24,8	136,9	175,8	130,0	67,2	56,5
% y-o-y	4,5%	451,8%	28,4%	-26,1%	-48,3%	-15,9%
Aktiverat arbete för egen räkning	23,3	25,7	33,7	31,9	14,8	15,5
Övriga intäkter	0,1	1,5	1,9	2,4	1,8	2,1
Totala intäkter	48,2	164,1	211,3	164,2	83,8	74,1
EV/S	5,3	2,6	1,0	1,0	0,8	0,9
Bruttoresultat	8,8	26,7	24,9	34,3	21,0	21,6
Bruttomarginal	35,6%	19,5%	14,1%	26,4%	31,3%	38,2%
% y-o-y	4,3%	201,9%	-6,8%	38,0%	-38,8%	2,7%
Övriga externa kostnader	-14,3	-13,3	-15,0	-15,3	-9,3	-8,8
Personalkostnader	-31,4	-30,4	-32,8	-35,7	-26,4	-17,2
Andel i intresseföretags resultat	-1,6	-0,5	-0,5	-0,1	0,0	0,0
Rörelsekostnader	-47,3	-44,2	-48,3	-51,1	-35,6	-26,0
% y-o-y	81,2%	-6,6%	9,2%	5,8%	-30,2%	-26,9%
EBITDA	-15,1	9,7	12,1	17,5	2,0	13,2
EBITDA-marginal	-60,7%	7,1%	6,9%	13,5%	2,9%	23,3%
% y-o-y	neg.	neg.	24,9%	44,7%	-88,7%	565,9%
EV/EBITDA	neg.	36,9	14,0	9,4	26,5	4,0
Av- och nedskrivningar	-7,6	-16,4	-31,3	-24,4	-19,7	-16,3
EBIT	-22,7	-6,7	-19,2	-6,9	-17,7	-3,1
EBIT-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	-26,3%	-5,5%
% y-o-y	neg.	-70,4%	185,5%	-64,0%	155,8%	-82,3%
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
EBITDAC	-40,9	-28,4	-21,7	-14,4	-12,8	-2,3
EBITDAC-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
% y-o-y	neg.	-30,5%	-23,7%	-33,8%	-11,0%	-81,8%
EV/EBITDAC	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.

Motiverat värde i vårt huvudscenario

Efter våra estimatrevideringar bedömer vi att Beyond Frames sannolikt inte kommer att uppnå ett positivt kassaflöde under vår prognosperiod, utan att detta snarare kan realiseras under 2028. Mot denna bakgrund har vi valt att värdera bolaget utifrån EV/S. Värderingen inkluderar den genomförda riktade emissionen om 3,1 MSEK, men inte den ytterligare föreslagna emissionen då utfallet ännu inte offentliggjorts. Vi bedömer dock att ytterligare utspädning under prognosperioden är sannolik. Vi har valt att värdera Beyond Frames på en multipel om 1,1x försäljningen vid utgången av 2027E, vilket implicerar ett börsvärde om cirka 62,2 MSEK och ett motiverat värde om 3,0 SEK per aktie. Multipeln är högre än för flera jämförbara bolag, men motiveras enligt vår bedömning av att omsättningen befinner sig på en tillfälligt låg nivå, med potential för en tydlig återhämtning när nya projekt och spelintäkter tillkommer. Vid föregående rapportkommentar uppgick vår värdering till 66,2 MSEK, vilket innebär att värderingen av bolaget endast reviderats ned marginellt. Det lägre motiverade värdet per aktie förklaras därför till stor del av den ökade utspädningen. Vi ser potential till en upprevidering i takt med att bolaget kommunicerar nya projekt och kan uttala sig mer utförligt om dess pipeline.

	Värdering			
	Multipel	Intäkter 2027E	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)
2027E	1,1	56,5	62,2	3,0
Säkerhetsmarginal (30%)	1,1	39,6	43,5	2,1

Nedan följer potentiell avkastning på 2027E om Beyond Frames utvecklas likt våra estimat i huvudscenariot.

	Potentiell avkastning					
	Huvudscenario			Säkerhetsmarginal (30%)		
	Faktor	Procent	CAGR	Faktor	Procent	CAGR
2027E	1,0	4,9%	2,4%	0,7	-26,6%	-14,3%

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

	Känslighetsanalys						
	Huvudscenario 2027E				Säkerhetsmarginal (30%)		
xSales	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %		Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %
0,6	33,9	1,7	-42,8%		23,7	1,2	-59,9%
0,7	39,6	1,9	-33,2%		27,7	1,4	-53,3%
0,8	45,2	2,2	-23,7%		31,6	1,5	-46,6%
0,9	50,9	2,5	-14,2%		35,6	1,7	-39,9%
1,0	56,5	2,8	-4,6%		39,6	1,9	-33,2%
1,1	62,2	3,0	4,9%		43,5	2,1	-26,6%
1,2	67,8	3,3	14,4%		47,5	2,3	-19,9%
1,3	73,5	3,6	24,0%		51,4	2,5	-13,2%
1,4	79,1	3,9	33,5%		55,4	2,7	-6,5%
1,5	84,8	4,1	43,1%		59,3	2,9	0,1%
1,6	90,4	4,4	52,6%		63,3	3,1	6,8%
1,7	96,1	4,7	62,1%		67,2	3,3	13,5%
1,8	101,7	5,0	71,7%		71,2	3,5	20,2%

Källförteckning

1. <https://steamdb.info/app/1957780/charts/>
2. <https://mf.n.se/cis/a/beyond-frames-entertainment/q2-2026-half-year-report-beyond-frames-entertainment-ab-publ-b043a0ae>
3. <https://mf.n.se/cis/a/beyond-frames-entertainment/beyond-frames-signs-a-development-funding-agreement-of-approximately-sek-18-million-and-revises-cost-cutting-targets-06847928>
4. <https://counterpointresearch.com/en/insights/global-xr-ar-vr-headsets-market-share-quarterly>
5. <https://mf.n.se/cis/a/beyond-frames-entertainment/kallelse-till-extra-bolagsstamma-i-beyond-frames-entertainment-ab-publ-41f172aa>
6. <https://mf.n.se/cis/a/beyond-frames-entertainment/beyond-frames-carries-out-a-directed-share-issue-of-approximately-sek-3-1-million-c47cdaeb>
7. <https://mf.n.se/cis/a/beyond-frames-entertainment/beyond-frames-entertainment-ab-sells-publishing-rights-opening-up-for-potential-investments-in-new-opportunities-cc7857a6>

Disclaimer

Kalqyl 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 har interna riktlinjer för anställdas privata aktieäggande i bolag som omfattas av analys. För att säkerställa oberoende och förtroende gäller särskilda handelsrestriktioner. Efter köp av aktier i ett bolag som omfattas av analys får försäljning med vinst inte ske inom 30 dagar. Dessutom råder handelsstopp i 14 dagar före planerad publicering av analys, samt i 48 timmar efter publicering. Under dessa perioder får inga transaktioner genomföras i det aktuella bolagets aktier eller relaterade instrument.

Intressekonflikt

Albin Eriksson äger inte aktier i det analyserade bolaget

Analysen är en uppdragsanalys