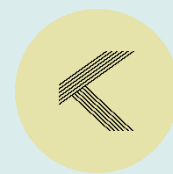


# Beyond Frames Entertainment



## Rapportkommentar Q4'25

2026-02-23

Beyond Frames redovisade totala intäkter om 39,8 MSEK (50,9), varav nettoomsättningen uppgick till 28,7 MSEK (43,3), aktiverat arbete till 10,6 MSEK (7,4) och övriga rörelseintäkter till 0,6 MSEK (0,3). Minskningen i nettoomsättningen kan bland annat hänföras till färre lanseringar, valutaeffekter samt ett starkt jämförelsekvartal. Bruttoresultatet landade på 9,5 MSEK (13,6), vilket motsvarade en bruttomarginal om 33,1 % (22,6). Minskningen i bruttoresultatet kan hänföras till en lägre intäktsnivå, dock en mer lönsam. På resultatnivå uppgick EBITDA till 8,5 MSEK (3,5) och EBIT till 2,7 MSEK (-4,1). Periodens kassaflöde uppgick till -3,9 MSEK (-1,2) och kassan uppgick till 8,9 MSEK.

### Övergångskvartal med starkt kostnadskontroll

Kvartalet präglades av begränsad lanseringsaktivitet, inga nya spelsläpp samt negativa valutaeffekter. En stor ljusglimt i kvartalet är den stärkta lönsamheten, där det aktiveringsjusterade lönsamhetsmålet EBITDAC uppgick till -1,9 MSEK (-3,8), drivet av stabil kostnadskontroll och utförda kostnadsbesparingar. Under Q3 föll leveransen av VR-hårdvara med 17 %, vilket potentiellt kan ha haft en marginell påverkan på försäljningsmomentumet i Q4. Utvecklingen bedöms i huvudsak vara cykliskt och kopplat till lagerjusteringar och produktcykler, snarare än ett strukturellt efterfrågebortfall. 2026 väntas bli ett starkt år för Beyond Frames, med viktiga lanseringar och ett potentiellt proof-of-concept inom stora IP-samarbeten.

### Ett år av omställning

Under 2025 har Beyond Frames riktat ett större fokus på mer lönsam försäljning, genom att fokusera mer på den egna utvecklingen snarare än publishingprojekt. Denna omställning väntas få ett tydligt genomslag under 2026, bland annat då finansieringen för GORN 2 recoupar, samt lanseringen av Teenage Mutant Ninja Turtles (TMNT): Empire City äger rum. Ledningen beskriver GORN 2 som den bäst säljande produkten som Beyond Frames hittills utvecklat, men dessa intäkter redovisas ännu inte på Beyond Frames resultaträkning förrän recouperingsperioden passerat. Vidare är förväntningarna inför lanseringen av TMNT: Empire City höga, bland annat med utmärkelser som "det mest efterlängtda spelet 2026" från flera olika branschtidskrifter.

### Outlook

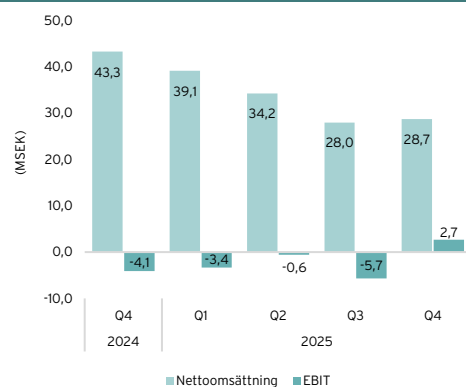
Vi förväntar oss en stark intäkt- och lönsamhetstillväxt under 2026 och 2027, drivet av bolagets ökade fokus på egen studioutveckling och en stark titellansering ligger i pipeline. Vi tror dessutom att bolaget inom en snar framtid kommunicerar nya kommande projekt, om än det största fokuset för tillfället ligger på TMNT: Empire City. Den långsiktiga potentialen är betydande, då en explosivt växande marknad för XR-hårdvara, särskilt inom smarta glasögon, successivt breddar den adresserbara marknaden för immersiv innehåll. Bortom vår prognosperiod finns en betydande uppsida, förutsatt att bolaget stärker sin förhandlingsposition i framtida IP-samarbeten, kan replikera en potentiell framgång av TMNT: Empire City samt fortsätta exekvera som världsledande VR-publisher. Vårt motiverade värde för 2027E uppgår till 14,8 SEK per aktie, motsvarande en uppsida om 114,8 %.

(MSEK)	2023	2024	2025	2026E	2027E
<b>Nettoomsättning</b>	<b>136,9</b>	<b>175,8</b>	<b>130,0</b>	<b>158,6</b>	<b>194,5</b>
Tillväxt y-o-y	451,8%	28,4%	-26,1%	22,0%	22,7%
Aktiverat arbete	25,7	33,7	31,9	29,0	30,9
Övriga intäkter	1,5	1,9	2,4	2,1	2,1
<b>Summa intäkter</b>	<b>164,1</b>	<b>211,3</b>	<b>164,2</b>	<b>189,7</b>	<b>227,5</b>
EV/S	2,6	1,0	0,9	0,8	0,6
<b>Bruttoresultat</b>	<b>26,7</b>	<b>24,9</b>	<b>34,3</b>	<b>56,5</b>	<b>79,5</b>
Bruttomarginal	19,5%	14,1%	26,4%	35,6%	40,9%
<b>Rörelsekostnader</b>	<b>-44,2</b>	<b>-48,3</b>	<b>-51,1</b>	<b>-56,2</b>	<b>-58,5</b>
Tillväxt y-o-y	-6,6%	9,2%	5,8%	10,1%	4,1%
<b>EBIT</b>	<b>-6,7</b>	<b>-19,2</b>	<b>-6,9</b>	<b>2,1</b>	<b>23,0</b>
EBIT-marginal	-4,9%	-10,9%	-5,3%	1,4%	11,8%
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	57,5	5,3

### Fakta

VD	Ace St. Germain
Lista	Spotlight
Ticker	BEYOND
Aktiekurs (SEK)	6,9
Antal aktier (Miljoner)	18,6
Börsvärde (MSEK)	128,6
Nettokassa (MSEK)	5,5
EV (MSEK)	123,1
Insiderägande	2,0%
Nästa rapport	2026-05-21

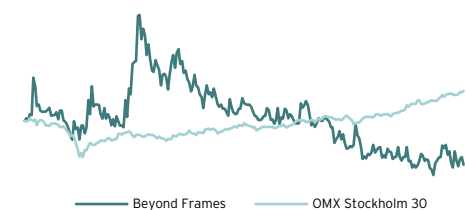
### Kvartalsutveckling



### Analytiker

Albin Eriksson  
[albin@kalqyl.se](mailto:albin@kalqyl.se)

### Kursutveckling 12 månader



Kursutveckling %	1 m	3 m	12 m
Beyond Frames	-2,8	-16,7	-24,5

## Kort om Beyond Frames

Beyond Frames är en av Europas snabbast växande aktörer inom XR-spel och har ökat sin omsättning med en CAGR på 82,5 % sedan 2019. Bolagets hybridmodell med både egen utveckling och publishing har skapat en skalbar affär med stark riskbalans. Framgångarna med Ghosts of Tabor och 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.

### Investeringscase

#### Skalbar och kapitaleffektiv affärsmodell med diversifierade intäktsflöden

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

#### Bevisad förmåga att utveckla och kommersialisera framgångsrika XR-spel

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

#### Strategiskt stark pipeline med ökande marginalpotential

Bolaget står inför en pipeline som bedöms betydligt stärka intjäningen de kommande åren. Den tidigare lanserade titeln GORN 2 går 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.

#### 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.

#### Attraktiv värdering i relation till framtidsutsikter

Beyond Frames värdering anses 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

#### Osäkerhet kring kommersiell genomslagskraft i större IP-projekt

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

#### Marknadsvolatilitet i XR och beroende av plattformsägare

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

#### Produktions- och tidslinjerisk i större spelprojekt

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

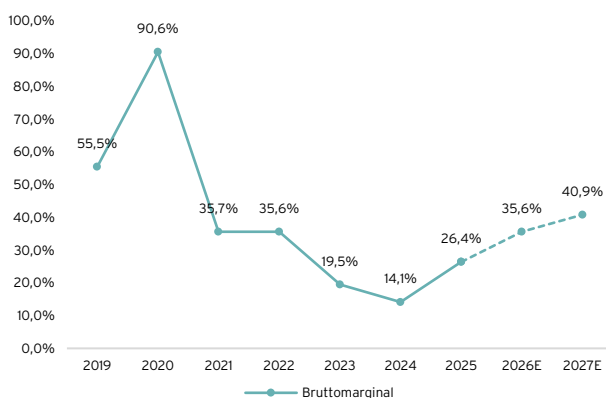
#### Hög kostnadsnivå i expansiv fas

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

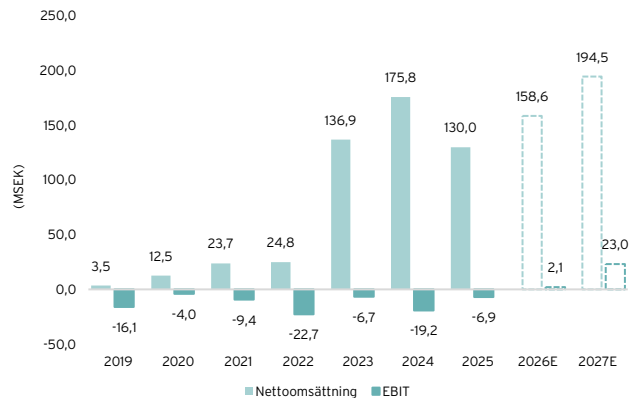
#### Beroende av nyckelpersoner och kreativa team

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

### Bruttomarginal estimat, 2019-2027E



### Nettoomsättning och EBIT estimat, 2019-2027E

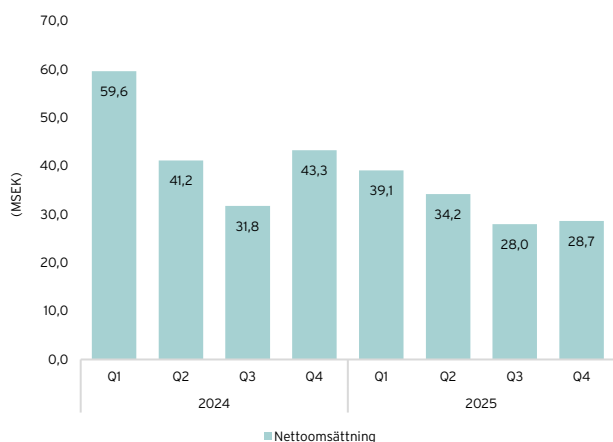


## Kvartalet i korthet

Totala intäkter uppgick till 39,8 MSEK (50,9) i kvartalet, vilket innebär en minskning om -21,9 %. Nettoomsättningen uppgick till 28,7 MSEK (43,3), medan aktiverat arbete och övriga intäkter uppgick till 10,6 MSEK (7,4) respektive 0,6 MSEK (0,3). Under kvartalet utvecklades bolagets Ghosts of Tabor fortsatt väl, men har nu gått mot en mer mogen fas. Tuffa jämförelsetal tillsammans med en negativ valutaeffekt var en bidragande faktor till omsättningsminskningen. Recoupermentperioden av GORN 2, som bolaget tidigare väntade sig löpa ut i Q4'25, har nu skjutits fram ytterligare vilket inneburit en svagare intäktsutveckling.

Lönsamheten, mätt som EBIT, kom i kvartalet in starkt på 2,7 MSEK (-4,1). Anledningen till det starka resultatet kan hänföras till en god kostnadskontroll och högre aktiveringar. Det aktiveringsjusterade resultatmättet EBITDAC indikerar fortsatt en lönsamhetsförbättring y/y, om än ett negativt resultat om -1,9 MSEK (-3,8).

### Nettoomsättning, kvartal



### EBITDAC och EBIT, kvartal



## Utfall vs estimat

Rapporten inkom med en svagt lägre nettoomsättning än vi väntat oss, men en markant högre lönsamhet. En anledning till att lönsamheten kom in markant högre än vi väntat oss beror på ovanligt låga övriga externa kostnader. Anledningen till att kostnadsposten var oväntat låg kan förklaras av utförda kostnadsbesparingar. Vidare ökade aktiveringar mer än vi väntat oss, något som påverkade resultatet positivt. Att aktiveringarna ökade mer än vi förväntade oss skulle potentiellt förklaras av att bolaget påbörjat ett nytt projekt, som ännu inte offentliggjorts. Ledningen framhåller att de hoppas kunna tillkännage nya projekt inom de kommande kvartalen.

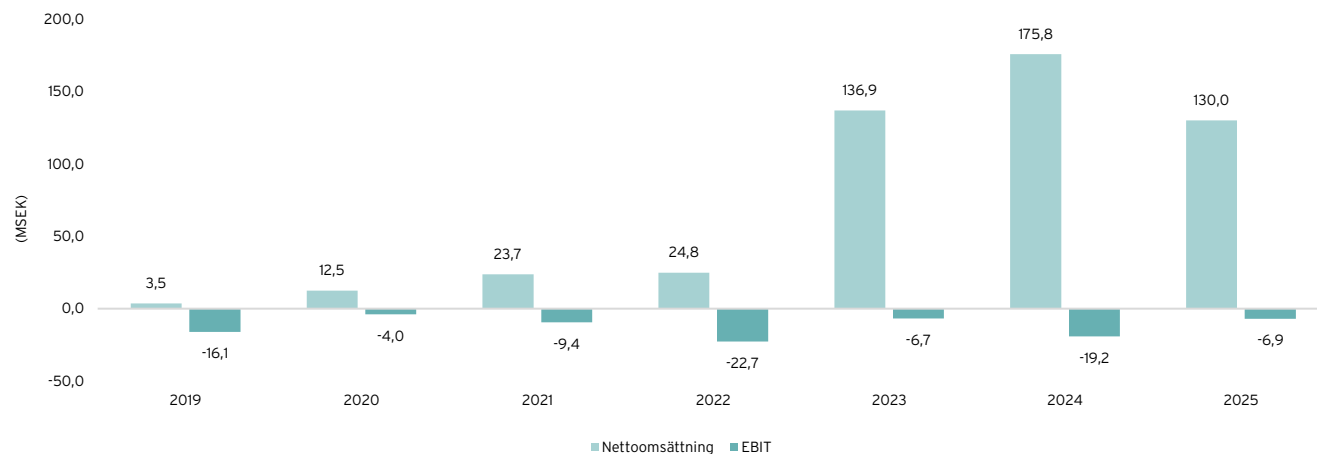
### Utfall vs estimat Q4'25

(MSEK)	Q4'24	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25A	Q4'25E	Diff.
<b>Nettoomsättning</b>	<b>43,3</b>	<b>39,1</b>	<b>34,2</b>	<b>28,0</b>	<b>28,7</b>	<b>31,8</b>	<b>-3,1</b>
Aktiverat arbete för egen räkning	7,4	10,1	5,8	5,4	10,6	7,5	+3,1
Övriga intäkter	0,3	0,6	0,5	0,7	0,6	0,4	+0,2
<b>Totala intäkter</b>	<b>50,9</b>	<b>49,9</b>	<b>40,5</b>	<b>34,0</b>	<b>39,8</b>	<b>39,7</b>	<b>+0,1</b>
Kostnad sålda varor	-33,5	-33,9	-19,6	-23,0	-19,2	-21,6	+2,4
<b>Bruttovinst</b>	<b>9,8</b>	<b>5,2</b>	<b>14,6</b>	<b>5,0</b>	<b>9,5</b>	<b>10,2</b>	<b>-0,7</b>
Övriga externa	-5,0	-4,2	-5,7	-3,2	-2,2	-5,6	+3,4
Personalkostnader	-8,8	-8,7	-9,2	-7,8	-10,0	-9	-1,0
Andel i intresseföretags resultat	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0	+0,0
<b>Totala kostnader</b>	<b>-14,0</b>	<b>-13,0</b>	<b>-14,9</b>	<b>-11,0</b>	<b>-12,1</b>	<b>-14,7</b>	<b>+2,6</b>
<b>EBITDA</b>	<b>3,5</b>	<b>3,0</b>	<b>6,0</b>	<b>0,0</b>	<b>8,5</b>	<b>3,4</b>	<b>+5,1</b>
<i>EBITDA-marginal</i>	<i>6,9%</i>	<i>6,0%</i>	<i>14,8%</i>	<i>0,1%</i>	<i>21,4%</i>	<i>8,50%</i>	<i>12,9pp</i>
Av- och nedskrivningar	-7,6	-6,3	-6,5	-5,7	-5,8	-6,7	+0,9
<b>EBIT</b>	<b>-4,1</b>	<b>-3,4</b>	<b>-0,6</b>	<b>-5,7</b>	<b>2,7</b>	<b>-3,3</b>	<b>+6,0</b>
<i>EBIT-marginal</i>	<i>-8,1%</i>	<i>-6,7%</i>	<i>-1,4%</i>	<i>-16,6%</i>	<i>6,7%</i>	<i>-8,40%</i>	<i>15,1pp</i>

## Ett år av omställning

För helåret 2025 rapporterade Beyond Frames en nettoomsättning om 130,0 MSEK (175,8), en minskning med -26,1% y/y. Bolaget har under 2025 skiftat fokus mot mer lönsamma projekt, vilket inneburit en minskad publishingaktivitet. Trots detta har lönsamheten under året stärkts, med ett EBIT resultat som uppgick till -6,9 MSEK (-19,2). Det aktiveringsjusterade lönsamhetsmättet EBITDAC, uppgick under året till -14,4 MSEK (-21,7). Resultatet har bland annat påverkats positivt av mottagna milestone-betalningar kopplat till utvecklingen av TMNT: Empire City samt färre hanterade titlar. Generellt har bolaget haft en lägre lanseringstakt än vanligt under året, så helåret summeras som ett omställningsår där större fokus har lagts på den egna utvecklingen, snarare än att maximera intäktsutvecklingen. Detta förväntas stärka lönsamheten under de kommande åren.

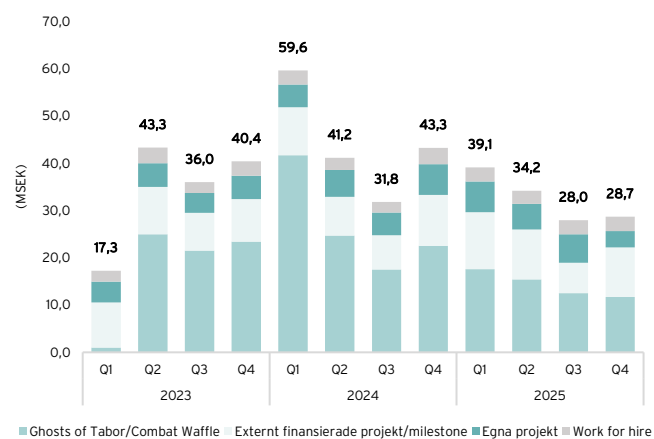
### Nettoomsättning och EBIT, 2019-2025



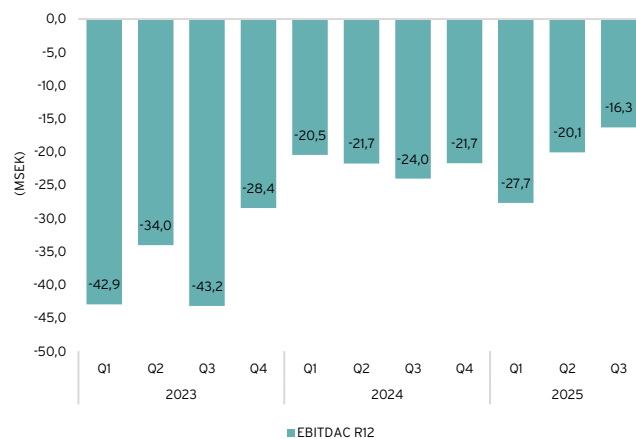
## Fokus på mer lönsamma projekt stärker lönsamheten

Under 2023 lanserade Beyond Frames, som publisher, det populära spelet Ghosts of Tabor, utvecklat av Combat Waffle Studios. Ghosts of Tabor blev kort efter lanseringen en av de mest populära VR-spelen på marknaden, vilket har vart en stor bidragsgivare till Beyond Frames ökade intäkter. Eftersom Beyond Frames var publisher för spelet, så erhöill bolaget en lägre marginal, uppskattningsvis kring 15%. Beyond Frames strikta fokus på publishing under 2023 och 2024 renderade i en mycket stark intäktsutveckling, men således inte lika stark utveckling i lönsamheten. Bolaget har även investerat kontinuerligt i fortsatt tillväxt, vilket tyngt marginalerna. Under 2025 har bolaget riktat ett större fokus mot egen utveckling, ett verksamhetsben som har markant högre lönsamhet. När dessa spel börjar inbringa intäkter till Beyond Frames, kommer lönsamheten stärkas avsevärt. Under 2025 har effekten till viss del börjat synas, men under 2026 och 2027 väntas det stora genomslaget visualiseras.

### Estimerad intäktsfördelning, kvartal



### Underliggande lönsamheten stärks, R12



## Lanseringen av Ninja Turtles närmar sig med stormsteg

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.

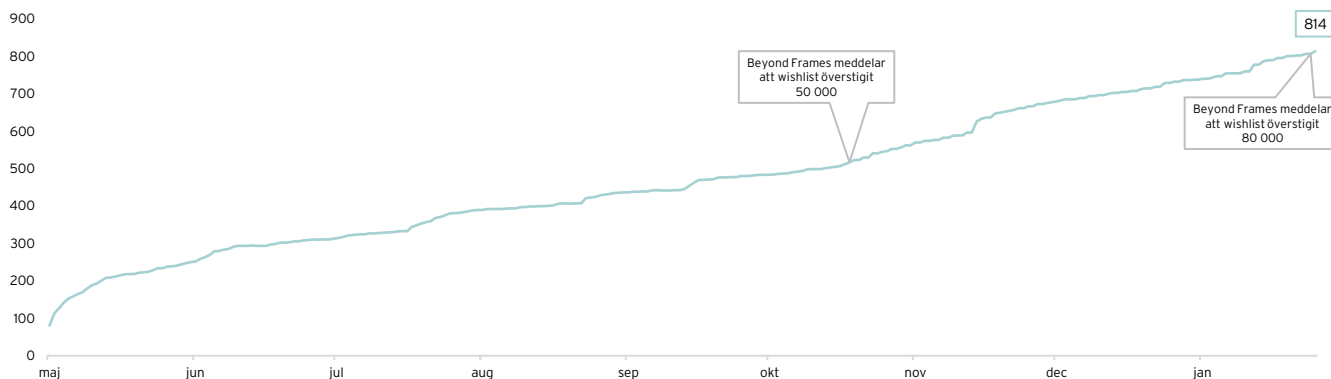


Teenage Mutant Ninja Turtles: Empire City är ett actionfokuserat VR-äventyr baserat på det ikoniska TMNT-universumet, ett av de mest välkända varumärkena inom populärkulturen sedan 1980-talet. Spelet låter spelaren utforska New York tillsammans med de fyra Turtles-bröderna och kombinerar karaktärsdrivet 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.

Under kvartalet utvecklades antalet Steam-följare fortsatt väl, drivet av Beyond Frames enastående publishingförmåga. Ledningen framhöll i vår intervju att marknadsföringsstrategin har varit att bygga upp hype för spelet över en längre tid, snarare än att spendera hela marknadsföringsbudgeten på en gång. Marknadsföringsinsatserna kan således väntas intensifieras ytterligare, i takt med att lanseringen närmar sig.

Bolaget publicerade under kvartalet den första gameplay trailern för spelet<sup>2</sup>. Publiceringen gav ett tydligt ökat intresse i följarantalet, som nu uppgår till 814. Värt att nämna, är att Steam enbart estimeras stå för cirka 10-20% av den totala distributionen av VR-spel. Detta innebär att följarantalet, i teorin, skulle kunna multipliceras med 5-10x för att ge den totala följarskaran för spelet. I vår senaste intervju nämnde bolagets vd, Ace St. Germain att den totala wishlist nu uppgår till cirka 80 000. Detta beskrivs som ett mycket högt antal för att vara inom VR-branschen, vilket ytterligare talar för spelets framtida potential.

### Utveckling av Steamföljare<sup>3</sup>



### Prissättningsstrategi för att maximera spelarbasen

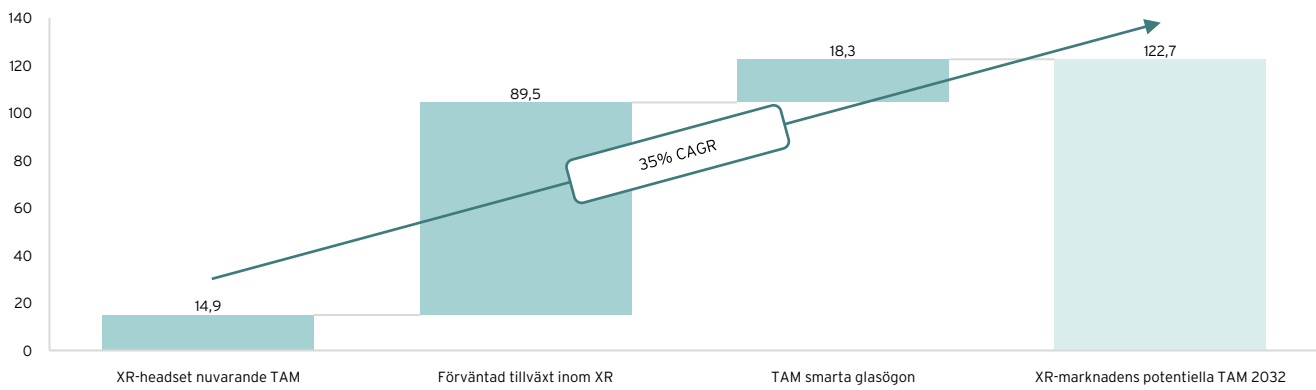
Beyond Frames meddelande efter kvartalets utgång att spelet kommer lanseras på Meta Quest, Steam VR och Pico för \$24,99, ett anmärkningsvärt lågt pris för ett så starkt och välkänt IP. För de spelare som väljer att förbeställa spelet, så finns det redan idag tillgängligt för förbokning med 20 % rabatt. Bolagets vd Ace St. Germain förklarade att rationalen bakom prissättningen är att bygga ett stort och starkt community, för att senare höja den genomsnittliga intäkten per spelare med nytt nedladdningsbart innehåll (DLCs). De mest framgångsrika spelen som lanseras byggs upp genom ett stort community, där publishern interagerar nära med spelarna. Spel med en lägre prissättning tenderar även generellt att ha en mycket längre hållbarhet och priskonkurrens. Vidare beskrev vd att de egentligen velat ge ut spelet gratis, för att maximera storleken på spelarbasen. En gratis initial prissättning var dock orimlig med tanke på spelets premiumegenskaper.

## Marknaden för hårdvara växer explosionsartat - driver underliggande efterfrågan

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-biblioteket. Priset för Meta Quest 3S (128 GB) har kontinuerligt minskat sedan lansering och har under black week 2025 nått historiskt låga prisnivåer.

Utvecklingen inom XR-marknaden rör sig nu snabbt bortom de traditionella VR-headseten. En tydlig trend de senaste åren är hur flera av världens största teknikbolag, bland annat Google, Meta och ett växande antal kinesiska aktörer, positionerar sig inom området för smarta glasögon. Dessa produkter kombinerar kameror, sensorer och AI-funktionalitet i en mer vardaglig formfaktor, vilket gör att de kan användas i betydligt fler sammanhang än dagens VR-enheter. Essilorluxitica har uppvisat en massiv tillväxt i smarta glasögon under det senaste året, och flera andra glasögontillverkar har ännu inte påbörjat en full satsning mot segmentet.

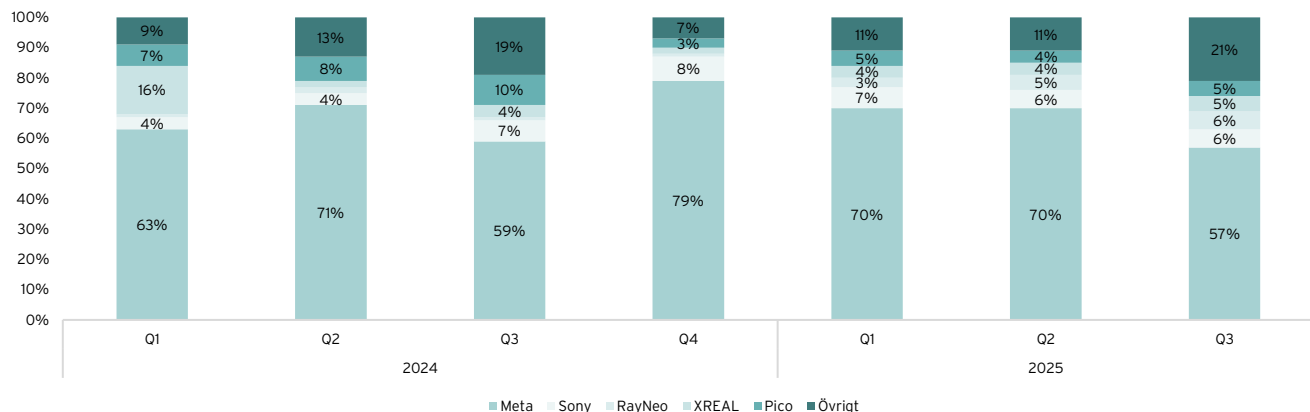
### XR-hårdvara förväntas växa explosionsartat



## Kortsiktigt svag utveckling inom hårdvara, men den långsiktiga potentialen kvarstår

Under Q3'25 föll de globala VR-leveranserna med 17 % jämfört med föregående år. Nedgången kom trots flera nya produktlanseringar, vilket indikerar en mer avvaktande konsument och försiktigare lagerhållning hos flera återförsäljare. Meta fortsatte dominera marknaden, men även deras leveranser minskade något under kvartalet. Under Q3 byggdes lager upp inför Q4, vilket talar för att delar av svagheten kan vara temporär och kopplad till säsong och produktcykler. Det är också värt att notera att Pico visade sekventiell tillväxt, främst drivet av projekt inom location-based entertainment i Kina. Det tyder på att efterfrågan inte försvunnit, utan snarare skiftat mellan segment. Parallellt nådde smarta glasögon rekordhög leveranser under kvartalet och står nu för nära en fjärdedel av XR-volymer. Tillväxten drivs av mer användarvänlig design, lägre prisnivåer och integrerad AI-funktionalitet, vilket breddar användningsområdet bortom gaming. Siffrorna pekar på en kortsiktig svaghet inom traditionell VR-hårdvara under Q3, men den långsiktiga potentialen kvarstår givet den snabba teknikutvecklingen, en växande installerad bas och framväxten av smarta glasögon.

### Marknadsandelar globala XR-marknaden<sup>1</sup>



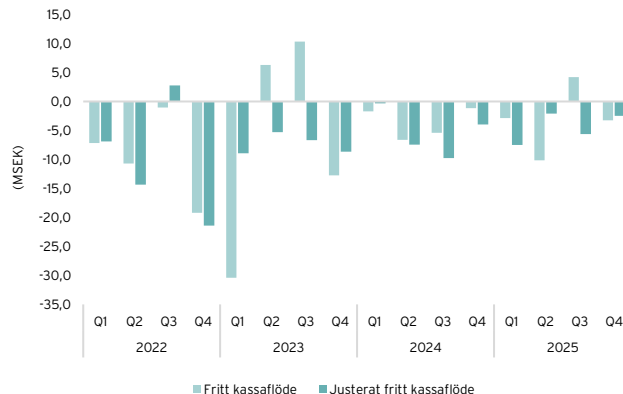
## Finansiell ställning

Vid utgången av Q4'25 uppgick Beyond Frames anläggningstillgångar till totalt 75,3 MSEK, varav immateriella tillgångar utgjorde 72,9 MSEK, materiella tillgångar 0,6 MSEK och finansiella tillgångar 1,8 MSEK. De immateriella tillgångarna består huvudsakligen av aktiverade utvecklingskostnader kopplade till bolagets spelprojekt. Omsättningstillgångarna uppgick till 20,8 MSEK, varav 8,9 MSEK återfinns i kassa och 6,8 MSEK i kundfordringar. Eget kapital uppgick till 65,3 MSEK. De räntebärande skulderna uppgår till 3,3 MSEK och avser långfristigt lån. De kortfristiga skulderna uppgick till 27,5 MSEK, varav 2,4 MSEK avser leverantörsskulder och 11,9 MSEK upplupna kostnader och förutbetalda intäkter. Bolaget bedömer sin nuvarande likviditetssituation som tillräcklig, med återstående projektfinansiering för TMNT: Empire City, tillgång till kreditfaciliteter, förväntade intäkter från kommande TMNT-lansering samt kostnadsbesparingar på plats.

### 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

75,9 % (73,0 MSEK)

#### Materiella tillgångar

0,0 % (0,6 MSEK)

#### Soliditet

67,9 %

#### Kassa

9,2 % (8,9 MSEK)

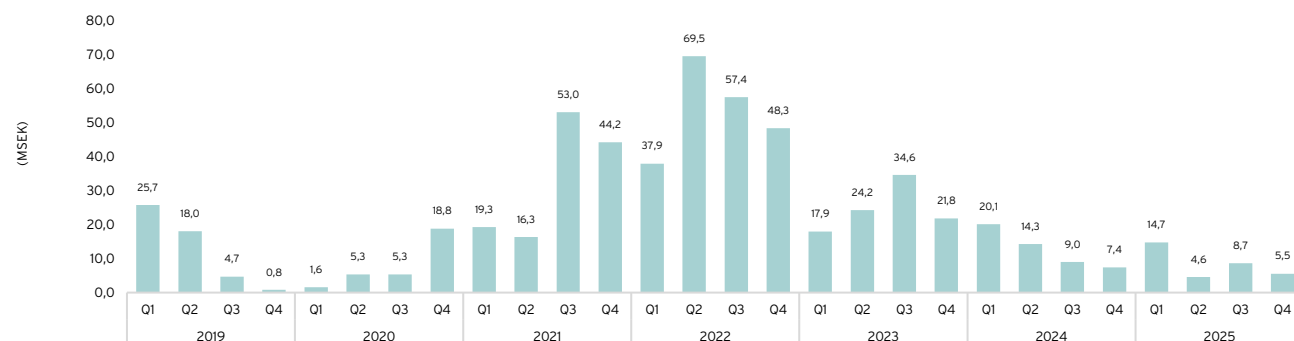
#### Räntebärande skulder

3,3 MSEK

#### Nettokassa

5,5 MSEK

### Fortsatt nettokassa stärker den finansiella flexibiliteten



## Värdering

## Key stats

<b>Antal aktier</b>	18 635 409	<b>Börsvärde (MSEK)</b>	128,6
<b>Aktiekurs (SEK)</b>	6,9	<b>Nettokassa (MSEK)</b>	5,5
		<b>Enterprise value (MSEK)</b>	123,1

## Rullande 12 månader

<b>Nettoomsättning</b>	130,0	<b>EV/S</b>	0,9
<b>EBIT</b>	-6,9	<b>EV/EBIT</b>	neg.
<b>Vinst</b>	-10,4	<b>P/E</b>	neg.
<b>FCF</b>	-12,0	<b>EV/FCF</b>	neg.

Källa: Börsdata

## Historiskt snitt

	<b>EV/S</b>	<b>EV/EBIT</b>	<b>P/E</b>	<b>EV/FCF</b>
Snitt 3 år	2,7	neg.	neg.	neg.
Snitt 5 år	8,1	neg.	neg.	neg.

Källa: Börsdata

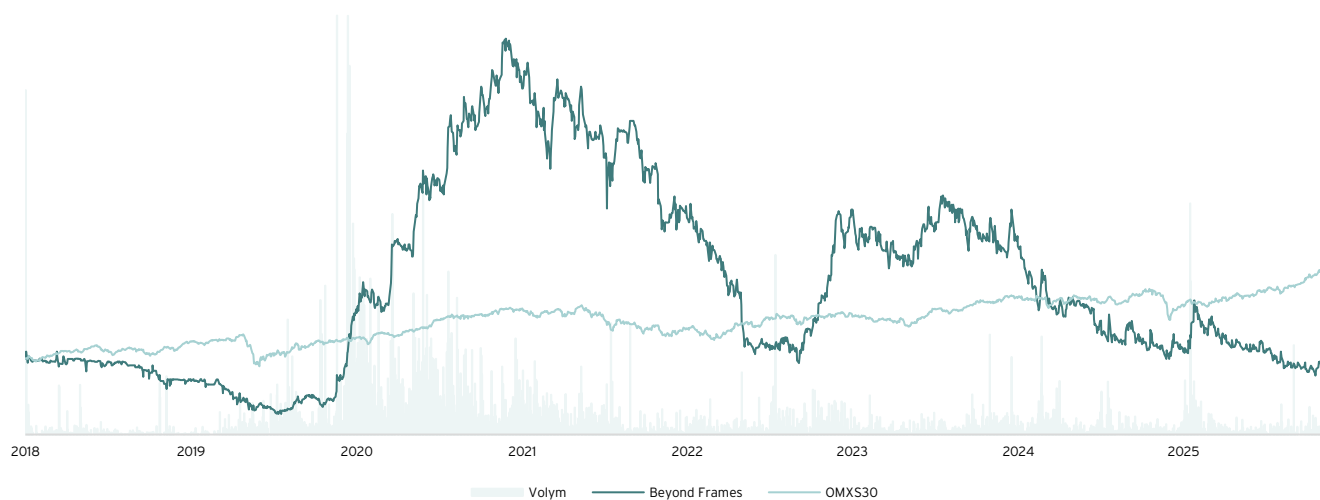
## Nyckeltal

<b>Bruttomarginal</b>	<b>EBITDA-marginal</b>	<b>EBIT-marginal</b>	<b>Vinstmarginal</b>
26,4 %	13,5 %	neg.	neg.
<b>OPCF-marginal</b>	<b>FCF-marginal</b>	<b>ROE</b>	<b>ROIC</b>
15,3 %	neg.	neg.	neg.

Källa: Börsdata

## Aktiekursutveckling

## Aktiekursutveckling (indexerat, 2018-idag)



## Peers

I vår relativvärdering har vi inkluderat ett urval av nordiska gamingbolag verksamma inom utveckling och publishing av spel, med fokus på bolag som kombinerar egenutvecklade titlar med tredjepartspublishing. Dessa bolag bedöms vara relevanta jämförelseobjekt för Beyond Frames, då de delar liknande affärsmodeller, intäktsstrukturer och exponering mot digital distribution. 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 1,3x 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	2026	2027	R12	2026	2027	MSEK R12	Sy CAGR	Marginal	Sy CAGR	Marginal	Sy CAGR
Embracer	12 200,7	9 836,7	0,6x	0,6x	0,6x	2,1x	29,8x	8,8x	17 767,0	14,5%	75,3%	27,4%	26,2%	57,7%
Enad Global 7	1 337,9	1 295,1	0,8x	0,7x	0,7x	neg.	15,4x	5,7x	1 626,3	23,3%	16,5%	40,6%	neg.	-301,5%
Envar	552,5	503,5	5,3x	n/a	n/a	30,3x	n/a	n/a	95,2		18,3%		17,5%	
G5 Entertainment	447,3	232,3	0,2x	0,3x	0,3x	8,9x	6,0x	3,4x	941,6	-7,0%	12,5%	-16,8%	2,4%	-34,4%
Goodbye Kansas	49,9	50,3	0,3x	n/a	n/a	neg.	n/a	n/a	175,0	1,6%	neg.	5,7%	neg.	10,1%
Jumpgate	38,3	32,9	0,7x	0,5x	0,4x	neg.	n/a	n/a	44,5	24,2%	neg.	-235,1%	neg.	-152,6%
Modern Times Group B	10 974,5	13 496,5	1,1x	1,1x	1,1x	13,4x	10,2x	8,8x	11 579,0	23,7%	20,6%	49,6%	8,3%	94,0%
Nitro Games	37,4	52,5	0,6x	n/a	n/a	20,6x	n/a	n/a	8,5	48,5%	19,3%	22,0%	2,8%	15,8%
Paradox Interactive	13 023,3	11 813,3	5,4x	5,4x	5,1x	80,9x	14,5x	12,9x	2 191,9	4,1%	60,5%	4,9%	6,7%	-25,4%
PlaySide Studios Ltd	73,0	69,1	2,5x	n/a	n/a	neg.	n/a	n/a	48,7		neg.		neg.	
Remedy Entertainment	197,8	186,7	3,1x	1,8x	1,5x	neg.	814,0x	18,5x	59,5	7,7%	19,1%	-4,5%	neg.	-202,3%
Starbreeze B	141,2	79,6	0,4x	0,3x	0,3x	neg.	2,1x	1,4x	221,0	13,4%	13,1%	-10,1%	neg.	-305,7%
Stillfront	2 201,4	5 948,4	1,0x	1,1x	1,1x	neg.	6,5x	5,6x	5 710,0	7,4%	neg.	-175,4%	neg.	-211,9%
Thunderful	224,3	306,8	1,2x	1,0x	1,0x	neg.	3,2x		259,3	-38,9%	neg.	-165,1%	neg.	-218,1%
<b>Snitt</b>	<b>2 964,2</b>	<b>3 136,0</b>	<b>1,7x</b>	<b>1,3x</b>	<b>1,2x</b>	<b>26,0x</b>	<b>100,2x</b>	<b>8,1x</b>	<b>2 909,1</b>	<b>10,2%</b>	<b>28,3%</b>	<b>-38,1%</b>	<b>10,6%</b>	<b>-106,2%</b>
<b>Median</b>	<b>335,8</b>	<b>269,6</b>	<b>0,9x</b>	<b>0,9x</b>	<b>0,8x</b>	<b>17,0x</b>	<b>10,2x</b>	<b>7,2x</b>	<b>240,1</b>	<b>10,5%</b>	<b>19,1%</b>	<b>0,2%</b>	<b>7,5%</b>	<b>-93,5%</b>
Beyond Frames	128,6	123,1	0,9x	0,8x	0,6x	neg.	57,5x	5,3x	130,0	59,5%	13,5%	54,1%	-5,3%	-22,9%

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 5,0x, EV/EBITDA 14,2x och EV/EBIT 21,3x. Medianvärderingen i urvalet uppgår till cirka EV/S 1,8x, EV/EBITDA 5,9x samt EV/EBIT 11,1x.

## Globala gamingbolag

Lista	CAGR 3y	Nettoomsättning			EV/S	CAGR 3y	EBITDA			EV/EBITDA	CAGR 3y	EBIT		
		CAGR 5y	CAGR 7y				CAGR 5y	CAGR 7y				CAGR 5y	CAGR 7y	
11 bit studios SA	Polen	22,1%	9,2%	7,4%	2,0	5,4%	-4,4%	-3,3%	6,6	27,8%	0,3%	-1,7%	6,6	
CD Projekt SA	Polen	5,7%	-12,1%	17,5%	20,8	13,4%	-16,1%	23,0%	39,3	8,2%	-15,1%	24,1%	45,7	
Electronic Arts Inc	Nasdaq	-0,5%	5,4%	5,7%	7,0	-11,2%	2,4%	2,6%	36,9	-11,6%	-1,0%	-0,2%	51,3	
Frontier Developments PLC	England	-0,5%	2,6%	2,0%	1,3	40,5%	1,6%	5,2%	3,2	34,8%	-9,6%	-6,6%	11,1	
Playtika Holding Corp	Nasdaq	1,4%	2,8%	9,0%	1,2	4,7%	6,9%	2,0%	5,9	-8,1%	-1,1%	-2,4%	8,7	
Take-Two Interactive Software	Nasdaq	7,0%	14,2%	13,7%	5,7	-178,1%	-182,7%	-195,3%	neg.	19,7%	-188,1%	-207,4%	neg.	
Ten Square Games SA	Polen	-12,1%	-8,7%	17,9%	1,5	2,3%	-9,8%	12,5%	5,3	-0,7%	-11,2%	11,3%	5,8	
Ubisoft Entertainment	Tyskland	1,3%	-3,3%	0,3%	0,9	0,1%	-4,7%	-0,6%	2,4	29,3%	-26,5%	-11,9%	20,0	
<b>Snitt</b>		<b>3,1%</b>	<b>1,3%</b>	<b>9,2%</b>	<b>5,0x</b>	<b>-15,4%</b>	<b>-25,8%</b>	<b>-19,2%</b>	<b>14,2x</b>	<b>12,4%</b>	<b>-31,5%</b>	<b>-24,4%</b>	<b>21,3x</b>	
<b>Median</b>		<b>1,3%</b>	<b>2,7%</b>	<b>8,2%</b>	<b>1,8x</b>	<b>3,5%</b>	<b>-4,5%</b>	<b>2,3%</b>	<b>5,9x</b>	<b>14,0%</b>	<b>-10,4%</b>	<b>-2,0%</b>	<b>11,1x</b>	

## Estimat för 2026E

För helåret 2026 har vi sänkt våra estimat för TMNT: Empire City, till följd av ett lägre initialt försäljningspris än vi tidigare estimerat. Detta kompenseras dock till stor del upp mot fler mottagna milestone-betalningar närmare lansering. Vi tror starkt på bolagets prissättningsstrategi genom att långsiktigt bygga ett starkt community, baserat på Beyond Frames enastående track record inom publishingsegmentet. Vi tror således att intäkterna och den långsiktiga relevansen för spelet är mycket starkare än vi tidigare estimerat, vilket istället får oss att höja estimaterna för 2027.

Initialt så kommer TMNT: Empire City befinna sig i recoumentperiod, till och med att de externa finansierarnas andel om cirka 30 MSEK är återbetald. Då Beyond Frames kommer att vara publisher för spelet, redovisas spelets bruttointäkter som Beyond Frames nettoomsättning. Initialt kommer Beyond Frames, uppskattningsvis, erhålla en bruttomarginal om 20 % efter plattformavgifter. När recoumentperioden har passerat, stiger bruttomarginalen uppskattningsvis till cirka 45 % för spelet, en effekt vi väntar oss ske under 2027.

Estimat för 2026					
(MSEK)	Q1E	Q2E	Q3E	Q4E	2026E
<b>Nettoomsättning</b>	<b>28,7</b>	<b>43,5</b>	<b>40,7</b>	<b>45,6</b>	<b>158,6</b>
% y-o-y	-26,6%	27,1%	45,6%	59,1%	22,0%
Aktiverat arbete	7,5	6,0	7,5	8,0	29,0
Övriga rörelseintäkter	0,6	0,5	0,6	0,4	2,1
<b>Summa intäkter</b>	<b>36,8</b>	<b>50,0</b>	<b>48,8</b>	<b>54,0</b>	<b>189,7</b>
<b>Bruttoresultat</b>	<b>11,0</b>	<b>16,7</b>	<b>12,9</b>	<b>16,0</b>	<b>56,5</b>
Bruttomarginal	38,3%	38,3%	31,6%	35,1%	35,6%
% y-o-y	209,7%	114,0%	257,6%	168,7%	64,6%
<b>Rörelsekostnader</b>	<b>-13,2</b>	<b>-14,6</b>	<b>-12,4</b>	<b>-16,0</b>	<b>-56,2</b>
% y-o-y	1,4%	-2,2%	12,3%	32,5%	10,1%
<b>EBITDA</b>	<b>5,9</b>	<b>8,6</b>	<b>8,6</b>	<b>8,4</b>	<b>31,4</b>
EBITDA-marginal	16,0%	17,2%	17,5%	15,5%	19,8%
% y-o-y	98,3%	43,5%	neg.	-1,6%	79,5%
Avskrivningar	-7,4	-7,2	-7,1	-7,5	-29,3
<b>EBIT</b>	<b>-1,5</b>	<b>1,3</b>	<b>1,4</b>	<b>0,9</b>	<b>2,1</b>
EBIT-marginal	-4,0%	2,7%	2,9%	1,6%	1,4%
% y-o-y	neg.	neg.	neg.	-67,8%	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 avsevärt.

Vi har justerat upp våra långsiktiga förväntningar på TMNT: Empire City, från att tidigare estimat intäkter om 215 MSEK till 250 MSEK, mellan lansering och 2029. Detta ligger fortsatt under bolagets förväntningar på 350-700 MSEK, vilket indikerar att det finns en stor uppsida från våra estimat om interna förväntningar infrias. Vi tycker fortsatt att den största uppsidan vid en lyckad lansering finns i bolagets förmåga att exekvera vid stora IP-samarbeten, en modell som kan replikeras i framtiden. Vidare är Beyond Frames en av världens främsta VR-publishers, ett värde som vi också tycker underskattas av marknaden. Beyond Frames har ännu inte kommunicerat några nya planerade lanseringar bortom 2026, men vi förväntar oss att bolaget kommunicerar nya kommande projekt inom en snar framtid. Beroende på framtida projekts omfattning, kan estimatrevideringar förekomma.

Baserat på våra estimat, till stor del drivet av lönsamhetsförbättringarna som följer från GORN 2 och TMNT: Empire City, handlas Beyond Frames till EV/S 0,6x och EV/EBIT 5,3x på 2027E.

(MSEK)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
<b>Nettoomsättning</b>	<b>24,8</b>	<b>136,9</b>	<b>175,8</b>	<b>130,0</b>	<b>158,6</b>	<b>194,5</b>
% y-o-y	4,5%	451,8%	28,4%	-26,1%	22,0%	22,7%
Aktiverat arbete för egen räkning	23,3	25,7	33,7	31,9	29,0	30,9
Övriga intäkter	0,1	1,5	1,9	2,4	2,1	2,1
<b>Totala intäkter</b>	<b>48,2</b>	<b>164,1</b>	<b>211,3</b>	<b>164,2</b>	<b>189,7</b>	<b>227,5</b>
EV/S	5,3	2,6	1,0	0,9	0,8	0,6
<b>Bruttoresultat</b>	<b>8,8</b>	<b>26,7</b>	<b>24,9</b>	<b>34,3</b>	<b>56,5</b>	<b>79,5</b>
Bruttomarginal	35,6%	19,5%	14,1%	26,4%	35,6%	40,9%
% y-o-y	4,3%	201,9%	-6,8%	38,0%	64,6%	40,6%
<b>Rörelsekostnader</b>	<b>-47,3</b>	<b>-44,2</b>	<b>-48,3</b>	<b>-51,1</b>	<b>-56,2</b>	<b>-58,5</b>
% y-o-y	81,2%	-6,6%	9,2%	5,8%	10,1%	4,1%
<b>EBITDA</b>	<b>-15,1</b>	<b>9,7</b>	<b>12,1</b>	<b>17,5</b>	<b>31,4</b>	<b>54,0</b>
EBITDA-marginal	-60,7%	7,1%	6,9%	13,5%	19,8%	27,8%
% y-o-y	neg.	neg.	24,9%	44,7%	79,5%	71,8%
EV/EBITDA	neg.	36,9	14,0	7,0	3,9	2,3
Avskrivningar	-7,6	-16,4	-31,3	-24,4	-29,3	-31,0
<b>EBIT</b>	<b>-22,7</b>	<b>-6,7</b>	<b>-19,2</b>	<b>-6,9</b>	<b>2,1</b>	<b>23,0</b>
EBIT-marginal	-91,3%	-4,9%	-10,9%	-5,3%	1,4%	11,8%
% y-o-y	140,2%	-70,4%	185,5%	-64,0%	neg.	974,6%
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	neg.	57,5	5,3

## 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 10x EBIT på 2026.

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 och lönsamhet 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)
<b>2027E</b>	12	23,0	276,2	14,8
<i>Säkerhetsmarginal (30%)</i>	12	16,1	193,3	10,4

Börsvärdet om 276,2 MSEK för 2027E motsvarar en EV/S-multipl på 1,4x, 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.

	Potentiell avkastning					
	Huvudscenario			Säkerhetsmarginal (30%)		
	Faktor	Procent	CAGR	Faktor	Procent	CAGR
<b>2027E</b>	2,1	114,8%	46,5%	1,5	50,3%	22,6%

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	138,1	7,4	7,4%	96,7	5,2	-24,8%
7	161,1	8,6	25,3%	112,8	6,1	-12,3%
8	184,1	9,9	43,2%	128,9	6,9	0,2%
9	207,1	11,1	61,1%	145,0	7,8	12,7%
10	230,1	12,3	79,0%	161,1	8,6	25,3%
11	253,1	13,6	96,9%	177,2	9,5	37,8%
<b>12</b>	<b>276,2</b>	<b>14,8</b>	<b>114,8%</b>	<b>193,3</b>	<b>10,4</b>	<b>50,3%</b>
13	299,2	16,1	132,7%	209,4	11,2	62,9%
14	322,2	17,3	150,6%	225,5	12,1	75,4%
15	345,2	18,5	168,5%	241,6	13,0	87,9%
16	368,2	19,8	186,3%	257,7	13,8	100,4%
17	391,2	21,0	204,2%	273,8	14,7	113,0%
18	414,2	22,2	222,1%	290,0	15,6	125,5%
19	437,2	23,5	240,0%	306,1	16,4	138,0%
20	460,3	24,7	257,9%	322,2	17,3	150,6%

## Källförteckning

1. <https://counterpointresearch.com/en/insights/global-xr-ar-vr-headsets-market-share-quarterly>
2. [https://www.youtube.com/watch?v=Elf\\_iKROEGI](https://www.youtube.com/watch?v=Elf_iKROEGI)
3. <https://steamdb.info/app/1957780/charts/>

## Disclaimer

Kalqyl bedriver verksamhet avseende bolag- och aktieanalys där information har sammanställts utifrån källor som Kalqyl bedömer är tillförlitliga. Informationens riktighet kan Kalqyl dock inte garantera, och inget som skrivs i analysen ska eller bör betraktas som en rekommendation till investering av något slag.

Denna analys är en uppdragsanalys, där det analyserade Bolaget har ingått avtal med Kalqyl avseende analys. Analysen/erna publiceras antingen vid enskilt tillfälle, eller per löpande basis under avtalsperioden mot en sedvanlig ersättning.

Åsikter och slutsatser som återfinns i analysen är enbart avsedd för mottagaren. Kalqyl ska ej hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut på grund av information i denna analys.

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

## Intressekonflikt

---

Albin Eriksson äger inte aktier i det analyserade bolaget

Analysen är en uppdragsanalys