



2026-03-04

Mindark redovisade minskad nettoomsättning och försämrat rörelseresultat i det fjärde kvartalet. Nettoomsättningen uppgick till 19,7 MSEK (23,7), en negativ tillväxt på -16,9 %. EBIT uppgick till -0,5 MSEK (3,0), motsvarande en EBIT-marginal om -2,7 % (12,7). Periodens kassaflöde uppgick till 5,6 MSEK (-0,3) och kassan inklusive kortfristiga placeringar uppgick till 25,3 MSEK (33,5).

### Svagare kvartal till följd av lägre aktivitet och negativ valutaeffekt

Nettoomsättningen minskade med 16,9 % till 19,7 MSEK (23,7). Enligt bolaget förklaras nedgången av lägre aktivitet i Entropia Universe samt en tydlig negativ valutaeffekt, där den genomsnittliga USD-kursen minskade med 12,4 %. Den underliggande nedgången i lokal valuta var därmed mindre än vad den rapporterade omsättningen indikerar. Aktiverat arbete uppgick till 5,9 MSEK (5,4) och övriga rörelseintäkter till 0,1 MSEK (0,1), vilket gav totala intäkter om 25,7 MSEK (29,2). Rörelsekostnaderna var i stort sett oförändrade och uppgick till -21,2 MSEK (-21,3), men med en förändrad kostnadsstruktur där externa kostnader minskade samtidigt som personalkostnaderna ökade till följd av fler anställda (46 jämfört med 39 föregående år). EBIT uppgick till -0,5 MSEK (3,0), motsvarande en EBIT-marginal om -2,7 % (12,7), huvudsakligen till följd av den lägre nettoomsättningen.

### AI-transformation och förbättrad användartillväxt lägger grunden för 2026

Under 2025 har MindArk genomfört en omfattande AI-transformation där stora delar av utvecklingsprocessen automatiserats. Enligt VD genererar autonoma AI-system en övervägande del av bolagets kod, vilket har möjliggjort en effektivisering av organisationen och hur bolaget vidareutvecklar spelet. Decemberuppdateringen beskrivs som den största enskilda leveransen i bolagets historia och genomfördes med ett mindre, mer resurseffektivt team. Andelen nyrekryterade användare som konverterar till aktiva spelare har mer än fördubblats och antalet dagliga aktiva användare ökade med cirka 45 % under kvartalet. Då ökningen främst avser nya användare har det fulla intäktsgenomslaget ännu inte materialiserats, men förväntas bli mer synligt under 2026. Detta indikerar att bolaget befinner sig i ett investerings- och omställningsskede där den operationella hävstången ännu inte fullt ut reflekteras i resultaträkningen.

### Outlook

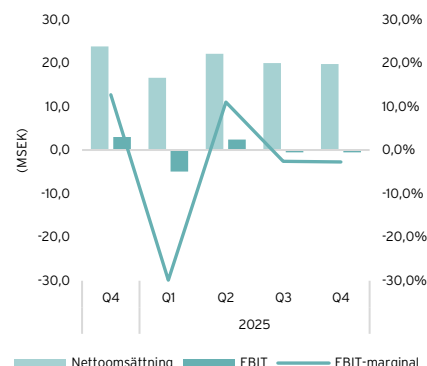
Vi bedömer att 2026 blir ett avgörande år där bolaget behöver visa att den ökade användartillväxten och den AI-drivna utvecklingsmodellen kan omsättas i förbättrad monetarisering och lönsamhet. Den relativt fasta kostnadsstrukturen, den tekniska moderniseringen och en förbättrad onboarding-upplevelsen skapar förutsättningar för ökad skalbarhet, men den operationella hävstången är ännu inte bevisad i siffrorna. Sammanfattningsvis ser vi Q4 som ett finansiellt svagt kvartal i termer av rapporterad lönsamhet, men med tydliga strukturella framsteg och förbättrad användartrend. Om den positiva aktivitetsutvecklingen består och gradvis konverteras till ökade intäkter kan 2026 bli året då transformationen börjar synas mer tydligt i resultaträkningen. Vårt motiverade värde för 2026E uppgår till 1,3 SEK per aktie, motsvarande en uppsida om 13,2 %.

(MSEK)	2022	2023	2024	2025	2026E
<b>Nettoomsättning</b>	<b>92,8</b>	<b>122,0</b>	<b>90,7</b>	<b>78,4</b>	<b>83,1</b>
% y-o-y	14,3%	31,4%	-25,7%	-13,6%	6,0%
Aktiverat arbete	26,5	26,2	20,8	21,9	22,4
Övriga intäkter	5,4	2,0	0,6	0,4	0,4
<b>Summa intäkter</b>	<b>124,6</b>	<b>150,2</b>	<b>112,1</b>	<b>100,7</b>	<b>105,9</b>
EV/S	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1
<b>Rörelsekostnader</b>	<b>-92,6</b>	<b>-114,9</b>	<b>-84,2</b>	<b>-82,2</b>	<b>-81,8</b>
% y-o-y	19,7%	24,1%	-26,8%	-2,4%	-0,4%
Av- och nedskrivningar	-10,7	-14,8	-18,4	-22,1	-22,0
<b>EBIT</b>	<b>21,4</b>	<b>20,5</b>	<b>9,5</b>	<b>-3,6</b>	<b>2,1</b>
EBIT-marginal	23,0%	16,8%	10,5%	-4,6%	2,5%
% y-o-y	0,1%	-4,2%	-53,6%	n/a	n/a
EV/EBIT	0,6	0,6	1,3	neg.	5,7

### Fakta

VD	Leif Evander Andersson
Lista	Spotlight
Ticker	MNDRK
Aktiekurs (SEK)	1,18
Antal aktier (M)	31,5
Börsvärde (MSEK)	37,2
Nettokassa (MSEK)	25,3
EV (MSEK)	11,9
Insiderägande	1,8%
Nästa rapport	2026-05-21

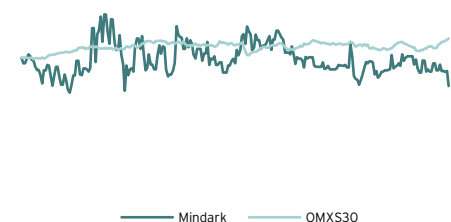
### Finansiell historik



### Analytiker

Pontus Fredriksson  
[pontus@kalqyl.se](mailto:pontus@kalqyl.se)

### Kursutveckling 12 månader



Kursutveckling %	1 m	3 m	12 m
MindArk	-13,2	-19,7	-16,3

## Svagare kvartal men med tydligt trendbrott i slutet av perioden

Nettoomsättningen minskade med 16,9 % till 19,7 MSEK (23,7), trots att kvartalet inkluderar Halloween Mayhem och Christmas Mayhem, två av Entropia Universes viktigaste säsongsdrivare. Enligt bolaget förklaras utvecklingen av lägre aktivitetsnivåer i oktober och november samt fortsatt valutatomtvind. Den genomsnittliga USD-kursen minskade med 12,4 % jämfört med samma kvartal föregående år. Den underliggande nedgången i lokal valuta var därmed mindre än vad den rapporterade omsättningen indikerar.

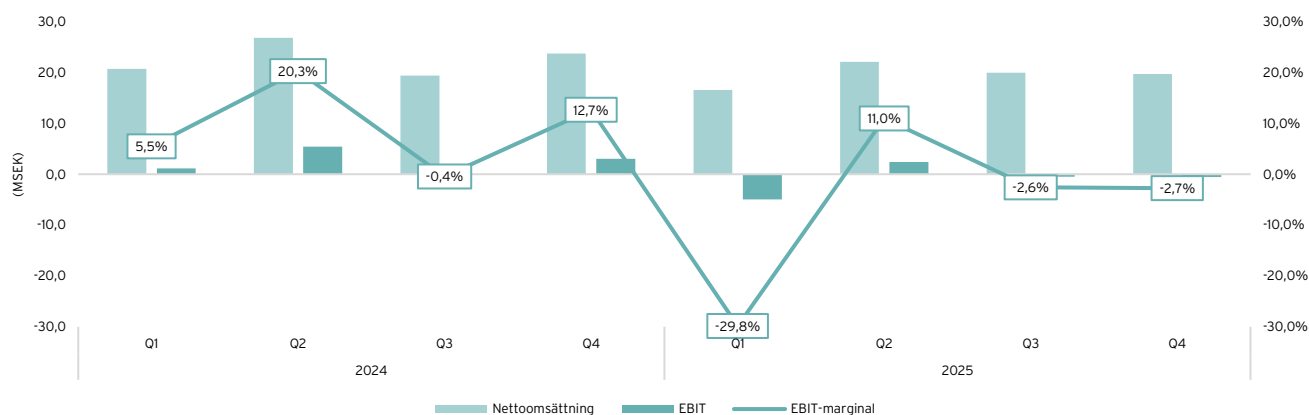
Aktiverat arbete uppgick till 5,9 MSEK (5,4) och övriga rörelseintäkter till 0,1 MSEK (0,1), vilket gav totala intäkter om 25,7 MSEK (29,2). Rörelsekostnaderna var i stort sett oförändrade och uppgick till -21,2 MSEK (-21,3), där externa kostnader minskade samtidigt som personalkostnaderna ökade till följd av fler anställda (46 jämfört med 39 föregående år). Av- och nedskrivningar steg till -5,1 MSEK (-5,0), drivet av högre aktiverade utvecklingsutgifter under året. EBIT uppgick till -0,5 MSEK (3,0), motsvarande en EBIT-marginal om -2,7 % (12,7%).

Periodens kassaflöde uppgick till 5,6 MSEK (-0,3) och kassa inklusive kortfristiga placeringar uppgick till 25,3 MSEK (33,5) vid periodens slut. Kassaflödet påverkades positivt av en återbetalning av inkomstskatt om 3,1 MSEK samt en minskning av kortfristiga finansiella placeringar om 4,0 MSEK. Bolaget har fortsatt inga räntebärande skulder, vilket ger finansiell flexibilitet trots den svaga resultatutvecklingen.

Bolaget uppger att aktivitetsnivåerna i december närmade sig motsvarande månad föregående år och att insättningarna var cirka 10 % högre än i december 2024. Det indikerar att kvartalet i stor utsträckning tyngdes av en svag inledning och att det underliggande intresset för spelet kvarstår. Om decemberutvecklingen visar sig uthållig kan det tyda på att botten passerades under hösten.

Andelen nyrekryterade användare som konverterar till aktiva spelare mer än fördubblades under kvartalet, och antalet dagliga aktiva användare ökade med cirka 45 %. Det tyder på att förbättringar i onboarding, produktupplevelse och innehåll börjar ge genomslag. Eftersom ökningen främst avser nya användare har det fulla intäktsgenomslaget ännu inte materialiserats, men väntas bli mer synligt under 2026. Ökningen bör dock sättas i kontext, då Q4 traditionellt är ett aktivitetsstarkt kvartal där större evenemang temporärt lyfter engagemanget.

### Finansiell utveckling



### Estimat vs utfall

Både nettoomsättning och EBIT kom in under våra estimat, där avvikelserna i huvudsak drevs av den svagare försäljningsutvecklingen. Under 2026 blir det avgörande att bolaget kan visa att den ökade användartillväxten och den AI-drivna utvecklingsmodellen faktiskt omsätts i förbättrad lönsamhet.

### Utfall vs Estimat Q4 2025

(MSEK)	Q4'24	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25A	Q4'25E	Diff
<b>Nettoomsättning</b>	<b>23,7</b>	<b>16,6</b>	<b>22,1</b>	<b>19,9</b>	<b>19,7</b>	<b>24,3</b>	<b>-18,8%</b>
% y-o-y	-48,7%	-20,0%	-17,5%	2,8%	-16,9%	2,4%	-19,3pp
Aktiverat arbete	5,4	4,8	5,3	5,8	5,9	5,7	+3,5%
Övriga rörelseintäkter	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	-50,0%
<b>Summa intäkter</b>	<b>29,2</b>	<b>21,5</b>	<b>27,6</b>	<b>25,9</b>	<b>25,7</b>	<b>30,2</b>	<b>-14,9%</b>
<b>Rörelsekostnader</b>	<b>-21,3</b>	<b>-21,3</b>	<b>-19,8</b>	<b>-19,9</b>	<b>-21,2</b>	<b>-20,6</b>	<b>+2,9%</b>
% y-o-y	-5,6%	2,6%	-10,4%	-1,1%	-0,2%	-3,1%	-2,9pp
<b>EBITDA</b>	<b>8,0</b>	<b>0,2</b>	<b>7,8</b>	<b>6,0</b>	<b>4,5</b>	<b>9,6</b>	<b>-53,1%</b>
EBITDA-marginal	33,6%	1,2%	35,3%	29,9%	23,0%	39,5%	-16,5pp
% y-o-y	-73,4%	-96,1%	-21,4%	27,4%	-43,1%	20,3%	-63,4pp
Av- och nedskrivningar	-5,0	-5,2	-5,4	-6,5	-5,1	-6,5	-21,5%
<b>EBIT</b>	<b>3,0</b>	<b>-5,0</b>	<b>2,4</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,5</b>	<b>3,1</b>	<b>n/a</b>
EBIT-marginal	12,7%	-29,8%	11,0%	-2,6%	-2,7%	12,8%	-15,5pp
% y-o-y	-88,4%	n/a	-55,4%	n/a	n/a	3,0%	n/a

Kvartalsestimat för 2026

Kvartalsvisa estimat för helåret 2026

<i>(MSEK)</i>	Q1E	Q2E	Q3E	Q4E	2026E
<b>Nettoomsättning</b>	<b>18,5</b>	<b>20,7</b>	<b>19,5</b>	<b>24,4</b>	<b>83,1</b>
<i>% y-o-y</i>	<i>11,6%</i>	<i>-6,4%</i>	<i>-2,3%</i>	<i>23,6%</i>	<i>6,0%</i>
Aktiverat arbete	5,7	5,6	5,6	5,5	22,4
Övriga rörelseintäkter	0,1	0,1	0,1	0,1	0,4
<b>Summa intäkter</b>	<b>24,3</b>	<b>26,4</b>	<b>25,2</b>	<b>30,0</b>	<b>105,9</b>
<b>Rörelsekostnader</b>	<b>-21,0</b>	<b>-19,8</b>	<b>-20,0</b>	<b>-21,0</b>	<b>-81,8</b>
<i>% y-o-y</i>	<i>-1,4%</i>	<i>0,2%</i>	<i>0,5%</i>	<i>-1,0%</i>	<i>-0,4%</i>
<b>EBITDA</b>	<b>3,3</b>	<b>6,6</b>	<b>5,2</b>	<b>9,0</b>	<b>24,1</b>
<i>EBITDA-marginal</i>	<i>17,8%</i>	<i>31,9%</i>	<i>26,7%</i>	<i>36,9%</i>	<i>29,0%</i>
<i>% y-o-y</i>	<i>1501,9%</i>	<i>-15,4%</i>	<i>-12,9%</i>	<i>98,4%</i>	<i>30,2%</i>
AV- och nedskrivningar	-5,5	-5,5	-5,5	-5,5	-22,0
<b>EBIT</b>	<b>-2,2</b>	<b>1,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>3,5</b>	<b>2,1</b>
<i>EBIT-marginal</i>	<i>-11,9%</i>	<i>5,3%</i>	<i>-1,5%</i>	<i>14,3%</i>	<i>2,5%</i>
<i>% y-o-y</i>	<i>n/a</i>	<i>-54,6%</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>

Estimat fram till 2026

(MSEK)	2022	2023	2024	2025	2026E
<b>Nettoomsättning</b>	<b>92,8</b>	<b>122,0</b>	<b>90,7</b>	<b>78,4</b>	<b>83,1</b>
% y-o-y	14,3%	31,4%	-25,7%	-13,6%	6,0%
Aktiverat arbete	26,5	26,2	20,8	21,9	22,4
Övriga intäkter	5,4	2,0	0,6	0,4	0,4
<b>Summa intäkter</b>	<b>124,6</b>	<b>150,2</b>	<b>112,1</b>	<b>100,7</b>	<b>105,9</b>
EV/S	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1
<b>Rörelsekostnader</b>	<b>-92,6</b>	<b>-114,9</b>	<b>-84,2</b>	<b>-82,2</b>	<b>-81,8</b>
% y-o-y	19,7%	24,1%	-26,8%	-2,4%	-0,4%
<b>EBITDA</b>	<b>32,0</b>	<b>35,3</b>	<b>27,9</b>	<b>18,5</b>	<b>24,1</b>
EBITDA-marginal	34,5%	28,9%	30,8%	23,6%	29,0%
% y-o-y	8,2%	10,1%	-20,8%	-33,7%	30,2%
EV/EBITDA	0,4	0,3	0,4	0,6	0,5
Av- och nedskrivningar	-10,7	-14,8	-18,4	-22,1	-22,0
<b>EBIT</b>	<b>21,4</b>	<b>20,5</b>	<b>9,5</b>	<b>-3,6</b>	<b>2,1</b>
EBIT-marginal	23,1%	16,8%	10,5%	-4,6%	2,5%
% y-o-y	0,1%	-4,2%	-53,6%	n/a	n/a
EV/EBIT	0,6	0,6	1,3	neg.	5,7

Vi har valt att värdera Mindark utifrån en multipel om 8x EBIT för helåret 2026E. Vi anser att det är rimlig multipel givet bolagets historik av lönsam tillväxt och marknadsposition, även om verksamheten kännetecknas av viss volatilitet. Vi har även valt att visa värderingen när vi applicerat en säkerhetsmarginal om 30,0 % på våra estimat.

	Värdering			
	Multipel	EBIT 2026E	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)
<b>2026E</b>	<b>8</b>	<b>2,1</b>	<b>42,1</b>	<b>1,3</b>
Säkerhetsmarginal (30%)	8	1,5	37,1	1,2

Nedan följer potentiell avkastning för 2026E om Mindark utvecklas likt våra estimat i huvudscenariot.

	Potentiell avkastning					
	Huvudscenario			Säkerhetsmarginal (30%)		
	Faktor	Procent	CAGR	Faktor	Procent	CAGR
<b>2026E</b>	1,13	13,2%	13,2%	1,00	-0,4%	-0,4%

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

EBITx	Huvudscenario 2026E			Säkerhetsmarginal (30%)		
	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %
3	31,6	1,0	-15,1%	29,7	0,9	-20,1%
4	33,7	1,1	-9,4%	31,2	1,0	-16,2%
5	35,8	1,1	-3,8%	32,7	1,0	-12,2%
6	37,9	1,2	1,9%	34,1	1,1	-8,3%
7	40,0	1,3	7,5%	35,6	1,1	-4,3%
<b>8</b>	<b>42,1</b>	<b>1,3</b>	<b>13,2%</b>	<b>37,1</b>	<b>1,2</b>	<b>-0,4%</b>
9	44,2	1,4	18,8%	38,5	1,2	3,6%
10	46,3	1,5	24,5%	40,0	1,3	7,5%
11	48,4	1,5	30,1%	41,5	1,3	11,5%
12	50,5	1,6	35,8%	42,9	1,4	15,4%
13	52,6	1,7	41,4%	44,4	1,4	19,4%

## 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 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

---

Pontus Fredriksson äger inte aktier i det analyserade bolaget

Analysen är en uppdragsanalys