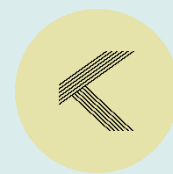


Beyond Frames Entertainment



Ett nytt kapitel är upplåst

2025-11-28

Vi inleder bevakning på Beyond Frames, en svensk spelutvecklare och publisher inom XR, en samlingsteknik som förenar virtual reality (VR), augmented reality (AR) och mixed reality (MR). Bolaget kombinerar egen spelutveckling genom de hel- och delägda studierna Cortopia, Moon Mode och Odd Raven, med projektfinansierade produktioner och publishing av externa titlar, vilket skapar en skalbar och kapitaleffektiv affärsmodell. Beyond Frames är en av världens ledande VR-publisher och har en stark position via egenutvecklade IP:n samt IP-samarbeten. Med en dokumenterat stark historisk spelportfölj, starka relationer med ledande studios samt en stark pipeline av IP-samarbeten är bolaget väl positionerat för att ta del av den strukturella tillväxten inom XR-marknaden och den ökande efterfrågan på högkvalitativt XR-innehåll.

Stark historik av lyckade lanseringar

Beyond Frames har en lång historik av återkommande framgångar inom XR-sektorn, där bolaget etablerat sig som en av den mest erfarna utvecklaren och publishern inom segmentet. Flera av bolagets lanseringar har nått stora publika genomslag, däribland Ghosts of Tabor som blivit ett av de mest framgångsrika VR-spelen globalt och som positionerat koncernen i toppskiktet som publisher. Genom flertalet kommersiellt framgångsrika lanseringar av spel har Beyond Frames skapat en dokumenterad förmåga att identifiera rätt projekt, arbeta nära sina utvecklingspartners och bygga långsiktiga samarbeten. Beyond Frames starka historik lägger grunden för fortsatt expansion och stärker bolagets position som en ledande aktör inom XR-marknaden.

Nytt kapitel med högre marginalprofil

Beyond Frames står inför en ny fas som väntas driva nästa steg av bolagets tillväxt, med högre lönsamhet. Etablerade titlar fortsätter att utvecklas starkt och flera nya spel rör sig in i mer intäktsstarka faser. Ett tydligt exempel är det egenutvecklade spelet GORN 2 som nu passerar den initiala recouperationsperioden, vilket sammantaget förbättrar utsikterna för högre intäkter och marginaler framöver. Vidare utgör samarbetet med Paramount Game Studios kring Teenage Mutant Ninja Turtles (TMNT): Empire City en viktig milstolpe, där kombinationen av en stark global IP och egenutveckling ger en attraktiv marginalprofil och kan fungera som en referensmodell för framtida IP-baserade projekt. Sammantaget innebär detta att Beyond Frames närmar sig en period med tydligare lönsamhetspotential och potentiellt ökat förtroende från globala partners, vilket skapar goda förutsättningar för bolagets fortsatta expansion.

Outlook

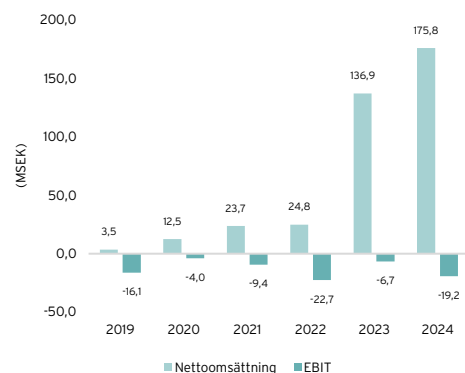
Beyond Frames har potential att stärka sin position som en ledande aktör inom XR och spelutveckling genom en kombination av återkommande framgångsrika lanseringar och en skalbar affärsmodell. Under de kommande åren utgör GORN 2, lanseringen av TMNT: Empire City och DLC-släpp till etablerade titlar de mest betydande värde drivarna, eftersom dessa projekt bedöms vara särskilt lönsamma och har en tydlig möjlighet att höja bolagets marginalnivå. Bortom vår prognosperiod finns en betydande uppsida förutsatt att bolaget stärker sin förhandlingsposition inför framtida IP-samarbeten och kan replikera en potentiell framgång av TMNT: Empire City. Vårt motiverade värde för 2027E uppgår till 14,6 SEK per aktie, motsvarande en uppsida om 101,2 %.

(MSEK)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Nettoomsättning	136,9	175,8	133,1	158,9	179,4
Tillväxt y-o-y	451,8%	28,4%	-24,3%	19,4%	12,9%
Aktiverat arbete	25,7	33,7	28,8	29,0	30,9
Övriga intäkter	1,5	1,9	2,2	2,1	2,1
Summa intäkter	164,1	211,3	164,1	190,0	212,4
EV/S	2,6	1,0	0,9	0,8	0,7
Bruttoresultat	26,7	24,9	35,0	56,8	78,1
Bruttomarginal	19,5%	14,1%	26,3%	35,7%	43,5%
Rörelsekostnader	-44,2	-48,3	-53,7	-55,7	-57,6
Tillväxt y-o-y	-6,6%	9,2%	11,2%	3,7%	3,4%
EBIT	-6,7	-19,2	-12,9	2,9	22,6
EBIT-marginal	-4,9%	-10,9%	-9,7%	1,8%	12,6%
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	43,0	5,6

Fakta

VD	Ace St. Germain
Lista	Spotlight
Ticker	BEYOND
Aktiekurs (SEK)	7,24
Antal aktier (Miljoner)	18,6
Börsvärde (MSEK)	134,9
Nettokassa (MSEK)	8,7
EV (MSEK)	126,2
Insideräggande	63,2%
Nästa rapport	2026-02-19

Helårsutveckling

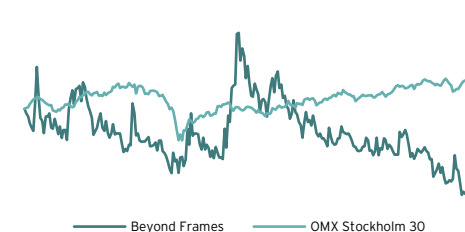


Analytiker

Albin Eriksson

albin@kalqyl.se

Kursutveckling 12 månader



Kursutveckling %	1 m	3 m	12m
Beyond Frames	-1,4	-27,3	-34,2

Investeringscase

1. 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.

2. 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.

3. 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 i närtid in i lönsam fas när recoupment-perioden avslutas, samtidigt som större satsningar inom licensbaserade IP-projekt, där Teenage Mutant Ninja Turtles är först ut, lägger grunden för långsiktig skalbarhet. Ett lyckat genomförande av dessa projekt stärker Beyond Frames attraktionskraft hos globala partners och skapar en mall för framtida samarbeten inom internationella franchisebaserade spel.

4. 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.

5. Attraktiv värdering i relation till framtidsutsikter

Beyond Frames värdering anser vi är attraktiv i relation till bolagets växande pipeline, bevisade track record och förbättrade marginalutsikter. Marknaden har ännu inte fullt ut prissatt effekterna av att flera titlar går in i mer lönsamma faser när recoupment-perioder löper ut samt den strategiska satsningen på större IP-projekt som ytterligare stärker Beyond Frames roll på marknaden.

Motargument

1. 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.

2. Marknadsvolatilitet i XR och beroende av plattformägare

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

3. 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.

4. 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.

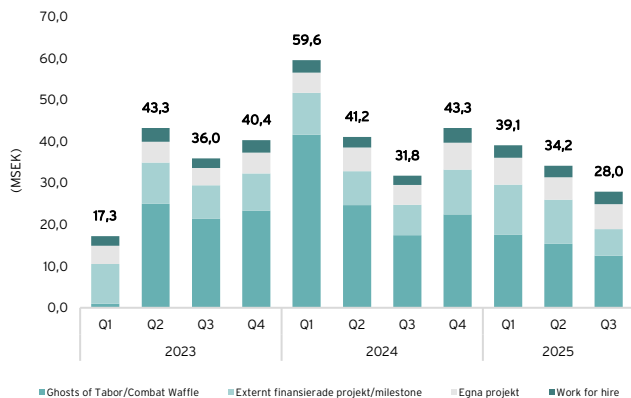
5. Beroende av nyckelpersoner och kreativa team

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.

Beyond Frames - potential att bli den ledande XR-koncernen i världen

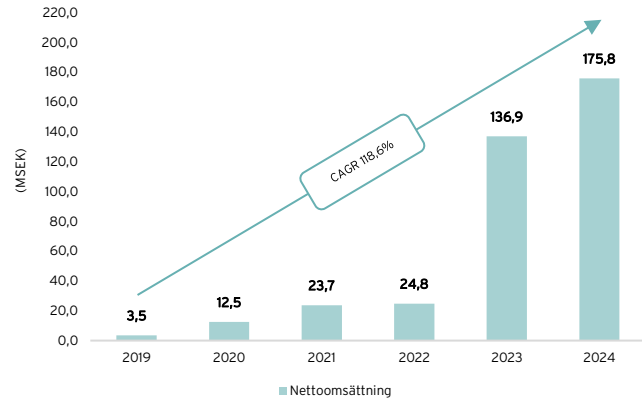
Beyond Frames är en av Europas snabbast växande aktörer inom XR-spel och har ökat sin omsättning med en CAGR på 118,6 % sedan 2019. Bolagets hybridmodell med både egen utveckling och publishing har skapat en skalbar affär med stark riskbalans. Framgångarna med Ghosts of Tabor och de pågående projekten GORN 2 och den kommande 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.

Historisk försäljning och estimerad uppdelning



Källa: Kalqyl Estimat, bolagsdata

Hybridmodell med dokumenterat starkt track record

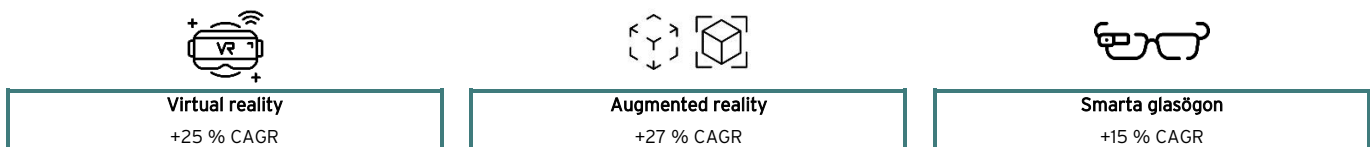


Källa: Bolagsdata

En marknad under stark tillväxt

Efterfrågan på Beyond Frames spel drivs till stor del av hårdvaruförsäljning inom XR-segmentet. Stora aktörer som Sony, Apple och Meta spelar därför en central roll i bolagets marknadsförutsättningar och utgör de främsta drivkrafterna bakom den underliggande marknadstillväxten. I takt med att nya headsets och tekniska innovationer når konsumenter växer den globala användarbasen, vilket successivt ökar den adresserbara marknaden för XR-innehåll. Marknaden befinner sig fortfarande i ett tidigt men accelererande skede, vilket ger goda strukturella förutsättningar för aktörer som Beyond Frames.

Delsegment inom den snabbt växande XR-marknaden



Lanseringen av TMNT: Empire City är en viktig långsiktig pusselbit

Under H1'26 förväntas Beyond Frames att lansera spelet TMNT: Empire City, vilket har potential att bli en av de största lanseringarna inom VR-branschen någonsin. Spelets finansieringsmodell innebär att kostnader fördelas ut över utvecklingsperioden, vilket i praktiken leder till att spelet bidrar med positiv EBIT direkt. Beyond Frames estimerar att spelet kan generera bruttointäkter mellan 350-700 MSEK mellan 2026-2029, vilket således skulle indikera en ROI på mellan ungefär 4-10x. En lyckad lansering av TMNT: Empire City kan fungera som en proof-of-concept inför framtida IP-samarbeten, vilket stärker Beyond Frames varumärke inför framtida upphandlingar och således de framtida tillväxt- och lönsamhetsutsikterna.

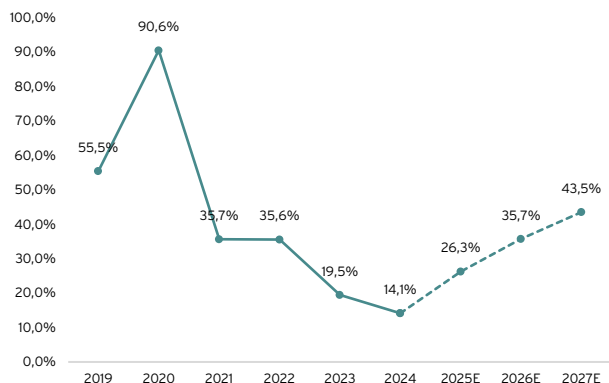


Teenage Mutant Ninja Turtles: Empire City är ett actionfokuserat VR-äventyr baserat på det ikoniska TMNT-universumet, ett av de mest välkända varumärkena inom populärkulturen sedan 1980-talet. Spelet låter spelaren utforska New York tillsammans med de fyra Turtles-bröderna och kombinerar karaktärsdrivet berättande med närstridsmekanik och VR-anpassad rörelsedesign. Beyond Frames utvecklar spelet för att maximera immersion och dra nytta av studios tekniska styrkor inom handtracking, strid och miljödesign. Ambitionen är att skapa en högtillgänglig och publikvänlig licenstitel som kan bredda VR-marknaden och attrahera både befintliga fans och nya spelare.

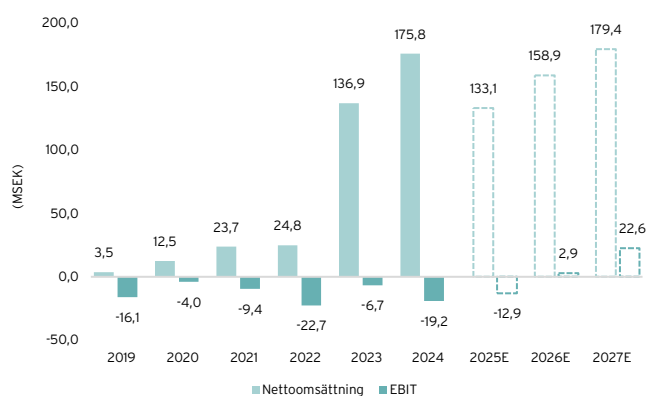
Bolaget skiftar nu fokus mot lönsamhet

Under Q4'25 förväntas recoupment-perioden för det egenutvecklade spelet GORN 2, som bygger på ett externt IP, löpa ut. Detta innebär att titeln därefter börjar bidra med intäkter och en markant högre bruttomarginal än vad publishingverksamheten historiskt har genererat. Vidare förväntas lanseringen av TMNT: Empire City under första halvåret 2026 utgöra en viktig milstolpe för bolaget, i linje med ledningens fokus på att kombinera tillväxt med förbättrad lönsamhet. Inledningsvis erhåller Beyond Frames en lägre marginal på spelets försäljning, då externa finansiärer ska återfå sin investering genom en recoupment-modell. När denna fas är avslutad tillfaller en betydligt större andel av marginalen bolaget, vilket skapar ett markant lönsamhetslyft.

Bruttomarginal estimat, 2019-2027E



Nettoomsättning och EBIT estimat, 2019-2027E



Marknaden prisar inte lönsamhetsförbättringar

Trots en lovande pipeline med tydliga marginalförbättringar handlas Beyond Frames till lägre framtida värderingsmultiplar än flera jämförbara gamingbolag. Marknaden tycks i dagsläget inte prisa in ett scenario där bolaget når uthållig lönsamhet, trots de strukturella förbättringar som följer av större egenutvecklade IP-projekt och högre marginaler efter recoupment. Vår bedömning är att marknaden i dagsläget misstolkar Beyond Frames affärsfilosofi, då bolaget medvetet valt att prioritera stark tillväxt före kortsiktig lönsamhet. Bolagets långsiktiga tillväxtstrategi har historiskt lett till relativt stora förluster. Samtidigt bör det understrykas att Beyond Frames matchar sina avskrivningar direkt med aktiveringar av utvecklingskostnader, vilket i vår mening gör EBIT till ett rättvist lönsamhetsmått. Vi bedömer att marknaden underskattar bolagets förutsättningar att växla över till positiv EBIT och skapa en mer kassaflödesstark affärsmodell. Detta ger enligt vår bedömning en attraktiv risk-reward-profil med potential för en uppvärdering när lönsamheten materialiseras.

Motiverat värde på 14,6 SEK för 2027E

Vår bedömning är att marknaden underskattar Beyond Frames ledande ställning inom publishingsegmentet och det strategiska skiftet mot lönsam tillväxt genom egenutvecklade IP-samarbeten, vilka enligt vår bedömning kommer bidra till ett perceptionskifte för bolaget och således motiverar en uppvärdering. I värderingen av Beyond Frames tillämpar vi en multipel om 12x EBIT för helåret 2027E, motsvarande en EV/S-multipel om 1,5x. Vi anser att multipeln är motiverad baserad på Beyond Frames ledande marknadsposition, bolagets dokumenterat starka track record, värderingsnivåer hos jämförbara gaming-bolag samt potential för lönsam uthållig tillväxt bortom vår prognosperiod. Baserat på våra estimat och en värdering i linje med relevanta peers uppgår vårt motiverade värde för 2027E till 14,6 SEK per aktie, vilket motsvarar en uppsida på 101,2 % jämfört med den senaste betalkursen.

Motiverat värde i vårt huvudscenario

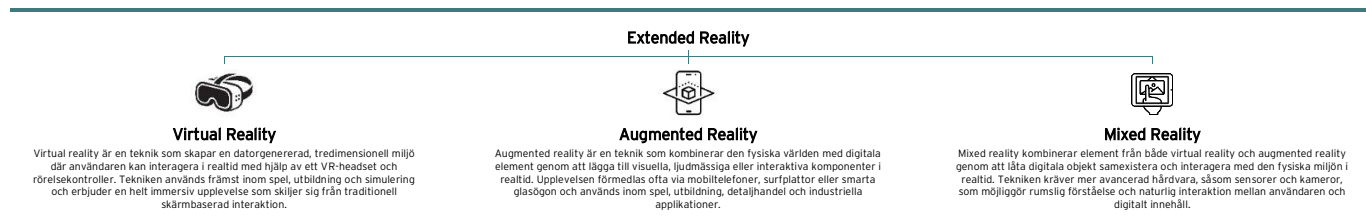


Innehållsförteckning

Investeringscase.....	2
Motargument	2
Beyond Frames - potential att bli den ledande XR-koncernen i världen	3
En marknad under stark tillväxt	3
Lanseringen av TMNT: Empire City är en viktig långsiktig pusselbit	3
Bolaget skiftar nu fokus mot lönsamhet	4
Marknaden prisar inte lönsamhetsförbättringar.....	4
Motiverat värde på 14,6 SEK för 2027E.....	4
Innehållsförteckning.....	5
En ledande aktör inom XR-branschen	6
En unik hybridmodell.....	6
Beyond Frames roll i ekosystemet.....	6
Kontinuerliga investeringar i tillväxt har historiskt tyngt marginalerna	7
Beprövad hybridmodell är förklaringen till den explosiva försäljningsutvecklingen	8
Hybridmodellen är förklaringen till en lägre bruttomarginal.....	9
...samtidigt har bolaget lyckats upprätthålla en relativt fast kostnadsbas.....	9
Nästa kapitel: lönsam tillväxt genom ökat fokus på egna studios med externa IP:n	10
Tydliga indikationer på en lyckad TMNT-lansering.....	10
Intern utveckling stödjer equity storyn mot lönsamhet.....	11
En mer gynnsam intäktsmix förväntas stärka lönsamheten avsevärt.....	11
En framgångsrik lansering av TMNT skapar en mall till framtida IP-samarbeten	12
Standardisering av processer för IP-samarbeten	12
Stärkt position som partner till välkända varumärken	12
Potential för hög avkastning på investering, med majoriteten av investeringarna redan genomförda	13
Förbättrad ROI och riskdelning.....	13
Innovativa hårdvarukomponenter är viktiga drivkrafter	14
Stark underliggande marknadstillväxt för VR-headsets	14
Den starka hårdvarutillväxten är nyckeln till stark speltillväxt	15
Beyond Frames TAM kan utökas under de kommande åren.....	15
Lika hög förväntad tillväxt inom smarta glasögon	16
Låg inträdesbarriär då tekniken redan finns på plats	16
Finansiell ställning	17
Styrelse	18
Ledning.....	19
Ägarbild.....	20
Utestående optionsprogram	20
Risker	21
Värdering.....	22
Aktiekursutveckling	22
En av de ledande aktörerna, trots viss konkurrens	23
Peers	24
Värdeskapande mot nuvarande värdering	24
Beyond Frames särskiljer sig mot sina peers.....	25
... vilket leder till en liten framtida diskrepans mellan primära lönsamhetsmått	25
Estimat för 2025E.....	26
Estimat fram till 2027E.....	27
Motiverat värde i vårt huvudscenario	28
Källförteckning	29
Disclaimer	29

En ledande aktör inom XR-branschen

Beyond Frames Entertainment är en svensk spelkoncern noterad på Spotlight Stock Market. Bolaget är både en spelutvecklare och publisher inom virtual reality (VR), augmented reality (AR) och mixed reality (MR), samlat benämnt extended reality (XR). Beyond Frames har etablerat sig som en av de mest erfarna aktörerna globalt inom XR-sektorn med en bevisad förmåga att utveckla och kommersialisera innehåll på både egna och externa plattformar. Bolaget verkar i en strukturellt växande marknad och ger exponering mot en av de snabbast växande nischerna inom den globala spelindustrin.



En unik hybridmodell

Beyond Frames kombinerar egen spelutveckling med publishing av externa titlar. Hybridmodellen är unik i branschen och gör det möjligt för bolaget att skala verksamheten, generera återkommande intäkter och samtidigt minska kapitalbindningen genom projektfinansiering från externa partners. Denna modell minskar riskerna som traditionellt finns i spelutveckling och gör bolaget mer skalbart över tid. Den egna utvecklingen bedrivs genom den helägda studion Cortopia och de delägda studiorna Moon Mode och Odd Raven. Publishingverksamheten samarbetar med oberoende utvecklare världen över, vilket stärker bolagets pipeline av titlar och bidrar till en skalbar affärsmodell med hög potential för återkommande intäkter.

Beyond Frames har idag en samlad portfölj på drygt 15 spel, och har historiskt haft en hög lanseringstakt på cirka 3-5 titlar per år sedan 2022. Bland bolagets största framgångar finns Ghosts of Tabor, Down the Rabbit Hole och GORN 2, som har stärkt Beyond Frames position som en ledande aktör den globala VR-marknaden. Med den erfarenheten har bolaget tagit steget mot att utveckla större IP-baserade projekt tillsammans med internationella rättighetsinnehavare. Bolaget samarbetar för tillfället med Paramount Game Studios kring utvecklingen av TMNT: Empire City, det första VR-spelet baserat på varumärket. En framgångsrik lansering av TMNT: Empire City väntas kunna fungera som referensprojekt för framtida IP-baserade samarbeten och utgör en viktig del av bolagets tillväxtstrategi.

Studioverksamhet



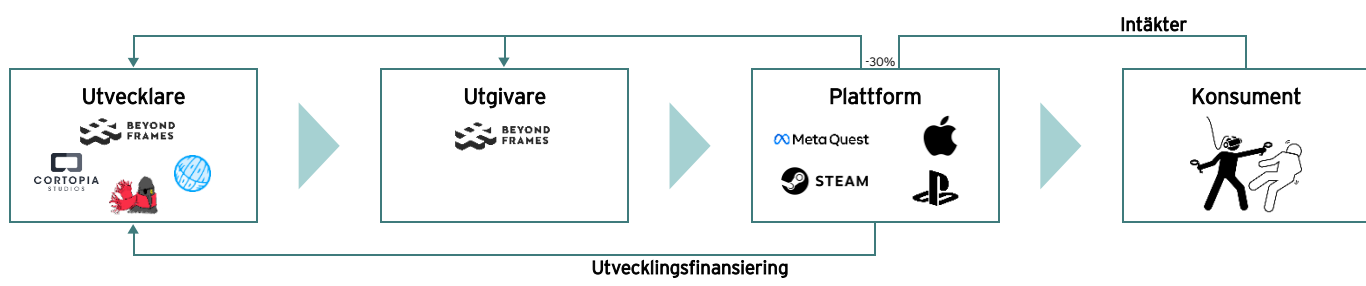
Publishingverksamhet



Beyond Frames roll i ekosystemet

Beyond Frames verkar i ett ekosystem som omfattar hela värdekedjan för VR-spel, från utveckling och finansiering till publishing, distribution och försäljning. Bolagets hybridmodell kombinerar egen spelutveckling genom studior som Cortopia och Moon Mode med publishing av externa titlar, där Beyond Frames agerar som utgivare och samordnar finansiering, marknadsföring och lansering på ledande plattformar som Meta Quest, Steam, Sony och Apple Vision Pro. Intäkterna delas mellan plattform, utgivare och utvecklare, medan projektfinansiering från externa partners gör det möjligt att växa med kontrollerad risk. Distributionsledet utgör en central del av värdekedjan. Plattformar som Meta Quest, Steam och Sony VR2 tar vanligtvis omkring 30 % av bruttointäkterna på varje såld titel. Resterande del delas mellan utgivare och utvecklare enligt respektive avtal. Denna struktur är standardiserad inom spelindustrin och innebär att en betydande del av den ekonomiska hävstången ligger hos plattformsägarna.

Ekosystemet för virtual reality

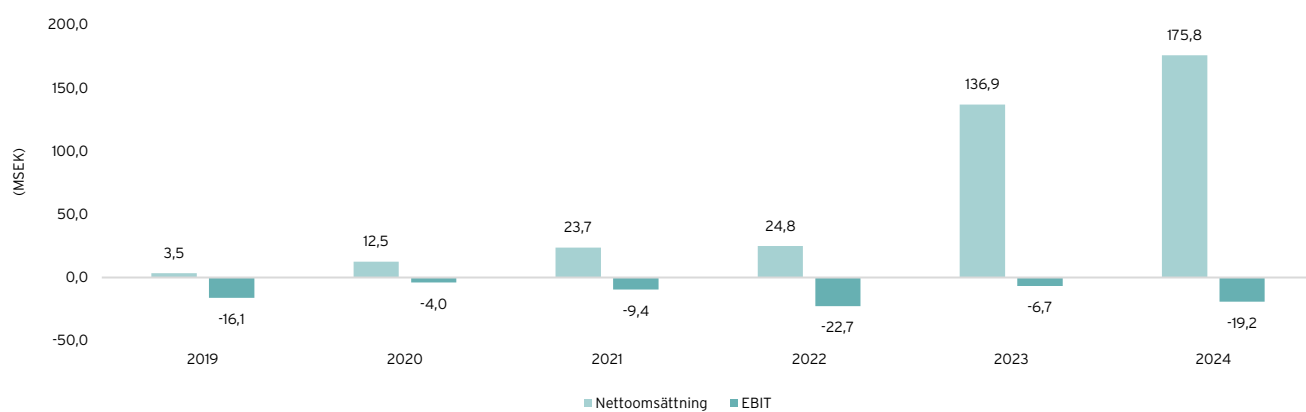


Kontinuerliga investeringar i tillväxt har historiskt tyngt marginalerna

Nettoomsättningen har ökat med en CAGR på 118,6 % mellan 2019-2024, vilket speglar bolagets förmåga att kontinuerligt bredda sin portfölj och kapitalisera på den snabbt växande XR-marknaden. Under de första åren som noterat bolag drevs försäljningen främst av Wands och Down the Rabbit Hole, och försäljningen tog fart ytterligare under Covid-19-pandemin då den globala headsetpenetrationen ökade markant. År 2022 stärktes tillväxten genom lanseringen av Wands Alliances och flera nya publishingavtal med externa studior som Team Panoptes och Sylphe Labs, vilket breddade intäktsbasen avsevärt. Under 2023 accelererade utvecklingen kraftigt, framför allt genom den globala framgången för Ghosts of Tabor och ökade projektfinansieringsintäkter från Cortopias pågående produktioner.

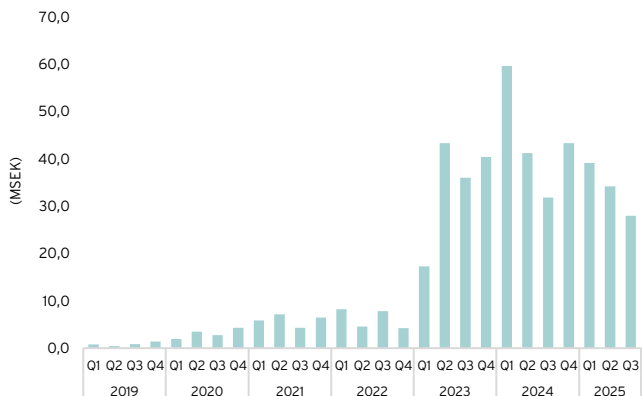
Trots den starka omsättningsutvecklingen har bolaget ännu inte nått lönsamhet, ett medvetet val för att hålla en hög investeringstakt i nya titlar och projekt. Utvecklingskostnader och investeringar inom publishing har prioriterats framför kortsiktig vinst, samtidigt som avskrivningar på aktiverade utvecklingskostnader belastar resultatet redan innan projekten lanseras. Detta innebär att Beyond Frames historiskt har byggt värde genom tillväxt och portföljexpansion snarare än genom resultatoptimering, men att marginalprofilen successivt förbättras i takt med att fler projekt går in i mer mogna intäktsfaser.

Nettoomsättning och EBIT, 2019-2024

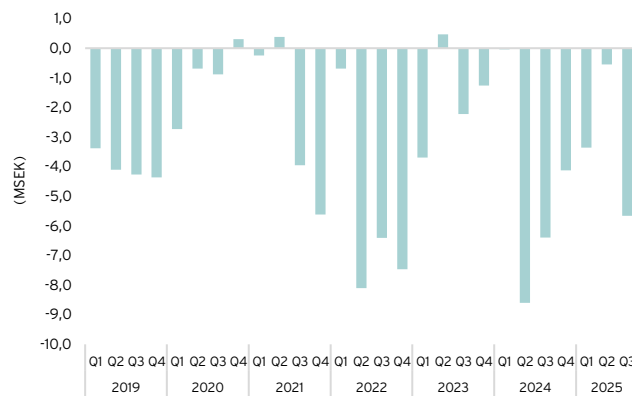


Beyond Frames har uppvisat en stark tillväxt över tid, vilket speglar bolagets ökade lanseringstakt, fler publishingavtal och växande projektvolym. Intäktsutvecklingen blir naturligt ojämn mellan kvartalen eftersom studio- och förlagsverksamhet kännetecknas av milstolpsbetalningar och intäkter som koncentreras till spelsläpp. Publishingverksamheten har expanderat snabbt och bidrar med stabila kassaflöden som finansierar nya satsningar och produktutveckling, även om lönsamheten är lägre än den egna spelutvecklingen. Kostnadsbasen har till stor del bestått av strategiska investeringar i spelutveckling, marknadsföringsinsatser och bolagets val att aktivera och påbörja avskrivningar på projekt redan under produktion, vilket är i linje med bolagets strategi. Kombinationen av högre försäljning, extern projektfinansiering och egen utveckling med externa IP:n ger bolaget goda förutsättningar att successivt förbättra lönsamheten.

Nettoomsättning, kvartalsvis



EBIT, kvartalsvis



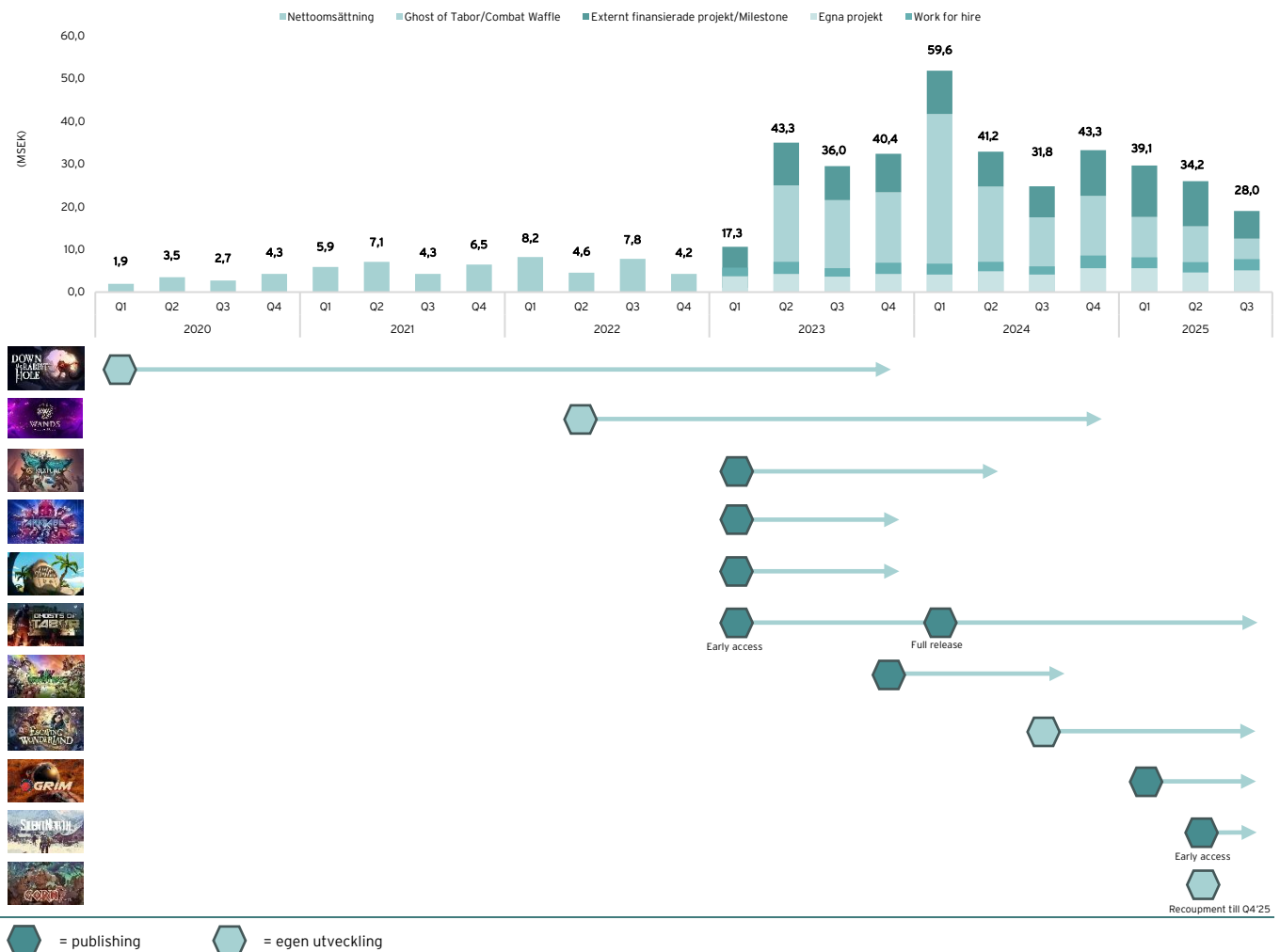
Beprövad hybridmodell är förklaringen till den explosiva försäljningsutvecklingen

Beyond Frames driver en aktiv lanseringsstrategi genom bolagets hybridmodell, med en balanserad mix av egenutvecklade IP:n och publicerade titlar från externa studios. Bolaget har idag en samlad portfölj på drygt 15 spel, och har haft en hög lanseringstakt på cirka 3-5 titlar per år sedan 2022. Det primära fokuseringsområdet för lanseringarna är hög kvalitet, skalbarhet och riskbalansering. Lanseringsstrategin skapar både bredd och djup i portföljen samt en stabil grund för återkommande intäkter. Genom att lansera nedladdningsbart innehåll (DLC) till befintliga spel, som Ghosts of Tabor, förlänger bolaget livscykeln och intäktsflödet för sina största titlar.

Under ledning av vd Ace St. Germain, som tillträdde 2022, har bolaget fokuserat på att kombinera egenutveckling med publishing av externa titlar, en strategi som bidragit till att etablera Beyond Frames som en av världens största aktörer inom VR-publishing. Lanseringen av Ghosts of Tabor i mars 2023 beskrivs som den starkaste debuten i bolagets historia. Spelets genombrott har blivit en kommersiell framgång för bolaget, med över en miljon spelare och mer än 300 MSEK i global bruttoförsäljning. Sedan dess har Beyond Frames följt upp med nya framgångar som Outta Hand, Toy Monsters och Escaping Wonderland, samtidigt som titlar som Silent North, GORN 2 och TMNT: Empire City stärker bolagets pipeline och tillväxtutsikter. Beyond Frames har en dokumenterat stark förmåga att identifiera, finansiera och lansera rätt typ av spel för rätt målgrupp, vilket talar för en fortsatt stark exekvering.

Den kommande lanseringen av det egenutvecklade spelet TMNT: Empire City, baserat på Paramounts välkända IP, markerar nästa stora steg i Beyond Frames tillväxtresa. Spelet utvecklas av den helägda studion Cortopia i samarbete med Paramount Game Studios och är det första VR-spelet baserat på det ikoniska varumärket. Bolaget bedömer att titeln har potential att generera 350-700 MSEK i bruttointäkter mellan 2026 och 2029, vilket skulle göra det till den mest betydande lanseringen i bolagets historia. TMNT-projektet stärker Beyond Frames position som en etablerad utvecklingspartner för globala IP-ägare och kan fungera som en mall för framtida samarbeten med hög kommersiell och strategisk betydelse.

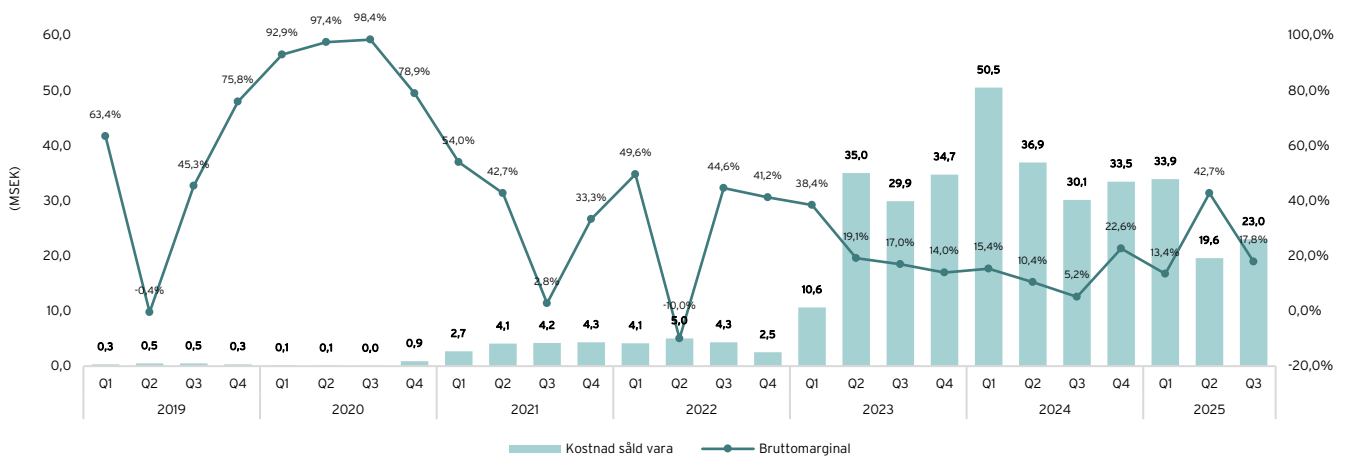
Historiska titellanseringar och uppskattade försäljningscykler



Hybridmodellen är förklaringen till en lägre bruttomarginal...

Bolagets hybridmodell, tillsammans med återkommande milstolpsbetalningar under utvecklingsfaser, medför viss kvartalsvis variation i bruttomarginalen. Lanseringen av Ghosts of Tabor i samarbete med Combat Waffle under senare delen av Q1'23 utgjorde ett genombrott och blev en av de mest framgångsrika lanseringarna inom VR-segmentet hittills. För Beyond Frames resulterade detta i en tydlig försämring av bruttomarginalen, samtidigt som kostnad såld vara ökade i form av plattformsavgifter samt intäktsåterbetalningar till Combat Waffle enligt publishingsavtalet. Anledningen till detta är att publishingverksamheten har lägre marginaler, men intäkterna har under samma period ökat avsevärt. Bruttomarginalen påverkas även av antalet spel i produktion, då konsult och utvecklingskostnader till viss del redovisas under denna kostnadspost.

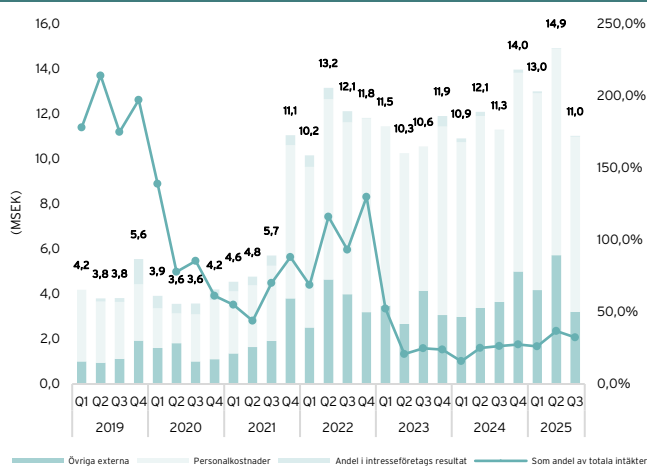
Kostnad såld vara och bruttomarginal, 2019-2025



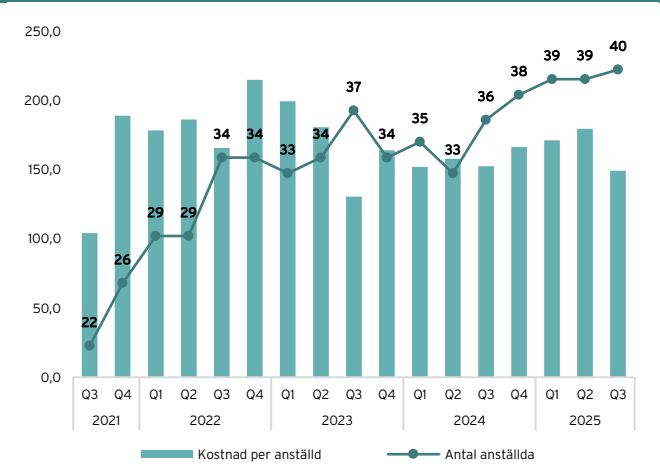
...samtidigt har bolaget lyckats upprätthålla en relativt fast kostnadsbas

Beyond Frames har historiskt uppvisat en fast kostnadsbas oberoende av försäljningsvolym. I slutet av 2021 utförde Beyond Frames en större satsning i både utveckling samt publishing, vilket ökade kostnadsbasen. Den primära anledningen till den ökade kostnadsbasen var att antalet anställda ökade under denna period, en investering bolaget gjorde för att stärka den långsiktiga tillväxten i bolaget. Beyond Frames affärsmodell har en hög operativ hävstång, vilket innebär att bolaget inte behöver öka sina operativa kostnader i samma takt som intäkterna växer. Detta skapar goda förutsättningar för en hög uthållig lönsamhet, förutsatt att bolagets befintliga team kan fortsätta utveckla och publicera framgångsrika titlar.

Operativa kostnader, 2019-2025



Antal anställda och kostnad per anställd, 2021-2025



Nästa kapitel: lönsam tillväxt genom ökat fokus på egna studios med externa IP:n

Beyond Frames befinner sig för närvarande i utvecklingsfasen av den största lanseringen i bolagets historia. Den stundande lanseringen av TMNT: Empire City beskrivs som det första stora globala IP-projektet inom VR, vilket är ett spel som utvecklas internt av bolagets egen studio Cortopia i samarbete med Paramount.

Projektet finansieras genom en filmindustriliknande modell, där Beyond Frames behåller produktionsrättigheter och del i intäkterna, medan Paramount äger IP:t för TMNT. Finansieringsmodellen reducerar markant den finansiella risken i projektet, samtidigt som bolaget behåller uppsidan i framtida intäkter. Projektet förväntas utgöra den enskilt största kommersiella möjligheten i bolagets historia, med uppskattade bruttointäkter i intervallet 350-700 MSEK under perioden 2026-2029. Lanseringen under 2026 förväntas bidra med positivt EBIT-resultat direkt, tack vare den externa finansieringsmodellen som fördelar kostnaderna över utvecklingscykeln. Marknadsföringsinsatserna för spelet samordnas globalt med Paramount, vilket avsevärt ökar räckvidden och försäljningspotentialen jämfört med tidigare lanserade titlar.

Stor potential i lanseringen av Teenage Mutant Ninja Turtles: Empire City



Spellanseringen

Teenage Mutant Ninja Turtles: Empire City är Beyond Frames största spelprojekt hittills och utvecklas av den helägda studion Cortopia Studios i samarbete med Paramount Game Studios. Spelet är det första fristående VR-spelet baserat på det globala varumärket Teenage Mutant Ninja Turtles och väntas lanseras 2026 på plattformar som Meta Quest och SteamVR. Projektet utgör en strategiskt viktig milstolpe som stärker Beyond Frames position inom premiumsegmentet för VR och kan fungera som referens för framtida IP-baserade samarbeten.



Spelupplevelsen

Teenage Mutant Ninja Turtles: Empire City är ett actionäventyr i förstapersonsperspektiv utvecklat för VR, där spelaren tar rollen som en av de fyra turtles i ett New York fyllt av fiender och uppdrag. Spelet kombinerar närstrid, utforskande och berättelsedrivna moment, där rörelsefrihet och fysisk interaktion står i centrum. Med hjälp av VR-tekniken får spelaren använda ikoniska vapen, samarbeta med karaktärer ur TMNT-universumet och uppleva klassiska miljöer som stadens gator, tak och kloaker i ett nytt immersivt format.

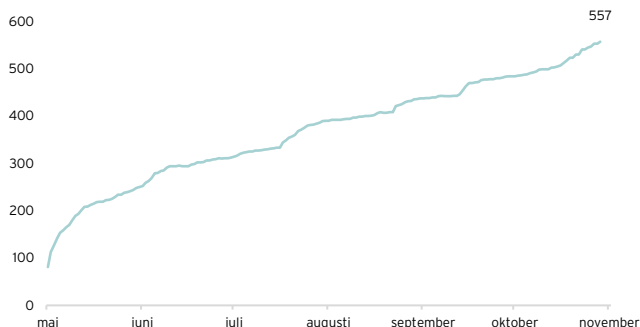
Tydliga indikationer på en lyckad TMNT-lansering

Spelets följare på Steam har kontinuerligt ökat under det senaste året, vilket är en indikator på intresset som spelet byggt upp. Inom marknaden för VR-spel så sker den primära distributionen däremot inte via Steam, utan istället via Meta Quest Store. Beyond Frames vd Ace St. Germain vidhåller att cirka 70-80 % av distributionen sker via Meta Quest Store, 10-20 % via Steam samt resterande via övriga plattformar. Antalet wishlists på Steam är en relevant indikator för att uppskatta försäljningen vid lansering. Enligt Gamalytic²⁴ konverteras i genomsnitt cirka 22 % av wishlists till köp under första veckan och 27 % under första månaden, medan fulla releaser ofta når upp mot 30 %.

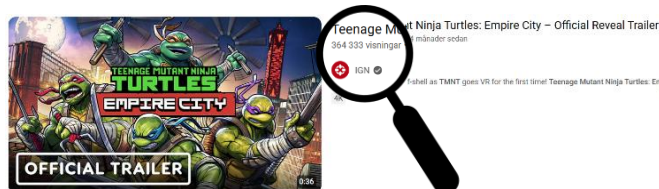
Steam redovisar inte offentlig wishlist-data, men antalet följare kan användas som en proxy. Branschdata indikerar att wishlists i genomsnitt uppgår till omkring tolv gånger antalet följare för spel som ännu inte lanserats²⁵⁻²⁶. Spelet har just nu 557 följare på Steam, vilket motsvarar detta cirka 6 800 wishlists. Detta indikerar cirka 1 800 sålda Steam-exemplar under den första månaden, förutsatt en genomsnittlig konverteringsgrad på 27 %. Då Steam distributionen bedöms stå för cirka 10 % av den totala försäljningen, indikerar en möjlig total försäljning på 18 000 exemplar under den första månaden. Vi förväntar oss dessutom att antalet följare kommer öka markant i takt med att lanseringen närmar sig och marknadsföringen intensifieras, vilket bör driva upp både wishlists och således initial försäljningsvolym.

Världens största spelsajt IGN, lanserade under Q2'25 en trailer för spelet. Videon blev kort efter publicering en av IGN:s mest visade trailers under Q2, vilket styrker det höga intresset som finns för lanseringen och således försäljningspotentialen.

Steam followers²⁹



IGN YouTube: Trailer till TMNT: Empire City



Intern utveckling stödjer equity storyn mot lönsamhet

Beyond Frames har inte offentliggjort de exakta marginalprofilerna inom studiodriven utveckling och publishingverksamheten, men baserat på data för bruttoförsäljningen av Ghosts of Tabor går det dock att uppskatta en ungefärlig intäktsnivå och således bruttomarginal för publishingsegmentet och den starka försäljningen i samarbete med studio Combat Waffle. Marginalerna varierar mellan titlar beroende på respektive avtalsstruktur och graden av extern finansiering, men en vanlig proxy är att publishingsintäkter generellt har en lägre bruttomarginal jämfört med egenutvecklade projekt.

Vid utveckling av en titel med extern finansiering erhåller Beyond Frames milstolpsbetalningar under utvecklingsfasen. Vid lansering påbörjas en recoupment-period där finansören först återtar sin investering, därefter erhåller Beyond Frames hela den berättigade marginalen. Om Beyond Frames medfinansierar spelet, exempelvis TMNT: Empire City, tillfaller bolaget intäktsandelar i enlighet med ägd andel. För vissa projekt som exempelvis GORN 2, tillfaller intäktsströmmarna Beyond Frames först efter att finansieringskostnaderna är helt återbetalda. Återbetalningsstrukturen varierar mellan bolagets olika titlar beroende på avtalsvillkor med finansörer.

Uppskattad bruttomarginal per segment

Combat Waffle	Publishingprojekt	TMNT: Empire City	Egna projekt	Work for hire
~15-20%	~10-30%	~50%	~70%	~5-10%
Combat Waffle är Beyond Frames publishingpartner. Tillsammans med Combat Waffle har Beyond Frames publicerat flera framgångsrika titlar, däribland den framgångsrika lanseringen Ghosts of Tabor. Vi estimerar att Beyond Frames bruttomarginal ligger kring 15-20% som publisher för Combat Waffle och således Ghosts of Tabor.	Bolagets publishingprojekt bedöms ha en lägre marginalprofil, där bruttomarginalen varierar mellan kvartal beroende på tidpunkten för erhållna milstolpsbetalningar. Vi estimerar att bruttomarginalen i detta segment i snitt ligger i intervallet ~10-30%, bland annat med variationer i takt med att milstolpsbetalningar mottas.	TMNT förväntas att lanseras sent H1 eller tidigt H2. Då Beyond Frames mottagit extern finansiering för spelet påbörjas en recoupment-period fram till ~30 MSEK är återbetald. Därefter estimerar vi bruttomarginalen till ~50% efter plattformavgifter samt revshare till IP-ägare.	Här utvecklar Beyond Frames spel helt i egen regi, utan extern finansör eller IP-ägare. Dessa projekt innebär högre risk men också högre bruttomarginal när titlarna lanseras, eftersom bolaget behåller hela intäkten efter plattformavgifter. Vi estimerar en bruttomarginal på 70%.	Beyond Frames och dess delägda studios (exempelvis Moon Mode) tar även uppdrag där utvecklingsteamet hyr ut sin kapacitet till externa kunder. Det kan gälla portningar, teknisk konsultation eller utvecklingshjälp inom XR. Vi estimerar här bruttomarginalen till 5-10%.

En mer gynnsam intäktsmix förväntas stärka lönsamheten avsevärt

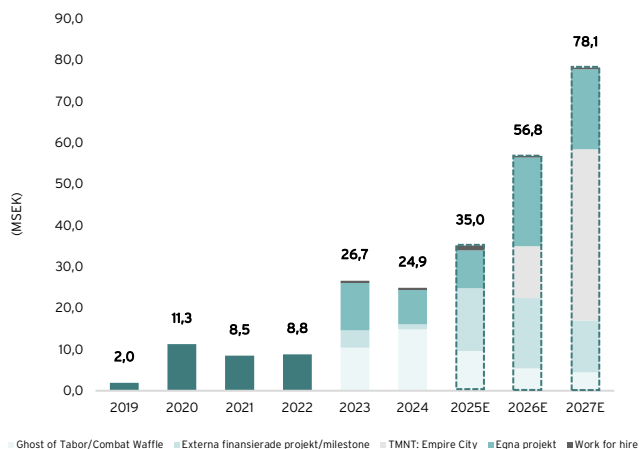
I takt med att Beyond Frames lämnar en period präglad av hög framgångsrik publishingaktivitet och ökar andelen egen utveckling bedömer vi att bolagets lönsamhet successivt bör stärkas. Under 2025 lanserades den egenutvecklade men externt finansierade titeln GORN 2, som bygger på ett externt IP. Titeln befinner sig för närvarande i recoupment-fas, där finansören erhåller hela marginalen till och med finansieringskostnaden är återbetald. Vi förväntar oss, i linje med bolagets kommunikation, att finansieringskostnaderna är återbetalda under slutet av Q4'25, vilket därefter innebär att Beyond Frames börjar tillgodogöra sig fulla intäkter från titeln.

Under 2026 väntas lanseringen av TMNT: Empire City, en titel där Beyond Frames delvis stått för egen finansiering. Detta innebär initialt en lägre bruttomarginal fram till att det investerade kapitalet återbetalats. Givet våra försäljningsantaganden bedömer vi att recoupment-perioden avslutas under H1'27, varefter bolaget erhåller full bruttomarginal från titeln.

Bruttomarginal historik och estimat, 2019-2027E



Bruttoresultat historik och estimat, 2019-2027E



*uppskattad historisk fördelning

En framgångsrik lansering av TMNT skapar en mall till framtida IP-samarbeten

Beyond Frames valdes som utvecklingspartner för TMNT-spelet efter en konkurrensutsatt process, där bolagets vision för projektet och teamets erfarenhet av att skapa högkvalitativa VR-titlar blev avgörande. Enligt vd Ace St. Germain var det kombinationen av kreativ ambition, teknisk kompetens och tidigare arbete med starka IP-varumärken som slutligen säkrade uppdraget.

En framgångsrik lansering av TMNT-spelet visar att Beyond Frames kan hantera ett starkt globalt franchise-IP på ett sätt som både rättighetsägare och spelare uppskattar. Det ger bolaget trovärdighet i framtida förhandlingar med andra IP-ägare, exempelvis inom film och serier. Beyond Frames har uttryckt ambitionen att fördjupa samarbeten med stora internationella IP-ägare. Vi ser till exempel aktörer såsom Marvel, Netflix och Warner Bros som potentiella samarbetspartners för framtida produktioner, givet en framgångsrik lansering av TMNT.

Proof of Concept - både kvalitets- och intäktsmässigt



Produktionsteknisk kvalitet

En framgångsrik lansering av TMNT bekräftar bolagets förmåga att leverera hög produktionsteknisk kvalitet inom VR-segmentet. Projektet är ett av Beyond Frames mest ambitiösa hittills, och framgång visar att bolaget behärskar den tekniska och kreativa komplexitet som krävs för att utveckla liknande upplevelser i VR-format, en förmåga som skiljer bolaget från konkurrenter, även i en mer mogen marknad.



Hantering av IP-processer

TMNT-projektet innebär att Beyond Frames etablerar en kapacitet att hantera licensierade IP-processer. Globala franchises ställer höga krav på bland annat varumärkesanpassning, storytelling och löpande godkännanden från rättighetsägaren. En väl genomförd lansering visar att bolaget kan navigera dessa strukturer effektivt och bevara den kreativa integriteten i spelet, en viktig egenskap för att attrahera framtida samarbeten.

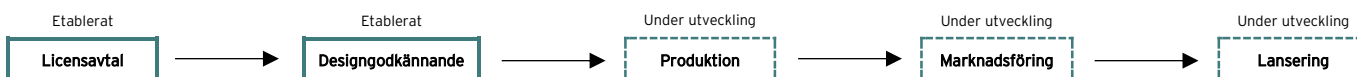


Kommersiell genomslagskraft

Ett kommersiellt genombrott med TMNT fungerar som ett kvitto på att Beyond Frames kan kombinera teknisk kompetens med kommersiell genomslagskraft. Det positionerar Beyond Frames som en etablerad och pålitlig utvecklingspartner för internationella varumärken som vill ta steget in på VR-marknaden, och bekräftar samtidigt att bolagets affärsmodell är skalbar även bortom egna IP-projekt.

Standardisering av processer för IP-samarbeten

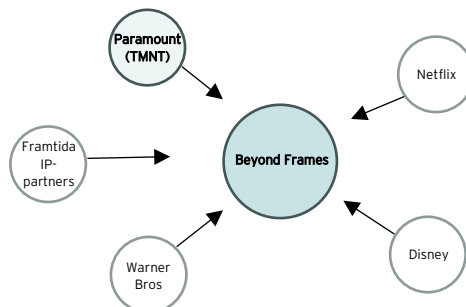
En långsiktig effekt av TMNT-projektet är att Beyond Frames etablerar standardiserade och skalbara interna processer för hantering av licensierade IP-samarbeten. Samarbeten med globala varumärken ställer höga krav på koordination, godkännanden och rättighetshantering, vilket driver Beyond Frames att utveckla strukturer som tidigare inte varit nödvändiga i samma omfattning. När dessa processer nu implementeras kan de återanvändas och anpassas till framtida samarbeten, vilket medför ökad operationell effektivitet, kortare ledtider och förbättrad kapacitet att hantera flera internationella partners parallellt. Vi bedömer att TMNT-projektet skapar ett replikationsbart ramverk som över tid reducerar risknivån och stärker avkastningspotentialen i framtida produktioner.



Stärkt position som partner till välkända varumärken

Ett kommersiellt genombrott för TMNT-spelet har potential att stärka Beyond Frames marknadposition som utvecklingspartner och bevisa bolagets förmåga att leverera hög kvalitet i samarbete med etablerade globala franchiseägare. Vi bedömer att det kommer öka bolagets synlighet och trovärdighet bland internationella IP-ägare, vilket kan generera fler förfrågningar från aktörer som vill etablera sina varumärken inom VR. TMNT-projektet har potential att skapa en plattform för framtida samarbeten, stärka bolagets förhandlingsposition i framtida licensavtal samt öppna upp för gemensamma marknadsföringsinitiativ och cross-promotion med andra varumärken.

Beyond Frames globala varumärke stärks avsevärt vid framtida upphandlingar vid en lyckad lansering



Potential för hög avkastning på investering, med majoriteten av investeringarna redan genomförda

Beyond Frames utvecklingskostnader fördelas ut över hela utvecklingsperioden, till skillnad från andra spelbolag som redovisar kostnader när spelet lanserats. Denna metod möjliggör högre lönsamhet vid en kommersiell framgång, samt minskar riskerna kopplat till specifika lanseringar.

Den framgångsrika lanseringen av Ghosts of Tabor hade under Q2'25 nått över 1 miljon spelare, vilket potentiellt kan indikera för försäljningspotentialen från TMNT. Vid en känslighetsanalys framgår det att Beyond Frames måste sälja cirka 150 tusen exemplar av TMNT-spelet för att vara ROI-break even, därefter ökar avkastningen på investeringen. Antaganden är dock många och estimaten innebär således en hög osäkerhet, exempelvis är inte det genomsnittliga säljpriset för TMNT offentliggjort ännu.

Beyond Frames estimerar att TMNT: Empire City har potential att generera 350-700 MSEK i bruttointäkter under perioden 2026-2029, beroende på försäljningsvolym och distribution. Enligt vår känslighetsanalys motsvarar omkring en miljon sålda ett bruttoförsäljningsvärde om cirka 400 MSEK, baserat på ett försäljningspris om USD 44,99. Bolagets höga estimat placerar spelet i nivå med de mest framgångsrika premiumtitlarna inom VR-segmentet, vilket vi bedömer är optimistiskt men samtidigt fullt möjligt att uppnå eftersom spelet beskrivs som en av de största underhållnings IP:erna som någonsin gått in på VR-marknaden.

Känslighetsanalys Teenage Mutant Ninja Turtles: Empire City

Sålda enheter (tusen)	100	200	300	400	500	600	700	800	900	1 000
Försäljningspris (USD)	44,99	44,99	44,99	44,99	44,99	44,99	44,99	44,99	44,99	44,99
Moms	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Försäljningspris exkl moms (USD)	35,99	35,99	35,99	35,99	35,99	35,99	35,99	35,99	35,99	35,99
Andel Europa	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
Andel USA	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%
Bruttoomsättning (MUSD)	4,3	8,5	12,8	17,1	21,4	25,6	29,9	34,2	38,5	42,7
USD/SEK	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5
Bruttoomsättning (MSEK)	40,4	80,8	121,2	161,6	201,9	242,3	282,7	323,1	363,5	403,9
Plattformkostnad	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
Distributionskostnad	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Bruttoresultat (MSEK)	28,3	56,5	84,8	113,1	141,4	169,6	197,9	226,2	254,5	282,7
Bruttomarginal	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%
~Investeringskostnad (MSEK)	45,0	45,0	45,0	45,0	45,0	45,0	45,0	45,0	45,0	45,0
Vinst (MSEK)	-16,7	11,5	39,8	68,1	96,4	124,6	152,9	181,2	209,5	237,7
ROI	-0,4x	0,3x	0,9x	1,5x	2,1x	2,8x	3,4x	4,0x	4,7x	5,3x

Förbättrad ROI och riskdelning

Fördelarna vid en kommersiell framgång för TMNT-spelet är många. Genom samarbetet med Paramount får Beyond Frames tillgång till ett av världens mest välkända varumärken, där IP-ägaren bidrar med både marknadsföring och en redan etablerad global räckvidd. Det innebär att bolagets egna marknadsföringskostnader som publisher minskar kraftigt, samtidigt som försäljningspotentialen ökar genom varumärkets igenkänning och befintliga fanbas.

En annan viktig fördel är att projektets risknivå uppfattas som lägre av externa finansörer när Beyond Frames redan visat förmåga att framgångsrikt genomföra liknande samarbeten. Vid en kommersiell framgång för TMNT kan denna trovärdighet medföra att bolaget i framtida IP-projekt erhåller en större andel av intäkterna, då finansörer ser en minskad riskprofil och är beredda att dela en mindre del av avkastningen.

Generellt sett ger egna IP-projekt en högre teoretisk ROI eftersom Beyond Frames behåller hela intäkten efter plattformavgifter, men de innebär också att bolaget bär hela utvecklingskostnaden och marknadsföringsrisken. Vid licensierade IP-projekt delas däremot investeringen och risken med IP-ägaren eller en extern finansör, vilket reducerar kapitalbindningen och stärker bolagets interna ROI. På så sätt kan IP-samarbeten ge en lägre bruttomarginal per titel, men samtidigt en högre riskjusterad avkastning och en mer skalbar affärsmodell över tid.

Modell	Kostnad	Marknadsföringskostnad	Riskenivå	Räckvidd	Typisk ROI	Exempel
Eget IP	-	Hög (egen)	Hög	Begränsad	4-6x	Down the Rabbit Hole
Licensierat IP	-	Låg (IP-ägare)	Låg	Hög	2-3x	TMNT: Empire City

Innovativa hårdvarukomponenter är viktiga drivkrafter

Marknaden för virtual reality (VR) befinner sig i en stark tillväxtfas och 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-biblioteket³². Priset för Meta Quest 3S (128 GB) har kontinuerligt minskat sedan lansering och har under black week 2025 nått historiskt låga prisnivåer.

Ledande VR-headsets på marknaden



Meta Quest 3



Apple Vision Pro



Sony VR2 - PSVR2



Valve Index

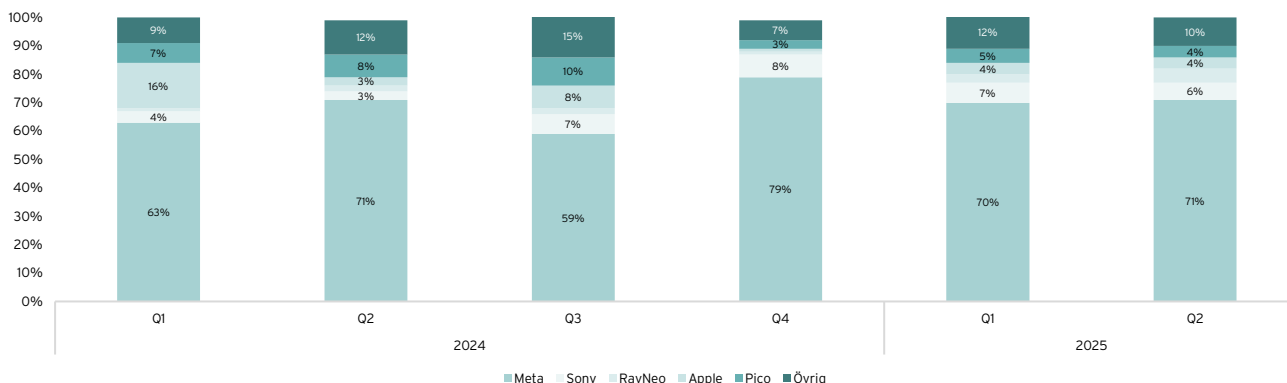


ByteDance Pico 4



Steam Frame
(lansering 2026)

Meta dominerar hårdvarumarknaden⁴



Stark underliggande marknadstillväxt för VR-headsets

Den snabba teknikutvecklingen och successiva prisminskningar på headset förväntas skapa starka strukturella förutsättningar för fortsatt tillväxt inom XR-segmentet. Marknaden för VR och AR befinner sig i en expansiv fas där aktörer som Meta, Apple, Sony och ByteDance investerar stora belopp i ny hårdvara och mjukvara. Den växande användarbasen och ökade tillgången till kvalitativa hårdvarukomponenter driver efterfrågan på innehåll, vilket gynnar utvecklare och utgivare av interaktiva upplevelser. XR bedöms därmed ha en betydande långsiktig tillväxtpotential i takt med att tekniken blir alltmer etablerad i både konsument- och företagsled.

Globala marknaden för AR/VR-headsets

(miljarder USD)	Tidsperiod	Start	Slut	CAGR
International Data Corporation ²	2025-2029	-	-	38,6%
Grand View Research ³	2024-2030	11,5	59,6	30,6%
Fortune Business Insights ⁵	2025-2032	20,8	123,1	28,9%
MarketsandMarkets ⁶	2025-2029	20,5	38,0	19,1%
Precedence Research ⁷	2024-2034	12,5	261,9	35,6%
SNS Insider ⁸	2024-2032	11,0	75,0	24,0%
Imarc Group ⁹	2025-2033	14,1	69,9	19,3%
Zion Market Research ¹⁰	2024-2032	14,2	104,3	24,8%
Snitt		14,9	104,5	27,6%
Median		14,1	75,0	26,9%

Den starka hårdvarutillväxten är nyckeln till stark speltillväxt

Tillväxten på marknaden för VR-spel drivs i första hand av den snabba utvecklingen inom hårdvara, där nya och mer prisvärda headset successivt breddar användarbasen. I takt med att aktörer som Meta, Apple och Sony investerar i VR-enheter ökar tillgången till kraftfulla och lättillgängliga plattformar, vilket i sin tur driver efterfrågan på högkvalitativt innehåll. Den växande användarbasen förväntas leda till en stabil ökning av mjukvaruintäkter under de kommande åren, där VR-spel fortsatt utgör den mest kommersiellt attraktiva kategorin inom XR-segmentet.

Beyond Frames understyker ofta att framgångsrika VR-spel har en längre livslängd än traditionella PC- och mobilspel tack vare ett lojalt användarsegment och mindre konkurrens. Exempelvis har bolagets egna titlar Down the Rabbit Hole och Wands sålt bra flera år efter release.

VR-branschen befinner sig i ett momentumskifte där tekniken går från att vara en nischad upplevelse till att bli en etablerad del av den globala spelindustrin. De senaste årens investeringar från aktörer som Meta, Apple och Sony har skapat en stark infrastruktur av hårdvara, plattformar och användare, vilket i sin tur ökar efterfrågan på kvalitativt innehåll. Beyond Frames bedömer att marknaden nu befinner sig i en mognadsfas där etablerade ekosystem, större kapitalflöden och en växande spelarkår lägger grunden för långsiktig strukturell tillväxt.

Globala marknaden för VR-spel

(miljarder USD)	Tidsperiod	Start	Slut	CAGR
Grand View Research ¹¹	2025-2030	32,5	109,6	21,6%
MordorIntelligence ¹²	2025-2030	35,5	85,5	19,1%
Research Nester ¹³	2025-2035	36,1	232,9	20,5%
MaximizeMarketResearch ¹⁴	2025-2032	18,5	274,0	40,1%
Fortune Business Insights ¹⁵	2025-2032	22,6	189,2	30,4%
Next Move Strategy Consulting ¹⁶	2025-2030	50,7	194,2	30,8%
Imarc Group ¹⁷	2025-2033	47,1	346,0	24,8%
Expert Market Research ¹⁸	2025-2034	45,8	616,6	29,7%
Snitt		36,1	256,0	27,1%
Median		35,8	213,6	27,3%

Beyond Frames TAM kan utökas under de kommande åren

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.

En ny potentiell tillväxtvertikal inom smarta glasögon



Smarta glasögon är bärbar teknik som kombinerar traditionella glasögon med digitala funktioner såsom display, kamera, röststyrning och uppkoppling mot internet. De används för att visa information i realtid, navigering, meddelanden eller förstärkt verklighet (AR), där digitalt innehåll projiceras i användarens synfält. Marknaden växer snabbt i takt med att glasögonen blir lättare, mer energieffektiva och integreras i både konsument- och företagsapplikationer.

Ace St. Germain beskriver utvecklingen mot smarta glasögon som ett naturligt steg i XR-teknikens mognad. Ace menar att dessa enheter, där AI och wearables konvergerar, kan bli den plattform som gör immersiv teknik mer tillgänglig för konsumenterna. Beyond Frames bedömer området som en strategisk förlängning av sitt nuvarande fokus inom VR, där bolaget kan tillämpa befintlig teknik och kreativ kompetens.

Bolaget har redan tillgång till flera av de ledande hårdvaruplattformarna och följer utvecklingen nära för att anpassa framtida titlar till den kommande generationen XR-enheter. Parallellt med tillväxten inom VR-marknaden pågår ett långsiktigt arbete för att positionera bolaget i det framväxande segmentet för smarta glasögon, där XR och AI samverkar och där inträdesbarriärerna för Beyond Frames är låga givet bolagets befintliga tekniska försprång.

Lika hög förväntad tillväxt inom smarta glasögon

Marknaden för smarta glasögon växer snabbt och väntas stiga från cirka 6,5 MUSD 2025 till över 18,3 MUSD 2031, motsvarande en årlig tillväxttakt på omkring 17,2 %. Tillväxten förväntas att drivas av ökad konsumentadoption, tekniska framsteg inom AR- och MR-lösningar samt integrering av AI och 5G. Beyond Frames följer utvecklingen nära och har börjat bredda sitt erbjudande mot spel- och upplevelseinnehåll för smarta glasögon, vilket på sikt kan öppna en ny och snabbt växande del av XR-ekosystemet med betydande skalbarhet och global potential. Diskrepansen hos marknadsrapporterna däremot är hög och innebär sannolikt olika definitioner av marknadsräckvidd.

Globala marknaden för smarta glasögon

(miljarder USD)	Tidsperiod	Start	Slut	CAGR
Grand View Research ¹⁹	2025-2030	1,9	8,3	27,3%
MarketsandMarkets ²⁰	2025-2030	1,2	4,1	29,4%
Imarc Group ²²	2025-2033	18,6	53,6	11,8%
Lucintel ²²	2024-2030	-	-	24,5%
Skyquest ²⁷	2025-2032	6,9	15,1	10,3%
S&S Insider ²⁸	2025-2032	1,3	3,0	11,1%
ResearchAndMarkets ³⁰	2024-2030	7,4	13,0	9,6%
MarketResearchFuture ³¹	2024-2035	8,2	30,8	13,8%
Snitt		6,5	18,3	17,2%
Median		6,9	13,0	12,8%

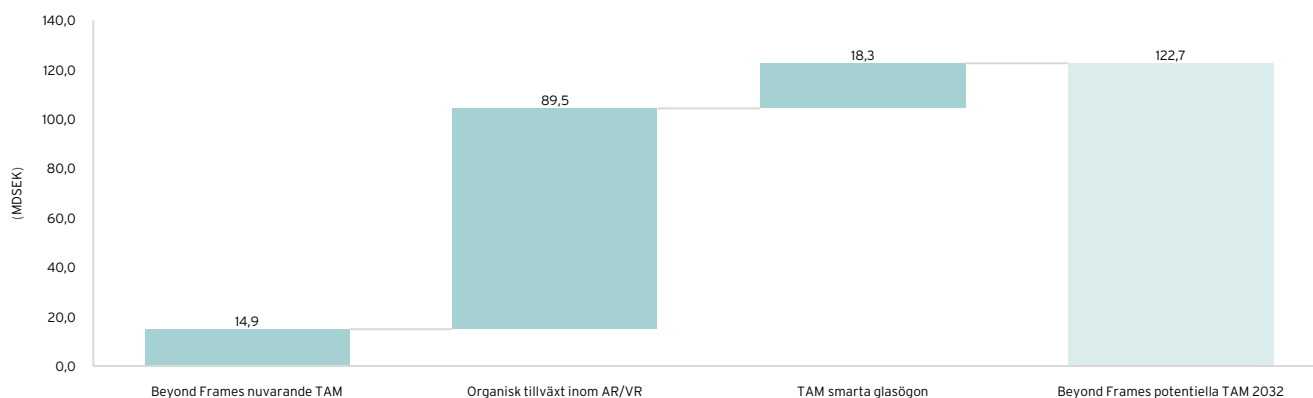
Google har genomfört en investering på cirka 100,0 MUSD i det sydkoreanska varumärket Gentle Monster för att gemensamt utveckla nästa generation smarta glasögon, planerade för lansering 2026. Tillsammans med Warby Parker och Samsung ska Google ta fram ett par XR-glasögon som kombinerar avancerad teknik med konsumentnära design och driftsätts via det nya operativsystemet Android XR. Satsningen markerar ett tydligt skifte mot att göra smarta glasögon till en kommersiell modeprodukt snarare än ett tekniskt koncept. För Beyond Frames innebär detta att marknaden för smarta glasögon snabbt närmar sig bred adoption, och bolaget har genom sin etablerade XR-kompetens och tekniska infrastruktur en naturlig position att leverera innehåll till den framväxande plattformen²³.

Låg inträdesbarriär då tekniken redan finns på plats

Tekniken som krävs för att skapa innehåll till smarta glasögon finns i praktiken redan på plats inom Beyond Frames. Bolaget arbetar sedan flera år tillbaka med samma tekniska ramverk som krävs för att bygga interaktiva upplevelser i ett så kallat spatialt gränssnitt, där digitala objekt integreras med den fysiska miljön. Det innebär att de kan utnyttja sin befintliga utvecklingskompetens, motorer och verktyg direkt på den framväxande glasögonplattformen utan att behöva starta om från grunden. I praktiken är inträdesbarriären därför mycket låg för Beyond Frames jämfört med traditionella spelutvecklare som saknar erfarenhet av XR-formatet.

Samtidigt är konkurrensen i bolagets nisch fortsatt begränsad. Beyond Frames tillhör redan i dag den absoluta toppen globalt bland dedikerade XR-utvecklare och publisher, utnämnd som en av de tre ledande aktörerna i världen. Det innebär att bolaget i dagsläget verkar med ett tydligt försprång, där kombinationen av teknisk mognad, etablerade partnerskap och ett bevisat track record skapar en unik position när marknaden för smarta glasögon och immersivt innehåll börjar ta fart. Med få jämförbara konkurrenter i samma skala har Beyond Frames i praktiken möjlighet att bli den första renodlade XR-aktören som etablerar sig på den breda konsumentmarknaden.

Potential för breddad TAM kommande 5-10 år



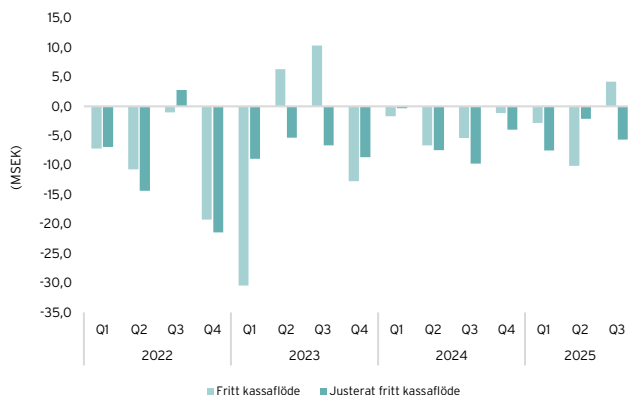
Finansiell ställning

Beyond Frames balansräkning består av totala tillgångar om cirka 93,1 MSEK, varav cirka 68,2 MSEK i immateriella tillgångar, 5,0 MSEK i kundfordringar samt 1,8 MSEK i förutbetalda kostnader och upplupna intäkter. Detta finansieras med cirka 62,9 MSEK i eget kapital och 4,0 MSEK i bankfinansiering, samt 11,1 MSEK i upplupna kostnader och förutbetalda intäkter.

Kassaflöde från den löpande verksamheten



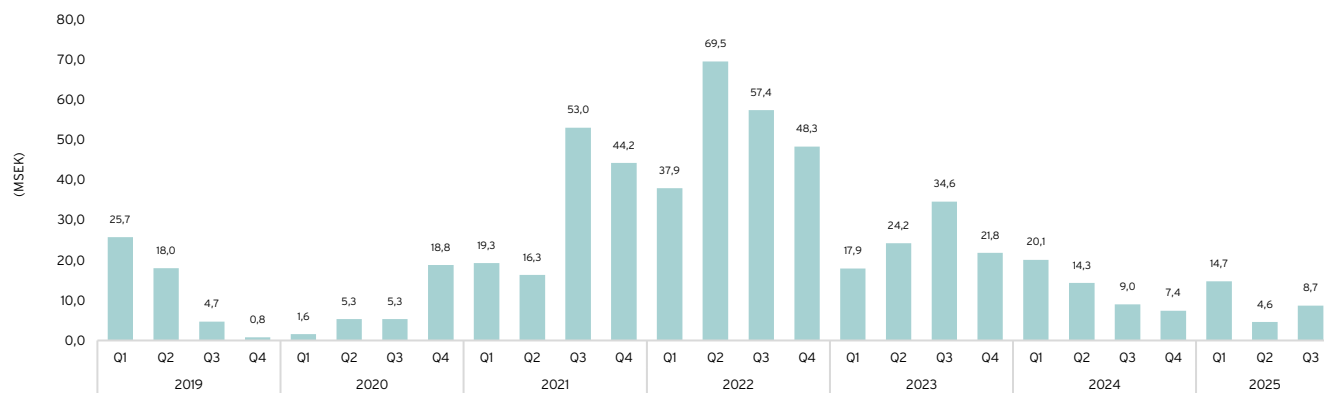
Justerat fritt kassaflöde



Beyond Frames har strategiskt valt att återinvestera stora delar av kassaflödet i nyutveckling, vilket historiskt har varit anledningen till den kraftigt ökade tillväxttakten. Bolaget väljer även, till skillnad mot andra spelbolag, att aktivera och direkt skriva av utvecklingskostnader redan under utvecklingsfasen. Detta ger bolaget lägre marginaler initialt men högre marginaler när spelet väl lanserats.

Immateriella tillgångar 73,2 % (68,2 MSEK)	Materiella tillgångar 0,0 % (0,7 MSEK)	Soliditet 67,5 %
Kassa 13,6 % (12,7 MSEK)	Räntebärande skulder 4,0 MSEK	Nettokassa 8,7 MSEK

Fortsatt nettokassa stärker den finansiella flexibiliteten



Styrelse

Fredrik Burvall, styrelseordförande

Bakgrund: Burvall har en MBA i nationalekonomi från Stockholms universitet och en kandidatexamen i nationalekonomi från Örebro universitet.

Pågående uppdrag: Burvall är för närvarande styrelseordförande i Cherry With Friends AB samt styrelseledamot i mResell AB, Movs Technology Group AB och Znipe Esport AB. Burvall är även verkställande direktör/ägare i The Networked Nation-tNN AB.

Innehav: 8 000 aktier

Arvid Klingström, styrelseledamot

Bakgrund: Arvid har mer än 15 års erfarenhet inom spelbranschen och har arbetat med både mobil- och PC/konsolspel. Han har lett utvecklingen och affärsverksamheten för nya spel och livespel på företag som King och Paradox Interactive.

Pågående uppdrag: Styrelseledamot i Raketspel AB.

Innehav: 0 aktier

Sandra Neudinger, styrelseledamot

Bakgrund: Sandra har mer än 12 års erfarenhet inom spelbranschen inom PC/konsol, publicering, portföljhantering, affärsutveckling av första- och tredjepartstitlar samt utveckling och strategier efter lansering. Hon har erfarenhet från att bland annat vara Vice President of Business på Paradox Interactive och Vice President of Products på Paradox Interactive.

Pågående uppdrag: Nuvarande styrelseuppdrag: Itatake AB (styrelseledamot), Off-Leash Interactive AB (styrelseledamot), Elda Entertainment AB (styrelseledamot), Expertise Game Group Stockholm AB (styrelseledamot)

Innehav: 0 aktier

Patrick Bach, styrelseledamot

Bakgrund: Patrick Bach har en bakgrund i olika design- och producentroller och har varit VD i över 20 år. Tidigare erfarenhet: Exekutiv producent på DICE, vice VD för DICE Stockholm och VD för Ubisoft.

Innehav: 0 aktier

Ledning

Ace St. Germain, VD

Bakgrund: Ace har erfarenhet från att leda och utveckla snabbväxande verksamheter i internationell miljö, så som Head of Content på Twitch (Amazon), Senior Director of Content på Crunchyroll (Warner Media), Senior Account Executive inom Games på Twitter, Project Manager på Sony PlayStation och nu senast som strategikonsult i eget bolag. Ace har varit verksam som VD för Beyond Frames sedan 2022.

Innehav: 300 000 aktier

Emma Partin, CFO

Bakgrund: Emma har 15 års omfattande erfarenhet av managementkonsulting från Deloitte, där hon har varit avgörande för att vägleda internationella företag genom finansstrategier och transformationsprogram, förberedelser inför börsintroduktioner, fusioner och förvärv samt integration efter fusioner. Sedan maj 2024 arbetar Emma som CFO på Beyond Frames.

Innehav: 7 000 aktier

Maeva Sponbergs, CMO & Head of Publishing

Bakgrund: Maeva har över 15 års erfarenhet från spel- och teknikbranschen, där hon haft ledande roller inom kommersiell strategi, kommunikation och operativ styrning. På Starbreeze Studios har hon bland annat verkat som Chief Commercial Officer, EVP Communication och Global Head of Operations & Investor Relations, med ansvar för koncernens kommersiella utveckling, globala processer och IR-arbete. Hon har även erfarenhet från styrelsenivå genom sin roll i StarVR Corporation, samt tidigare operativa ledarroller på Exertis Ztorm.

Innehav: 39 500 aktier

Annika Stråth Roslund, CHRO

Bakgrund: Annika har bred erfarenhet från att leda och utveckla verksamheter inom både tech- och kreativa organisationer. Hon har haft centrala roller inom studioledning och talent management, bland annat som Head of Studio på Cortopia, och har dessutom lång erfarenhet som konsult inom HR, ekonomi och operativt verksamhetsstöd. Annika har varit verksam inom Beyond Frames sedan 2021, först som Chief Talent Officer och idag chef inom HR och organisation.


Innehav: 25 280 aktier

Ägarbild

Utestående aktier	Aktiekurs	Börsvärde
18 635 409	7,24	134,9
Antal aktieägare	Insynsägande	Free float
2 372	1,8 %	67,5 %

Bolaget har totalt 18 635 409 aktier efter den senaste kapitalanskaffningen, där de största ägarna är Magnus Unger, Arvr Holding AB samt Avanza Pension.

På ägarlistan återfinns insynspersoner i vd Ace. St Germain (1,7 %), CMO Maeva Sponbergs (0,2 %), CHRO Annika Stråth Roslund (0,1 %), styrelseordförande Fredrik Burvall (0,05 %) samt CFO Emma Partin (0,04 %).

	Ägare	Antal aktier (m)	Kapital
1.	Magnus Unger	3,1	16,5%
2.	Arvr Holding AB	2,7	14,3%
3.	Avanza Pension	2,6	14,2%
4.	Mathias Fredriksson	1,6	8,7%
5.	Ricky Helgesson	0,8	4,6%
6.	Catherine Ehrensverd	0,8	4,1%
7.	Ace St. Germain 	0,3	1,7%
8.	Nordnet Pensionsförsäkring	0,3	1,6%
9.	Timmy Jansson	0,3	1,4%
10.	Sebastian Clausin	0,2	1,0%

Utestående optionsprogram

Beyond Frames har infört ett personaloptionsprogram (25/28) omfattande högst 400 000 personaloptioner. Varje option ger rätt att förvärva en aktie i bolaget till ett lösenpris om 0,05 kronor efter tre års intjänning, förutsatt fortsatt anställning. För att delta krävs att deltagaren på egen bekostnad köper två aktier i bolaget för varje tilldelad option. Programmet är utformat enligt reglerna för kvalificerade personaloptioner och innebär en potentiell utspädning om cirka 2,1 % vid fullt utnyttjande.

Risker

Marknads- och plattformsb beroende

Beyond Frames är starkt beroende av ett fåtal större ekosystem, främst Meta, Sony, Pico och Steam, för distribution, synlighet och kommersiell framgång. Plattformägarna kontrollerar både tekniska standarder, rekommendationsalgoritmer och marknadsföringsytor, vilket innebär att även små förändringar kan påverka försäljningen av bolagets titlar påtagligt. Om ett spel inte ges exponering i butikens "featured"-sektion, eller om plattformsprioriteringar ändras i samband med en ny produktlansering, kan intäkterna variera kraftigt mellan kvartal. Denna koncentration gör att Beyond Frames saknar full kontroll över centrala delar av värdekedjan och är exponerat mot affärsbeslut hos aktörer med betydligt större resurser och förhandlingsmakt.



Hög

Höga risker till enskilda spelsläpp

Historiskt har en stor del av Beyond Frames intäkter kommit från ett fåtal kommersiellt starka titlar, exempelvis Ghosts of Tabor. Detta innebär att bolaget är känsligt för hur enskilda spel presterar, eftersom en underpresterande lansering kan få direkt och märkbar påverkan på den totala omsättningen. VR-marknaden präglas också av snabba skiften i popularitet, där titlar som lyckas initialt kan generera mycket starka intäkter, men där trenden kan vända snabbt om konkurrensen ökar eller plattformspromotering uteblir. Ett beroende av ett fåtal stora framgångar ökar därmed risken för volatilitet och gör att diversifieringen av spelportföljen är en central framgångsfaktor.



Hög

Konkurrens från etablerade VR-utvecklare

Trots att VR-marknaden är relativt ung är konkurrensen hård från studior med betydande resurser, såsom Vertigo Games, Resolution Games, nDreams och Sanzaru Games. Dessa bolag har ofta större team, större produktionsbudgetar och i vissa fall stöd från globala teknikbolag, vilket skapar ett kraftigt övertag i marknadsföring och plattformsexponering. Konkurrenterna har också möjlighet att snabbt ta marknadsandelar genom att kapitalisera på etablerade varumärken eller genom aggressiva lanseringsfönster. För Beyond Frames innebär detta att även kvalitativa spel kan hamna i skuggan av större aktörers lanseringar, vilket kan påverka försäljningsvolymerna och synlighet i det kritiska lanseringsskedet.



Medel

Framtida kapitalbehov

Beyond Frames befinner sig i en fas där investeringar i nya projekt och IP-samarbeten prioriteras framför kortsiktig lönsamhet. Detta innebär att kassaflöden varierar kraftigt mellan kvartal beroende på utvecklingskostnader, milstolpsbetalningar och lanseringsdatum. Om förseningar uppstår eller storsatsningar underpresterar initialt kan bolaget tvingas hantera perioder med negativt kassaflöde, vilket kan kräva extern finansiering eller prioriteringsändringar. I en bransch med intensiva utvecklingscykler innebär detta en påtaglig finansiell risk, särskilt när bolaget tar sig an större och mer kapitalkrävande projekt.



Medel

Recoument- och marginalrisk

Intäkterna från externt finansierade projekt är beroende av hur snabbt spelen passerar sin recoument-period, då externa finansörer har rätt till en större del av försäljningsintäkterna tills investeringen återbetalas. Om försäljningen utvecklas långsammare än förväntat kan dessa projekt stanna länge i en låg-marginalfas, vilket begränsar bolagets lönsamhet på kort sikt. Först när titeln når efter-recoument-fasen förbättras marginalerna markant, vilket gör att bolagets kassaflöde kan variera kraftigt beroende på försäljningskurvans form. Denna modell innebär att även lovande projekt är förenade med timingrisk och att bolagets marginalprofil är känslig för kommersiell utveckling i de tidiga lanseringsmånaderna.



Låg

Valutapåverkan

Beyond Frames genererar en betydande del av sina intäkter i USD medan kostnadsbasen till stora delar är i SEK, vilket gör resultatet känsligt för valutaförändringar. En svagare dollar innebär att intäkterna minskar vid omräkning, vilket påverkar bruttomarginalen direkt även om försäljningsvolymerna är oförändrade. På motsvarande sätt kan en starkare dollar skapa positiva engångseffekter som är svåra att planera för i budget och prognoser. Denna valutavolatilitet skapar osäkerhet i prognoser och kan påverka både resultat och kassaflöde över tid.



Låg

Värdering

Key stats

Antal aktier	18 635 409	Börsvärde (MSEK)	134,9
Aktiekurs (SEK)	7,24	Nettokassa (MSEK)	8,7
		Enterprise value (MSEK)	126,2

Rullande 12 månader

Nettoomsättning	144,6	EV/S	1,0
EBIT	-13,7	EV/EBIT	neg.
Vinst	-17,1	P/E	neg.
FCF	-9,9	EV/FCF	neg.

Källa: Börsdata

Historiskt snitt

	EV/S	EV/EBIT	P/E	EV/FCF
Snitt 3 år	3,1	neg.	neg.	neg.
Snitt 5 år	9,8	neg.	neg.	neg.

Källa: Börsdata

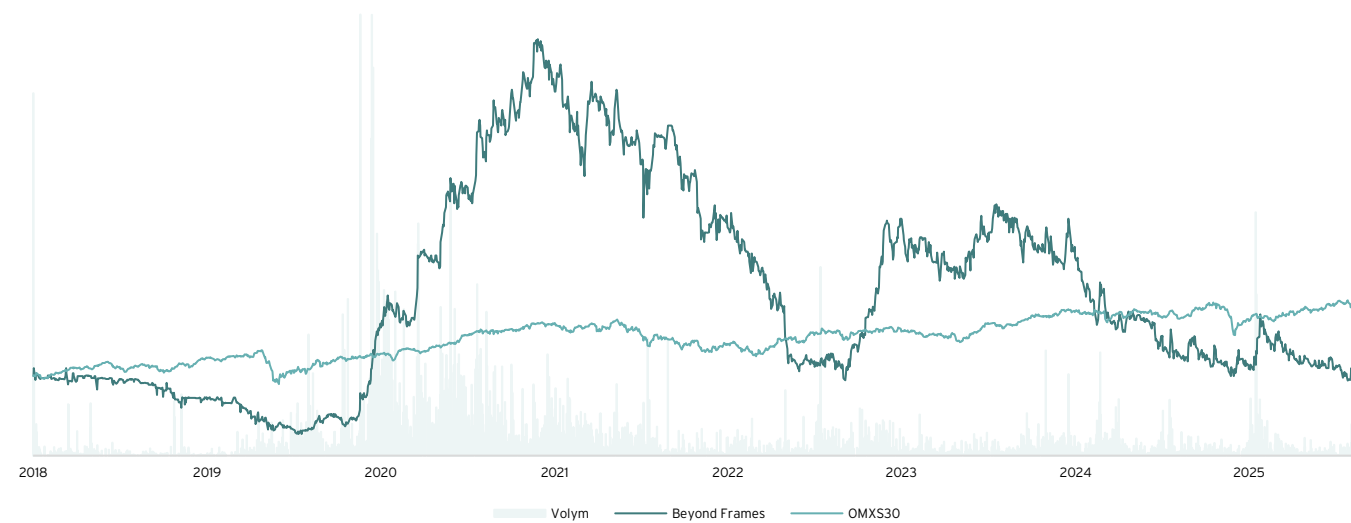
Nyckeltal

Bruttomarginal	EBITDA-marginal	EBIT-marginal	Vinstmarginal
45,3%	8,7%	neg.	neg.
OPCF-marginal	FCF-marginal	ROE	ROIC
12,7 %	neg.	neg.	neg.

Källa: Börsdata

Aktiekursutveckling

Aktiekursutveckling (indexerat), 2018-idag



En av de ledande aktörerna, trots viss konkurrens

Beyond Frames beskrivs som en av de ledande aktörerna globalt i XR-segmentet, både som publisher och utvecklare. Marknaden för XR-innehåll är fortfarande relativt smal, men bolaget konkurrerar ändå med ett antal aktörer som har etablerade positioner inom segmentet. Till skillnad mot PC-speltillverkare så är marknaden för XR-spel mer konsoliderad, något som stärker Beyond Frames närvaro som renodlad XR-aktör. Flera framgångsrika VR-titlar har framtagits av PC-speltillverkare, vilket vi inte ser som primära konkurrenter trots närvaro på XR-marknaden.

Onoterade konkurrenter

Bolag	Huvudkontor	Anställda (cirka)
Fast Travel Games	Stockholm, Sverige	45-50
nDreams	Farnborough, Hampshire, Storbritannien	150
Vertigo Games	Rotterdam, Nederländerna	147
Resolution Games	Stockholm, Sverige	100-250
Soul Assembly	Leamington Spa, Storbritannien	70
Beat Games	Prag, Tjeckien	35
Sanzaru Games	Foster City, California, USA	100
Whimsy Games	-	80
Owlchemy Labs	Austin, Texas, USA	80
Quytech	Gurgaon, Haryana, Indien	200
VRKiwi	Oulu, Finland	15
HYPER VR GAMES	-	10-50

Vi har valt ut konkurrenter som arbetar renodlat inom XR-branschen. Det som primärt särskiljer Beyond Frames mot konkurrenterna är bolagets unika hybridmodell, som kombinerar egen utveckling med publishing av externa titlar. Denna modell anser vi är en styrka hos Beyond Frames, då den finansiella risken reduceras gentemot renodlade utvecklare eller publishers. Konkurrensbilden kännetecknas av ett fåtal etablerade studios som ofta är specialiserade på enstaka genrer eller helt förlitar sig på externa uppdragsprojekt, vilket gör dem mer känsliga för enstaka kommersiella utfall. Marknaden är fortfarande relativt smal, men konkurrensen intensifieras när fler traditionella spelutvecklare testar VR-formatet, vilket gör erfarenhet och kommersiell historik till viktiga konkurrensfördelar.

Onoterade konkurrenter

Bolag	Beskrivning
Fast Travel Games	Fast Travel Games är en av Sveriges mest etablerade VR-studios, grundad av tidigare DICE- och Rovio-profiler. Bolaget utvecklar premium-VR-titlar som Wraith: The Oblivion - Afterlife och Vampire: The Masquerade - Justice. Studio är känd för sitt fokus på narrativa och atmosfäriska spelupplevelser och har vuxit till en av Europas mest respekterade VR-utvecklare.
nDreams	nDreams är en av världens största renodlade VR-studios, baserad i Farnborough i Storbritannien, med över 200 anställda. Bolaget har utvecklat flera ledande VR-titlar, däribland Phantom: Covert Ops och Ghostbusters: Rise of the Ghost Lord. nDreams är välkända för hög produktionskvalitet och har betydande stöd från Pearl Abyss som investerare.
Vertigo Games	Vertigo Games är en Rotterdam-baserad VR-studio och utgivare, mest känd för Arizona Sunshine och After the Fall. Bolaget är en del av Koch Media/Embracer Group och driver både interna utvecklingsprojekt och extern publishing. Vertigo är en av de mest framgångsrika kommersiella VR-aktörerna globalt och fokuserar på action- och survival-titlar.
Resolution Games	Resolution Games, baserat i Stockholm, är en av världens ledande studios inom VR- och AR-spel. Bolaget ligger bakom succéer som Demeo, Blaston och Bait!, och kombinerar live-service-modeller med stark social interaktion. Resolution är en återkommande pionjär inom multiplayer-VR och har byggt en bred portfölj av långlivade spel.
Soul Assembly	Soul Assembly är en VR-studio baserad i Leamington Spa i Storbritannien och uppstod ur tidigare nDreams Birmingham-teamet. Studio arbetar med både egna IP och kommersiella uppdrag i VR och AR. Soul Assembly är känd för titlar som Warhammer Age of Sigmar: Tempestfall och har vuxit snabbt de senaste åren.
Beat Games	Beat Games är den Prag-baserade studio bakom Beat Saber, ett av världens mest framgångsrika VR-spel genom tiderna. Bolaget förvärvades av Meta 2019 och fungerar som ett nyckelnav för rytm-baserade VR-upplevelser. Beat Saber är ett av VR-marknadens största kommersiella fenomen och har spelats av miljontals användare globalt.
Sanzaru Games	Sanzaru Games, med huvudkontor i Foster City i Kalifornien, är en etablerad VR-utvecklare som köptes av Meta 2020. Studio är mest känd för Asgard's Wrath och Asgard's Wrath 2, två av de mest ambitiösa AAA-VR-titlarna hittills. Sanzaru är specialiserade på stora action-RPG-produktioner i VR-format.
Whimsy Games	Whimsy Games är en internationell spelutvecklare med verksamhet främst i USA, Storbritannien och Ukraina. Studio arbetar med bred spelproduktion, inklusive VR, mobilspel och outsourcingtjänster. De erbjuder design, utveckling och art-produktion till externa kunder samt bygger egna projekt.
Owlchemy Labs	Owlchemy Labs, baserat i Austin i Texas, är mest kända för VR-fenomenen Job Simulator och Vacation Simulator. Studio förvärvades av Google 2017 och är en pionjär inom intuitiva, humoristiska och fysikdrivna VR-upplevelser. Owlchemy har starkt fokus på användarvänlighet och handinteraktion.
Quytech	Quytech är en teknik- och utvecklingsbyrå baserad i Gurgaon i Indien som arbetar med AR, VR, AI och mobilutveckling. Bolaget bygger XR-lösningar åt kunder inom flera branscher, inklusive utbildning, detaljhandel och industri. Quytech är mer en teknikkonsult än en ren spelstudio.
VRKiwi	VRKiwi är en finsk VR-studio baserad i Oulu och utvecklad av moderbolaget MeKiwi. Studio är känd för spel som Cave Digger-serien, en av Finlands mest framgångsrika VR-lanseringar. VRKiwi fokuserar på lättillgängliga VR-äventyr med bred internationell målgrupp.
HYPER VR GAMES	HYPER VR GAMES är en mindre VR-studio med ett team på cirka 11-50 utvecklare. De fokuserar på actionbetonade och snabbbrörliga VR-upplevelser och arbetar både med interna titlar och externa kontraktprojekt. Studio är aktiv främst inom PCVR och Quest-ekosystemet.

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. Gruppen ger en representativ bild av värderingsspannet inom sektorn, där multiplarna i hög grad påverkas av skalbarhet, portföljbredd och graden av egen IP-exponering. För peer-gruppen ligger snittmultiplerna på EV/S 1,8x på innevarande räkenskapsår, samt en medianmultipl på 0,9x. 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	EV/S				EV/EBIT				Nettoomsättning		EBITDA		EBIT	
			R12	2025	2026	2027	R12	2025	2026	2027	MSEK R12	5y CAGR	Marginal	5y CAGR	Marginal	5y CAGR
Embracer	20 585,4	16 307,4	0,6x	0,9x	0,8x	0,8x	3,1x	936,8x	9,5x	6,9x	24 657,0	22,3%	58,3%	29,2%	21,0%	61,1%
Enad Global 7	1 001,2	983,1	0,6x	0,6x	0,4x	0,5x	neg.	7,3x	4,7x	1 702,3	24,5%	16,0%	41,1%	neg.	-206,5%	
Envar	667,5	619,8	6,3x				23,9x			98,0		27,3%		26,5%		
G5 Entertainment	741,0	494,5	0,4x	0,5x	0,5x	0,5x	7,2x	7,7x	4,8x	999,8	-5,9%	16,7%	-10,8%	6,2%	-20,1%	
Goodbye Kansas	71,4	80,7	0,4x				neg.			202,7	4,7%	neg.	11,1%	neg.	12,7%	
Jumpgate	28,1	24,1	0,4x	0,4x	0,3x	0,2x	neg.			58,2	31,0%	neg.	-191,2%	neg.	-3,4%	
Modern Times Group B	15 216,3	18 399,3	2,1x	1,6x	1,5x	1,4x	19,8x	15,8x	12,4x	8 599,0	16,6%	21,7%	42,4%	10,4%	91,1%	
Nitro Games	35,0	62,8	0,6x				neg.			9,3	51,3%	15,1%	21,1%	neg.	14,6%	
Paradox Interactive	18 811,5	17 966,3	8,9x	7,8x	7,1x	6,8x	22,8x	36,9x	20,0x	2 026,3	2,5%	59,1%	2,8%	38,8%	4,5%	
PlaySide Studios Ltd	45,5	37,1	1,4x				neg.			48,7		neg.		neg.		
Remedy Entertainment	182,5	190,0	3,2x	3,1x	3,7x	2,2x	103,1x	neg.	neg.	59,8	7,8%	21,5%	-2,1%	3,1%	-32,6%	
Starbreeze B	203,4	111,6	0,5x	0,5x	0,4x	0,3x	neg.	neg.	2,2x	226,2	13,9%	26,8%	4,2%	neg.	-304,7%	
Stillfront	3 335,7	7 310,7	1,2x	1,3x	1,3x	1,3x	neg.	12,0x	10,0x	6 008,0	8,5%	neg.	-227,6%	neg.	-245,7%	
Thunderful	88,9	190,0	0,4x	0,8x	0,7x	0,6x	neg.	2,6x	2,0x	272,6	-38,3%	neg.	-174,9%	neg.	-230,6%	
Snitt	4 358,1	4 484,1	1,9x	1,8x	1,7x	1,5x	30,0x	145,6x	8,2x	3 212,0	11,6%	29,2%	-37,9%	17,7%	-71,6%	
Median	435,4	342,3	0,6x	0,9x	0,7x	0,7x	21,3x	12,0x	7,1x	249,4	11,2%	21,7%	3,5%	15,7%	-11,8%	
Beyond Frames	134,9	126,2	0,9x	0,9x	0,8x	0,7x	neg.	neg.	43,0x	5,6x	144,6	63,8%	8,7%	46,9%	-9,5%	-210,0%

Källa: Factset, Kalqyl Research

För att komplettera värderingsnivåerna har vi valt att analysera ett urval av globala gamingbolag. Bolagen i urvalet handlas med en snittvärdering om cirka EV/S 5,7x, EV/EBITDA 15,4x och EV/EBIT 22,9x. Medianvärderingen i urvalet uppgår till cirka EV/S 2,2x, EV/EBITDA 6,0x samt EV/EBIT 13,2x.

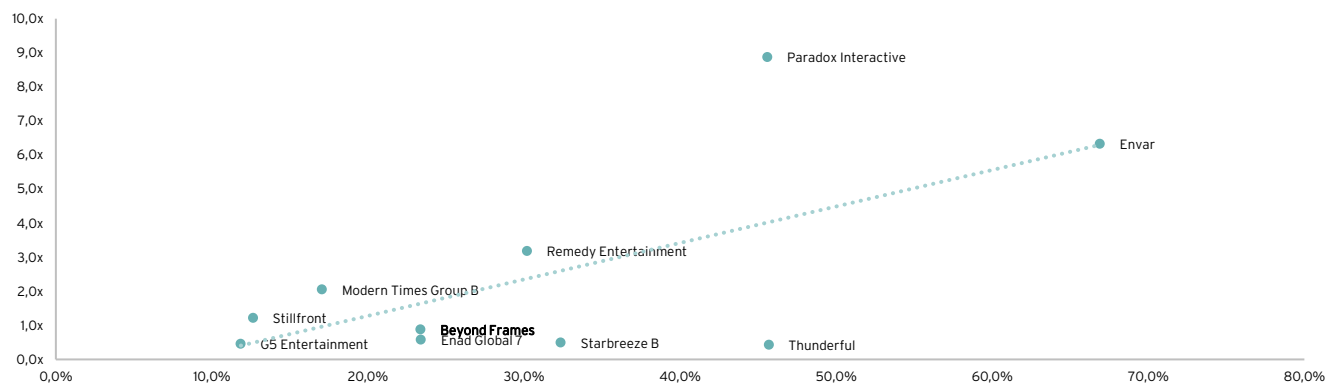
Globala gamingbolag

Lista	Nettoomsättning				EV/S	EBITDA				EBIT			
	CAGR 3y	CAGR 5y	CAGR 7y			CAGR 3y	CAGR 5y	CAGR 7y	EV/EBITDA	CAGR 3y	CAGR 5y	CAGR 7y	EV/EBIT
11 bit studios SA	31,1%	13,9%	10,7%	2,1	35,1%	10,9%	7,5%	3,9	63,7%	16,4%	9,3%	3,9	
CD Projekt SA	1,7%	-14,0%	15,6%	23,3	3,9%	-20,4%	18,5%	50,9	-0,5%	-19,3%	19,7%	58,8	
Electronic Arts Inc	-0,6%	5,3%	5,7%	7,1	-5,8%	6,2%	5,3%	31,5	-4,7%	3,6%	3,1%	41,8	
Frontier Developments PLC	-7,4%	3,6%	14,9%	2,4	3,0%	3,2%	21,6%	5,9	102,0%	-5,3%	24,0%	17,2	
Playtika Holding Corp	1,4%	2,8%	9,0%	1,2	4,7%	6,9%	2,0%	6,2	-8,1%	-1,1%	-2,4%	9,2	
Take-Two Interactive Software	5,2%	13,0%	12,9%	6,9	-183,3%	-185,9%	-198,0%	neg.	18,2%	-191,5%	-210,4%	neg.	
Ten Square Games SA	-11,8%	-8,6%	18,1%	1,6	0,7%	-10,6%	11,8%	6,0	-2,9%	-12,3%	10,2%	6,7	
Ubisoft Entertainment	-3,7%	3,6%	1,3%	1,0	-11,2%	2,2%	-3,0%	3,2	-162,4%	-214,8%	-184,9%	neg.	
11 bit studios SA	31,1%	13,9%	10,7%	2,1	35,1%	10,9%	7,5%	3,9	63,7%	16,4%	9,3%	3,9	
Snitt	2,0%	2,4%	11,0%	5,7x	-19,1%	-23,4%	-16,8%	15,4x	0,6%	-53,1%	-41,4%	22,9x	
Median	0,4%	3,6%	11,8%	2,2x	1,9%	2,7%	6,4%	6,0x	-1,7%	-8,8%	6,2%	13,2x	

Värdeskapande mot nuvarande värdering

Rule of 40 kombinerar omsättningstillväxt och lönsamhet, i detta fall EBIT-marginal, för att bedöma hur väl ett bolag balanserar expansion med finansiell hållbarhet. Eftersom spelbolags intäkter kan variera kraftigt beroende på enskilda lanseringar har vi i denna modell valt att utgå från ett genomsnitt av tillväxt och lönsamhet för perioden 2026-2027. Jämfört med relevanta jämförelsebolag indikerar måttet att Beyond Frames framstår som undervärderat, givet bolagets förväntade tillväxtprofil och förbättrade lönsamhet.

R40 snitt 2026E-2027E mot EV/S LTM

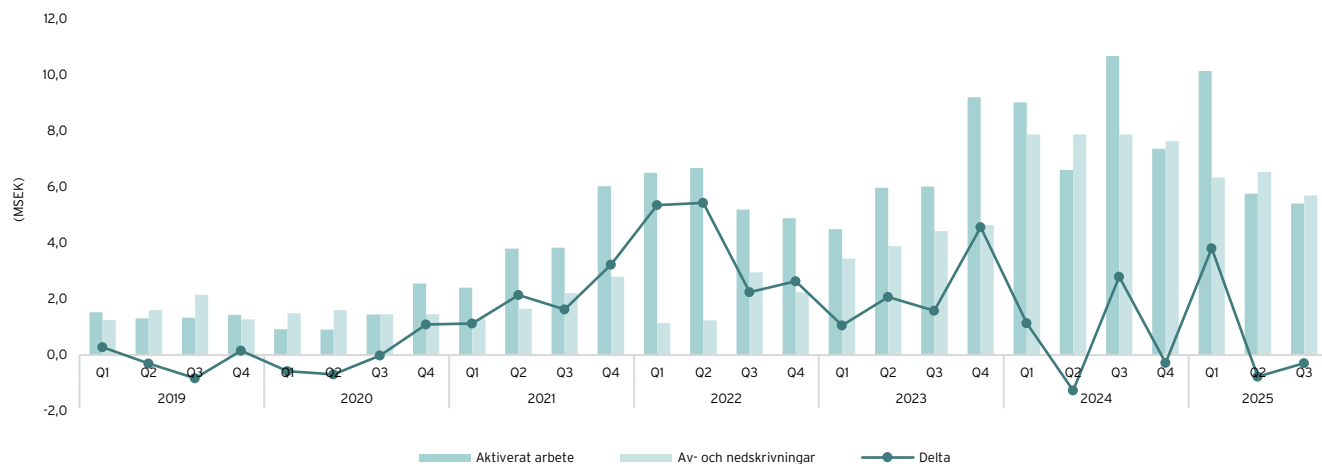


Källa: Factset, Kalqyl Research

Beyond Frames särskiljer sig mot sina peers...

Beyond Frames finansieringsstruktur särskiljer sig mot sina huvud peers eftersom bolaget väljer att skriva av utvecklingskostnader direkt vid produktionsstart och inte när spelet lanserats. Denna strategi innebär att bolagets resultat belastas tidigare, eftersom avskrivningar påbörjas innan spelet genererar intäkter. Detta leder till att EBIT och vinsten ser svagare ut under utvecklingsfasen än hos bolag som väntar med avskrivning till lansering. När spelet väl lanseras blir resultatet mindre, eftersom en del av kostnaderna redan är tagna. Bolagets redovisning är således relativt konservativ, vilket minskar risken för kraftiga resultatvängningar och övervärderade tillgångar i balansräkningen om ett projekt skulle misslyckas. Redovisningsprincipen implementerades fullt ut under 2024.

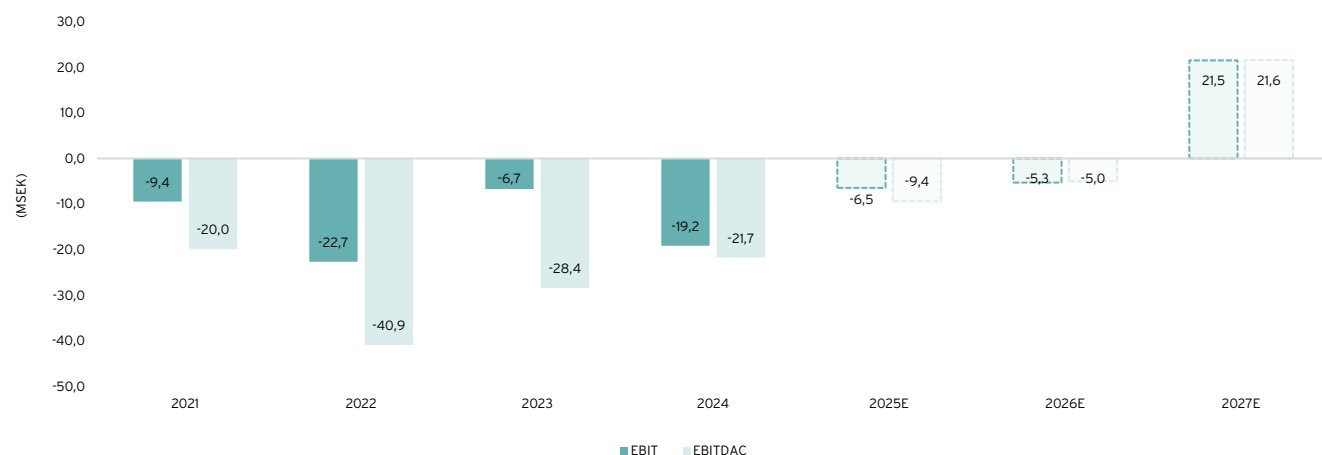
Aktiverat arbete och D&A



... vilket leder till en liten framtida diskrepans mellan primära lönsamhetsmått

Eftersom Beyond Frames påbörjar avskrivningar på aktiverat utvecklingsarbete redan vid projektstart påverkas resultatet tidigt i utvecklingscykeln. Detta innebär att EBIT ger en mer rättvisande bild av bolagets operativa lönsamhet än exempelvis EBITDA, då aktiveringar inte står för majoriteten av lönsamheten. EBITDAC (rörelseresultatet före avskrivningar minus CAPEX) är ett lönsamhetsmått som är vanligt att använda bland mjukvarubolag med en hög andel aktiveringar. EBITDAC speglar till stor del bolagets justerade fria kassaflöde, vilket vi anser är en bra proxy för bolagets underliggande lönsamhet. Baserat på Beyond Frames redovisningsprincip och således den förhållandevis låga diskrepansen mellan lönsamhetsmått, anser vi att bolagets EBIT i dagsläget speglar en renodlad lönsamhet och fungerar således bra som primärt lönsamhetsmått vid en värdering av bolaget.

EBIT och EBITDAC, 2021-2027E



Estimat för 2025E

Beyond Frames rapporterade en omsättning på 28,0 MSEK i Q3, vilket var -12,0 % lägre än föregående år. Minskningen under kvartalet kan dels hänföras till lägre intäkter från den framgångsrika titeln Ghosts of Tabor. Q3 är generellt ett kvartal med lägre intäkter för Beyond Frames, då slutkonsumenter generellt spelar mindre under sommarmånaderna. Under kvartalet har bolaget inte mottagit några milstolpsbetalningar, vilket är förklaringen förklara den sekventiella minskningen i bruttomarginalen.

Inför Q4 förväntar vi oss en svagt minskad försäljningsutveckling mot föregående år, men en svag sekventiell ökning. Detta baserar vi bland annat på att bolaget lanserat DLCs under kvartalet, vilket förlänger försäljningscyklerna på bolagets befintliga titlar. Vidare förväntar vi oss att bolaget mottar milstolpsbetalningar under kvartalet, bland annat kopplat till utveckling av DLCs till GORN 2. Vidare förväntar vi oss att recoupment-perioden för GORN 2 löper ut under slutet av Q4, vilket stärker marginalutsikterna framöver. Q4 är normalt ett av de starkaste kvartalen för Beyond Frames, då julhandeln driver både högre hårdvaruförsäljning och en växande användarbas.

För helåret 2025 förväntar vi oss att nettoomsättningen minskar i jämförelse med föregående år, främst till följd av en normalisering i försäljningen av Ghosts of Tabor efter ett exceptionellt starkt 2024. Därtill har året saknat större titellanseringar, vilket gör att 2025 i praktiken utgör ett mellanår i väntan på nästa fas av portföljexpansion. Vi bedömer att bruttoresultatet ökar för helåret till följd av en mer gynnsam intäktsmix med lägre publishingintäkter, ett större fokus på egen utveckling samt fler mottagna milstolpsbetalningar.

Estimat för 2025					
(MSEK)	Q1A	Q2A	Q3A	Q4E	2025E
Nettoomsättning	39,1	34,2	28,0	31,8	133,1
% y-o-y	-34,4%	-16,9%	-12,0%	-26,6%	-24,3%
Aktiverat arbete	10,1	5,8	5,4	7,5	28,8
Övriga rörelseintäkter	0,6	0,5	0,7	0,4	2,2
Summa intäkter	49,9	40,5	34,0	39,7	164,1
Bruttoresultat	5,2	14,6	5,0	10,2	35,0
Bruttomarginal	13,4%	42,7%	17,8%	32,0%	26,3%
% y-o-y	-42,7%	241,2%	204,8%	3,7%	40,8%
Rörelsekostnader	-13,0	-14,9	-11,0	-14,7	-53,7
% y-o-y	19,1%	23,5%	-2,4%	5,2%	11,2%
EBITDA	3,0	6,0	0,0	3,4	12,4
EBITDA-marginal	6,0%	14,8%	0,1%	8,5%	9,3%
% y-o-y	-62,0%	neg.	-97,2%	-3,9%	185,0%
Avskrivningar	-6,3	-6,5	-5,7	-6,7	-25,3
EBIT	-3,4	-0,6	-5,7	-3,3	-12,9
EBIT-marginal	-6,7%	-1,4%	-16,6%	-8,4%	-9,7%
% y-o-y	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.

Estimat fram till 2027E

Vi bedömer att Beyond Frames har goda förutsättningar att stärka sin lönsamhet under de kommande åren, främst drivet av ett ökat fokus på egen utveckling genom externa IP:n. Bolagets ledande ställning inom publishing tror vi kommer bidra till en fortsatt aktivitet inom segmentet, både genom nya lanseringar och fortsatta DLC-släpp till befintliga titlar. Den snabbt växande marknaden för hårdvara bidrar till ett ökat intresse på kvalitativt XR-innehåll, vilket stödjer tillväxtutsikterna.

Våra estimat baseras på försäljningen från den befintliga spelportföljen samt offentliggjord pipeline såsom GORN 2, TMNT: Empire City och DLC-släpp. Detta innebär att nya potentiella lanseringar under prognosperioden utgör en option på våra estimat. Vi har inkluderat milstolpsbetalningar under 2026, baserat på tidigare kommunicerad säkrad finansiering kopplat till DLC-lanseringar till GORN 2³³. Ledningen har kommunicerat ett ökat fokus på egen utveckling av externa IP-projekt, vilket gör det rimligt att förvänta sig ytterligare externa milstolpsbetalningar under 2027. Den estimerade lönsamheten speglar ett scenario där bolaget inte återinvesterar majoriteten av intäkterna, utan fortsätter på tidigare nivåer av återinvestering i nya projekt. Vi anser att detta är fullt rimligt, baserat på att inga nya betydande lanseringar ännu är kommunicerade.

Vi förväntar oss en framgångsrik lansering av TMNT: Empire City under senare delen av Q2'26, en lansering som vi förväntar oss en full effekt på bruttoreultatet från Q1'27 till följd av recouperment-perioden. Estimaten för spelet baseras på en Steam wishlist/sales-ratio, med antagandet om att 10 % av den totala distributionen sker via Steam, 80 % via Meta samt resterande 10 % från övriga plattformar. Våra estimat för TMNT uppgår till ett totalt värde om cirka 215 MSEK mellan lansering till och med 2029, vilket innebär en lägre försäljningsnivå än bolagets egna estimat om 350-700 MSEK. Vidare förväntar vi oss en ökad marknadsföringsaktivitet för spelet när lanseringen närmar sig, vilket skulle kunna få oss att revidera upp våra estimat om intresset för spelet överstiger våra nuvarande estimat.

(MSEK)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Nettoomsättning	24,8	136,9	175,8	133,1	158,9	179,4
% y-o-y	4,5%	451,8%	28,4%	-24,3%	19,4%	12,9%
Aktiverat arbete för egen räkning	23,3	25,7	33,7	28,8	29,0	30,9
Övriga intäkter	0,1	1,5	1,9	2,2	2,1	2,1
Totala intäkter	48,2	164,1	211,3	164,1	190,0	212,4
EV/S	5,3	2,6	1,0	0,9	0,8	0,7
Bruttoresultat	8,8	26,7	24,9	35,0	56,8	78,1
Bruttomarginal	35,6%	19,5%	14,1%	26,3%	35,7%	43,5%
% y-o-y	4,3%	201,9%	-6,8%	40,8%	62,1%	37,6%
Rörelsekostnader	-47,3	-44,2	-48,3	-53,7	-55,7	-57,6
% y-o-y	81,2%	-6,6%	9,2%	11,2%	3,7%	3,4%
EBITDA	-15,1	9,7	12,1	12,4	32,2	53,6
EBITDA-marginal	-60,7%	7,1%	6,9%	9,3%	20,3%	29,9%
% y-o-y	neg.	neg.	24,9%	2,3%	160,3%	66,4%
EV/EBITDA	neg.	36,9	14,0	10,2	3,9	2,4
Avskrivningar	-7,6	-16,4	-31,3	-25,3	-29,3	-31,0
EBIT	-22,7	-6,7	-19,2	-12,9	2,9	22,6
EBIT-marginal	-91,3%	-4,9%	-10,9%	-9,7%	1,8%	12,6%
% y-o-y	140,2%	-70,4%	185,5%	-32,6%	neg.	671,2%
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	neg.	43,0	5,6

Motiverat värde i vårt huvudscenario

Vid bedömning av värderingsmultipl har vi beaktat flera faktorer, däribland Beyond Frames affärsmodell, bolagets starka marknadsposition och dokumenterat starka track record samt en jämförelse med relevanta peers. Genomgången visar att den nordiska peer-gruppen handlas till en medianmultipl om 12,0x EBIT, på innevarande räkenskapsår.

Beyond Frames har flera styrkor som vi tycker att marknaden i dagsläget undskattar, styrkor som vi i framtiden tror kommer synliggöras tydligare. Bolagets etablerade och beprövade hybridmodell tycker vi undskattas av marknaden, en modell som minskar den finansiella risken markant. Vi anser även att marknaden missförstår Beyond Frames finansieringsstruktur och det aktiva valet att prioritera tillväxt framför kortsiktig lönsamhet. I takt med att bolaget kliver in i en mer lönsam fas, tror vi att några av dessa strukturella styrkor kommer synliggöras och således bidra till ett perceptionsskifte.

Vi har valt att värdera Beyond Frames utifrån en multipl om 12x EBIT för helåret 2027E. Multipln speglar värderingsnivån hos peer-gruppen, Beyond Frames starka marknadsposition, bolagets dokumenterat starka track record samt potentialen för uthållig tillväxt bortom vår prognosperiod.

Detta ger oss i sin tur ett börsvärde och en motiverad aktiekurs beräknat på 2027E. Vi har även valt att visa värderingen när vi applicerat en säkerhetsmarginal om 30,0 % på våra estimat. I vårt huvudscenario har vi inte räknat med någon utspädningseffekt.

	Värdering			
	Multipl	EBIT 2027E	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)
2027E	12	22,6	271,4	14,6
<i>Säkerhetsmarginal (30%)</i>	12	15,8	190,0	10,2

Börsvärdet om 271,4 MSEK för 2027E motsvarar en EV/S-multipl på 1,5x, vilket utgör ett tydligt värderingsstöd då det är i linje med jämförbara gamingbolag. Nedan följer potentiell avkastning på 2027E om Beyond Frames utvecklas likt våra estimat i huvudscenariot.

2027E	Potentiell avkastning					
	Huvudscenario			Säkerhetsmarginal (30%)		
	Faktor	Procent	CAGR	Faktor	Procent	CAGR
	2,0	101,2%	41,8%	1,4	40,8%	18,7%

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

EBITx	Huvudscenario 2027E			Säkerhetsmarginal (30%)		
	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %
6	135,7	7,3	0,6%	95,0	5,1	-29,6%
7	158,3	8,5	17,3%	110,8	5,9	-17,9%
8	180,9	9,7	34,1%	126,7	6,8	-6,1%
9	203,6	10,9	50,9%	142,5	7,6	5,6%
10	226,2	12,1	67,6%	158,3	8,5	17,3%
11	248,8	13,4	84,4%	174,2	9,3	29,1%
12	271,4	14,6	101,2%	190,0	10,2	40,8%
13	294,0	15,8	117,9%	205,8	11,0	52,6%
14	316,7	17,0	134,7%	221,7	11,9	64,3%
15	339,3	18,2	151,5%	237,5	12,7	76,0%
16	361,9	19,4	168,2%	253,3	13,6	87,8%
17	384,5	20,6	185,0%	269,2	14,4	99,5%
18	407,1	21,8	201,8%	285,0	15,3	111,2%
19	429,7	23,1	218,5%	300,8	16,1	123,0%
20	452,4	24,3	235,3%	316,7	17,0	134,7%

Källförteckning

1. <https://www.youtube.com/>
2. <https://www.idc.com/promo/arvr/>
3. <https://www.grandviewresearch.com/industry-analysis/virtual-reality-vr-headset-market>
4. <https://counterpointresearch.com/en/insights/global-xr-ar-vr-headsets-market-share-quarterly>
5. <https://www.fortunebusinessinsights.com/industry-reports/virtual-reality-market-101378>
6. <https://www.marketsandmarkets.com/Market-Reports/reality-applications-market-458.html>
7. <https://www.precedenceresearch.com/ar-and-vr-headsets-market>
8. <https://www.snsinsider.com/reports/virtual-reality-headset-market-6230>
9. <https://www.imarcgroup.com/virtual-reality-headset-market>
10. <https://www.zionmarketresearch.com/report/virtual-reality-vr-headset-market>
11. <https://www.grandviewresearch.com/industry-analysis/virtual-reality-in-gaming-market>
12. <https://www.mordorintelligence.com/industry-reports/virtual-reality-in-gaming-market>
13. <https://www.researchnester.com/reports/virtual-reality-in-gaming-market/4405>
14. <https://www.maximizemarketresearch.com/market-report/global-virtual-reality-in-gaming-market/55076/>
15. <https://www.fortunebusinessinsights.com/industry-reports/virtual-reality-gaming-market-100271>
16. <https://www.nextmsc.com/report/virtual-reality-vr-gaming-market-ic3531>
17. <https://www.imarcgroup.com/virtual-reality-gaming-market>
18. <https://www.expertmarketresearch.com/reports/virtual-reality-gaming-market>
19. <https://www.grandviewresearch.com/industry-analysis/smart-glasses-market-report>
20. <https://www.marketsandmarkets.com/Market-Reports/smart-glasses-market-148134046.html>
21. <https://counterpointresearch.com/en/insights/post-insight-research-notes-blogs-rayban-meta-smart-glasses-drive-global-smart-glasses-market-surge-in-2024-fuelling-momentum-in-2025-with-projected-60-cagr-through-2029>
22. <https://www.lucintel.com/ai-smart-glasses-market.aspx>
23. <https://www.modaes.com/global/companies/google-invests-100-million-in-south-koreas-gentle-monster-to-develop-smart-glasses>
24. <https://gamalytic.com/blog/exploring-steam-wishlist-sale-ratio>
25. <https://newsletter.gamediscover.co/p/why-your-steam-follower-to-wishlist>
26. <https://gameworldobserver.com/2023/06/22/how-to-count-wishlists-steam-followers-multiplier>
27. <https://www.skyquestt.com/report/smart-glasses-market>
28. <https://www.snsinsider.com/reports/ai-smart-glasses-market-7330c>
29. <https://steamdb.info/app/3713650/charts/>
30. <https://www.researchandmarkets.com/reports/6085796/smart-glass-market-size-share-and-trends-analysis?srsid=AfmBOop7YWf8O4FVAXjbsajCvxJosM1rVirOExI9cUoxb0InqWwLM00>
31. <https://www.imarcgroup.com/ar-vr-smart-glasses-market>
32. <https://store.steampowered.com/sale/steamframe>
33. <https://mf.n.se/cis/a/beyond-frames-entertainment/beyond-frames-cortopia-studios-and-devolver-digital-secure-usd-1-million-in-project-funding-to-advance-ongoing-development-of-gorn-2-cb16fcdf>

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

Albin Eriksson äger inte aktier i det analyserade bolaget

Analysen är en uppdragsanalys