



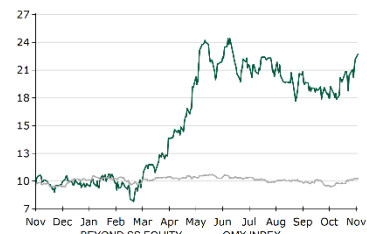
Beyond Frames Entertainment AB

Exponering mot VR

Beyond Frames är aktiva inom spelutveckling för VR (virtual reality). Vi bedömer att marknaden för dessa spel kommer att växa framöver, givet den höga tillväxt i VR-hårdvara som skedde under pandemin och som har blivit möjlig då priser och systemkrav har minskat på denna. Vi ser således en marknad med stark tillväxt kommande år. Vi bedömer att de volymer av headsets som såldes under pandemin och det faktum att prisbilden för headsets nu har sjunkit har gjort att det finns en relativt stor marknad för spelutvecklare att släppa sina titlar på. Vidare bedömer vi att många av de större hårdvaruförsäljarna, likt Meta, är beroende av att fler titlar släpps till deras headsets, vilket gör att de hjälper till i marknadsföring och finansiering av nya titlar. Det är av dessa anledningar vi och ledande statistiska institut anser att tillväxten för spel inom VR kommer vara över 20% kommande år.

Den starka kursutvecklingen under året är hänförlig till den lyckade smyglanseringen av Ghosts of Tabor. Lanseringen visar på styrkan i bolagets affärsmodell då man endast var ansvarig för förläggningen av spelet. Genom att vara ansvarig för delmoment av spelutveckling eller använda sig av extern finansiering sjunker den operationella risken i bolaget, delvis på bekostnad av operativ hävstång, vilket återspeglas i bruttomarginalen för bolaget. Trots en kraftigare tillväxt än sektorn, som en följd av lyckade spelsläpp, värderas bolaget i paritet med andra spelutvecklare på Stockholmsbörsen. I Q3 har bolaget bekräftat sin starka ställning i ekosystemet då man kommer utveckla en VR-titel kopplat till en global mediefanchise.

Vi bedömer att Beyond Frames kommer befinna sig i en period av stark tillväxt kommande 6–12 månader, vilket delvis återspeglas i dagens kurs. Vi anser att den affärsmodell man har passerat bra i rådande marknadssituation då risker kopplat till spelutveckling delvis mitigeras. Givet det rådande marknadssentimentet anser vi att en DCF bäst reflekterar bolagets värdeskapande, vilket ger ett motiverat värde om 26–27 kr. Vi ser dock en ytterligare uppsida i estimat och värdering om bolaget utvecklar en s.k. blockbuster i närtid då vi baserar våra estimat på normaliserade avkastningsdata på investeringar. Vidare anser vi att riskpremien kommer sjunka om bolaget visar att man klarar av att förlägga fler titlar som blir lika lyckade som Ghosts of Tabor.

Estimatändring				Prognos (mkr)					Värde och risk		
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	26,0 - 27,0 kr	
Totala intäkter	-	-	-	Totala intäkter	48	153	177	196	Aktiekurs	22,8 kr	
EBITDA, just.	-	-	-	Tillväxt	21%	>100%	16%	11%	Riskenivå	Hög	
EPS, just.	-	-	-	EBITDA, just.	-14	9	27	39			
				EBIT, just.	-21	-6	11	20			
				EPS, just.	-1,4	-0,3	0,6	0,9			
				EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	65%			
				EK/aktie	5,3	5,1	5,6	6,6			
				Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0			
				EBIT-marginal	Neg.	Neg.	7,3%	11,9%			
				ROE, just.	Neg.	Neg.	10,6%	15,3%			
				ROCE, just.	Neg.	Neg.	12,1%	19,3%			
				EV/Sales	2,7x	2,1x	1,8x	1,6x			
				EV/EBITDA	Neg.	33,5x	11,5x	8,1x			
				EV/EBIT	Neg.	-56,0x	28,3x	15,6x			
				P/E, just.	-7,1x	-76,0x	35,9x	21,7x			
				P/EK	1,8x	4,0x	3,6x	3,1x			
				FCF yield	-24%	-2%	0%	4%			
				Nettoskuld/EBITDA	3,6x	-4,3x	-1,5x	-1,4x			
Kommande händelser											
Q4 - rapport				23 februari 2023							
Bolagsfakta (mkr)											
Antal aktier				17m							
Börsvärde				348							
Nettoskuld				-32							
EV				316							
Free float				74%							
Daglig handelsvolym, snitt				k							
Bloomberg Ticker				BEYOND SS EQUITY							
Analytiker											
Rikard Engberg											
rikard.engberg@penser.se											
Kursutveckling 12 mån											
											
Intressekonflikter											
										Yes	No
Likviditetsgarant											✓
Certified adviser											✓
Transaktioner 12m											✓

Investment case

Exponering mot växande form av underhållning: Beyond Frames utvecklar spel för en av de snabbast växande formerna av digital underhållning, VR. Vi bedömer att VR-marknaden kommer att växa kraftigt kommande år då vi nu har sett en priserosion på headsets, samtidigt som ekosystemet med spel nu enligt våra bedömningar verkar ha nått en mer kritisk massa än för några år sedan. Vi bedömer således att Beyond Frames kommer kunna se en god utveckling framöver.

Riskmitigering inbyggt i affärsmodellen: Beyond Frames jobbar med finansiella partners i utvecklingen av sina spel. Detta sänker risken kopplat till spelsläpp och gör det möjligt att tidigare nå en kritisk massa i volym av spelsläpp. Dessutom har man möjlighet att använda ledig kapacitet i s.k. work for hire-projekt där bolaget hyr ut utvecklare per timme. Detta gör att bolaget sänker risken för att misslyckas med spelsläpp p.g.a. förseningar och brist på kapital. Vi ser således att ledningen lyckats mitigera en stor del av de risker som är kopplade till spelutveckling och publicering.

Acceleration av tillväxten: Beyond Frames kommer fortsätta se höga volymer då man har ett antal spel som rör sig in i ett kommersiellt skede i närtid. Detta i kombination med att VR kommer se en ökad penetration bland spelare gör att vi ser kommande 6–18 månader som ljusa för Beyond Frames.

Bolagsprofil

Beyond Frames utvecklar spel för VR. Denna marknad har under de senaste åren vuxit kraftigt då många headsets såldes under covid. Detta i kombination med att priserna på VR-headsets har sjunkit kraftigt under de senaste åren gör att vi bedömer att marknaden för spel till dessa plattformar kommer att öka i en markant högre takt än den traditionella spelbranschen. Vi bedömer också att spel snarare än video kommer vara den ledande vertikalen för content inom VR, vilket gör att Beyond Frames är bra positionerat.

Beyond Frames gör en stor del av sin utveckling med extern finansiering. Detta innebär att en stor del av de risker som är förenliga med spelutveckling minskar då Beyond Frames kapitalbehov är betydligt lägre än om man förlitat sig på finansiering med eget kapital. Denna strategi har visat sig vara lyckad då försäljningen av spelet Ghosts of Tabor har överstigit USD 3m sedan en tidig lansering. Spelet kommer släppas under H1'24, vilket gör att vi bedömer att en kraftig tillväxt är att vänta under H1'24. Den externa finansieringen gör dock att den operativa hävstången minskar, vilket återspeglas i bolagets bruttomarginal. Vi anser dock att denna affärsmodell är väl anpassad för rådande marknadssituation i spelsektorn.

Under 2024 har Beyond Frames ett antal spelsläpp med extern finansiering, vilket gör att vi bedömer att bolaget har en god tillväxtresa kommande år. Vidare bedömer vi att genom den lyckade lanseringen av Ghost of Tabor kommer Beyond Frames ha relativt enkelt att attrahera finansiering eller förlagsavtal för liknande spel.

Vi bedömer även att bolaget har kompetens att utveckla traditionella data/konsolspel om rätt projekt dyker upp eller om man märker att VR-marknaden inte utvecklas enligt de prognoser som i dagsläget tyder på en stark tillväxt.

Värdering

Vi bedömer att en DCF bör användas för att värdera Beyond Frames. En relativ värdering blir i dagsläget svår, givet det kommersiella skede bolaget befinner sig i. Vår DCF ger ett värde om 26–27 kr.

Innehållsförteckning

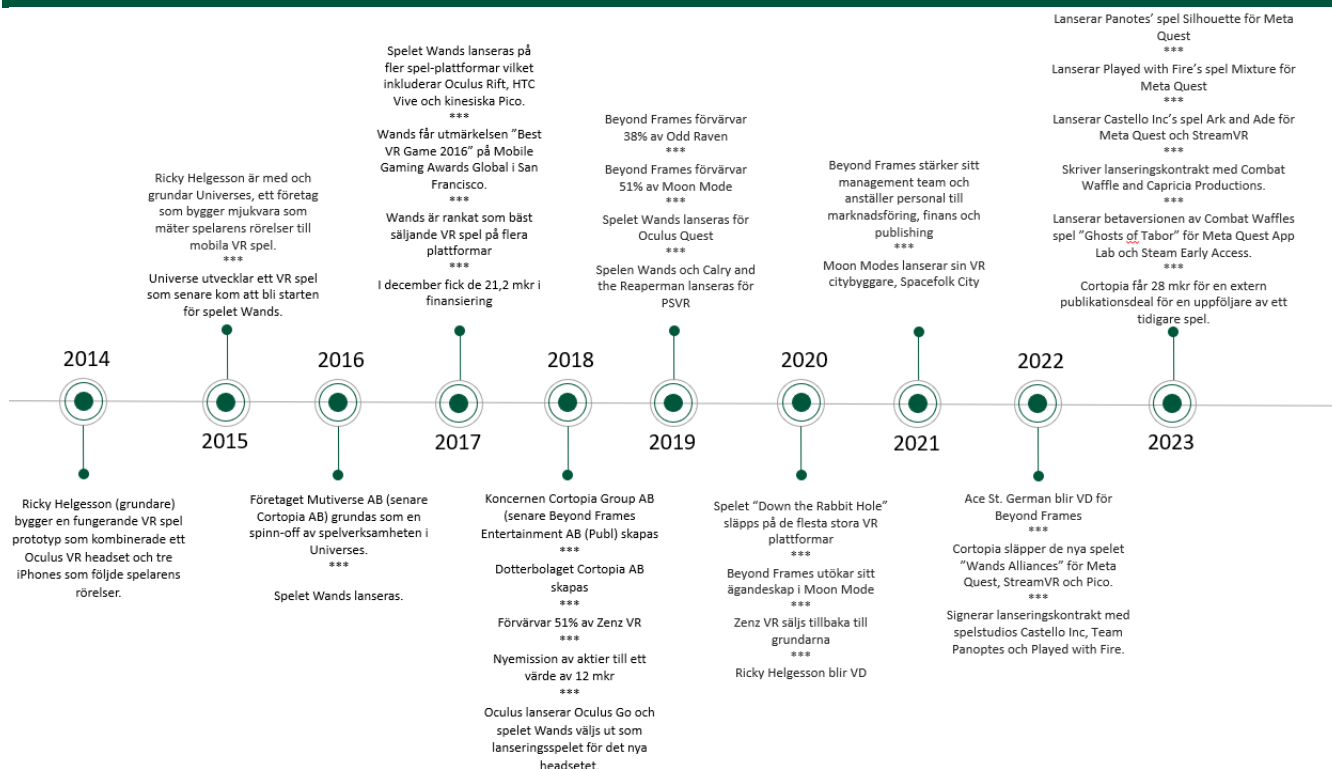
Investment case	2
Bolagsprofil.....	2
Värdering.....	2
Historik	4
Bolagsbeskrivning	4
Beyond Frames verksamhet och plats i ekosystemet	5
Spelutveckling/development	5
Förlagsverksamhet	5
Distribution.....	5
3e-partsfinansiering	5
Studios ägda av Beyond Frames.....	6
Förlagsverksamhet	7
Work for hire	7
Analys av affärsmodell	8
Omvärlds-/marknadsanalys.....	9
Historik om VR.....	9
Genomgång av priser för VR-headsets/PCs	14
Estimat	17
Metodik och resonemang bakom estimat	17
Intäktsestimat.....	17
Bruttomarginal	19
Övriga externa kostnader	20
Personalkostnader	20
Av och nedskrivningar.....	20
Kassaflöde	21
Sammanfattning estimat	21
Värdering.....	22
Relativvärdering – Vi utgår från västerländska utvecklare och förlag	22
DCF	23
Riskfaktorer	24
Ägarbild och styrelse	24
Ägarbild.....	24
Styrelse:.....	24
ESG – Beyond Frames Entertainment	25

Historik

Bolagsbeskrivning

Beyond Frames är ett bolag aktivt inom XR (extended reality). XR är ett samlingsbegrepp för virtual reality (VR) och augmented reality (AR). Beyond Frames har sitt huvudfokus i utvecklandet av spel för dessa plattformar. Ekosystemet för XR är detsamma som för traditionella dataspel.

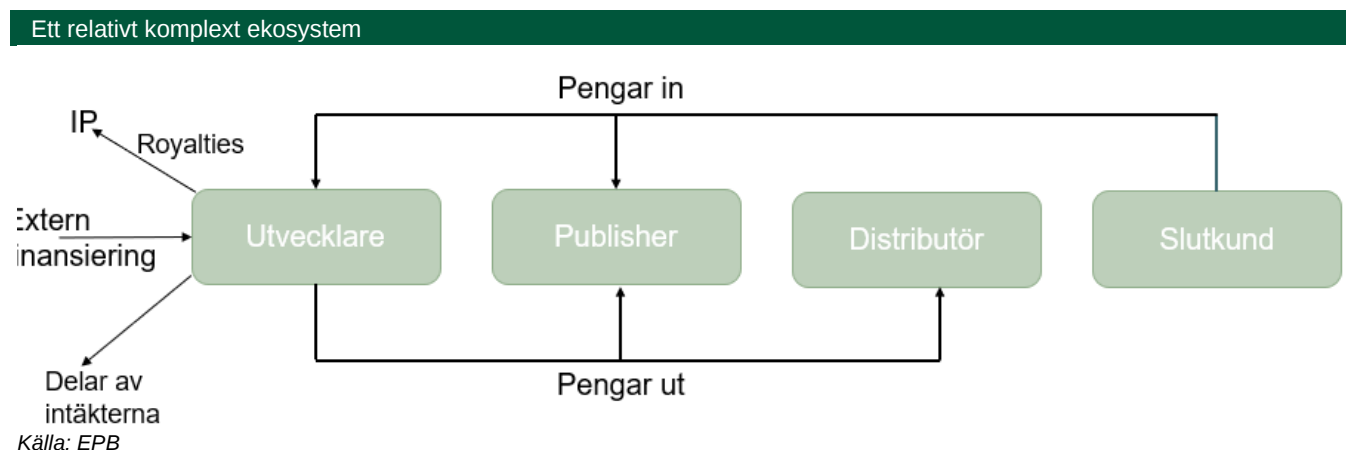
Har varit med sen starten av VR



Källa: Bolaget

Beyond Frames verksamhet och plats i ekosystemet

Nedan följer en grafisk bild av det ekosystem som Beyond Frames verkar inom och de olika stegen när ett spel går från idé/utvecklingsfas till lansering. Efter en generell genomgång av de olika stegen följer en sammanfattning av vilka steg som Beyond Frames är aktiva inom.



För att räkna antalet sålda titlar finns en vedertagen metodik inom industrin; mellan 1–2% av alla köpare av ett spel lämnar en recension på distributionsplattformen. Vi har använt denna metodik för att uppskatta mängden sålda exemplar av alla spel som släppts.

Spelutveckling/development

I detta steg görs all programmering och utveckling av spelet. I detta steg ingår även att utveckla narrativet inom spelet. Under detta skede tas stora delar av de investeringar som görs för att utveckla spelet och det är det steg som historiskt har varit svårast att bedöma kostnad och tidsplan för i industrin. Spel kan utvecklas på egen IP (Intellectual property) eller tredje-parts IP. Om ett spel utvecklas på extern IP betalar utvecklaren eller förläggaren en royalty till ägaren av den IP som används. Historiskt har utvecklare varit självständiga och förlitat sig på förläggare. Under flera år har dock en konsolideringsvåg skett i industrin där förlag har förvärvat självständiga spelutvecklare.

Förlagsverksamhet

Förläggare är ansvariga för att finansiera och marknadsföra speltitlar. Dessa aktörer har historiskt varit ansvariga för att teckna distributionsavtal med butiker och andra distributionskanaler. Förlag har historiskt förlitat sig på intern finansiering eller extern finansiering. De ansvarar även för att hitta studios där utvecklingen sker. Marknaden har under en längre tid konsoliderats, där större förlag har absorberat ett stort antal studios.

Distribution

Det sista steget inom spelutveckling är distribution. I dagsläget sker större delen av all distribution av olika former av spel på ett antal digitala plattformar. Inom VR/AR där de ledande plattformarna Quest ägd av Meta och Steam, den dominanta aktören inom traditionell gaming. Distributionsavgiften är mellan 20–30%.

3e-partsfinansiering

Då utveckling av spel är förenat med höga utgifter och en tämligen hög osäkerhet kring försäljning om inte ett spel är kopplat till en välkänd IP eller ingår i en etablerad spelserie, är det vanligt med 3e-partsfinansiering i industrin. Dessa avtal är ofta strukturerade så att finansiären har förtur på spelintäkterna tills de har gått break even och sedan tar 30–50% av resterande vinst. Detta möjliggör för mindre studios, liksom de som Beyond Frames har investerat i, att få tillgång till kapital för utveckling.

Studios ägda av Beyond Frames

Cortopia

Cortopia ägs till 100% av Beyond Frames. Bolaget grundades 2016 och har släppt totalt tre projekt:

- **Wands:** Spelet är en s.k. FPS (First person shooter) som utspelar sig i en magisk miljö och fokuserar på dueller. Spelet släpptes 2017. Spelet har släppts för Oculus Quest och Playstation VR. Enligt den ledande databasen för spel, Steam, har spelet blandade recensioner med ca 52% positiva omdömen. På Meta Store har spelet 533 omdömen och en rating om 4/5. Vi bedömer att spelet har sålts kring 80–100 000 exemplar till ett pris av USD 20, vilket motsvarar en intäkt efter plattformsavgifter på ca 8–12 mkr. Vi bedömer att utvecklingskostnaderna för spelet uppgick till ca 2 mkr.
- **Down the rabbit hole:** Spelet är ett äventyr/pusselspel som delvis bygger på boken Alice i Underlandet. Spelet släpptes 2020 för både Oculus, Playstation VR, Steam VR och Viewport. Spelet har ca 1 700 recensioner på Meta Store med ett betyg om 4/5, vilket är starkare än Wands och gör spelet till ett av de spel med högst betyg på den ledande hårdvaran, Oculus, plattform. Vi bedömer att spelet har sålt ca 200 000 exemplar, vilket givet ett snittpris om USD 20 ger intäkter efter plattformsavgifter om ca 25–35 mkr. Vi bedömer att utvecklingskostnaden uppgick till 10–12 mkr.
- **Wands alliances:** Spelet kan beskrivas som en uppföljare av Wands. Spelet släpptes i oktober 2022 och har haft ett liknande mottagande av kritiker och en lägre försäljning.

Utöver dessa tre titlar har Cortopia två andra projekt i sin pipeline, ett med en budget om 4,6 mkr och ett med en budget om 28 mkr, där projektet handlar om att utveckla en uppföljare till en känt VR-spel. Båda dessa väntas släppas under 2024–2025. Det sista av dessa kommer att förläggas av den partner Cortopia har, vilket gör att intäkterna kommer att delas upp där förlaget först får tillbaka sin investering och sedan tar 30–50% av överskottet från spelet.

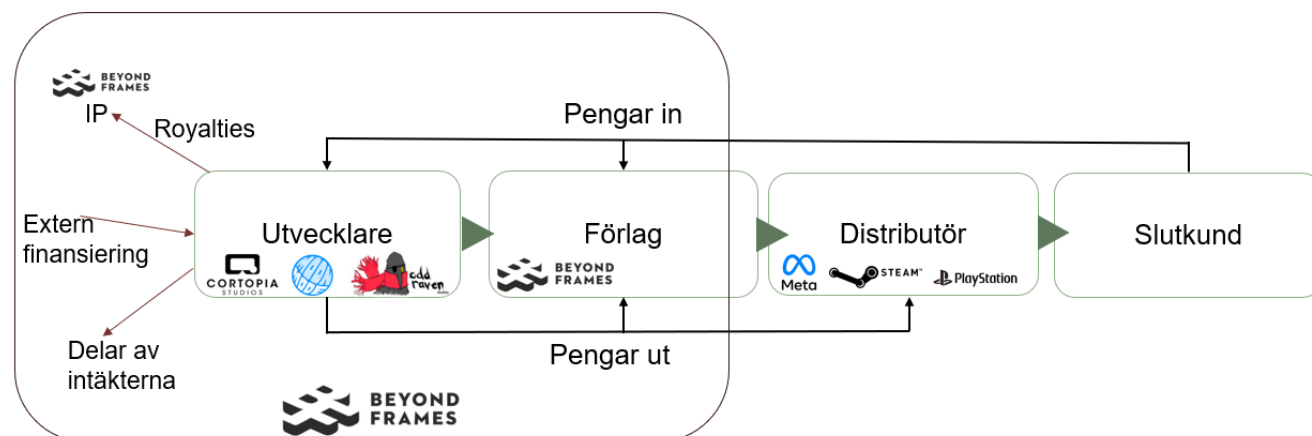
Moon Made

Ägs till 55% av Beyond Frames. Bolaget har släppt ett mindre spel, men har fokuserat stor del av sin tid på s.k. "work for hire" där man hyr ut sitt team till andra större utvecklare. Detta bidrar med ett positivt kassaflöde och har en betydligt lägre risk än egenutvecklad IP.

Odd Raven

Ägs till 38% av Beyond Frames. 2018 släppte studion spelet Carly and the Reaperman som vi bedömer har sålts i ca 12–15 tusen exemplar. Bolaget har även släppt spelet Spacefolk City som sålt i liknande volymer som Carly and the Reaperman. I dagsläget arbetar studion med att utveckla en VR-titel åt ett etablerat förlag som har delfinansierat titeln och kommer vara fullt ansvarig för publicering.

Figur 1: Beyond Frames finns i stora delar av ekosystemet



Källa: EPB, Bolaget

Förlagsverksamhet

I detta affärsområde marknadsför, finansierar och stödjer Beyond Frame antingen sina egna studios eller förlägger tredje parts studios spel. I detta steg inkluderas betalanseringar och mjuka lanseringar där spelet testas för en utvald publik. Förutom de egenutvecklade titlarna har Beyond Frames Beyond Frames agerat förlag för spelet Ghosts of Tabor, som har utvecklats av utvecklaren Comat Waffle.

- **Gosts of Tabor:** Spelet är en FPS i VR-miljö som spelas både PVP (Player vs Player) och PVE (Player vs Enviornment). Spelet finns på samtliga VR-plattformar och lanserades i en tidig beta under H1'23. Spelet har ett relativt högt betyg om 76% på Steam och har sedan betareleasen sålt i 200–250 000 exemplar på Meta store. De totala intäkterna från spelet överstiger USD 5m. En fullskalig release är planerad till H1'24.
- **Outta Hand:** Spelet kan bäst jämföras med ett klassiskt arkad/plattformsspel där 37 nivåer finns. Utvecklingen har gjorts av den självständiga spelstudion Capricia. Spelet släpptes på Meta Qest den 28e september.
- **Toy Monsters:** Ett spel som kan jämföras med ett traditionellt brädspel som sker i VR. Spelet har betasläppts på Meta Quest store och har ett mindre antal recensioner

Utöver titlarna ovan har Beyond Frames givit ut tre mindre titlar.

Work for hire

Work for hire innebär att utvecklarna från Beyond Frames studios tar konsultuppdrag från större studios eller förlag för att hjälpa till i utvecklingsarbetet. För detta tar Beyond Frames betalt per timme.

Analys av affärsmodell

I teorin är spelutveckling och förlagsverksamhet en affärsmodell med extrema skalfördelar då bruttomarginalen endast utgörs av distributörens del av försäljningen. I praktiken tenderar dock intäkterna från ett spel att korrelera med utvecklingsutgifter och budget. Spel som säljer hög volym tenderar att ha höga utvecklingsbudgetar, vilket förklarar dominansen av ett fåtal förlag globalt.

Vi har dock noterat att det finns en framväxande scen för "indiespel", dvs. spel från mindre, självständiga utvecklare. Försäljningen av dessa spel behöver inte nödvändigtvis korrelera med utvecklingsbudgetar, men risken kring dessa är betydligt högre då dessa utvecklare/förlag inte har samma resurser som de globala spelutvecklarna. Vi har dock noterat att VR-spel är en marknad i en tidig fas som är betydligt mer fragmenterad än konsol/PC-marknaden.

Beyond Frames försöker i sin affärsmodell att mitigera riskerna kopplat till "indiespel"-utveckling med att knyta till sig externa finansiärer, vilket gör att den finansiella risken sjunker hos bolaget. Den operativa hävstången blir dock lägre, vilket återspeglas i bolagets bruttomarginaler. Vi anser att denna affärsmodell passar bra i det rådande marknadsläget då tillgången på kapital i industrin är låg.

För att ytterligare minska kassaflödesrisken och finansiera egna titlar erbjuder bolaget sina tjänster inom ramen för "work for hire". Detta innebär att utvecklarna i bolagets studios hyr ut ledig kapacitet per timme. Skalbarheten här är betydligt lägre än inom utveckling och publicering, men risken är lägre. Vi bedömer det som en fördel om bolaget kan lyckas balansera work for hire med utveckling av egna titlar, då detta reducerar volatilitet i försäljning.

Vidare bedömer vi att det finns en möjlighet och kompetens för Beyond Frames att utveckla traditionella data/konsolspel om rätt projekt dyker upp i närtid.

Har släppt ett antal kommersiella titlar					
Titlar	Utvecklare	Uppskattade försäljningssiffror	Bedömd R&D	Uppskattade försäljningsintäkter	Antal recessioner i Meta store
Wands	Cortopia	80 000 -100 000	2- 5 mkr	SEK 8-10m	533
Down the Rabbit hole	Cortopia	200 000	10-12 mkr	SEK 30-40m	1 706
Wands alliances	Cortopia	20 000		SEK 10-14	224
Carly & the Reaperman	Odd Raven	12-15 000		2,5-5 mkr	149
Spacefolk City	Moon Mode	20 000		SEK 4-6m	222
Mixture	Played with Fire	5 000	Agerar förlag	SEK 0,5-1m	49
Silhouette	Team Panoptes	6 000	Agerar förlag	SEK 0,6-0,8m	57
Ark and ADE	Castello Inc	15 000	Agerar förlag	SEK 1-2m	154
Ghosts of Tabor	Comabt Waffle Studios	200-250 000	Agerar förlag	SEK 50-60m	5 880
Outta Hand	Capricia Production	10 000	Agerar förlag	SEK 1-2m	107

Källa: Meta Quest Store

Omvärlds-/marknadsanalys

Beyond Frames är aktiva på den globala marknaden för XR, vilket är ett samlingsbegrepp för VR (virtual reality) och AR (augmented reality).

Historik om VR

Konceptet VR har funnits länge och de första systemen för 3D-video går att spåra till 50-talet då filmfotografen Morton Heilig lanserade Sensorama, en maskin som kombinerade ljud och ljus och bäst kan liknas vid en arkadmaskin. Sex filmer producerades för denna produkt och den marknadsfördes som framtidens bioupplevelse. Samma uppfinnare tog även patent på det första VR-headsetet under 1960-talet.

Tidig VR-upplevelse



Källa: EPB

Sega var tidiga med VR på 90-talet



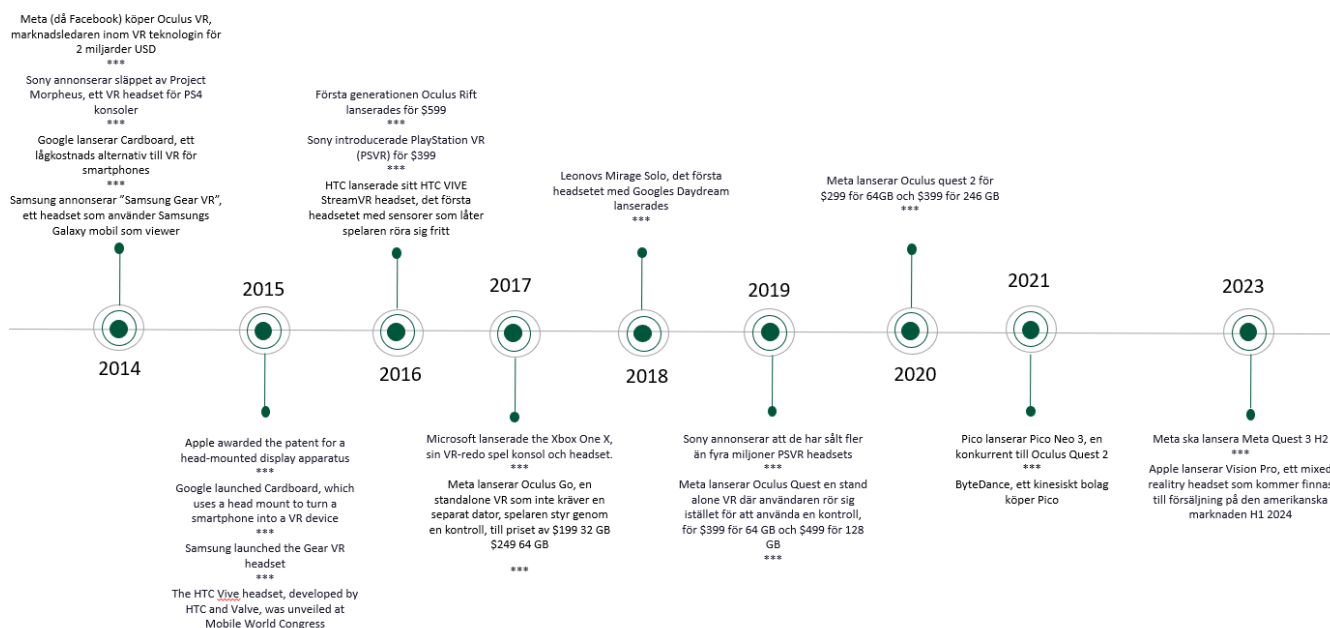
Källa: SEGA

Redan på 90-talet försökte några av de ledande utvecklarna av spelkonsoler, SEGA och Nintendo, att lansera produkter inom VR. Samtliga av dessa produkter var dock misslyckade. Nintendo sammanfattade lanseringen och den senare nedläggningen av sin Virtual Boy konsol med följande punkter:

- Dåvarande teknik klarade bara av svartvit grafik
- För lite mjukvara/svårt att utveckla spel p.g.a. begränsad teknik och möjligheter
- Obekvämt och obehagligt att använda, användare blev snabbt illamående och fick huvudvärk

Vi bedömer att 2014 var det år då VR för första gången började närma sig kommersialisering, delvis som en följd av att processorer nu möjliggjorde en bättre användarupplevelse, men främst av att Meta (dåvarande Facebook) köpte Oculus VR för USD 2 mdr. Detta gjorde att mer kapital kom in i sektorn. Samma år lanserade även Sony att man skulle utveckla ett VR-set för Playstation 4, Samsung lanserade Samsung Gear VR och Google lanserade Google Cardboard. Sedan dessa lanseringar har priset på hårdvara sjunkit markant samtidigt som ekosystemet med spel och applikationer har vuxit, vilket gjort att marknaden har mognat.

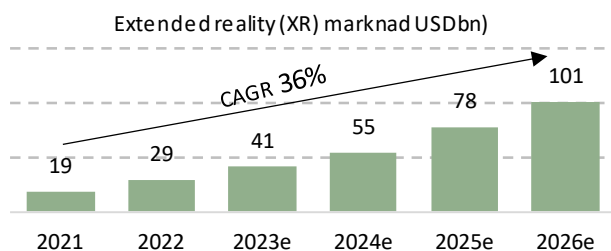
En ung industri där tillväxt väntas komma år



Källa: Statista

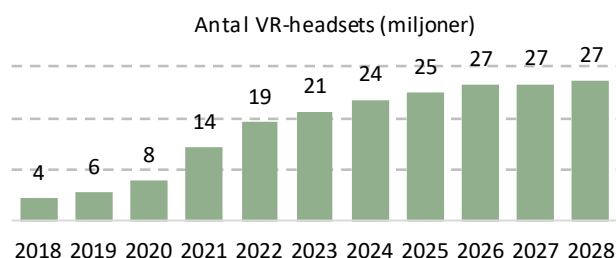
Marknaden är en av de snabbast växande medieplattformarna globalt och den totala marknaden väntas växa med över 30% under de kommande åren. Vi bedömer att tillväxten i volym av hårdvara kommer att avta de kommande åren då man såg en tillfällig expansion av försäljningen kopplat till covid. En liknande utveckling sågs i flera andra kategorier av hemelektronik. Vidare bedömer vi att den ledande vertikalen för mjukvara för VR kommer vara underhållning/spel, det område där Beyond Frame är aktiva.

En växande global marknad...



Källa: Statista

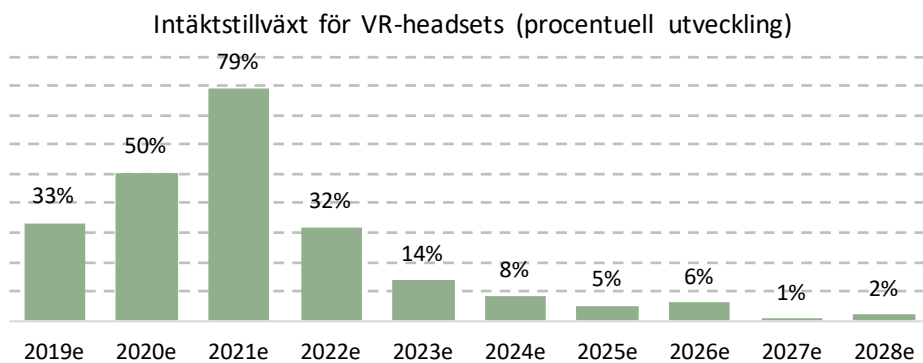
...vars tillväxt accelererade under Covid



Källa: Statista

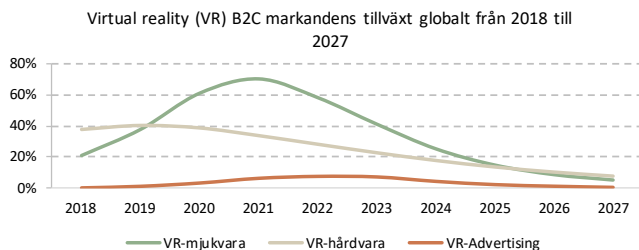
Marknaden för spel drivs främst av antalet headsets på marknaden. Försäljningen av dessa accelererade under covid-19, delvis som en följd av pandemin, men även som en följd av att prisnivån på dessa över tid har sjunkit. VR för spel har historiskt haft höga systemkrav, vilket gjort headsets dyra. Priserna har dock sjunkit, eftersom priset på processorkraft tenderar att sjunka med tiden. Vi bedömer också att den ökade mängden aktörer på marknaden kommer göra att priset på hårdvara minskar.

Covid ledde till en kraftig tillväxt på headset-marknaden



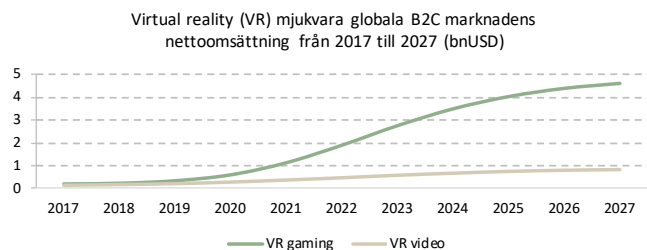
Källa: Statista

Mjukvara kommer dominera tillväxten...



Källa: Statista

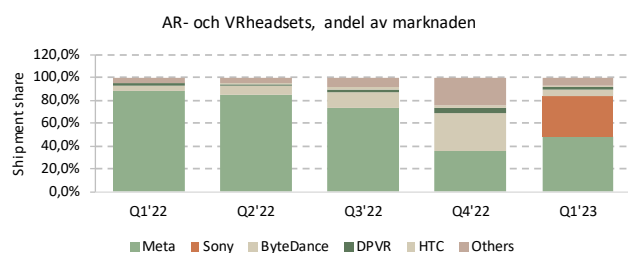
...där spel är den ledande vertikalen



Källa: Statista

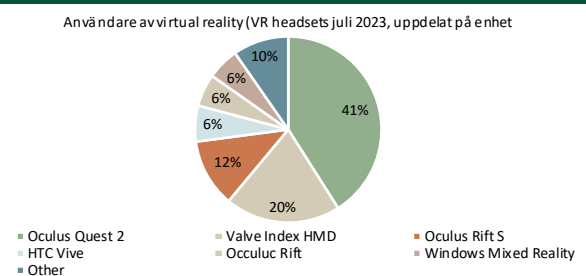
Den ledande aktören inom hårdvara för VR är Meta som lanserat systemet Rift och senare Quest. Meta förvärvade Oculus 2014. I dagsläget har Oculus en marknadsandel om ca 40–50%. Det vanligaste headsetet på marknaden är just nu Meta Quest 2. Meta Quest 3 släpptes i Q4'23, vilket medfört att försäljningen av headsets har varit något lägre i närtid innan denna release. Meta är den dominerande aktören i ekosystemet och på marknadsplatsen Steam finns nästan 50% av de utvecklande spelen för Metas plattformar. Vi ser således att Beyond Frames är välpositionerade då man har fokuserat på att utveckla titlar till Meta.

Meta dominant aktör för hårdvara...



Källa: Statista

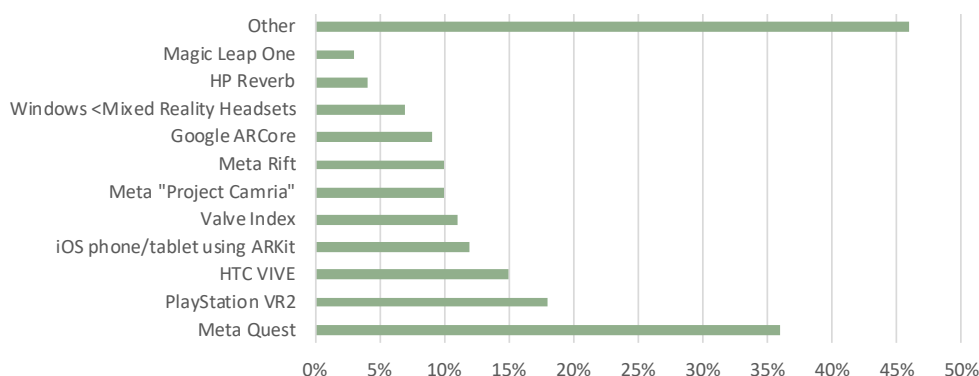
...men ännu starkare på spel...



Källa: Statista

...med en lejonpart av utvecklarna på sin plattform

Andel spelutvecklare globalt som arbetar med spelprojekt för VR/AR 2023

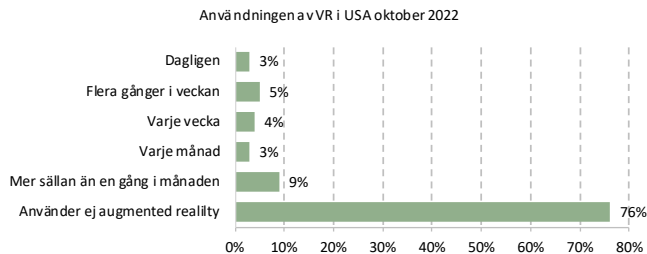


Källa: Statista

Vi bedömer, precis som vi berör i vårt avsnitt om historiken kring VR, att den främsta orsaken till att inte marknadspenetrationen är högre är de höga priserna kopplat till hårdvaran för VR. Givet att systemkraven nu har minskat och att det endast krävs en enklare PC för att använda ett VR eller att bara köpa en konsol/headset, bedömer vi att användandet kommer att öka. I dagsläget är en relativt stor grupp mycket intresserad av VR samtidigt som produkten används av relativt få.

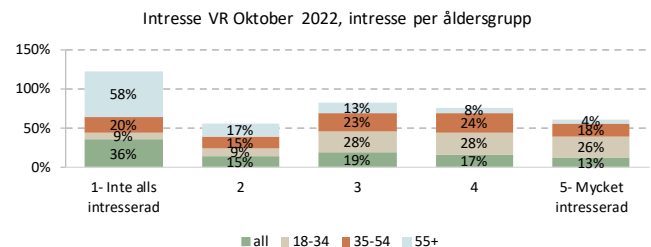
Vi bedömer således att en fortsatt volymtillväxt är att vänta och att VR inom spel kommer nå en inflexion point under slutet av vår prognosperiod. Det största problemet kring VR kvarstår dock, vilket är att spelare upplever obehag när man använder sig av VR. Detta är ett svåradresserat problem för industrin. Vi bedömer att framtida produktutveckling delvis kommer att lösa detta problem. Vi ser att de senaste versionerna av de marknadsledande headseten har adresserat detta på tre sätt:

Fortsatt låg penetration av användarbas...



Källa: Statista

...men liten skara entusiaster finns

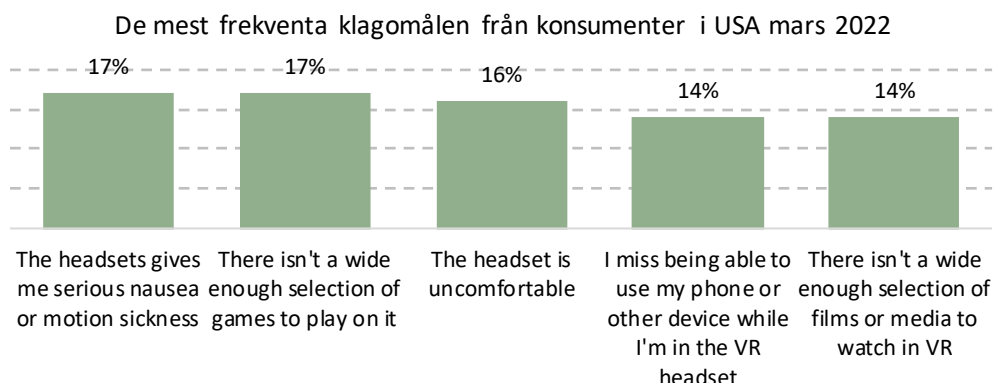


Källa: Statista

- **Teknikutveckling har gjort grafiken stabilare:** Historiskt har VR-headset haft problem med att bibehålla en hög frame rate. Detta leder till lagg, vilket leder till högt illamående när det sker. Prestandan i de nuvarande headseten är högre, vilket leder till en lägre risk för lagg
- **Högre inslag av mixed reality i spel:** Mixed reality innebär att man blandar virtuella inslag med den verkliga världen. Detta "stör" inte hjärnan lika mycket som en helt virtuell miljö.
- **Ergonomi i headset:** En orsak till illamående och obehag kopplat till användandet av VR är att headseten är tunga och oergonomiska, vilket kan leda till obehag. De senaste headseten är betydligt lättare än de historiska och vi bedömer att utvecklingen framöver kommer göra headseten mer stabila.

Vi anser dock att det näst största problemet kring VR, dvs bristen på spel och content, succesivt kommer att lösas då marknaden blir större och utvecklare släpper fler spel. Sammanfattningsvis bedömer vi att Beyond Frames befinner sig relativt väl positionerade för att möta en ökad konsumentefterfrågan. Under de närmaste 3–6 månaderna bedömer vi det dock som sannolikt att efterfrågan kommer vara lägre som en följd av den svaga konsumentkonjunkturen globalt.

Historiska problem och contentbrist orsak till lågt användande



Källa: Statista

Genomgång av priser för VR-headsets/PCs

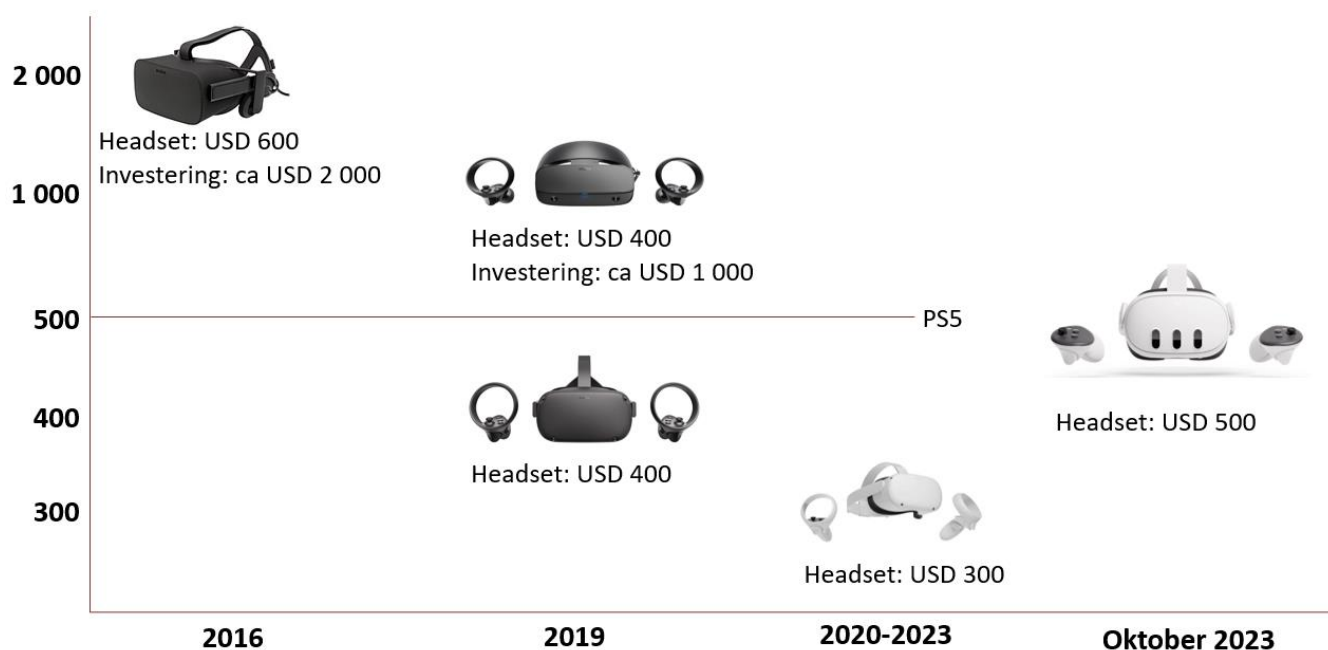
Ytterligare en aspekt som vi bedömer har hämmat utvecklingen inom VR/XR är den höga prisnivån på hårdvara som krävs för att använda spelen. När Oculus släpptes i mars 2016 kostade ett headset USD 599. För att sedan kunna använda headsetet krävdes en dator med ett grafikkort i prisklassen USD 550. För att spela VR-spel krävdes således en investering på närmare USD 2 000 för att kunna spela ett begränsat antal spel.

När Oculus Quest Rift S och Oculus Quest släpptes 2019 hade priset för ett headset sjunkit till USD 399. Quest behövde dessutom inte en PC för att operera. PC, som krävdes för att operera Oculus Rift S, krävde endast ett grafikkort med en kostnad på ca USD 300, vilket reducerade kostnaden för att spela VR-spel från ca USD 2 000 vid lansering till under USD 1 000 om man skulle använda en PC och endast USD 400 om man använde sig av ett stand alone headset.

Tittar vi på nuvarande headsets har de en prisbild på ca USD 300, vilket gör att det är billigare än både en konsol och en ordinär gaming-PC. Vi bedömer att priserossionen kommer fortsätta och att VR-headsets nu har nått en prisnivå då dessa är redo för en massmarknad, vilket inte tidigare varit fallet. Vi ser således att försäljningen av spel kopplad till dessa headsets kan börja accelerera i närtid.

Vi bedömer att de nya versionerna av Oculus kommer kosta runt USD 500, vilket är lägre än de ledande konsolerna X-Box One, Playstation 5 och Nintendo Switch som alla kostar mellan USD 5–700.

Figur 2: Priserossion av teknik gör det möjligt för penetrationen av VR att fortsätta öka



Källa: Webbhallen

Genomgång av ledande headsets på marknaden

Meta

Den ledande aktören på VR-marknaden är Meta, ägare av varumärket Quest. Quest har i Q4 släppt den senaste versionen av sitt headset, Meta Quest 3, som i dagsläget säljs för från 7000 kr. Nedan följer en genomgång av systemspecifikationerna för headsetet. Vi bedömer att försäljningen av spel efter denna försenade release kommer att kunna accelerera.

Sony VR

Detta headset kopplas till ett PS5, vilket är en av de ledande konsolerna på marknaden. I dagsläget kostar produkten 7–8 000 kr. Eftersom det krävs ett PS5 för att spela produkten ser vi således att försäljningen av denna produkt kommer vara lägre än Metas produkter som inte kräver en specifik konsol.

ByteDance

ByteDance (ägaren av TikTok) köpte 2021 den kinesiska tillverkaren av headsetet Pico. Bolaget har sedan dess släppt ett headset vid namn Pico 4 som säljs i Sverige för ca 5 000 kr. Vi bedömer detta vara det ledande headsetet på den kinesiska marknaden, en marknad som Beyond Frames inte riktar sig mot.

DPVR

Ett av de kinesiska headseten på marknaden som kopplas till PC.

Valve index

Ett headset utvecklat av Valve, ägaren till Steam. Setet kräver en PC och ett fullt set med basstation, headset och kontroller kostar ca EUR 1 000.

Översikt av headsetmarknaden

Tillverkare	Pris	Upplösning	Ljudsystem
Meta Quest 3 	7 000 kr	2064x2208	Stereohögtalare med 3D-rums ljud, 40% bredare ljudomfång och optimala vänster/höger-matchningsförmågor
Sony VR – PSVR2 	7-8 000 kr	2000x2040	3D ljud och mikrofon
ByteDance - Pico 4 	5 000 kr	2000x2000	Stereohögtalarna är utrustade med teknologi för ljudfältrekonstruktion
HTC Vive - XR Elite 	16 000 kr	3840x1920	Immersivt ljud, Djup sensorisk immersion
DPVR - P2 	5 000 kr	3664x1920	Dubbla stereohögtalare med brusreducering
Valve Index 	10 000kr	1440x1600	Off ear hörlurar inbyggda

Källa: Webbhallen

HTC Vive

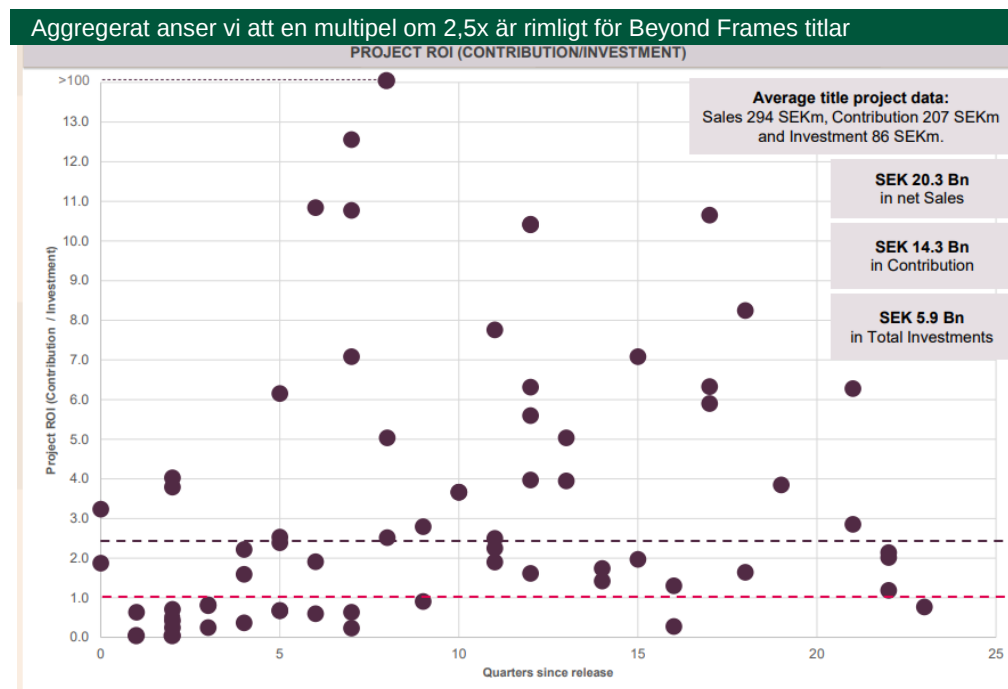
Vive är varumärket från det taiwanesiska elektronikkonglomeratet HTC. Det senaste headsetet heter Vive XR elite och säljs för ca 15–16 000 kr. Vi bedömer att de främst säljer till den asiatiska marknaden, men det finns även på den västerländska. Vi bedömer att det är en stark konkurrent till Meta Quest.

Vi har här valt att fokusera på de större stand alone-headseten. Det finns även ett antal tillverkare av headsets som kopplas till en telefon av t.ex. Samsung. Vi bedömer att dessa är en del av marknaden, men endast är kompatibla med enklare former av spel medan Beyond Frames fokuserar på mer avancerade titlar.

Estimat

Metodik och resonemang bakom estimat

Vi bedömer att grunden i att lägga estimat för en spelutvecklare ligger i hur mycket som har investerats i titlarna. Intjäningen från försäljningen är sedan en direkt funktion av budgeten. Det finns dock en stor varians i utfall kontra utvecklingsbudget, vilket bilden nedan från Embracer, en ledande spelutvecklare, visar. Aggregerat bedömer vi dock att spel brukar generera en avkastning på investering om ca 2,5x. Vi noterar dock att variansen på utfall för spel som inte tillhör någon av de ledande franchiserna på marknaden är hög, vilket bör tas i beaktande när man läser våra prognoser.



Källa: Embracer

Intäktsestimater

Innevarande år

Vi bedömer att innevarande år kommer avslutas med en liknande utveckling som i Q3 med bidrag från Ghosts of Tabor som drivkraft i försäljningen. Vi ser även intäkter från andra partnerskapsprojekt likt Outta hand samt mindre work for hire-bidrag återspeglas i försäljningen under Q4.

Förläggning Ghosts of Tabor

Den första delen av våra intäktsestimater är relaterat till förläggande av titeln Ghosts of Tabor. Spelet är utvecklat av Comat Waffle och har under testlanseringarna sålt cirka 100–150 tusen spel. Vi bedömer att spelet som kommer att släppas H1'24 och kommer sälja ca 350 000 exemplar under 2024 och 240 000 exemplar under 2025. Vi bedömer att Beyond Frames partner har investerat tillräckligt i detta projekt för att möjliggöra en försäljning om ca 180 mkr under perioden 2024–2025.

Förläggning av andra delfinansierade projekt

De andra intäktsbenen vi har lagt estimat för är titlar som utvecklas av Beyond Frames där man även är förläggare. Dessa titlar är externt finansierade, vilket får en påverkan på hur bruttomarginalen ser ut. Vi bedömer att Beyond Frames kommer att släppa titlar med extern finansiering med en budget om ca 40 mkr under vår prognosperiod och en avkastning på investering om 2,5x. Här ser vi en potentiell uppsida i våra estimater om något av de planerade spelsläppen skulle vara en blockbuster, vilket definieras som ett spel med intäkter på 5-10x budget.

Försäljning delfinansierade projekt 2024

	X multipel, Y R&D budget				
	1,5x	2,0x	2,5x	3,0x	3,5x
8	12	16	20	24	28
10	15	20	25	30	35
12	18	24	30	36	42
14	21	28	35	42	49
16	24	32	40	48	56

Källa: EPB

Försäljning delfinansierade projekt 2025

	X multipel, Y R&D budget				
	1,5x	2,0x	2,5x	3,0x	3,5x
18	27	36	45	54	63
20	30	40	50	60	70
22	33	44	55	66	77
24	36	48	60	72	84
26	39	52	65	78	91

Källa: EPB

Egenutvecklade titlar

Den del av estimaten där vi bedömer att volatiliteten är högst är speltitlar som både finansieras och förläggs av Beyond Frames. För denna försäljning har vi räknat med samma avkastningsmultipl som ovan, men givet att budgeterna är lägre i dessa spel blir volatiliteten betydligt högre. Vi räknar med att bolaget kommer släppa titlar med en total budget om 20 mkr.

Sammanfattningsvis räknar vi med en avkastningsmultipl på ca 3,35x nuvarande aktiverade utvecklingsavgifter. Vi anser denna summa som rimlig då stora delar av investeringarna som sker i kommande titlar sker externt och inte via Beyond Frames balansräkning. Vidare tas vissa utvecklingskostnader löpande, vilket gör att den faktiska multipln på aktiveringar är lägre än vad som kan ses i balansräkningen.

Försäljning egenfinansierade projekt 2024

	X multipel, Y R&D budget				
	1,5x	2,0x	2,5x	3,0x	3,5x
3	5	6	8	9	11
4	6	8	10	12	14
5	8	10	13	15	18
6	9	12	15	18	21
7	11	14	18	21	25

Källa: EPB

Försäljning egenfinansierade projekt 2025

	X multipel, Y R&D budget				
	1,5x	2,0x	2,5x	3,0x	3,5x
9	14	18	23	27	32
11	17	22	28	33	39
13	20	26	33	39	46
15	23	30	38	45	53
17	26	34	43	51	60

Källa: EPB

Work for hire

Vi bedömer oss se ett mindre intäktsslöde från detta ben som kommer att växa i linje med personalstyrkan framöver.

Sammanfattningsvis bedömer vi att Beyond Frames kommer se en kraftig omsättningsökning kommande år av främst tre anledningar:

- Fortsatta spelsläpp når marknaden
- Acceleration av investeringar i R&D, vilket kommer leda till fler releaser
- Ghosts of Tabor utvecklas enligt trend

Vi bedömer att en kraftig tillväxt är att vänta



Källa: Bolaget, EPB

Bruttomarginal

Vi har räknat med olika bruttomarginaler för de olika intäktsbenen för Beyond Frames. Detta då man har olika finansieringsvillkor på de olika projekten.

Ghosts of Tabor

Vi bedömer att Beyond Frames har en bruttomarginal på ca 25% för försäljningen av Ghosts of Tabor, givet att utvecklingen är finansierad av extern part. Vi anser att detta är den främsta anledningen till att bolaget, trots en stark försäljning under H1'23, har sett en vikande bruttomarginal. Vidare bedömer vi att givet att Ghosts of Tabor kommer att lanseras kommersiellt under H1'24, så kommer denna trend i bruttomarginal att fortsätta då försäljningen från denna titel kommer att öka vid lansering.

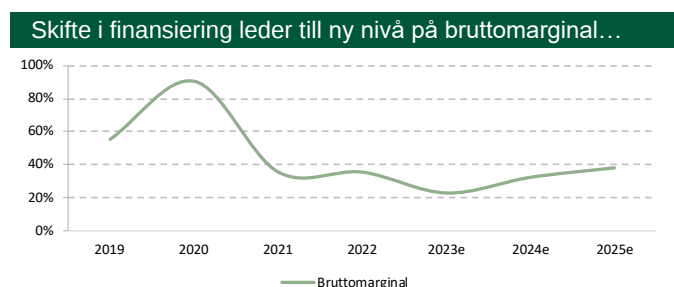
Andra titlar med extern finansiering

Vi bedömer att bruttomarginalen för försäljning av andra titlar med extern finansiering har en högre bruttomarginal än förläggningen av Ghosts of Tabor, eftersom vi anser att Beyond Frames del av investeringen är högre på dessa. För denna försäljning räknar vi med en bruttomarginal om 30% framöver.

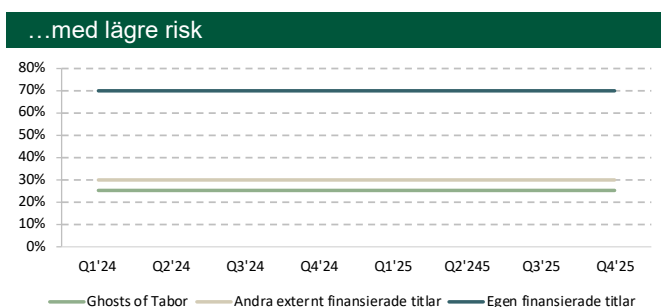
Egen finansierad IP

För de titlar som är egenfinansierade har vi räknat med att Beyond Frame betalar distributionsavgift till plattformar om 30%, bruttomarginalen blir således 70%. Inom work for hire tas kostnaden under personalkostnader, vilket gör att bruttomarginalen tekniskt sett blir 100%.

Vi bedömer att Beyond Frames bruttomarginal succesivt kommer att öka under prognosperioden, givet att Ghosts of Tabor minskar som del av försäljningen och att egenutvecklade titlar släpps. Vi gillar bolagets modell med extern finansiering då vi anser att det är ett effektivt sätt att mitigera riskerna inom spelutveckling.



Källa: Bolaget, EPB



Källa: Bolaget, EPB

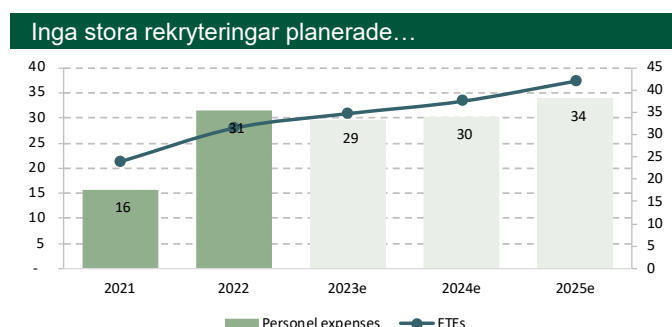
Andra externa kostnader och personalkostnader

Övriga externa kostnader

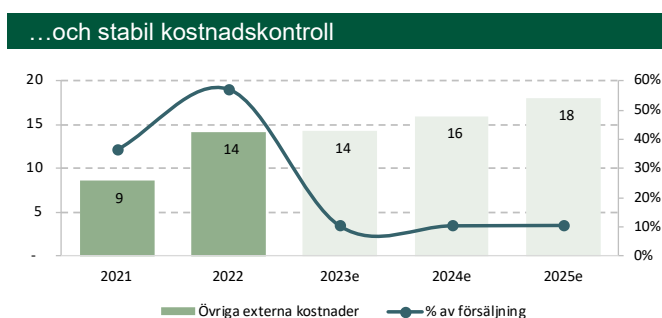
Vi bedömer att övriga externa kostnader kommer att öka något de kommande åren och delvis skala med försäljning. Vi baserar detta på att bolaget nu har nått en ny nivå av försäljning och tillväxt. Då övriga externa kostnader kommer öka i lägre takt än omsättningen bedömer vi att Beyond Frames kommer börja se skalfördelar i sin verksamhet under perioden 2024–2025.

Personalkostnader

Vi bedömer att Beyond Frames kommer att öka antalet anställda succesivt under prognosperioden. Vidare anser vi att kostnaden per FTE kommer stiga något givet rådande inflation. Även här ser vi att personalkostnaderna stiger i lägre takt än omsättningstillväxten, vilket gör att bolaget kommer att fortsätta se skalfördelar, givet den goda försäljningsutvecklingen. Personalkostnaderna kan öka om Beyond Frames får extern finansiering för ett nytt projekt då man då väljer att utöka personalkåren.



Källa: Bolaget, EPB

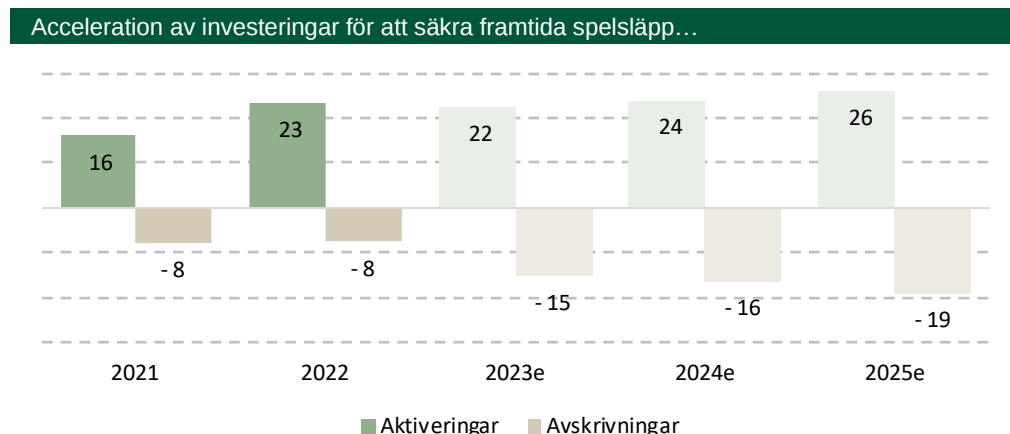


Källa: Bolaget, EPB

Av och nedskrivningar

Vi har i våra estimat räknat med att bolaget skriver av sina immateriella anläggningstillgångar på tre år och goodwill på fem år. I spelutveckling börjar avskrivningen av utvecklingen kopplat till en specifik titel skrivas av i samband med lansering. I samband med lansering görs även en prövning av de aktiverade arbetet kopplat till spelet, dvs om det lever upp till förväntningarna. Om detta inte är fallet gör bolaget en nedskrivning av de tidigare gjorda aktiveringarna. Vi bedömer risken för nedskrivningar av nuvarande aktiverat arbete som låg.

Vi bedömer att Beyond Frames succesivt kommer utöka aktiveringar under prognosperioden, givet att man har flertalet spellanseringar som går in i en senare projektfas kommande år. Dessa förväntas generera ett framtida kassaflöde för bolaget.

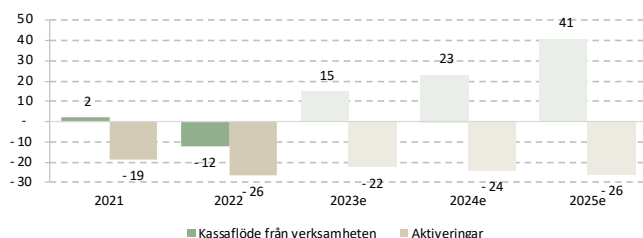


Källa: Bolaget, EPB

Kassaflöde

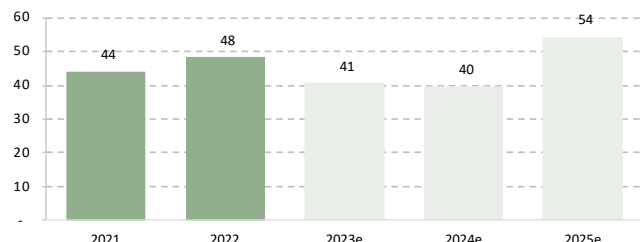
Vi bedömer att bolaget kommer att se ett neutralt till positivt kassaflöde från verksamheten kommande år. Vi baserar detta främst på den resultatutveckling som vi väntar oss givet de spelsläpp som är planerade under perioden 2024–2025. Vi anser dock att aktiveringar kommande år kommer göra att kassaflödet förblir relativt neutralt. Vi ser dock inte ett kapitalbehov hos bolaget då vi bedömer det som sannolikt att man kommer använda sig av extern finansiering för en stor del av utvecklingen.

Trots ett Neutralt kassaflöde...



Källa: Bolaget, EPB

...bedömer vi att kassan är under kontroll



Källa: Bolaget, EPB

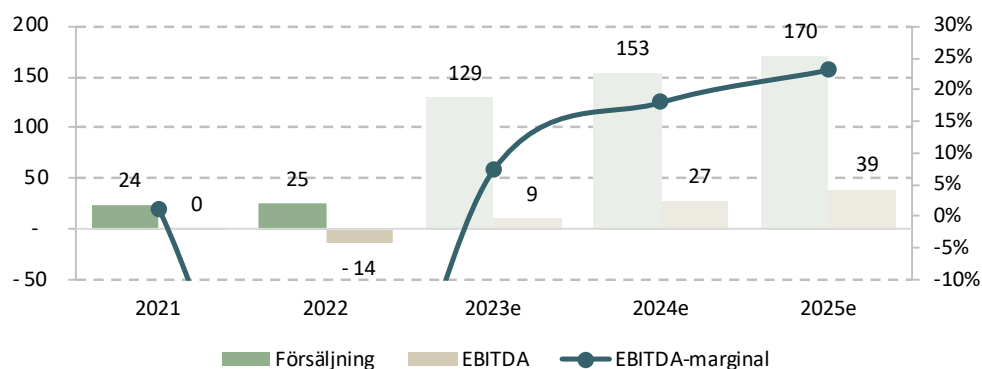
Sammanfattning estimat

Vi baserar våra estimat för bolaget på de budgetar som finns kopplat till framtida spelsläpp. För att modellera dessa har vi antagit ett konservativt synsätt och bedömt att inget av spelen kommer bli en s.k. blockbuster, utan leverera en multipel på ca 2,5x på investerat kapital.

Givet att Beyond Frames har extern finansiering på ett stort antal av sina titlar så sjunker risken i bolaget samtidigt som potentialen minskar. Vi anser dock att spelutveckling i det stadiet som Beyond Frame befinner sig har höga risker kopplat till förseningar och marknadsmotagande, vilket gör att vi anser att den strategi bolaget har med hög andel externt kapital är den bästa i rådande marknadsläge.

Utöver de vanliga riskerna kopplat till spelutveckling som presenteras ovan så utvecklar Beyond Frames titlar till en hårdvara som inte är lika utbredd som traditionella gaming-PCs eller konsoler, vilket även höjer volatiliteten i estimaten.

Acceleration i försäljning kommer leda till marginalexpansion...



Källa: Bolaget, EPB

Värdering

Vi anser att en DCF är den bästa metoden att värdera Beyond Frames givet att de flesta noterade spelbolag befinner sig i ett annat kommersiellt skede. Vi väljer dock att presentera en relativvärdering för att få en referensbild av hur Beyond Frames värderas i dagsläget i förhållande till andra bolag i industrin. Detta trots att den betydande storleksskillnaden mellan Beyond Frames och referensgruppen, i kombination med att Beyond Frames befinner sig i ett annat kommersialiseringsskede, gör metoden mindre relevant vilket motiverar vårt val av DCF som primär värderingsmetod.

Relativvärdering – Vi utgår från västerländska utvecklare och förlag

I relativvärderingen har vi valt att titta på ett antal västerländska spelbolag för att värdera Beyond Frames. Dessa delar vi in i mogna, marknadsledande bolag och mindre bolag. Vi bedömer att det är lämpligast att använda sig av andra utvecklare och förlag bland spelbolag snarare än renodlade VR-bolag då vi anser att spelbolagen opererar i samma ekosystem som Beyond Frames och har liknande affärsmodeller med liknande risker.

Referensgrupp														
Värdering	MCAP (SEK)	EV (SEK)	EV / Sales			EV / EBITDA			EV / EBIT			Price / Earnings		
			LTM	2024	2025	LTM	2024	2025	LTM	2024	2025	LTM	2024	2025
Electronic Arts	385 790	381 944	4,90x	4,54x	4,33x	20,2x	12,7x	12,4x	25,6x	14,2x	13,3x	37,8x	17,8x	16,1x
Take-Two Interactive	278 003	302 865	5,31x	3,64x	3,54x	31,0x	16,1x	14,6x	--	17,2x	15,4x	(17,5x)	21,0x	17,8x
Ubisoft Entertainment	42 871	56 527	2,57x	2,16x	2,06x	5,8x	4,5x	4,1x	--	11,0x	9,8x	(10,9x)	16,4x	14,3x
Embracer Group	29 180	45 470	1,08x	0,98x	0,94x	5,4x	3,6x	3,4x	--	5,5x	5,0x	6,3x	5,0x	4,4x
CD Projekt	28 784	27 592	11,67x	13,38x	16,67x	21,9x	31,2x	42,9x	30,0x	44,9x	76,5x	33,9x	46,0x	64,0x
Stillfront Grp	6 122	10 204	1,45x	1,41x	1,36x	5,5x	3,8x	3,5x	11,4x	5,0x	4,8x	29,3x	5,1x	4,7x
Paradox Interactive	23 004	22 191	9,97x	7,67x	7,29x	15,7x	11,0x	10,4x	28,7x	20,4x	17,4x	36,7x	25,9x	22,4x
Keywords Studios	14 531	15 250	1,76x	1,50x	1,36x	9,8x	7,5x	6,9x	17,4x	10,1x	9,1x	37,3x	13,0x	11,7x
Frontier Developments	811	681	0,50x	0,46x	0,45x	3,5x	(18,5x)	(64,8x)	--	(6,0x)	(7,6x)	(3,0x)	--	--
G5 Entertainment	1 263	922	0,67x	0,70x	0,67x	5,1x	3,1x	2,9x	6,8x	6,0x	5,3x	7,5x	8,7x	7,7x
Team17 Group	3 557	2 955	1,47x	1,49x	1,43x	3,8x	5,4x	4,9x	6,4x	5,6x	5,5x	13,2x	7,6x	7,3x
Medel			3,76x	3,45x	3,65x	11,6x	7,3x	3,7x	18,0x	12,2x	14,0x	15,5x	16,7x	17,0x
Median			1,76x	1,50x	1,43x	5,8x	5,4x	4,9x	17,4x	10,1x	9,1x	13,2x	14,7x	13,0x

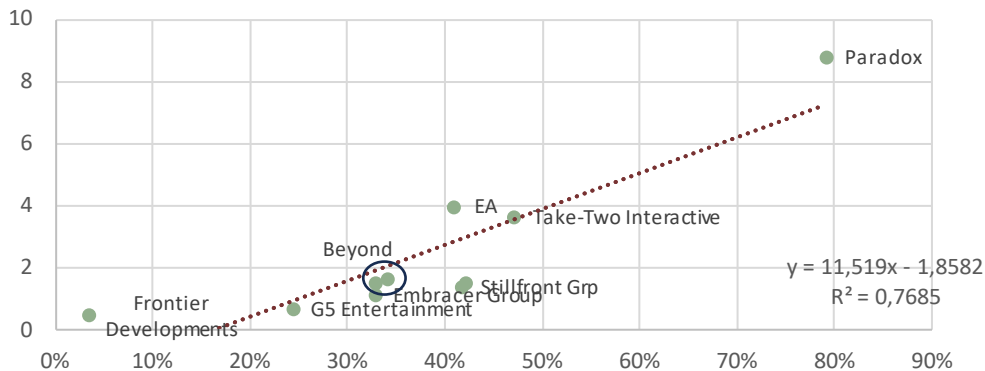
Marginaler	Gross Income			EBITDA			EBIT			Net Income		
	LTM	2024	2025	LTM	2024	2025	LTM	2024	2025	LTM	2024	2025
Electronic Arts	73,9%	78,1%	79,3%	24,3%	35,8%	34,9%	19,1%	31,9%	32,7%	13,3%	26,0%	26,7%
Take-Two Interactive	32,5%	61,0%	63,0%	16,9%	22,6%	24,3%	-24,5%	21,2%	23,0%	-27,8%	16,3%	19,3%
Ubisoft Entertainment	27,7%	90,3%	89,6%	44,1%	48,1%	50,5%	-16,5%	19,7%	21,1%	-17,6%	9,8%	11,7%
Embracer Group	-0,6%	63,4%	65,1%	19,9%	27,0%	27,5%	-0,6%	17,9%	18,8%	9,3%	6,4%	7,9%
CD Projekt	72,2%	65,7%	58,4%	53,2%	42,9%	38,9%	38,9%	29,8%	21,8%	36,1%	31,3%	25,4%
Stillfront Grp	22,9%	79,0%	79,6%	26,4%	37,5%	38,7%	12,7%	28,5%	28,7%	3,0%	6,7%	9,2%
Paradox Interactive	49,7%	51,9%	55,8%	63,6%	69,6%	69,9%	34,8%	37,5%	41,9%	28,1%	29,4%	33,7%
Keywords Studios	30,3%	38,4%	38,2%	18,0%	20,0%	19,7%	10,1%	14,9%	14,9%	4,5%	6,9%	7,4%
Frontier Developments	26,1%	64,3%	58,6%	14,2%	-2,5%	-0,7%	-25,4%	-7,6%	-5,9%	-20,0%	-3,1%	0,6%
G5 Entertainment	64,2%	70,0%	69,6%	13,2%	22,3%	23,6%	9,9%	11,6%	12,7%	12,0%	10,5%	11,5%
Team17 Group	40,8%	45,1%	44,3%	38,9%	27,7%	29,2%	23,0%	26,7%	25,9%	13,1%	14,9%	19,1%
Medel	40,0%	64,3%	63,8%	30,2%	31,9%	32,4%	7,4%	21,1%	21,4%	4,9%	14,1%	15,7%
Median	32,5%	64,3%	63,0%	24,3%	27,7%	29,2%	10,1%	21,2%	21,8%	9,3%	10,5%	11,7%

Tillväxt	Sales			EBITDA			EBIT			Net Income		
	LTM	2024	2025	LTM	2024	2025	LTM	2024	2025	LTM	2024	2025
Electronic Arts	3,7%	5,7%	4,8%	3,1%	11,2%	2,2%	14,4%	9,7%	7,3%	10,2%	8,4%	7,7%
Take-Two Interactive	25,6%	43,9%	2,9%	29,3%	103,8%	10,5%	-5352,4%	119,0%	11,7%	1334,0%	137,8%	21,7%
Ubisoft Entertainment	-8,8%	10,4%	5,2%	-9,4%	11,2%	10,4%	-297,8%	nm	12,4%	202,4%	nm	25,7%
Embracer Group	56,5%	6,4%	4,5%	32,8%	13,3%	6,3%	-86,6%	12,2%	9,4%	-630,7%	39,8%	29,1%
CD Projekt	13,1%	-30,7%	-19,7%	0,6%	-44,7%	-27,3%	-2,1%	-45,8%	-41,3%	8,2%	-39,0%	-34,8%
Stillfront Grp	4,5%	3,3%	3,6%	-7,5%	6,1%	6,9%	-13,8%	12,5%	4,3%	-59,6%	435,1%	42,5%
Paradox Interactive	24,8%	12,6%	5,1%	22,5%	21,8%	5,7%	4,1%	37,1%	17,5%	-0,6%	45,0%	20,1%
Keywords Studios	30,1%	11,4%	10,7%	23,0%	11,8%	8,9%	8,3%	9,8%	10,3%	-25,8%	40,5%	19,0%
Frontier Developments	-8,3%	7,1%	2,4%	-63,5%	nm	nm	-413,3%	nm	nm	-317,1%	nm	nm
G5 Entertainment	0,4%	-0,8%	3,3%	7,6%	-2,3%	9,6%	60,1%	11,0%	12,7%	117,9%	-7,9%	12,9%
Team17 Group	48,5%	4,0%	4,3%	43,0%	46,6%	9,8%	26,5%	46,9%	1,4%	-6,2%	-13,3%	33,6%
Medel	17,3%	6,7%	2,5%	7,4%	17,9%	4,3%	-550,2%	23,6%	4,6%	57,5%	71,8%	17,8%
Median	13,1%	6,4%	4,3%	7,6%	11,5%	7,9%	-2,1%	12,2%	9,8%	-0,6%	39,8%	20,9%

Källa: Factset

Vårt att notera i vår referensgrupp är att i princip samtliga bolag befinner sig i ett mer moget stadie än Beyond Frames. För att justera för detta har vi valt att fokusera på värdeskapande snarare än att endast jämföra värderingsmultiplar. Vi definierar värdeskapande som summan av tillväxt och EBITDA-marginal. För att justera för enskilda år och spelsläpp har vi valt att titta på ett snitt på tillväxten och marginalen under perioden 2024–25. Vi har sedan valt att justera bort två outliers, Ubisoft och CD Projects. Anledningen är företagsspecifika aspekter som stör jämförelsen.

Värdeskapande



Källa: Factset

Modellen ger en korrelation mellan de två faktorerna om R^2 0,74, vilket vi anser vara adekvat för att använda som en bas för vår relativvärdering och ger stöd till nuvarande kurs. Vi anser dock, eftersom Beyond Frames befinner sig i ett annat kommersiellt skede, att en absolutvärdering är att föredra.

DCF

Givet det kommersiella stadie som Beyond Frames befinner sig i, anser vi att en DCF bäst kan återspegla värdet i bolaget. Givet att bolaget nu två kvartal i rad har visat att nått en ny nivå av försäljning anser vi att 15% är en bra reflektion av risken i bolaget.

Samanfattning DCF

Värdering		Implicit WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	208	Risikfri ränta	3,5%	Långsiktig tillväxt	3,0%
Nuvärdet av terminalvärde	225,1	Riskpremium	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal	27,0%
Företagsvärde (EV)	433	Småbolagspremium	6,0%	Avskrivningar, % av omsättning	5,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	-32	Extra riskpremium	0,0%	Capex, % av omsättning	5,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	Implicit WACC	15,0%	Rörelsekapital, % av omsättning	4,0%
Eget kapital	465			Skattesats	22,0%
Antal utstående aktier, full utspädning	17			Terminalvärde, % av EV	52,0%
Eget kapital per aktie	27				

Känslighetsanalys

Långsiktig tillväxt						Långsiktig EBIT-marginal					
	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%		22,0%	24,5%	27,0%	29,5%	32,0%
WACC	14,0%	29	30	31	32	WACC	14,0%	26	28	30	33
	14,5%	28	28	29	30		14,5%	25	27	29	31
	15,0%	26	27	27	28		15,0%	24	25	27	29
	15,5%	25	25	26	26		15,5%	23	24	26	28
	16,0%	24	24	25	25		16,0%	21	23	25	26

Källa: EPB, Bolaget

Vår DCF ger ett värde om 26–27 kr, vilket vi anser vara ett rimligt motiverat värde på aktien i dagsläget.

Riskfaktorer

Nedan följer en uppräknig av de risker vi definierat som kan påverka bolaget. Listan ska inte ses som uttömmande, utan det kan uppstå risker som vi inte har identifierat.

- Teknikrisk, ny hårdvara kan ändra marknaden
- Utvecklingsrisk, spel som utvecklas kan bli försenade
- Lanseringsrisk, försäljningen av spel kan gravt understiga budget
- Konjunkturris, slutkunden, dvs. konsument, kan få svårt att köpa spel
- Personrisk

Ägarbild och styrelse

Ägarbild

Största ägare i Beyond Frames sett till både kapital och röster är Arvr Holding AB (15,5%). Därefter följer Magnus Unger (13,8%) och Avanza Pension på 13,2%. Totalt har bolaget en free float på 56%. Bolaget har två medgrundare, varav Ricky Helgesson äger 5,5% av rösterna och kapitalet och Mikael Söderström, som även är ordförande, äger 1,16%.

Styrelse:

Beyond Frames styrelse består av fyra ledamöter, inklusive styrelseordföranden.

Mikael Söderström:

Mikael är styrelseordförande och en av två medgrundare till bolaget. Mikael är även VD på bolaget Init Invest AB, ett investeringsbolag som han var med och grundade 2016. Därutöver är han styrelseordförande i Whispr Group Sverige AB, ledamot i Unordinal AB och suppleant i Odd Raven Studios AB.

Ace St Germain

Ace är VD sedan februari 2022 och har en bakgrund inom den amerikanska spel- och underhållningsbranschen, bland annat på Twitch (Amazon), Sony och Twitter. Förutom Beyond Frames är Ace styrelseordförande i Moon Mode AB och ledamot i Cortopia AB.

Erik Åkerfeldt

Erik är oberoende styrelseledamot i Beyond Frames samt VD för bolaget Palingenesis Holding AB. Därtill är han styrelseordförande i Unordinal AB samt AGGCON AB. Tidigare erfarenhet omfattar bland annat styrelseordförande på Sveaverken Svea Agri AB samt styrelseledamot i Znipe.TV med en verksamhet inom e-sport.

Ricky Helgesson

Ricky är medgrundare och styrelseledamot sedan 2018 och innan dess VD. Tidigare erfarenhet omfattar bland annat Dice som Product and Lead developer, samt Senior Software Engineer på företaget Frostbite. Ricky är även ledamot i bolaget Universes AB samt Zelk AB.

ESG – Beyond Frames Entertainment

Beyond Frames är ett bolag aktivt inom XR (Extended Reality). Bolagets har sin huvudfokus i utvecklandet av spel och dess produkter är därmed digitala och har en liten direkt miljöpåverkan. Spelen de producerar kräver att stora mängder data sparas på servrar, vilket är mycket energikrävande. Många bolag inom spelindustrin arbetar därför med hållbarhet genom att använda förnybar energi till serverna och på så vis minska klimatpåverkan av dess produkter.

En öppen och kollaborativ arbetsmiljö är viktigt för Beyond Frames och de arbetar med att skapa en arbetsplats där de anställda kan vara kreativa. Andelen kvinnor i företaget är 15%, något som är typiskt inom industrin. Jämställdhet och rekrytering av fler kvinnor är en fråga som flera företag inom industrin driver.

Styrelsen består endast av män och personal med ledande befattning består till 75% av kvinnor. Bolaget har tydliga incitamentsprogram både för management och för personalen i form av teckningsoptioner

Resultaträkning						
	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	13	24	25	129	153	170
Övriga rörelseintäkter	6	16	23	24	24	26
Totala intäkter	18	40	48	153	177	196
Kostnad sålda varor	-1	-15	-16	-99	-103	-105
Bruttoresultat	17	25	32	53	74	91
Övriga rörelsekostnader	-15	-24	-46	-44	-46	-52
EBITDA	2	0	-14	9	27	39
EBITDA, justerad	2	0	-14	9	27	39
EBITA, justerad	2	0	-14	9	27	39
Avskrivningar immateriella tillgångar	-6	-8	-8	-15	-16	-19
EBIT	-4	-8	-21	-6	11	20
EBIT, justerad	-4	-8	-21	-6	11	20
Finansnetto	-3	-1	-2	1	0	0
Resultat före skatt	-7	-8	-23	-5	11	20
Resultat före skatt, justerad	-7	-8	-23	-5	11	20
Total skatt	0	0	0	0	-1	-4
Nettoresultat	-8	-9	-23	-5	10	16
Nettoresultat, justerad	-8	-9	-23	-5	10	16
Intäkstillväxt	-	>100%	21%	>100%	16%	11%
Bruttomarginal	>100%	>100%	>100%	41,2%	48,1%	53,5%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	7,3%	11,9%
EPS, justerad	-0,54	-0,58	-1,38	-0,27	0,57	0,94
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	65%

Källa: Beyond Frames Entertainment AB, EPB

Kassaflödesanalys						
	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	-4	-8	-21	-6	11	20
Övriga kassaflödesposter	6	8	7	16	15	15
Förändringar i rörelsekapital	5	1	2	4	-3	6
Kassaflöde från den operationella verksamheten	7	1	-12	15	23	41
Investeringar i anläggningstillgångar	0	-2	-2	0	0	0
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-6	-17	-25	-22	-24	-26
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-6	-19	-26	-22	-24	-26
Fritt kassaflöde	1	-18	-39	-8	-1	15
Nyemission / återköp	13	42	42	0	0	0
Övriga poster	2	0	0	0	0	0
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	15	42	43	0	0	0
Kassaflöde	16	24	4	-8	-1	15
Nettoskuld	-19	-44	-48	-41	-40	-54

Källa: Beyond Frames Entertainment AB, EPB

Balansräkning						
	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR						
Goodwill	2	2	1	1	1	1
Övriga immateriella tillgångar	11	21	39	48	56	63
Finansiella anläggningstillgångar	3	2	0	0	0	0
Övriga anläggningstillgångar	1	3	3	3	3	3
Summa anläggningstillgångar	18	27	44	53	60	67
Kundfordringar	2	3	2	14	15	14
Övriga omsättningstillgångar	2	5	5	25	29	26
Likvida medel och kortfristiga placeringar	19	44	48	41	40	54
Summa omsättningstillgångar	22	53	55	80	84	94
SUMMA TILLGÅNGAR	40	79	99	132	145	161
EGET KAPITAL OCH SKULDER						
Eget kapital	38	72	92	87	97	113
Summa eget kapital	38	72	92	87	97	113
Leverantörsskulder	0	3	2	9	10	11
Övriga kortfristiga skulder	2	4	6	36	38	37
Summa kortfristiga skulder	2	8	8	45	48	48
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	40	79	99	132	145	161

Källa: Beyond Frames Entertainment AB, EPB

Tillväxt och marginaler						
	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	>100%	21%	>100%	16%	11%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	-88%	N.m.	N.m.	>100%	43%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	81%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	65%
Bruttomarginal	>100%	>100%	>100%	41,2%	48,1%	53,5%
EBITDA-marginal	16,0%	1,0%	Neg.	7,3%	17,9%	23,0%
EBITDA-marginal, justerad	16,0%	1,0%	Neg.	7,3%	17,9%	23,0%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	7,3%	11,9%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	7,3%	11,9%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	6,3%	9,4%

Källa: Beyond Frames Entertainment AB, EPB

Avkastning						
	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	11%	15%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	12%	19%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	22%	35%

Källa: Beyond Frames Entertainment AB, EPB

Kapitaleffektivitet						
	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Kundfordringar / totala intäkter	9%	8%	5%	9%	9%	7%
Leverantörsskulder / KSV	20%	22%	10%	9%	9%	10%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	13%	19%	12%	31%	32%	31%
Rörelsekapital / totala intäkter	9%	2%	-1%	-4%	-2%	-4%
Kapitalomsättningshastighet	0,5x	0,6x	0,5x	1,8x	1,8x	1,7x

Källa: Beyond Frames Entertainment AB, EPB

Finansiell ställning						
	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	-19	-44	-48	-41	-40	-54
Soliditet	95%	90%	92%	66%	67%	70%
Nettoskuldsättningsgrad	-0,5x	-0,6x	-0,5x	-0,5x	-0,4x	-0,5x
Nettoskuld / EBITDA	-9,3x	-189,6x	3,6x	-4,3x	-1,5x	-1,4x

Källa: Beyond Frames Entertainment AB, EPB

Aktiedata						
	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	-0,54	-0,58	-1,38	-0,27	0,57	0,94
EPS, justerad	-0,54	-0,58	-1,38	-0,27	0,57	0,94
FCF per aktie	0,06	-1,19	-2,34	-0,44	-0,05	0,85
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	2,69	4,55	5,35	5,08	5,65	6,58
Antal aktier vid årets slut, m	14,2	15,8	17,2	17,2	17,2	17,2
Antal aktier efter utspädning, snitt	14,2	15,0	16,5	17,2	17,2	17,2

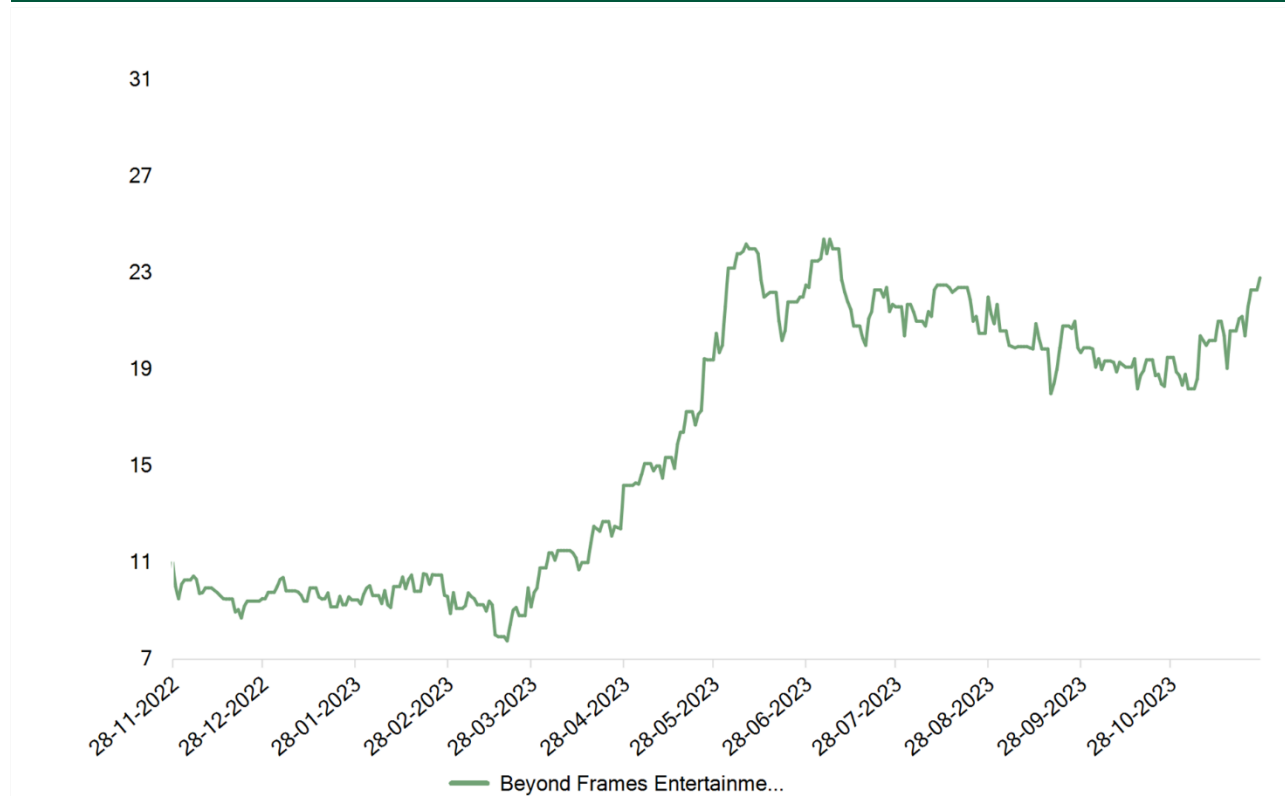
Källa: Beyond Frames Entertainment AB, EPB

Värdering						
	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	35,9x	21,7x
P/EK	7,7x	7,8x	1,8x	4,0x	3,6x	3,1x
P/FCF	334,3x	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	23,9x
FCF-yield	0%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	4%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	7,1x	3,0x	2,7x	2,1x	1,8x	1,6x
EV/EBITDA, justerad	65,1x	508,4x	Neg.	33,5x	11,5x	8,1x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	-56,0x	28,3x	15,6x
EV	131	118	130	316	316	316
Aktiekurs	10,3	10,3	10,3	19,0	19,0	22,8

Källa: Beyond Frames Entertainment AB, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Beyond Frames Entertainment AB (*)



Källa: EPB, IDC

Disclaimer

Denna publikation (nedan "Publikationen") har sammanställts av Erik Penser Bank AB (nedan "Banken") i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsedd att vara rådgivande. Banken har tillstånd att bedriva bank- och värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan dock aldrig garanteras av Banken.

Som ett steg i utformandet av Publikationen har det analyserade bolaget (nedan "Bolaget") verifierat faktainnehållet i Publikationen. Bolaget kan dock aldrig påverka de delar av Publikationen som innefattar slutsatser eller värderingar.

Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns egna åsikter vid tillfället för upprättandet av Publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer att vara i enlighet med åsikter framförda i Publikationen. Informationen i Publikationen ska inte uppfattas som en uppmaning eller råd att ingå transaktioner. Informationen tar inte heller sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Publikationen utgör därmed inget investeringsråd och ska inte heller uppfattas som sådan. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på Publikationen alltid fattas självständigt av investeraren och Banken fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller direkt/indirekt skada som grundar sig på användandet av denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk då dessa både kan öka och minska i värde. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden.

Motiverat värde och risk

Det motiverade värdet speglar ett värde för aktien per den dag analysen publicerats i ett intervall motsvarande ca 5-10%. Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument såsom till exempel kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler.

Det angivna motiverade värdet ska inte tolkas som en rikt Kurs vid en viss tidpunkt, utan är ett teoretiskt framräknat värde som det analyserade bolaget skulle kunna värderas till, givet att alla våra antaganden visar sig vara korrekta, och att inga oförutsedda negativa aspekter tillkommer. Det är inte ovanligt att aktiemarknaden värderar ett bolag till kraftig rabatt eller med premium mot ett teoretiskt framräknat värde. Det finns således ingen garanti för att aktien kommer att handlas till vårt framräknade motiverade värde, även om våra antaganden visar sig vara korrekta.

Värderingsmetod och ansats för att bestämma motiverat värde ska framgå av analysen och kan variera från bolag till bolag. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata och ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. Värderingsmetoden ska läsas tillsammans med riskklassificeringen. Vad gäller riskklassificeringen: klassificeras aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån ett antal kända parametrar som är relevanta för Bolaget. En generell riktlinje för att klassificeras som låg risk är att Bolaget har positivt kassaflöde och att ingen enskild faktor påverkar omsättningen mer än 20%. Motsvarande generella beskrivning av hög risk är att Bolaget inte nått positivt kassaflöde alternativt att en enskild faktor påverkar omsättningen mer än 50%.

För mer detaljerad information om värderingsmodeller klicka här.

Allmänt

Bankens medgivande krävs om hela eller delar av denna Publikation mångfaldigas eller sprids. Publikationen får inte spridas till eller göras tillgänglig för någon fysisk eller juridisk person i USA (med undantag av vad som framgår av Rule 15a – 16, Securities Exchange Act of 1934), Kanada eller något annat land som i lag fastställt begränsningar för spridning och tillgänglighet av innehåll i Publikationen.

Bankens analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att förebygga och förhindra intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. För att förebygga intressekonflikter har Banken bl. a. vidtagit åtgärder för att förhindra otillbörlig informationsspridning, även kallade 'Chinese Walls'. Analysavdelningen är därmed fysiskt avskild från Corporate Finance-avdelningen som inte heller får delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Banken har även interna regler för att hantera eventuella intressekonflikter mellan analytikern, Bolaget och Banken.

Det kan dock, från tid till annan, förekomma att Banken utför uppdrag för ett bolag som är omnämnt i en Publikation. Banken kan bl. a. vara rådgivare eller emissionsinstitut till bolaget eller likviditetsgarant i ett av bolagets värdepapper. Om så är fallet har det angivits i Publikationen. Banken, dess ägare, styrelseledamöter eller anställda kan äga aktier i det analyserade bolaget. Banken har dock utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för analysen samt utformat interna regler för anställdas egna affärer som gäller för analytiker. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Den analytiker som har utarbetat Publikationen, och andra medverkande som har vetskap om analysens slutsats, får inte för egen räkning handla i berörda finansiella instrument eller med därtill relaterade finansiella instrument. Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt Bolaget. Klicka här för mer information om tjänsten.

Om annat inte uttryckligen anges i Publikationen uppdateras analysen kvartalsvis samt när Bankens analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till det analyserade bolaget eller finansiella instrument.

Banken erhåller ersättning från Bolaget för tjänsten Penser Access.

Erik Penser Bank (publ.)
Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM
tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 www.penser.se