

# Kinda Brave Entertainment AB



## Accelererad utveckling av flaggskeppstiteln "Hela"

Kinda Brave Entertainment Group AB ("Kinda Brave" eller "Koncernen") har under och efter utgången av Q3-24 uppvisat betydande framsteg relaterade till flaggskeppstiteln "Hela". Dessa framsteg inkluderar ett gynnsamt förlagsavtal om totalt 4,5 MUSD med Knights Peak, ett framgångsrikt tillkännagivande av spelet på Gamescom samt erhållna milstolpsbetalningar om totalt 0,7 MUSD. Vidare har Koncernen säkrat finansiering genom en riktad emission, initierat aktiviteter för att effektivisera verksamheten och skifta fokus mot en mer kommersiell inriktning, samt ingått globala förlagsavtal för spelen Distant Bloom och Go Fight Fantastic. Sammantaget fortskrider utvecklingsarbetet med "Hela" enligt plan, och det ökande intresset för spelet från både branschmedia och presumtiva spelare skapar goda förutsättningar inför den kommande lanseringen. Med en applicerad EV/S-multipel om 1,0x på 2026 års estimerade nettoomsättning om 118 MSEK och en tillämpad WACC om 11,6 %, härleds ett motiverat nuvärde per aktie om 3,4 kr (4,6) i ett Base scenario.

### Tillkännagivande av "Hela" samt ingånget förlagsavtal

Under Q3-24 tillkännagav Kinda Brave flaggskeppstiteln "Hela" på Gamescom, en av världens största mässor för tv- och datorspel. Tillkännagivandet har genererat stort intresse, vilket bl.a. återspeglas i närmare 10 miljoner organiska visningar av publicerat material. Under kvartalet ingick Kinda Brave ett förlagsavtal med Knights Peak, en division inom MY.GAMES, till ett totalt värde om 4,5 MUSD, varav 3,8 MUSD avses utbetalas kontant förutsatt att utvecklingsmilstolpar uppfylls. Den första betalningen om 0,3 MUSD erhöles under Q3-24, följt av ytterligare 0,4 MUSD efter dess utgång. Med stöd av en etablerad förläggare, ett framgångsrikt tillkännagivande och ett växande intresse för "Hela" bedömer Analyst Group att Kinda Brave har gynnsamma förutsättningar att bygga en engagerad community, vilket banar väg för en framgångsrik lansering.

### Varmt mottagande av "Hela" bådär gott inför lansering

Intresset kring "Hela" från branschmedia och gamingkollektivet har vuxit succesivt med jämförelser till framgångsrika titlar såsom "Unravel" och "It Takes Two". Under ledning av Martin Sahlin, skaparen av den mångmiljonsäljande Unravel-serien, bedöms således "Hela" kunna generera en stark igenkänningsfaktor och därigenom en hög konverteringsgrad från Unravels spelarbas och andra indiespel av liknande karaktär. Det ackumulerade antalet sålda enheter av "Hela" fram till år 2030 estimeras uppgå till ca 3,5 miljoner, motsvarande 47 % av försäljningsvolymen för "Unravel" och 18 % av "It Takes Two", vilket ger en fingervisning om den kommersiella potentialen.

### Reviderat värderingsintervall

Analyst Group vidhåller prognoserna för åren 2025–2026. Med en applicerad EV/S-multipel om 1,0x på 2026 års estimerade nettoomsättning om ca 118 MSEK, en tillämpad WACC om 11,6 % och med hänsyn till de nyemitterade aktierna från den riktade emissionen, härleds ett potentiellt nuvärde per aktie om 3,4 kr i ett Base scenario. Detta är primärt en teknisk justering jämfört med det tidigare motiverade värdet om 4,6 kr per aktie.

### VÄRDERINGSINTERVALL

**Bear**  
1,3 kr

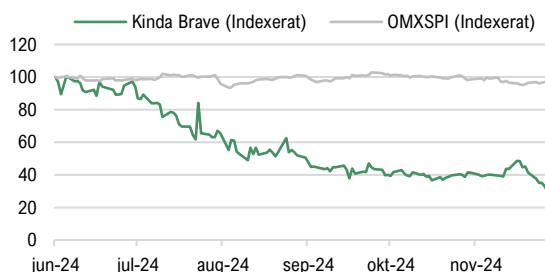
**Base**  
3,4 kr

**Bull**  
6,4 kr

### NYCKELDATA

Senast betalt (2024-11-29)	1,14
Antal Aktier (st.)	27 682 028
Market Cap (MSEK)	31,6
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	-0,3 <sup>1</sup>
Enterprise Value (MSEK)	31,3 <sup>1</sup>
Lista	Nasdaq First North
Kvartalsrapport 4 2024	2025-02-28

### KURSENTVECKLING



### HUVUDÄGARE (HOLDINGS, 2024-09-30)

INSYNSPERSON

Lazad Invest AB	11,3 %
Avanza Pension	6,2 %
UM Invest AB	5,8 %
Jinderman & Partners AB	5,4 %
Nordnet Pension	4,8 %

Prognos (MSEK)	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
<b>Nettoomsättning</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>8</b>	<b>118</b>	<b>82</b>
Totala intäkter	17	42	50	126	87
COGS	0	0	0	-2	-2
<b>Bruttovinst</b>	<b>17</b>	<b>42</b>	<b>49</b>	<b>123</b>	<b>85</b>
Bruttomarginal (adj.) <sup>2</sup>	100,0%	96,4%	98,0%	98,0%	98,0%
OPEX	-32	-49	-40	-35	-31
<b>EBITDA</b>	<b>-16</b>	<b>-7</b>	<b>9</b>	<b>88</b>	<b>54</b>
EBITDA-marginal (adj.) <sup>2</sup>	neg.	neg.	neg.	68,2%	59,9%
<b>EBIT</b>	<b>-16</b>	<b>-9</b>	<b>7</b>	<b>74</b>	<b>39</b>
EBIT-marginal (adj.) <sup>2</sup>	neg.	neg.	neg.	56,0%	42,2%
EV/S	770,9	14,7	4,1	0,3	0,4
EV/EBITDA	-2,0	-4,3	3,4	0,4	0,6
EV/EBIT	-1,9	-3,4	4,4	0,4	0,8

<sup>1</sup>Den estimerade nettoskulden baseras på siffror från Q3-rapporten, den estimerade nettolikviden från den riktade emissionen och en uppskattad burn rate om -2 MSEK per månad.

<sup>2</sup>Justerat för aktiverat arbete och milstolpsbetalningar från förläggaren.

## Innehållsförteckning

Kommentar Q3-rapport	3-5
Investeringsidé	6
Bolagsbeskrivning	7-9
Marknadsanalys	10-11
Finansiell prognos	12-14
Värdering	15-17
Bull & Bear	18
Ledning & Styrelse	19-20
Appendix	21-22
Disclaimer	23

### OM BOLAGET

Kinda Brave Entertainment Group AB ("Kinda Brave" eller "Koncernen") grundades år 2022 och är idag en modern spelkoncern bestående av tre verksamhetsområden: spelstudios, IP:s och tredjepartsförläggning. Koncernen består av fyra oberoende spelstudios med erfarna spelutvecklare från tidigare roller inom exempelvis EA, Sony och Stillfront. Huvudnischen är inom indiespel, och Koncernen utvecklar för närvarande flaggskeppstiteln "Hela", som leds av den tidigare medgrundaren av Unravel-serien. Vidare äger Kinda Brave IP:s från egenutvecklade spel och förvärvade spelstudios samt en division inriktad på förläggning av speltitlar, producerade av tredjepartsaktörer.

### VD OCH ORDFÖRANDE

Verkställande Direktör Christian Kronegård

Styrelseordförande Johan Wildeck

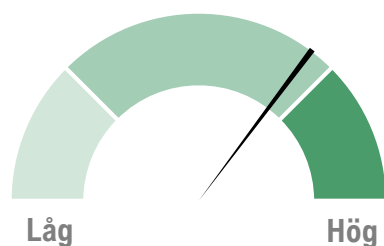
### ANALYTIKER

Namn Oscar Mårdh

Telefon +46 760 44 29 70

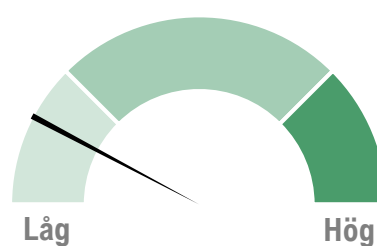
E-mail oscar.mardh@analystgroup.se

### Värde drivare



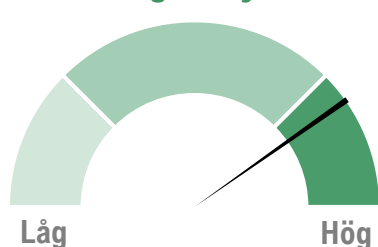
Uppnådda milstolpar i utvecklingen av flaggskeppstiteln "Hela", tillsammans med de erhållna kontantbetalningarna från förläggaren, förväntas utgöra betydande värde drivare framgent. Vidare utgör en potentiell tidigare lansering av "Hela" en viktig trigger att beakta under år 2025, då det skulle förkorta tiden tills dess att Kinda Brave börjar generera betydande försäljning, tillika kassaflöden.

### Lönsamhet



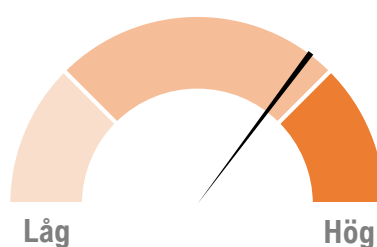
Kinda Brave är ännu i ett tidigt skede, och på koncernnivå är den aggregerade lönsamheten ännu i negativt territorium. Trots detta talar Koncernens kapitalletta affärsmodell, med fokus på licensiering av IP:s, för en betydande lönsamhetspotential på sikt, givet lyckosamma lanseringar av spel och förvaldade IP:s. Det angivna betyget är endast baserat på historik och är ej framåtblickande.

### Ledning & Styrelse



Ledningsgruppen och nyckelpersoner inom Koncernens spelstudios besitter gedigen erfarenhet från väletablerade aktörer såsom EA, Sony, Stillfront och Starbreeze. Vidare besitter ledande personer även kunskap inom den finansiella sektorn, vilket är en klar fördel för den operationella utvecklingen. Ledning och styrelse äger tillsammans ca 23 % av aktierna i Kinda Brave, vilket ingjuter förtroende och skapar incitament för framtida värdeskapande.

### Risk



Förlagsavtalet om 4,5 MUSD och den riktade emissionen under Q3-24 har stärkt Koncernens finansiella ställning. Samtidigt arbetar Kinda Brave aktivt med att refinansiera ett lån om 6,5 MSEK som förfaller vid utgången av Q4-24. Vidare har Koncernen möjlighet att lösa in teckningsoptioner (TO3) i förtid, vilket vid full teckning kan tillföra 12,7 MSEK före emissionskostnader, vilket Analyst Group inte utesluter kan ske för att stärka likviditeten ytterligare.



**10 MILJONER  
ORGANISKA  
VISNINGAR I  
SAMTLIGA  
KANALER**

**FÖRLAGSAVTAL  
OM SAMMANLAGT  
4,5 MUSD**

## Flaggskeppstiteln "Hela" har tillkännagivits

Under Q3-24 tillkännagavs Koncernens flaggskeppstitel, "Hela", där debuttrailern av spelet visades upp på Gamescom, en av världens största tv- och dataspelsmässor som gick av stapeln i Köln, Tyskland. Flaggskeppsspelet är ett co-op spel som beskrivs som ett hjärtevärmande 3D-äventyr i öppen värld, vilket spelas i tredje person. Skaparna av "Hela" är som tidigare nämnts kreatörerna bakom den mångmiljonsäljande succéserien "Unravel", och "Hela" bygger på liknande tematiska inslag som bidrog till seriens framgång.

På Gamescom blev "Hela" utvalt av IGN.com, världens största webbsida för spel, avseende en exklusiv förvisning av trailern i deras show IGN – Opening Night Live. Vidare blev Kinda Brave, efter periodens utgång, utvalda till The Mix Fall Showcase som arrangerades av Media Indie Exchange, där nytt material från "Hela" visades upp i en ny gameplay-video. Intresset från branschmedia och presumtiva spelare har vuxit gradvis, vilket bl.a. illustreras av att trailern, sedan annonseringen i augusti, hittills har genererat ca 10 miljoner organiska visningar i samtliga kanaler, något som Analyst Group bedömer bådard gott inför den kommande lanseringen. Med ett utvecklingsteam som inte bara besitter betydande erfarenhet från tidigare succélanseringar, utan också bygger vidare på de vinnande koncepten bakom "Unravels" framgång, ser Analyst Group gynnsamma förutsättningar för att skapa en dedikerad och växande community, vilket banar väg för en framgångsrik lansering av spelet.

## Ingått förlagsavtal med den europeiska spelförläggaren Knights Peak

Under Q3-24 har det helägda dotterbolaget, Windup Games AB ("Windup"), ingått ett förlagsavtal med Knights Peak, en nystartad division inom den europeiska förläggaren MY.GAMES, som kommer att fokusera på premiumspel inom PC och konsol. Avtalet gäller Koncernens flaggskeppsspel "Hela" och har ett totalt värde om 4,5 MUSD, varav 3,8 MUSD avses betalas ut kontant, förutsatt att Kinda Brave levererar enligt avtalade utvecklingsmilstolpar. Resterande 0,7 MUSD är avsatta för att bl.a. gå till marknadsföringskostnader, allmänna förlagsutgifter samt kvalitetssäkringsarbete kopplat till spelets lansering. Under det tredje kvartalet har Koncernen mottagit en första milstolpsbetalning om 0,3 MUSD, följt av 0,4 MUSD efter periodens utgång, där fler betalningar förväntas i takt med att Koncernen exekverar på ovan nämnda milstolpar. Avtalet ger Knights Peak exklusiva globala rättigheter att distribuera och sälja "Hela" på samtliga PC- och konsolplattformar.

Analyst Group ser avtalet som mycket positivt för Kinda Brave, då säkrad finansiering är avgörande för att kunna följa den estimerade tidslinjen och leverera ett högkvalitativt spel. Avtalet med en väletablerad aktör som MY.GAMES minskar den finansiella risken och ger Kinda Brave tillgång till ett brett nätverk och erfarenhet från förläggarens sida. Att "Hela" är ett av de första stora projekten för Knights Peak visar även på den potential förläggaren ser i spelet, vilket ytterligare stärker dess utsikter på en konkurrensutsatt marknad.



**VÄLETABLERAD  
FÖRLAGSAKTÖR**

## Förlagsavtal med Aurora Punks avseende spelen Distant Bloom och Go Fight Fantastic

Efter utgången av det tredje kvartalet ingick Kinda Brave globala förlagsavtal med Aurora Punks AB avseende Koncernens lanserade spel, Distant Bloom och Go Fight Fantastic, för både PC och konsol (Nintendo, PlayStation och Xbox). Undantaget är PC-versionerna i Kina, Hong Kong, Taiwan och Macao, där Kinda Brave redan har pågående förlagsavtal med Gleamer Studios. Aurora Punks kommer, utöver färdigställandet av portningen till konsol, att bidra med marknadsföringsresurser inför, under och efter lanseringen av spelen.

Analyst Group bedömer att förlagsavtalen tydligt validerar Kinda Braves strategi att effektivisera verksamheten och fokusera på en mer kommersiell inriktning, där målsättningen är att samtliga studios ska finansieras via extern projektfinansiering eller intäkter från tidigare spel. Förlagsavtalen med en erfaren samarbetspartner stärker Koncernens möjligheter att nå en bredare global publik och öka försäljningstakten, samtidigt som detta sker utan ytterligare kostnader för Kinda Brave.

# Kommentar Q3-rapport

## Nettoomsättning och kostnadsbas

**MILSTOLPS-  
BETALNINGAR OM  
0,7 MUSD  
HAR ERHÅLLITS**

Nettoomsättningen under Q3-24 uppgick till 0,3 MSEK och härrör från försäljning av lanserade titlar i Kinda Braves uppsalabaserade studios. Under kvartalet och efter periodens slut har Kinda Brave erhållit de två första milstolpsbetalningarna från förläggaren MY.GAMES, vilka uppgick till 0,3 MUSD respektive 0,4 MUSD. Inbetalningarna bokförs som förutbetalda intäkter i Koncernens balansräkning och avses intäktsföras i samband med lansering av "Hela". Beträffande den första milstolpsbetalningen är denna inkluderad i posten förändring i rörelseskulder i Koncernens kassaflödesanalys för Q3-24.

Koncernens totala rörelsekostnader (exkl. COGS och D&A) uppgick under Q3-24 till ca 13,3 MSEK, vilket motsvarar en ökning om ca 7 % i jämförelse med föregående kvartal (Q2-24). Undersöker vi rörelsekostnaderna mer i detalj uppgick Koncernens största kostnadspost, personalkostnader, till ca 7,0 MSEK under det tredje kvartalet, en minskning om ca 13 % Q-Q. Koncernens övriga externa kostnader uppgick till ca 6,2 MSEK, vilket motsvarar en ökning om 40 % Q-Q, primärt hänförligt till en ökning av externa konsultkostnader. Noterbart är att Kinda Brave under föregående kvartal aktiverade utvecklingskostnader i Koncernens uppsalabaserade studios, vilket påverkar jämförbarheten.

**Q1-25  
FULL EFFEKT AV  
GENOMFÖRDA  
EFFEKTIVISERINGAR**

Kvartalet har präglats av aktiviteter i syfte att effektivisera verksamheten och skifta fokus mot en mer kommersiell inriktning, inom Koncernens uppsalabaserade studios som inte arbetar med utvecklingen av "Hela". Detta har resulterat i en minskning av personalstyrkan i Koncernens mindre studios, dock förväntas kostnadsbesparingarna från dessa åtgärder träda i kraft successivt under Q4-24, med full estimerad effekt från och med Q1-25. Bolaget lyfter dock fram att effektiviseringarna som genomförts kan skönjas i aktiverat arbete för egen räkning, som uppgick till 5,8 MSEK under Q3-24, vilket motsvarar en sekventiell minskning om ca 34 % Q-Q.

## Riktad emission tillför initialt ca 12,7 MSEK före emissionskostnader

**25,4 MSEK  
TOTAL  
EMISSIONS-  
LIKVID FÖRE  
KOSTNADER**

Kinda Brave har under det tredje kvartalet genomfört en riktad emission av aktier och teckningsoptioner av serie TO 3. Initialt tillfördes Koncernen ca 12,7 MSEK före emissionskostnader efter kvartalets utgång, och givet att samtliga teckningsoptioner av serie TO 3 tecknas kommer Kinda Brave att tillföras ytterligare ca 12,7 MSEK före emissionskostnader, vilket således gör att den totala emissionslikviden före kostnader uppgår till totalt ca 25,4 MSEK vid full teckning. Värt att förtydliga är att teckningsoptionerna av serie TO3 har inlösen under september 2025, och i enlighet med villkoren för teckningsoptionerna har styrelsen rätt att besluta att nyttjande av teckningsoptionerna även ska kunna ske tidigare än så.

## Finansiell ställning

Vid utgången av Q3-24 uppgick kassan till ca 0,4 MSEK, att jämföra med utgången av Q2-24 då kassan uppgick till ca 10,8 MSEK. Den finansiella ställningen har stärkts efter kvartalets utgång till följd av den riktade emissionen, där emissionslikviden initialt uppgick till ca 12,7 MSEK före emissionskostnader. Vidare har den andra milstolpsbetalningen om 0,4 MUSD tillfallit Koncernen efter periodens utgång. Vidare arbetar Koncernen aktivt med en refinansiering av ett lån om 6,5 MSEK som förfaller per den sista december 2024, där Analyst Group bedömer att en möjlig lösning kan vara att ersätta det befintliga lånet med ett nytt.

**-3,5 MSEK  
BURN RATE / MÅN  
Q3-24**

Koncernens operativa kassaflöde efter förändringar i rörelsekapital uppgick till ca -10,4 MSEK under Q3-24, motsvarande en operativ kapitalförbrukning, burn rate, om ca -3,5 MSEK per månad, vilket kan jämföras med -6,5 MSEK per månad under föregående kvartal (Q2-24). Förändringar i rörelsekapital uppgick till ca 3,1 MSEK under det tredje kvartalet, där den första inbetalningen från förläggaren är inkluderad. Framgent förväntas Koncernens burn rate att minska, till följd av de effektiviseringsåtgärder som genomförts, avsaknad av transaktionskostnader från emission, samt fortsatta milstolpsbetalningar från förläggaren. Med detta sagt förväntas utvecklingen av "Hela" att intensifieras ytterligare, vilket förväntas medföra marginellt ökade kostnader. Värt att belysa är även att Koncernen har möjlighet att lösa in teckningsoptionerna (TO3) i förtid, vilket Analyst Group inte utesluter kunna ske under H1-25, för att ytterligare stärka den finansiella ställningen.

**Sammantaget** levererade Kinda Brave ett Q3 präglad av betydande framsteg relaterat till flaggskeppstiteln "Hela", där Koncernen ingått ett förlagsavtal med Knights Peak och genomfört en lyckad annonsering av spelet på Gamescom. Detta har resulterat i ett stort intresse från potentiella spelare samt branschmedia, vilket över 8,5 miljoner organiska visningar av trailern i samtliga kanaler är ett tydligt kvitto på. Vidare har Kinda Brave efter kvartalets utgång tecknat globala förlagsavtal för Distant Bloom och Go Fight Fantastic, vilket förväntas stärka intäktsbasen utan att belasta egna resurser. Sett till det finansiella har Koncernen säkrat finansiering genom en riktad emission samt erhållit de första två milstolpsbetalningarna kopplat till "Hela", vilket har skapat ökat finansiellt spelrum. Vidare arbetar Koncernen aktivt med refinansiering av ett lån om 6,5 MSEK som förfaller vid utgången av Q4-24. Analyst Group bedömer att Koncernens åtgärder i syfte att effektivisera verksamheten är av stor betydelse, och ser positivt på den operationella utvecklingen under det tredje kvartalet, där flera viktiga milstolpar kopplat till "Hela" har uppnåtts. Analyst Group kommer framgent att bevaka utvecklingen kring refinansiering av lånet, samt ytterligare triggers relaterade till flaggskeppstiteln "Hela".

## Ett axplock av nyckeltal från Kinda Braves Q3-rapport.

Nyckeltal från Q3-24



Källa: Kinda Brave

## Varmt mottagande av "Hela" – jämförs med spelsuccéer som sålt i miljontals exemplar

Kinda Brave verkar inom indiespelmarknaden, vilken kännetecknas av mindre utvecklingsteam med begränsad finansiell uppbäckning från större utgivare. Detta till trots har flertalet indiespel, såsom "Unravel", "It Takes Two", "Valheim" och "Among Us", nått betydande kommersiella framgångar, med försäljningsvolymer överstigande 7,5–20 miljoner exemplar, ett tydligt bevis på den stora potential som finns inom marknaden. Koncernens flaggskeppstitel "Hela" tillkännagavs under Q3-24 och har sedan dess mottagits väl, med jämförelser till framgångsrika titlar såsom "Unravel" och "It Takes Two". Hittills har det publicerade materialet av "Hela" genererat närmare 10 miljoner organiska visningar på samtliga kanaler, ett kvitto på spelets breda räckvidd och attraktionskraft. Koncernens spelstudio, Windup Games, utvecklar "Hela" under ledning av Martin Sahlin, skaparen av den mångmiljonsäljande Unravel-serien. Flaggskeppstiteln "Hela" är ett co-op spel i en öppen värld, som bygger på de tematiska elementen som bidrog till "Unravels" mångmiljonsäljande succé. Detta förväntas skapa en stark igenkänningsfaktor och därigenom generera en hög konverteringsgrad från Unravels spelbas och andra indiespel av liknande karaktär.

NATURLIG  
UPPFÖLJARE TILL  
UNRAVEL-SERIEN

## Flaggskeppstiteln "Hela" besitter betydande potential

Flaggskeppstiteln "Hela" estimeras ha potential att sälja ca en (1) miljon exemplar under det estimerade lanseringsåret (2026), och således generera betydande intäkter, tillika kassaflöden framgent. Analyst Group ser spelet som den främsta tillväxt drivaren på sikt, och det ackumulerade antalet sålda enheter fram till år 2030 estimeras uppgå till ca 3,5 miljoner. Vidare bedöms spelet ha stark potential att generera goda försäljningssiffror under många år efter lansering, med en så kallad *long-tail*-effekt. För att sätta detta i kontext kan de estimerade försäljningssiffrorna jämföras med exempelvis "Unravel" och "It Takes Two", som sålt över 7,5 miljoner respektive 20 miljoner exemplar. Med Analyst Groups antaganden motsvarar de estimerade sålda enheterna fram till år 2030 ca 47 % respektive 18 % av dessa titlars försäljning, vilket ger en fingervisning om den breda kommersiella potential som spelet besitter. Med skaparen av Unravel-serien vid rodret, ett gynnsamt förlagsavtal om sammanlagt 4,5 MUSD med Knights Peak, en division för premiumspel inom MY.GAMES, samt ett varmt mottagande av spelet, bedöms Kinda Brave ha goda förutsättningar för en framgångsrik lansering av "Hela".

FÖRLAGSAVTAL  
MÖJLIGGÖR  
ACCELERERAD  
UTVECKLING AV  
"HELA"

## Nyckelpersoner med gedigen erfarenhet inom spelindustrin

Med erfarenhet från bolag såsom EA, PlayStation, Stillfront och Starbreeze besitter Koncernen ett starkt humankapital, vilket skapar gynnsamma förutsättningar för framtida spellanseringar. Inom Windup Games har majoriteten av teamet mångårig erfarenhet av att arbeta tillsammans och innehar en rad lyckade lanseringar i bagaget. Detta medför en lägre utvecklingsrisk jämfört med många andra indiespelstudios, då de är väl insatta i processerna och kan således arbeta proaktivt för att undvika de vanliga misstagen som ofta blir kostsamma. Genom de ackumulerade erfarenheterna skapas en solid grund för möjligheten att producera spel på ett kostnads- och tidseffektivt vis, vilket, i en bransch som i hög grad kännetecknas av brist på kompetent personal, inte är att underskatta. Nyckelpersoner inom Koncernen har även erfarenhet från den finansiella sektorn, vilket förväntas skapa en stark kombination av företagsamhet och kreativitet, vilket därmed förväntas bidra till en fortsatt stark operationell utveckling de kommande åren.

STARKT  
HUMANKAPITAL

## Synergieffekter mellan verksamhetsområdena

Till följd av den intensiva konkurrensen som kännetecknar indiespelmarknaden blir det allt viktigare att bygga starka IP:s. Den svenska spelstudio Hazelight Studios, med spelet It Takes Two, är ett bevis på den starka intjäningsförmåga som kan följa ett framgångsrikt förvalt IP. Spelet har som tidigare nämnts sålts i över 20 miljoner exemplar, och avtal har även ingåtts om att lanseras som film och TV-serie. Kinda Brave tillämpar en liknande transmediastrategi, där Koncernen syftar till att bygga starka IP:s genom sammanlänkade universum över flera medieplattformar. Detta skapar tydliga synergieffekter mellan verksamhetsområdena och stärker relationen med fansen, vilket kan monetariserar för att generera flera intäktströmmar till en hög marginal. Dessa intäkter kan sedan återinvesteras i nya spelprojekt eller potentiella förvärv, vilket ytterligare stärker Koncernens tillväxtpotentialer framgent.

TRANSMEDIA-  
STRATEGI  
BÄDDAR FÖR  
SYNERGIER

## Prognos och värdering

I ett Base scenario estimeras "Hela" sälja en (1) miljon exemplar under år 2026, motsvarande en omsättning om ca 118 MSEK. Med en målmultipel om EV/S 1,0x och en WACC om 11,6 % erhålls ett potentiellt nuvärde om 3,4 kr per aktie, kompletterat med en DCF-modell som indikerar 2,7 kr per aktie. Diskrepansen beror på att majoriteten av värdet i DCF-modellen ligger längre fram i tiden, och med hänsyn till osäkerheten kring den långsiktiga intjäningsförmågan anses relativvärderingen mer motiverad.

3,4 KR  
PER AKTIE  
BASE SCENARIO



# Bolagsbeskrivning

ERFARENHET FRÅN  
BOLAG SÅSOM:



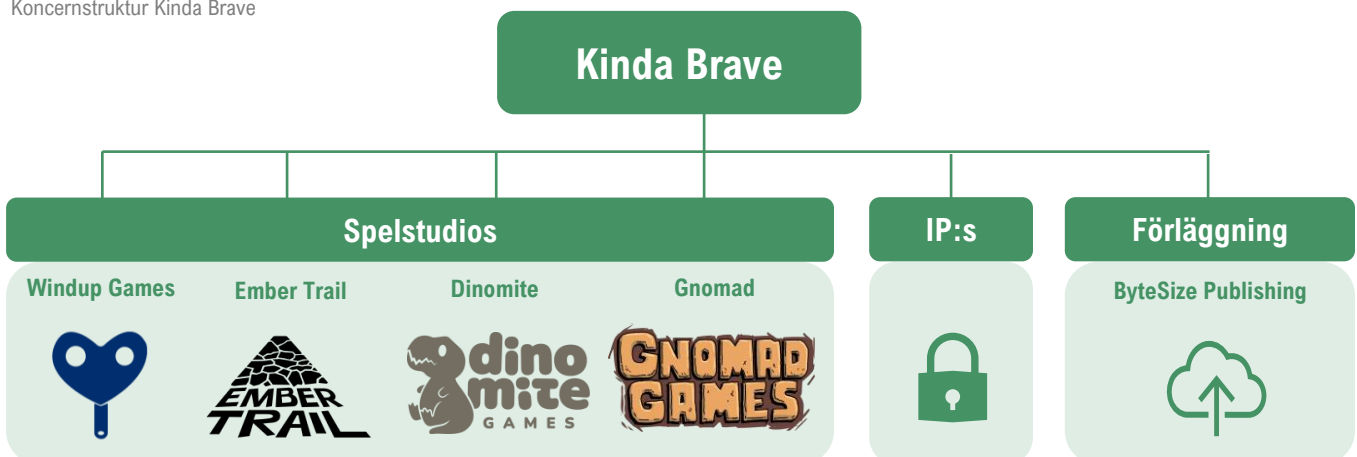
TRANSMEDIA-  
STRATEGI BÄDDAR  
FÖR STARKA  
SYNERGIEFFEKTER

Kinda Brave grundades år 2022 och är idag en modern spelkoncern bestående av tre verksamhetsområden: **spelstudios**, **IP:s** och **tredjepartsförläggning**. Dotterbolagen som bildar Koncernen förvärvades för ca 1,3 MSEK under Q3-23, och idag äger Kinda Brave fyra oberoende spelstudios med kompetenta och erfarna spelutvecklare från tidigare roller inom exempelvis EA, Sony, Starbreeze och Stillfront. Huvudnischen inom Koncernen för spelutveckling är indiekategorin, en spelkategori som inkluderar tidigare succéer såsom Unravel, Valheim och AmongUs. Vidare äger Kinda Brave IP:s (immateriella rättigheter) från egenutvecklade spel och förvärvade spelstudios. Koncernens förvaltade IP:s förväntas kunna användas, inte bara för fortsatt spelutveckling, utan även för licensiering till kreatörer av filmer, tv-serier och serietidningar. Kinda Braves tredje verksamhetsområde består av en division inriktad på förläggning av speltitlar, producerade av tredjepartsaktörer. Koncernen drar således nytta av den gedigna erfarenheten och kompetensen som finns inom organisationen för att hjälpa andra spelstudios att nå ut till den breda spelmarknaden. Framgent förväntas Kinda Braves fokus riktas mot lansering av nya spel samt spelutveckling genom nuvarande spelstudios, vilket väntas medföra en breddad IP-portfölj. Analyst Group ser även möjligheter till förvärv av nya studios och bolag inom relaterade områden, såsom videoproduktion, även om detta inte inkluderas i gjorda prognoser, samt ett fortsatt tillväxtdrivande arbete med förläggning av tredjepartstitlar. Nedan beskrivs Kinda Braves tre verksamhetsområden: *spelstudios*, *IP:s* och *förläggning*:

- Koncernens oberoende **spelstudios** utvecklar och lanserar spel, vilka säljs via distributionsplattformar såsom Steam, Playstation Store och Xbox Marketplace. Totalt har plattformarna +400 miljoner månatligt aktiva användare, vilket möjliggör för Kinda Brave att, genom spelportföljen, nå ut till en stor kundgrupp. Intäkterna generas från det initiala spelköpet, men även genom tilläggsköp och expansionspaket. I dagsläget har Koncernen fyra oberoende spelstudios med kompetenta och erfarna spelutvecklare från tidigare roller inom, exempelvis, EA, Sony, Starbreeze och Stillfront.
- Kinda Braves helägda **IP:s** kan utlicensieras till tredjepartsaktörer för exempelvis produktion av film, tv-serier, serietidningar och handelsvaror. Vidare kan äganderätten för IP:s även säljas, vilket har potential att generera höga engångsintäkter. Kinda Braves transmediastrategi syftar till att bygga starka IP:s genom sammanlänkade universum över flera medieplattformar. Detta skapar tydliga synergieffekter mellan verksamhetsområdena och stärker relationen med fansen, vilket sedermera kan monetariseras för att generera flera intäktsströmmar, vilka sedan kan återinvesteras i nya spelprojekt eller potentiella förvärv.
- **Förläggningen** sker via en division under namnet ByteSize Publishing. Divisionen investerar per projekt, till ett estimerat belopp om ca 50 000 USD, för att vidareutveckla och förbättra tredjepartsstudios spel. Vid lansering erhålls sedan en specifik andel av varje sålt exemplar. Framgångsrika samarbeten förväntas facilitera fler projekt eller ett förvärv av hela den stöttade spelstudion. Bytesize arbetar nära GDWC (The Game Development World Championship) för att identifiera och attrahera intressanta spel inom indiekategorin.

Kinda Braves koncernstruktur skapar goda förutsättningar för synergieffekter mellan verksamhetsområdena.

Koncernstruktur Kinda Brave



Källa: Kinda Brave



### Flaggskeppsspelet "Hela"

Spelet "Hela" utgör Koncernens flaggskeppstitel, ett co-op-spel som beskrivs som ett hjärtevärmande 3D-äventyr i en öppen värld, spelat i tredje person och inspirerat av skandinavisk folklöre. Spelet har utvecklats av Kinda Braves erfarna spelstudio, Windup Games, vilken leds kreativt av Martin Sahlin, skaparen av den hyllade och mångmiljonsäljande succéserien "Unravel", som gavs ut av EA år 2016 respektive 2018. Flaggskeppstiteln "Hela" har utvecklats med stöd av spelardata och feedback från Unravel, vilket har möjliggjort vidareutveckling av liknande tematiska inslag som låg till grund för seriens framgång. Detta tillvägagångssätt förväntas skapa en hög igenkänningsfaktor och bidra till en betydande konverteringsgrad från Unravels etablerade spelarbas.

Spelet bygger på en förtrollande berättelse om en häxa och hennes följeslagare – ett modigt gäng små möss. Under många år har den godhjärtade häxan använt sin magi för att hjälpa lokalbefolkningen, men nu har hon insjuknat och behöver själv hjälp. Det blir upp till mössen att hitta ett botemedel och samtidigt hålla "häxverksamheten" igång i hennes frånvaro.

#### Huvudfunktioner

- **Bli en häxas följeslagare:** Ta rollen som en modig och smidig mus med unika magiska förmågor.
- **Fängslande spelupplevelse:** Erbjuder en varierad mix av utforskning, förflyttning, insamling, pussellösning, action och brygning.
- **En helande upplevelse:** Spelet utspelar sig i den storslagna skandinaviska naturen och erbjuder en rogivande och behaglig resa.



### Varmt mottagande av spelet bådar gott inför lansering

Spelet tillkännagavs under Q3-24, då debuttrailern av spelet, vilken kan ses [här](#), visades upp på Gamescom, en av världens största tv- och datorspelsmässor. Sedan annonseringen av spelet har intresset från branschmedia och presumtiva spelare vuxit gradvis, vilket illustreras av närmare 10 miljoner organiska visningar av publicerat material i samtliga kanaler. I slutet av november 2024 presenterade Kinda Brave en ny gameplay-trailer på The Mix Fall Showcase och tillkännagav att spelet kommer att släppas på både PlayStation och Xbox. Den nya gameplay-trailern finns tillgänglig på plattformsägarnas globala YouTube-kanaler, där den hittills har mottagits varmt av spelarcommunityt.

De närmare 10 miljoner organiska visningarna är ett starkt kvitto på det varma mottagande spelet har fått. Att spelet bygger på inslag som låg till grund för Unravels succé kan också skönjas i de initiala reaktionerna från gamingkollektivet, där många drar paralleller mellan "Hela" och "Unravel", vilket har sålts i över 7,5 miljoner exemplar. Vidare har liknelser gjorts med spelet "It Takes Two", utvecklat av den svenska spelstudio Hazelight Studios, som har sålts i över 20 miljoner exemplar. Även om det är utmanande att kvantifiera det varma mottagandet och de övervägande positiva kommentarerna kring spelet, anser Analyst Group att detta stärker tesen om att spelet har goda möjligheter att uppnå en hög konverteringsgrad bland spelarbasen för liknande indiespel, såsom "Unravel" och "It Takes Two".

### Förlagsavtal med en etablerad aktör

Under Q3-24 ingick Kinda Brave ett förlagsavtal med Knights Peak avseende "Hela", vilket är en nystartad division inom den europeiska förläggaren MY.GAMES, som kommer att fokusera på premiumspel inom PC och konsol. Avtalet har ett totalt värde om 4,5 MUSD, varav 3,8 MUSD avses betalas ut kontant, förutsatt att Kinda Brave levererar enligt avtalade utvecklingsmilstolpar. Resterande 0,7 MUSD är avsatta för att bl.a. gå till marknadsföringskostnader, allmänna förlagsutgifter samt kvalitetssäkringsarbete kopplat till spelets lansering. Koncernen har hittills erhållit två milstolpsbetalningar om 0,3 MUSD respektive 0,4 MUSD, där fler betalningar förväntas i takt med att Koncernen exekverar på avtalade milstolpar. Avtalet ger Knights Peak exklusiva globala rättigheter att distribuera och sälja "Hela" på samtliga PC- och konsolplattformar.

Sedan Kinda Brave ingick ett förlagsavtal med Knights Peak har fler resurser riktats åt att accelerera utvecklingen av "Hela". Analyst Group bedömer således att det finns en option till en tidigareläggning av lanseringen, som för närvarande är estimerad till Q1-26, förutsatt att Koncernen uppfyller samtliga utvecklingsmilstolpar under år 2025. Samtidigt kan risken för en försenad lansering av "Hela" inte uteslutas, då hinder i att nå utvecklingsmilstolpar skulle kunna påverka tidsplanen negativt. Koncernen har dock vid upprepade tillfällen kommunicerat att utvecklingen av spelet fortlöper enligt plan och att det för närvarande inte finns några tecken på förseningar. En potentiell tidigarelagd lansering utgör en trigger, då den skulle förkorta tiden tills dess att Kinda Brave börjar generera försäljning, tillika kassaflöden.



VÄLETABLERAD  
FÖRLAGSAKTÖR



### Primära spelstudios



**Windup Games** består av ett team om 23 personer och leds kreativt av Martin Sahlén, skaparen av den framgångsrika Unravel-serien, vilken har sålts i miljontals exemplar världen över. Windup Games utvecklar flaggskeppstiteln **Hela** inspirerat av Unravel med en estimerad lansering under år 2026.



**Ember Trail** grundades år 2017 och står bakom spelet Main Assembly, vilket lanserades under år 2021 och har sedan dess sålts i över 37 000 exemplar. Ember Trail lanserade under Q1-24 spelet **Distant Bloom**, och under Q4-24 ingicks ett globalt förlagsavtal med Aurora Punks för både PC och konsol.



**Dinomite Games** grundades år 2016 och lanserade under Q1-24 spelet **Go Fight Fantastic**, primärt till PC. Under Q4-24 ingicks ett globalt förlagsavtal med Aurora Punks för PC och konsol.

### Spel i portföljen



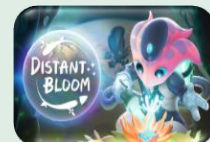
#### Hela

Estimerad lansering: Q1-26



#### Distant Bloom

Lansering: Q1-24



#### Go Fight Fantastic

Lansering: Q1-24



### Starka synergieffekter och team

Kinda Braves intäktmodell är grundad på tre verksamhetsområden som kompletterar och stärker varandra genom tydliga synergieffekter. När en av de fyra spelstudiorna inom Kinda Brave utvecklar och lanserar en potentiellt framgångsrik speltitel, genereras intäkter från försäljningen, samtidigt som spelet adderas som ett värdefullt IP. Titeln kan utlicensieras till tredjepartsaktörer för användning i filmer, tv-serier, serietidningar och handelsvaror, vilket kan skapa ytterligare intäktskällor för Koncernen. Vidare bidrar den beprövade kunskapen inom Koncernen till att andra spelstudios potentiellt använder Kinda Brave för att dra nytta av förläggarverksamheten vid spellansering. Det finns således tydlig potential till synergieffekter mellan verksamhetsområdena, vilket är vanligt förekommande bland framgångsrika gamingbolag. Analyst Group bedömer att Kinda Brave har goda möjligheter för en liknande utveckling, framför allt avseende spelet "Hela", men även genom de nyligen lanserade spelen Go Fight Fantastic och Distant Bloom.

### Gedigen erfarenhet inom ledningen och spelstudios

Ledningsgruppen har erfarenhet från väletablerade aktörer såsom EA och Sony, vilket främjar Koncernens kreativa miljö. Dessutom har ledande personer inom Koncernen kunskap från den finansiella sektorn, vilket Analyst Group ser som en klar fördel för den operationella utvecklingen. Koncernens spelstudios består av nyckelpersoner med erfarenheter från tidigare framgångsrika spellanseringar samt roller inom företag såsom Sony, Stillfront, Starbreeze och EA, vilket illustrerar Koncernens betydande humankapital, något som värderas högt då Koncernens finansiella resurser är begränsade. Indiespelet Valheim, som utvecklades av ett team om fem personer med en begränsad budget, har hittills sålts i över 13 miljoner exemplar, vilket tydligt visar hur viktig kreativitet är för framgång inom spelindustrin.

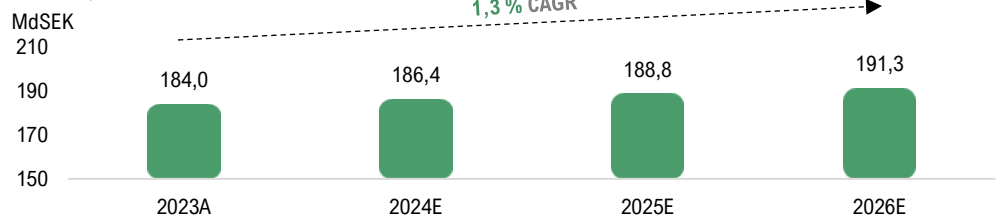
**191,3 mdUSD**  
GLOBALA SPEL-  
MARKNADEN  
2026E

### Bred och omfattande global spelmarknad

Kinda Brave är verksamma på den globala spelmarknaden, vilken uppskattades vara värd ca 184 mdUSD år 2023, och förväntas uppvisa en årlig tillväxttakt om 1,3 % fram tills år 2026, motsvarande ett marknadsvärde om 191,3 mdUSD vid periodens slut.<sup>1</sup> Marknadsturbulensen som upplevdes efter Covid-19 förväntas stabiliseras under år 2024 och marknaden estimeras återgå till en stabil tillväxt framgent. De främsta tillväxtdrivarna förväntas vara en ny generation av konsoler samt lansering av nya spel. Dessutom har spelmarknaden under de senaste åren utvecklats mot allt större integration mellan olika spelplattformar, vilket förväntas fortsätta och således förbättra kundupplevelsen framgent. Mobilspel har upplevt en hög tillväxttakt under de senaste åren men i och med ökade integritets- och säkerhetslösningar från mobiltillverkare förväntas PC och konsol driva marknads tillväxt framgent. Det totala antalet aktiva spelare på alla spelplattformar globalt uppgår i dagsläget till 3,4 miljarder, vilket estimeras fortsätta öka och uppgå till 3,8 miljarder år 2026. Asien samt Stillahavsregionsregionen utgör den största geografiska marknaden där antalet aktiva spelare estimeras uppgå till 1,8 miljarder och en genererad omsättning om 84,1 mdUSD för år 2023.<sup>1</sup> Under år 2022 omsatte svenska spelbolag 3,1 mdEUR inom Sverige vilket var en ökning med 13 % jämfört med år 2021. Inkluderat utlandsbaserade dotterbolag, uppgick omsättningen för svenska spelbolag till 8,1 mdEUR år 2022.<sup>2</sup>

#### Estimerad tillväxt inom den omfattande globala spelmarknaden.

Globala spelmarknaden, 2023A-2026E



Källa: Newzoo (2023). Global Games Market Report.

### Marknaden för indiespel

Spel som är utvecklade av individer eller mindre bolag utan stöd från större utgivare eller spelföretag faller inom kategorin indiespel. Marknaden för indiespel har genomgått betydande förändringar under de senaste åren och har blivit en större del av den totala spelmarknaden. AAA-kategorin representerar spel som är producerade och distribuerade utav medelstora eller stora utgivare. Gentemot etablerade spelutgivare tenderar indiespel kännetecknas av ökad innovation, experimentella spelsätt och nytänkande upplägg, vilket har drivit marknads tillväxt. Tillväxten av indiespelmarknaden har möjliggjorts utav ökad tillgänglighet av utvecklings- samt digitala distributionsplattformar såsom Steam, vilket har minskat inträdesbarriärerna på den globala spelmarknaden.

Ovan nämnda faktorer har drivit på mängden lanseringar av indiespel, vilket resulterat i en tuffare konkurrens. Samtidigt har de minskade inträdesbarriärerna möjliggjort för indiespel, utvecklade av studios bestående av en handfull personer med begränsad budget, att toppa försäljningslistorna på välkända spelplattformar. Exempel på framgångsrika spel som ansluter skaran är Unravel, Valheim och Among Us, vilka har sålts i miljontals exemplar och genererat hög ROI. Ytterligare ett exempel är den svenska spelstudion Hazelight Studios, med spelet It Takes Two, som visar på den starka intjäningsförmåga som kan följa ett framgångsrikt förvaltat IP. Spelet har sålts i över 20 miljoner exemplar och avtal har även ingåtts om att lanseras som film och TV-serie.

### Axplock av framgångsrika indiespel

UNRAVEL

>7,5M

Est. sålda enheter

AMONG US

>10M

Est. sålda enheter

VALHEIM

>13M

Est. sålda enheter

it takes two

>20M

Est. sålda enheter

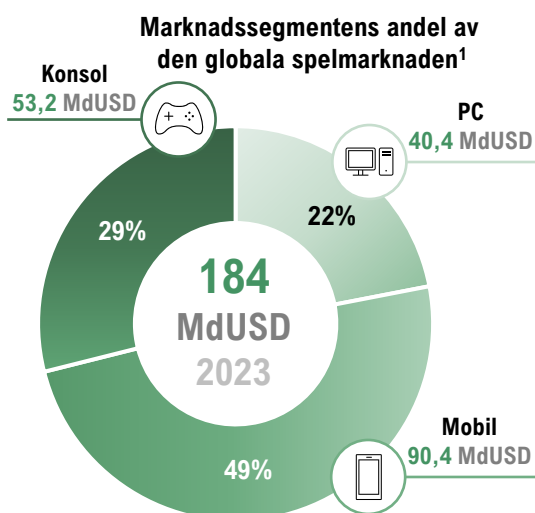
<sup>1</sup>Newzoo (2023). Global Games Market Report.

<sup>2</sup>Dataspelebranschen (2023). Spelutvecklingsindex 2023.

## Spelindustrins marknadssegment

Spelmarknaden kan delas in i tre primära underkategorier utifrån vilken typ av plattform som används vid spelande:

- Inom **Konsol**, även känt som TV-spel, sker spelandet via videokonsoler vilka främst produceras och säljs utav marknadsledande bolag såsom Sony (Playstation) och Microsoft (Xbox). Jämfört med mobilspel erbjuder konsoler en betydligt högre prestanda för spel inom AAA-kategorin. Därtill, på grund av bättre specifikationer inom konsoler kan även spel med lägre prestanda spelas vilket leder till en bred marknad av tillgängliga spel. Antalet aktiva konsolspelare estimeras uppgå till 625 miljoner och marknaden för TV-spel utgjorde ca 53,2 mdUSD, eller 28,9 %, av den globala spelmarknaden år 2023.<sup>1</sup>
- Mobil** är den största plattformen för spelande och består av mobila enheter såsom telefoner och surfplattor. Plattformen har med mobilens kraftiga framväxt och tillgänglighet utanför västvärlden, i kombination med ökad prestanda, blivit ett allt mer populärt verktyg för spelande. Vidare är mobilspel främst utvecklade med lägre grafik, prestanda och pris för att nå ut till en bredare marknad av kunder. I dagsläget utgör mobilspel ca 49 % av den globala spelmarknaden och värderades till ett uppskattat värde om ca 90,4 mdUSD år 2023 där antalet spelare uppskattades uppgå till 2,8 miljarder.<sup>1</sup> Distribution av mobilspel sker främst genom inbyggda applikationsbutiker där App Store för iPhone och Google Play för Android är det mest förekommande alternativen.
- Slutligen utgör **PC** den minsta underkategorin av spelmarknaden. Spelandet sker genom stationära eller bärbara persondatorer via nedladdningsbara spel eller webbläsare. Märkbart för PC är att prestanda bestäms av PC-innehavaren, varpå utbudet av spel är direkt beroende av PC:ns specifikationer. En kraftfull dator kan spela AAA-klassificerade konsolspel med samma eller högre kvalitet medan en sämre dator begränsas till spel i nivå med mobilspel. PC-segmentet utgör ca 40,4 mdUSD, motsvarande ca 22 %, av den globala spelmarknaden.<sup>1</sup>



## Spelbranschens värdekedja

Värdekedjan för spel, från utveckling till konsumtion, delas ofta in i fem väsentliga funktioner: immateriella rättigheter, utveckling, förläggning, distribution och marknadsföring. Kinda Brave är aktiv inom flera av dessa led som IP-ägare, spelutvecklare och förläggare. Koncernen är väl positionerat för att främja framtida tillväxt och arbetar långsiktigt för att stärka ställningen inom hela värdekedjan. Nedan följer en illustration av spelbranschens värdekedja och dess olika beståndsdelar:



<sup>1</sup>Newzoo (2023). Global Games Market Report.

## Intäktsprognos 2024-2025

Initialt estimeras Koncernen generera intäkter från Go Fight Fantastic och Distant Bloom, båda lanserade under Q1-24. Tillsammans med förlagsavtalet med Knights Peak, avseende Koncernens flaggskeppstitel "Hela", estimeras detta generera ytterligare intäkter under åren 2024–2025 i form av löpande milstolpsbetalningar. Analyst Group estimerar att Kinda Brave kommer att uppfylla samtliga villkor för utvecklingen av spelet "Hela" och därigenom erhåller den totala kontantbetalningen om 3,8 MUSD (ca 38,9 MSEK), utbetald löpande under perioden 2024–2025. I våra prognoser redovisas de estimerade milstolpsbetalningarna från förläggaren under övriga rörelseintäkter, vilka för åren 2024 och 2025 estimeras uppgå till 12 MSEK respektive 26,9 MSEK.

## Intäktsprognos 2026-2030

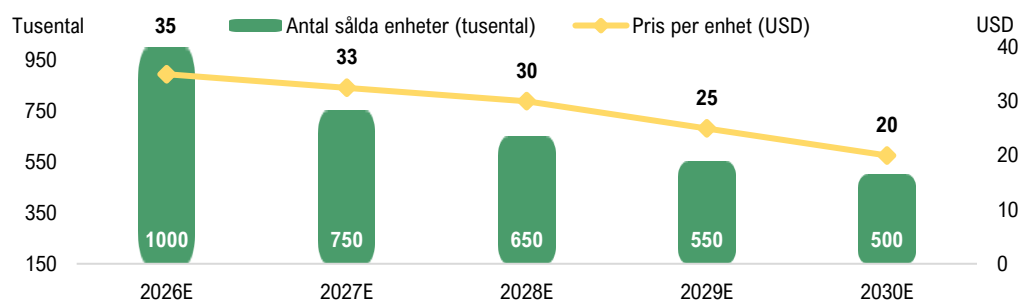
För att estimerar intäkterna från Koncernens flaggskeppstitel "Hela" görs antaganden, bl.a. avseende tid för lansering, antal sålda enheter och erhållen royalty per enhet, där den sistnämnda komponenten påverkas av faktorer såsom moms, plattformavgifter och intäktsfördelning mellan Koncernen och förläggare.

År 2026 estimeras en drastiskt intäktsökning genom lanseringen av flaggskeppsspelet "Hela", vilket estimeras lanseras under Q1-26. Analyst Group bedömer att spelet har goda möjligheter att attrahera Unravel-publiken och således uppnå en stark försäljning under lanseringsåret, dels då studion leds av Martin Sahlin, medskaparen av den framgångsrika och mångmiljonsäljande Unravel-serien, dels då spelet är byggt på etablerade tematiska element som antas attrahera Unravel-publiken. Detta förväntas bidra till en hög igenkänningsfaktor och följaktligen en god konverteringsgrad bland fansen. Unravel-serien har sedan lanseringen sålt över 7,5 miljoner exemplar, och Analyst Group bedömer att "Hela" har potential att sälja en (1) miljon exemplar under det estimerade lanseringsåret 2026. Till skillnad från många AAA-spel, som säljer lejonparten av exemplaren under de första månaderna efter lansering, förväntas Kinda Braves flaggskeppsspel "Hela" uppnå en längre och mer utdragen försäljningskurva, vilket inom branschen benämns som *long-tail*. Detta innebär att spelet förväntas sälja under flera år efter lansering, där Analyst Group estimerar att det ackumulerade antalet sålda enheter år 2030 uppgår till ca 3,5 miljoner.

**GODA  
MÖJLIGHETER  
ATT ATTRAHERA  
UNRAVEL-  
FANSEN**

### En erfaren spelstudio, som leds kreativt av medskaparen av Unravel-serien, bäddar för en stark lansering.

Estimerat antal sålda enheter och estimerat pris per enhet



Källa: Analyst Groups estimat

**1 MILJON  
SÅLDA ENHETER  
2026E**

Analyst Group estimerar att spelet initialt kommer att säljas till slutkonsument för ca 35 USD per enhet, men där bl.a. kampanjer och ett med tiden avtagande intresse kommer att mynna ut i ett gradvis sjunkande genomsnittspris, vilket väntas uppgå till ca 20 USD per enhet år 2030 och framåt. Dock förväntas så kallat DLC (downloadable content) kompensera något för det avtagande försäljningspriset, vilket har tagits höjd för i de prognostiserade försäljningspriserna.

Med det ingångna förlagsavtalet med Knights Peak förväntas Kinda Brave dra nytta av förläggarens riskdelning genom bidrag till utvecklingskostnader och förskottsbetalningar samt erhålla stöd genom en omfattande marknadsföringsbudget och etablerade nätverk för att optimera lanseringens genomslag. Inom spelindustrin är det vanligt att förlagsaktörer, med betydande finansiella resurser i förhållande till spelstudion, bistår med de initiala investeringar som krävs för att färdigställa spelet och nå lansering, avtalen är vanligtvis utformade så att förlagsparten erhåller en högre andel av försäljningen tills dess att deras investering är återbetald.

Den inledande försäljningsperioden efter lanseringen, då förläggaren ännu inte har återbetalat investeringen, benämns ofta som *Pre-Recoup*, och fördelningen av royalties är då starkt gynnsam för förläggaren. När förläggaren har fått investeringen återbetald och börjat generera vinst förändras fördelningen av erhållna royalties till fördel för spelstudion, vilket benämns som *Post-Recoup*.

Ytterligare två faktorer att ta i beaktning innan intäktsfördelningen mellan Koncernen och förlagsaktören äger rum är moms och plattformsavgifter till spelplattformar såsom Steam och PlayStation Store, vilka Analyst Group estimerar uppgår till 15 % (moms) respektive 30 % (plattformsavgifter).

Som tidigare nämnts estimerar Analyst Group att de totala milstolpsbetalningarna för utvecklingen av "Hela" uppgår till ca 39 MSEK. Då Analyst Group prognostiserar en stark försäljning under lanseringsåret, estimeras förläggarens investeringar återbetalas redan under år 2026. Således uppgår den genomsnittliga andelen som förväntas tillfalla Kinda Brave under prognosperioden till ca 47 %, vilket både tar Pre- och Post-Recoup i beaktning. Med hänsyn till den andel som faller bort i moms och plattformsavgifter, resulterar detta i att ca 32 % av det pris som slutkonsumenten betalar slutligen tillfaller Koncernen. Tabellen nedan illustrerar vilka faktorer som leder till det slutgiltiga nettopriset som tillfaller Kinda Brave.

Illustrativ intäktsfördelning	(USD)
Bruttopris per enhet	35,0
- Moms (15 %)	-5,3
<b>Bruttointäkt per enhet (exkl. moms)</b>	<b>29,8</b>
- Plattformavgift (30 %)	-8,9
<b>Bruttointäkt per enhet (exkl. moms och plattformsavg.)</b>	<b>20,8</b>
- Royalties till förläggare (47 %)	-9,8
<b>Nettointäkt per enhet</b>	<b>11,0</b>
Kinda Braves andel av pris per enhet	32%

### Kostnadsprognos

Då Kinda Brave tillämpar en licensmodell förväntas bruttomarginalen fluktuera strax under 100 %. Koncernen använder spelmotorn Unreal Engine, vilket är en mjukvarukomponent som används för spelutveckling, där Kinda Brave betalar en licensavgift till företaget. Analyst Group estimerar att denna kostnad uppgår till ca 2 % av omsättningen, vilket resulterar i en estimerad bruttomarginal om ca 98 %.

Koncernens kostnadsbas på rörelsenivå förväntas primärt bestå av personalkostnad och övriga externa kostnader, där personalkostnaderna primärt är hänförliga till spelutveckling. Koncernen fokuserar för närvarande på att effektivisera organisationen för att etablera en hållbar kostnadsstruktur fram till dess att intäkter börjar genereras. Under år 2024 förväntas Koncernen ha en förhållandevis hög kostnadsnivå gentemot intäkter, särskilt i form av personalkostnader från samtliga studios, med ett betydande fokus på utvecklingen av spelet "Hela". Under Q3-24 har Koncernen genomfört aktiviteter med fokus på att effektivisera verksamheten och styra om mot en mer kommersiell inriktning, vilket innebär att personalstyrkan i Koncernens mindre studios har reducerats. Dessa kostnadsbesparingar förväntas successivt realiseras under Q4-24, med full effekt estimerad från och med Q1-25. I takt med att spelet närmar sig lansering och effektiviseringarna bär frukt, förväntas personalkostnaderna successivt minska, vilka estimeras uppgå till ca 21,5 MSEK år 2026. Efter lanseringen av "Hela", som estimeras ske under år 2026, förväntas Koncernen reducera personalstyrkan avsevärt, då fortsatt arbete med DLC och uppgraderingar av spelet inte bedöms kräva lika betydande personalresurser.

Utöver anställda sysselsätter Koncernen ett varierande antal personer genom konsultuppdrag, primärt inom spelutveckling, vilket gör att Kinda Brave smidigare kan anpassa arbetskapaciteten utefter behov, samtidigt som specialiserad expertis säkerställs under olika projektmoment. Dessa kostnader bokas under övriga externa kostnader och utgör en betydande del av kostnadsbasen, men är mer anpassningsbar och således av mer rörlig karaktär i jämförelse med Koncernens personalkostnader. Analyst Group estimerar att Koncernen fortsatt kommer att ha ett behov av konsulter framgent, vilket förväntas följa motsvarande trend som övrig personalstyrka, varför denna kostnadspost förväntas uppgå till ca 14-20 MSEK mellan åren 2024-2026.

Då majoriteten av kostnadsstrukturerna är av fast karaktär förväntas skalbarheten i Kinda Braves kapitallätta affärsmodell realiseras i takt med att försäljningen ökar, vilket estimeras spela ut under år 2026. Å andra sidan skapar en fast kostnadsstruktur mindre flexibilitet i händelse av utmanade tider, såsom en misslyckad spellansering, där en fast kostnads massa inte täcker upp för bristande intäktsströmmar.

## Aktiverade kostnader

Att investera betydande summor i spelutveckling är en naturlig del av spelbranschen, och dessa utgifter aktiveras i regel på balansräkningen som en tillgång för att sedan skrivas av. Kinda Brave aktiverar majoriteten av utvecklingskostnaderna relaterade till spelutveckling på balansräkningen, vilket minskar kostnaderna i resultaträkningen samtidigt som balansomslutningen ökar i motsvarande utsträckning, varför effekten av de aktiverade utvecklingskostnaderna syns i resultaträkningen genom avskrivningar. Bolag inom spelbranschen brukar i regel skriva av aktiverade utvecklingskostnader relativt aggressivt i samband med att spelet är färdigt och lanseras. I detta avseende avviker Kinda Brave från normen, då de genom tillämpning av K3 skriver av aktiverade kostnader linjärt över en femårsperiod från dess att spelet är färdigställt, vilket Analyst Group estimeras ske under Q1-26. Analyst Group estimerar att Koncernen kommer att aktivera ca 15-28 MSEK årligen mellan 2024-2025, där majoriteten förväntas vara hänförligt till utveckling av flaggskeppstiteln "Hela". När spelet är färdigställt förväntas en del av teamet utveckla så kallade tillägs- och expansionsmaterial, så kallat DLC. Samtidigt förväntas majoriteten av studion påbörja nya spelprojekt, varför Koncernen förväntas ha fortsatta utvecklingskostnader, om än lägre än innan.

## Rörelsekapital

Genom Koncernens strategi att licensiera ut förläggning, distribution och marknadsföring, opererar Kinda Brave med en kapitallätt affärsmodell som binder minimalt med kapital. Även om fluktuationer i kundfordringar kopplade till royalties förväntas när lanseringen av spelen sker, estimeras effekten på lång sikt till en nettoeffekt om nära till noll. Följaktligen förväntas inga väsentliga förändringar i nettorörelsekapitalet, och dessa är därför inte inkluderade i modellen.

Nedan följer en sammanställning av Analyst Groups prognoser under perioden 2024-2030E.

Base scenario (tSEK)	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
<b>Nettoomsättning</b>	<b>41</b>	<b>2 134</b>	<b>7 643</b>	<b>117 779</b>	<b>81 729</b>	<b>64 699</b>	<b>45 327</b>	<b>32 893</b>
Aktiverat arbete för egen räkning	16 370	27 500	15 000	8 000	5 000	2 000	2 000	1 000
Övriga rörelseintäkter	99	12 000	26 900	0	0	0	0	0
Total omsättning	16 510	41 634	49 543	125 779	86 729	66 699	47 327	33 893
COGS	0	-77	-153	-2 356	-1 635	-1 294	-907	-658
<b>Bruttovinst</b>	<b>16 510</b>	<b>41 557</b>	<b>49 390</b>	<b>123 423</b>	<b>85 095</b>	<b>65 405</b>	<b>46 421</b>	<b>33 235</b>
Bruttomarginal (adj.) <sup>1</sup>	100,0%	96,4%	98,0%	98,0%	98,0%	98,0%	98,0%	98,0%
Övriga externa kostnader	-16 428	-19 714	-15 771	-13 563	-11 936	-10 145	-8 421	-5 473
Personalkostnader	-15 853	-29 040	-24 420	-21 542	-19 227	-16 810	-15 003	-13 116
Övriga rörelsekostnader	-13	-146	0	0	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	<b>-15 783</b>	<b>-7 343</b>	<b>9 199</b>	<b>88 318</b>	<b>53 933</b>	<b>38 450</b>	<b>22 998</b>	<b>14 645</b>
EBITDA-marginal (adj.) <sup>1</sup>	-79511,5%	-2195,2%	-427,8%	68,2%	59,9%	56,3%	46,3%	41,5%
Avskrivningar	-263	-1 747	-2 097	-14 321	-14 474	-11 600	-6 450	-3 600
<b>EBIT</b>	<b>-16 046</b>	<b>-9 090</b>	<b>7 102</b>	<b>73 996</b>	<b>39 459</b>	<b>26 850</b>	<b>16 548</b>	<b>11 045</b>
EBIT-marginal (adj.) <sup>1</sup>	-80159,7%	-2277,0%	-455,3%	56,0%	42,2%	38,4%	32,1%	30,5%
Finansnetto	-882	-2 438	-1 830	-1 475	-1 283	-1 100	-928	-795
<b>EBT</b>	<b>-16 928</b>	<b>-11 527</b>	<b>5 272</b>	<b>72 521</b>	<b>38 176</b>	<b>25 750</b>	<b>15 620</b>	<b>10 250</b>
Skatt	0	0	-1 086	-14 939	-7 864	-5 304	-3 218	-2 112
<b>Nettovinst</b>	<b>-16 928</b>	<b>-11 527</b>	<b>4 186</b>	<b>57 582</b>	<b>30 312</b>	<b>20 445</b>	<b>12 402</b>	<b>8 139</b>
Nettovinstmarginal (adj.) <sup>1</sup>	-82333,4%	-2391,3%	-493,4%	42,1%	31,0%	28,5%	22,9%	21,7%

<sup>1</sup>Justerat för aktiverat arbete och milstolpsbetalningar från förläggaren.



Att värdera Kinda Brave medför en rad utmaningar, inte minst då den nuvarande värderingen är kraftigt baserad på den framtida förväntade framgången av flaggskeppstiteln "Hela". Även om det föreligger en risk att spelet inte når upp till de högt ställda förväntningarna, finns det enligt vår mening flera faktorer som reducerar denna risk, bl.a. hänförligt till ledningens och spelutvecklarnas gedigna erfarenhet och resultat av framgångsrika lanseringar. Detta, i kombination med att spelet byggs i samma anda och anspelar på de framgångsrika element som gjorde Unravel till den mångmiljonsäljande succé den blev, där en av medskaparna till Unravel-universumet är frontfigur i utvecklingen av Kinda Braves nuvarande flaggskeppstitel "Hela", talar för att spelet har goda förutsättningar att lyckas.

### Relativvärdering

För att ge värderingen perspektiv görs en jämförelse mellan Kinda Brave och en peer-grupp bestående av spelbolag noterade dels i Sverige, dels internationellt. Trots att det råder vissa skillnader mellan jämförelsebolagen och Kinda Brave, främst hänförligt till storlek och var i spelindustrins värdekedja bolagen befinner sig, ser Analyst Group likheter avseende värdeerbjudande, adresserbar marknad, tillväxtutsikter, intäktsmodell och marginaler.

Bolag	Enterprise						Omsättning			EBITDA		EBITDA-marginal			
	Mcap (MSEK)	Value (MSEK)	EV/Sales			EV/EBITDA			CAGR 2024-2026E	CAGR 2024-2026E	EBITDA-marginal				
			LTM	2024E	2025E	2026E	LTM	2024E			2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
Embracer	37 540	50 757	1,4x	1,2x	1,4x	1,3x	-44,1x	4,5x	5,8x	4,9x	0,9%	2,0%	27,0%	23,4%	27,1%
Enad Global 7	1 271	1 125	0,7x	0,6x	0,6x	0,5x	4,0x	3,4x	2,5x	1,7x	6,8%	6,1%	19,0%	22,5%	26,0%
Paradox Interactive	19 592	18 476	7,4x	8,8x	6,7x	6,6x	11,9x	14,5x	10,0x	9,8x	2,1%	4,5%	60,7%	66,6%	66,9%
Stillfront	3 768	8 513	1,2x	1,2x	1,2x	1,2x	4,1x	3,7x	3,6x	3,6x	0,3%	-1,7%	34,2%	34,0%	33,9%
Starbreeze B	293	150	0,7x	0,8x	1,1x	0,4x	2,6x	1,7x	6,6x	0,6x	-13,4%	-15,9%	48,4%	16,2%	63,3%
Remedy	2 294	2 083	4,6x	3,6x	2,7x	2,6x	-15,6x	93,8x	12,6x	10,8x	27,5%	N/A	3,8%	21,3%	23,9%
Digital Bros SpA	1 649	1 918	1,4x	1,4x	1,3x	1,0x	4,5x	3,9x	3,4x	2,4x	10,7%	16,8%	35,8%	38,1%	43,3%
Ubisoft	18 431	34 637	1,4x	1,3x	1,5x	1,4x	3,4x	2,6x	4,5x	3,0x	8,6%	7,8%	50,7%	34,3%	44,4%
Electronic Arts Inc	492 373	484 546	5,7x	5,7x	5,5x	5,2x	21,9x	15,8x	15,3x	14,2x	3,4%	2,4%	35,7%	35,9%	36,6%
Take-Two Interactive	375 114	409 944	6,5x	6,7x	6,3x	4,4x	-36,0x	48,9x	45,6x	17,9x	15,2%	30,6%	13,7%	13,9%	24,6%
Maximum	492 373	484 546	7,4x	8,8x	6,7x	6,6x	21,9x	93,8x	45,6x	17,9x	27,5%	30,6%	60,7%	66,6%	66,9%
75th Percentile	33 053	46 727	5,4x	5,1x	4,8x	3,9x	4,4x	15,5x	11,9x	10,5x	10,1%	7,8%	45,2%	35,5%	44,1%
<b>Median</b>	<b>11 100</b>	<b>13 495</b>	<b>1,4x</b>	<b>1,4x</b>	<b>1,5x</b>	<b>1,3x</b>	<b>3,7x</b>	<b>4,2x</b>	<b>6,2x</b>	<b>4,2x</b>	<b>5,1%</b>	<b>4,5%</b>	<b>35,0%</b>	<b>28,7%</b>	<b>35,2%</b>
<b>Mean</b>	<b>95 232</b>	<b>101 215</b>	<b>3,1x</b>	<b>3,1x</b>	<b>2,8x</b>	<b>2,4x</b>	<b>-4,3x</b>	<b>19,3x</b>	<b>11,0x</b>	<b>6,9x</b>	<b>6,2%</b>	<b>5,9%</b>	<b>32,9%</b>	<b>30,6%</b>	<b>39,0%</b>
25th Percentile	1 810	1 959	1,3x	1,2x	1,3x	1,1x	-11,1x	3,5x	3,9x	2,6x	1,2%	2,0%	21,0%	21,6%	26,3%
Minimum	293	150	0,7x	0,6x	0,6x	0,4x	-44,1x	1,7x	2,5x	0,6x	-13,4%	-15,9%	3,8%	13,9%	23,9%
<b>Kinda Brave</b>	<b>32</b>	<b>31</b>	<b>24,5x</b>	<b>14,7x</b>	<b>4,1x</b>	<b>0,3x</b>	<b>-5,3x</b>	<b>-4,3x</b>	<b>3,4x</b>	<b>0,4x</b>	<b>1325,5%</b>	<b>N/A</b>	<b>-2200,4%</b>	<b>-429,0%</b>	<b>68,1%</b>

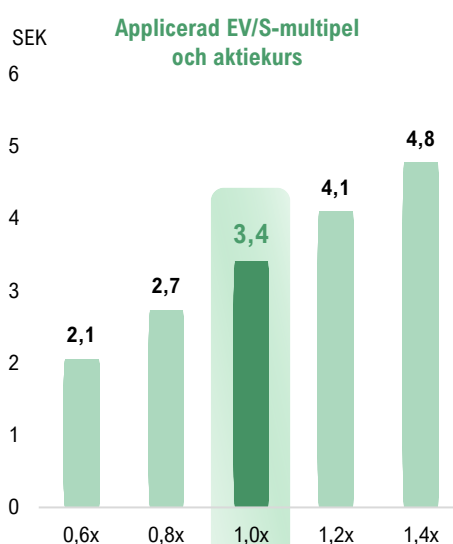
Multipelbaserad relativvärdering inom spelbranschen medför en rad faktorer som kan resultera i missvisande slutsatser, exempelvis dramatiska fluktuationer i försäljning baserat på tajmningen av större spelsläpp. Ytterligare en aspekt, som framför allt får en betydande påverkan på vinstmultiplar är avskrivningar, vilka även tenderar att fluktuera, kopplat till spellanseringar samt beroende på typ av avskrivningsmetod. Således kan vinstmultiplar baserade på EBITDA och EBIT ge missvisande bilder, där det förstnämnda vinstmättet inte fullt ut tar utvecklingskostnader i beaktning, vilket kan resultera i en överskattad bild av lönsamheten, och där EBIT-baserade multiplar påverkas av ojämna avskrivningskostnader relaterade till spellanseringar. Med ovan argument i beaktning har Analyst Group valt att härleda värderingen utifrån en EV/S-multipel, och då Koncernen inte förväntas generera några betydande intäkter fram till lanseringen av "Hela", härleds värderingen baserat på 2026 års prognostiserade omsättning. Kinda Braves omsättning estimeras nå sin peak under år 2026 (118 MSEK), för att sedan avta, vilket motiverar en värderingsrabatt.

Peer-gruppen handlas till en genomsnittlig (median) EV/S-multipel 2026E om 2,4x (1,3x). Avseende de svenska respektive internationella spelbolagen skiljer sig värderingarna, där de svenska bolagen uppvisar en genomsnittlig (median) EV/S 2026E om 2,0x (1,2x) och de internationella uppvisar en multipel om 2,9x (2,6x). Notera att "internationella bolag" i denna kontext refererar till de jämförelsebolag som är noterade i ett annat land än Sverige. När peer-tabellen studeras är det tydligt att de svenska spelbolagen förväntas uppvisa en lägre omsättnings- och EBITDA-tillväxt (CAGR), där medianen uppgår till 0,9 % respektive 2,0 % mellan 2024-2026E. För de internationella peersen uppgår motsvarande omsättnings- och EBITDA-CAGR till 10,7 % respektive 12,3 %. Då vinsttillväxt är den främsta bidragsgivaren till en högre försäljningsmultipel är det därmed motiverat att de internationella bolagens median (EV/S 2026E) uppgår till 2,6x i jämförelse med de svenska bolagens 1,2x.

Gemensamt för merparten av jämförelsebolagen är att de är avsevärt mycket större än Kinda Brave i termer av börsvärde, vilket motiverar en värderingsrabatt. Jämförelsebolagen, och framför allt de internationella jättarna som är noterade på den amerikanska börsen, har betydligt mer diversifierade intäktsströmmar, då bolagen är verksamma inom flera led i värdekedjan och besitter breda och starka IP-portföljer. Värderingen av Kinda Brave bygger i stor utsträckning på flaggskeppspelet "Hela":s framgång, vilket gör att den för närvarande koncentrerade pipeline motiverar en värderingsrabatt jämfört med peers. Vidare är flertalet peers lönsamma på rörelsenivå, till skillnad från Kinda Brave, där den framtida intjäningen estimeras längre fram i tiden. Dock estimerar Analyst Group att Kinda Braves kapitallätta affärsmodell kommer att realisera en underliggande skalbarhet i takt med att försäljningen av "Hela" tar fart, vilket förväntas resultera i en rörelsemarginal som överstiger jämförelsebolagen. Då vinsttillväxt är den primära drivaren av EV/S-multipeln, anser Analyst Group att Kinda Braves estimerade marginalexpansion bör reducera ovan nämnda värderingsrabatt.

Sammantaget är Kinda Brave ett väsentligt mindre bolag med en koncentrerad pipeline av kommande spel, där stark tillväxt och lönsamhet förväntas i samband med lanseringen av Koncernens flaggskeppstitel "Hela", vilket förväntas resultera i en betydande marginalexpansion. Trots att en stor del av Koncernens värdering är beroende av ett enda spels framgång, finns det flera faktorer som mitigerar risken. Dessa faktorer inkluderar ledningens och spelutvecklarnas omfattande erfarenheter av tidigare lyckade lanseringar, samt att Martin Sahlin, medgrundaren till succéeserien Unravel, är involverad i projektet. Med hänsyn till ovanstående anser Analyst Group att en målmultipel om EV/S 1,0 är motiverad, vilket motsvarar en rabatt om ca 29 % i jämförelse med den totala peergruppens EV/S-multipel (LTM), och en rabatt om 20 % i jämförelse med de svenska jämförelsebolagen. Med den applicerade målmultipeln, en estimerad omsättning om ca 118 MSEK år 2026, en diskonteringsränta om 11,6 %, samt med hänsyn till kapitalstrukturen, härleds ett potentiellt nuvärde per aktie om 3,4 kr.

**3,4 KR**  
PER AKTIE  
BASE SCENARIO



### DCF-modell

Den upprättade relativvärderingen kompletteras med en diskonterad kassaflödesanalys för att ytterligare underbygga värderingen. Den explicita prognosperioden i DCF-modellen sträcker sig mellan åren 2024-2030, följt av en residualperiod. Då lejonparten av värderingen baseras på en framgångsrik lansering av flaggskeppstiteln "Hela" så förväntas merparten av de fria kassaflödena genereras mellan åren 2026-2028. Perioden 2024-2025 präglas av lägre omsättning och betydande investeringsbehov, vilket resulterar i negativa fria kassaflöden fram till lanseringen av spelet. Analyst Group estimerar att EBIT-marginalen når 56 % år 2026, för att sedan avta, med en långsiktig estimerad EBIT-marginal om 30 %. En terminaltillväxt om 2 % antas, och residualperioden beräknas utgöra ca 52 % av den totala DCF-värderingen, vilket reflekterar Analyst Groups syn att flaggskeppstiteln "Hela" har goda förutsättningar att uppvisa en *long-tail* avseende försäljning. Diskonteringsräntan (WACC) antas till 11,6 % och utifrån de framtida diskonterade fria kassaflödena härleds ett värde om 2,7 kr per aktie i ett Base scenario.

DCF-VÄRDERING  
MOTIVERAR  
**2,7 KR**  
PER AKTIE

### Effekten av mindre justeringar i residualtillväxt, WACC och antagen EBIT-marginal under residualperioden.

Känslighetsanalys DCF

WACC	Residualtillväxt					WACC	EBIT-marginal (residualperiod)				
	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%		26,0%	28,0%	30,0%	32,0%	34,0%
9,6%	3,1	3,3	3,5	3,8	4,3	3,2	3,4	3,5	3,6	3,8	
10,6%	2,7	2,9	3,1	3,3	3,6	2,8	2,9	3,1	3,2	3,3	
11,6%	2,4	2,5	2,7	2,9	3,1	2,5	2,6	2,7	2,8	2,9	
12,6%	2,2	2,3	2,4	2,5	2,7	2,2	2,3	2,4	2,5	2,5	
13,6%	1,9	2,0	2,1	2,2	2,3	2,0	2,0	2,1	2,2	2,2	

Källa: Analyst Group

### Optioner i värderingen

Koncernen har initialt estimerat lanseringen av "Hela" till Q1-26, vilket var innan förlagsavtalet med Knights Peak ingicks. Med ökade resurser för att accelerera utvecklingen, stöd från en etablerad förläggare och ett gynnsamt förlagsavtal som möjliggör extern finansiering, bedömer Analyst Group att en tidigare lansering är en möjlig värde drivare, förutsatt att samtliga utvecklingsmilstolpar uppfylls. En tidigareläggning skulle kunna reducera tiden till försäljning och därmed kassaflöden, vilket Analyst Group ser som en option i det nuvarande värderingsscenariot.

Kinda Brave är optimistiska avseende potentialen att förvärva nya spelstudios och bolag inom relaterade områden, såsom videoproduktion, vilket skulle kunna förstärka Koncernens egna IP-portfölj och skapa fler korsförsäljningsmöjligheter. Med hänvisning till de svårigheter som tillkommer vid prognostisering av framtida förvärv, i termer av när, belopp, struktur på finansieringen, utspädningseffekt och dylikt, väljer Analyst Group att exkludera nya potentiella förvärv i gjorda prognoser. Det lämnar således utrymme för eventuell upprevidering vid framtida förvärv och är att se som en option.

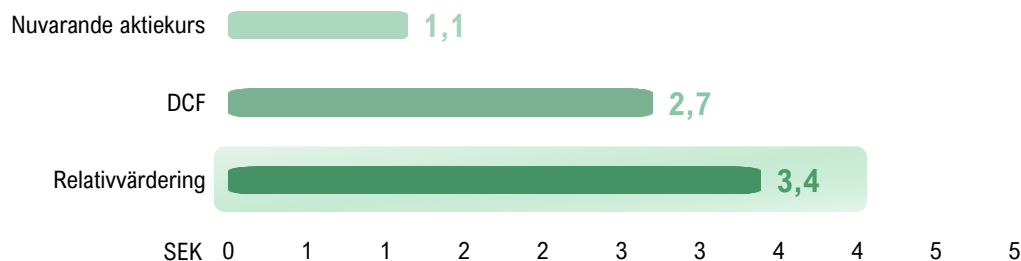
Koncernens övriga studios och förläggardivision har även dessa en god potential, där lyckade spellanseringar, både organiskt och via ByteSize Publishing, utgör ytterligare optioner i värderingen. I likhet med ovissheten kring att prognosticera förvärv väljer således Analyst Group att exkludera framtida estimat avseende eventuella spellanseringar från övriga verksamhetsområden.

### Sammanfattning av värdering

Analyst Group har valt att i första hand härleda värderingen utifrån relativvärderingen, med stöd av DCF-modellen. Den främsta anledningen till detta är, som tidigare nämnts, ovissheten avseende den långsiktiga framgången för flaggskeppstiteln "Hela". Detta, i kombination med den mängd antaganden som ligger till grund för DCF-modellen och utmaningar i att bedöma den uthålliga intjäningspotentialen, leder till att en relativvärdering anses motiverad. Baserat på en applicerad EV/S-multipel om 1,0x på 2026 års prognostiserade nettoomsättning om ca 118 MSEK, tillsammans med en tillämpad diskonteringsränta om 11,6 % och med hänsyn till den antagna kapitalstrukturen, härleds ett motiverat nuvärde per aktie om 3,4 kr i ett Base scenario.

**3,4 KR**  
PER AKTIE  
BASE SCENARIO

## Värdering: Sammanfattning



**6,4 KR**  
PER AKTIE  
BULL SCENARIO

### Bull scenario

I ett Bull scenario förväntas en framgångsrik lansering av flaggskeppstiteln "Hela", där genomförda marknadsföringsinsatser väntas attrahera en högre grad av Unravel-seriens spelbar och således resultera i en hög konverteringsgrad bland fansen. Detta förväntas återspeglas i en stark försäljning avseende antalet sålda exemplar, primärt under de inledande åren efter lanseringen. Givet en lansering som överstiger förväntningarna avseende flaggskeppstiteln "Hela", och således en starkare lönsamhetsutveckling, tillika kassaflödesgenerering som kan återinvesteras i nya spellanseringar med möjlighet till god ROI, anser Analyst Group att en tillämpad målmultipl i linje med den totala peer-gruppens median är motiverad i ett Bull scenario. Med en applicerad målmultipl om EV/S 1,5x på 2026 års prognostiserade omsättning (149 MSEK) erhålls ett potentiellt nuvärde om 6,4 kr per aktie.

### Bear scenario

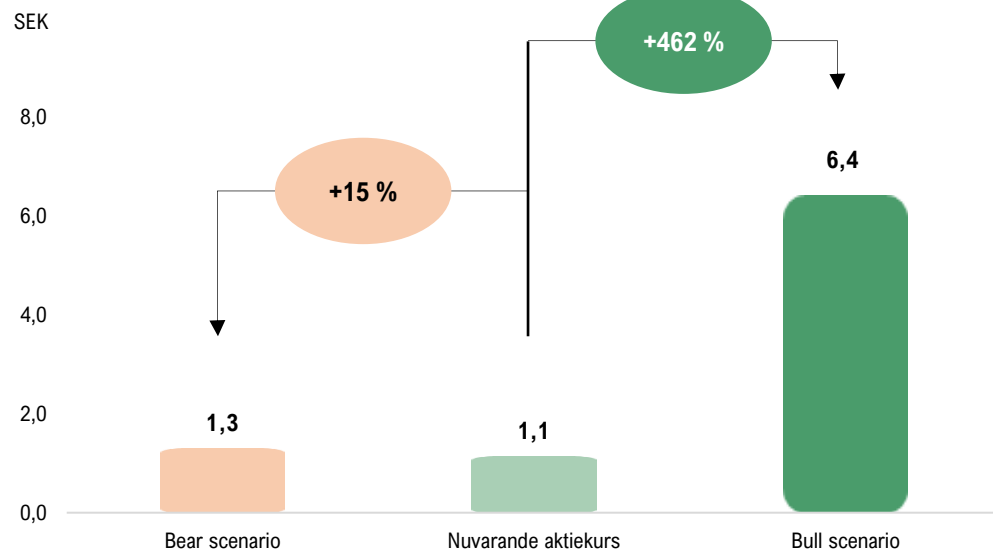
Ett svalare mottagande från spelmarknaden avseende flaggskeppstiteln "Hela" och ett lägre intresse från den tänkta målgruppen resulterar i en lansering som inte når upp till förväntningarna i termer av sålda enheter. Villkoren med Koncernens förläggare förväntas inte vara lika gynnsamma, varpå Kinda Brave tvingas finansiera en större del av kvarvarande utveckling från egen ficka. Investeringsbehoven för att färdigställa spelet estimeras bli större än väntat, vilket resulterar i större negativa fria kassaflöden tills dess att Koncernen når lönsamhet. Dessutom estimeras Kinda Brave erhålla en lägre andel av den framtida försäljningen till förmån för licenstagaren, vilket hämmar lönsamheten jämfört med ett Base scenario.

**1,3 KR**  
PER AKTIE  
BEAR SCENARIO

Ett högre investeringsbehov för att färdigställa "Hela", i kombination med en lägre försäljning än väntat, motiverar en lägre målmultipl. Med en applicerad målmultipl om EV/S 0,7x, tillsammans med 2026 års estimerade omsättning om 70 MSEK och med hänsyn till antagen kapitalstruktur, motiveras ett potentiellt nuvärde om 1,3 kr per aktie i ett Bear scenario.

#### Illustration av potentiellt nuvärde i respektive scenario baserat på 2026 års prognostiserade omsättning.

Potentiellt värde per aktie (Bull- och Bear scenario)



Källa: Analyst Groups prognoser

## Christian Kronegård, VD

Född 1988. CEO sedan 2024.



Bakgrund: Christian har mångårig erfarenhet från arbete i privat- och publik miljö med befattningar som verkställande direktör, styrelseordförande och styrelseledamot. Christian har främst ägnat sitt fokus åt områden som M&A, kapitalmarknad, bolagsstyrning och övergripande ledarskap.

Övriga pågående uppdrag: Christian Kronegård är styrelseordförande i Mediacle Group AB (publ), styrelseledamot i Saltarö Capital AB och Apex Solutions AB samt styrelsesuppleant i Viveco AB.

**Innehav i Kinda Brave:** 500 573 aktier via bolaget Saltarö Invest AB.

## Billy Degerfeldt, CFO

Född 1989. CFO sedan 2024.



Bakgrund: Billy har en utbildning inom ekonomi från Stockholm universitet och har tidigare erfarenhet från rollen som CFO i Scout Gaming Group AB och Marketzoo International AB. Utöver det har Billy även haft uppdrag som styrelseordförande tillika styrelseledamot i Adventrum AB.

Övriga pågående uppdrag: Inga andra pågående uppdrag.

**Innehav i Kinda Brave:** Inget aktieinnehav.

## Alexander Benitez, CCO

Född 1979. CCO sedan 2022.



Bakgrund: Alexander Benitez har arbetat de senaste 18 åren med tv-spelsindustrin, främst med kommersiella arbetsuppgifter. Utöver det har han en mångårig erfarenhet från att driva bolag och har haft ledande befattningar i både noterade och onoterade bolag.

Övriga pågående uppdrag: Alexander Benitez är styrelseordförande i Sociallite US AB (publ) och styrelseledamot i Sow & Reap AB, High End Media Group AB, SSC Design Studio AB och Sweet Behaviour Nordic AB. Alexander är också styrelsesuppleant i Gravel Sweden AB, Online Gaming Info OGI Holding AB, Sociallite ME AB, CMR Equity II AB, Sociallite AB och HAPP MEDIA AB. Se också vidare under "Övriga upplysningar avseende styrelse och ledande befattningshavare".

**Innehav i Kinda Brave:** 289 068 aktier.

## Johan Willdeck, Styrelseordförande

Född 1974. Styrelseordförande sedan 2022.

Johan har en utbildning inom datavetenskap från Uppsala universitet och har 25 års erfarenhet i IT branschen inom kompetensorienterade organisationer och konsultverksamhet. Johan har 15 års erfarenhet från seniora roller, bland annat som CFO, vice verkställande direktör, vice koncernchef och Head of M&A i konsultbolaget Omegapoint. Han var även verkställande direktör i Kinda Brave mellan april 2023 och februari 2024.

**Innehav i Kinda Brave:** 460 101 aktier via bolaget Cajowi Invest AB.

## Roland Arnkvist, Styrelseledamot

Född 1963. Styrelseledamot sedan 2023.

Roland har sin bakgrund inom idrotten och är en erfaren ledare som bland annat klubbchef för Umeå IK. Sedan 2008 har Roland innehaft befattningen som verkställande direktör, styrelseledamot och ägare för en varierad portfölj av företag verksamma inom olika branscher.

**Innehav i Kinda Brave:** 627 966 aktier via bolaget Roland Arnkvist AB.

## Delia Zadius, Styrelseledamot

Född 1987. Styrelseledamot sedan 2023.

Delia är en entreprenör och verkställande direktör med mångårig erfarenhet inom vård och omsorg. För närvarande innehar hon positionen som styrelseledamot och agerar även som verkställande direktör för EduTechSmart Global AB, ett företag specialiserat inom "serious games" för både vårdsektorn och industrin.

**Innehav i Kinda Brave:** 2 162 784 aktier via bolaget Lazad Invest AB.

## Hans Isoz, Styrelseledamot

Född 1972. Styrelseledamot sedan 2024.

Hans har en magisterexamen i finansiering och en MBA från Handelshögskolan. Tidigare har han arbetat som analytiker på bl.a. Swedbank och hade på 2000-talet flera chefspositioner inom TV4 och Bonnier-koncernen. Mellan åren 2011 och 2015 var han VD för det börsnoterade programvarubolaget Image Systems innan han blev privatinvestorare.

**Innehav i Kinda Brave:** Inget aktieinnehav.

## Kristoffer Lindström, Styrelseledamot

Född 1988. Styrelseledamot sedan 2024.

Kristoffer är partner och medgrundare till Cloud Ventures Sweden AB och är styrelseledamot i Fast Track Solutions LTD. Vidare äger han Lind Capital Holdings AB samt Front Research AB. Kristoffer har tidigare erfarenhet som aktieanalytiker med fokus på gamingsektorn samt investment banking på Redeye AB och Swedbank LC&I.

**Innehav i Kinda Brave:** 1 000 001 aktier via bolaget Cloud Ventures Sweden AB.



Base scenario (tSEK)	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
<b>Nettoomsättning</b>	<b>41</b>	<b>2 134</b>	<b>7 643</b>	<b>117 779</b>	<b>81 729</b>	<b>64 699</b>	<b>45 327</b>	<b>32 893</b>
Aktiverat arbete för egen räkning	16 370	27 500	15 000	8 000	5 000	2 000	2 000	1 000
Övriga rörelseintäkter	99	12 000	26 900	0	0	0	0	0
Total omsättning	16 510	41 634	49 543	125 779	86 729	66 699	47 327	33 893
COGS	0	-77	-153	-2 356	-1 635	-1 294	-907	-658
<b>Bruttovinst</b>	<b>16 510</b>	<b>41 557</b>	<b>49 390</b>	<b>123 423</b>	<b>85 095</b>	<b>65 405</b>	<b>46 421</b>	<b>33 235</b>
Bruttomarginal (adj.) <sup>1</sup>	100,0%	96,4%	98,0%	98,0%	98,0%	98,0%	98,0%	98,0%
Övriga externa kostnader	-16 428	-19 714	-15 771	-13 563	-11 936	-10 145	-8 421	-5 473
Personalkostnader	-15 853	-29 040	-24 420	-21 542	-19 227	-16 810	-15 003	-13 116
Övriga rörelsekostnader	-13	-146	0	0	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	<b>-15 783</b>	<b>-7 343</b>	<b>9 199</b>	<b>88 318</b>	<b>53 933</b>	<b>38 450</b>	<b>22 998</b>	<b>14 645</b>
EBITDA-marginal (adj.) <sup>1</sup>	-79511,5%	-2195,2%	-427,8%	68,2%	59,9%	56,3%	46,3%	41,5%
Avskrivningar	-263	-1 747	-2 097	-14 321	-14 474	-11 600	-6 450	-3 600
<b>EBIT</b>	<b>-16 046</b>	<b>-9 090</b>	<b>7 102</b>	<b>73 996</b>	<b>39 459</b>	<b>26 850</b>	<b>16 548</b>	<b>11 045</b>
EBIT-marginal (adj.) <sup>1</sup>	-80159,7%	-2277,0%	-455,3%	56,0%	42,2%	38,4%	32,1%	30,5%
Finansnetto	-882	-2 438	-1 830	-1 475	-1 283	-1 100	-928	-795
<b>EBT</b>	<b>-16 928</b>	<b>-11 527</b>	<b>5 272</b>	<b>72 521</b>	<b>38 176</b>	<b>25 750</b>	<b>15 620</b>	<b>10 250</b>
Skatt	0	0	-1 086	-14 939	-7 864	-5 304	-3 218	-2 112
<b>Nettovinst</b>	<b>-16 928</b>	<b>-11 527</b>	<b>4 186</b>	<b>57 582</b>	<b>30 312</b>	<b>20 445</b>	<b>12 402</b>	<b>8 139</b>
Nettovinstmarginal (adj.) <sup>1</sup>	-82333,4%	-2391,3%	-493,4%	42,1%	31,0%	28,5%	22,9%	21,7%

DCF - Base scenario (tSEK)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	Residualvärde
Nettoomsättning	2 134	7 643	117 779	81 729	64 699	45 327	32 893	33 551
EBITDA adj	-34 843	-5 801	80 318	48 933	36 450	20 998	13 645	11 743
Avskrivningar	-1 747	-2 097	-14 321	-14 474	-11 600	-6 450	-3 600	-1 678
EBIT adj	-36 590	-7 898	65 996	34 459	24 850	14 548	10 045	10 065
Skatt	7 538	1 627	-13 595	-7 098	-5 119	-2 997	-2 069	-2 073
<b>NOPAT</b>	<b>-29 052</b>	<b>-6 271</b>	<b>52 401</b>	<b>27 360</b>	<b>19 731</b>	<b>11 551</b>	<b>7 976</b>	<b>7 992</b>
+ Avskrivningar	1 747	2 097	14 321	14 474	11 600	6 450	3 600	1 678
- CAPEX	-27 750	-15 250	-8 000	-5 000	-2 000	-2 000	-1 000	-1 678
Förändring i rörelsekapital	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>-55 055</b>	<b>-19 424</b>	<b>58 722</b>	<b>36 834</b>	<b>29 331</b>	<b>16 001</b>	<b>10 576</b>	<b>7 992</b>
<b>Diskonterade fria kassaflöden</b>	<b>-54 504</b>	<b>-17 231</b>	<b>46 677</b>	<b>26 236</b>	<b>18 720</b>	<b>9 151</b>	<b>5 420</b>	<b>38 226</b>

DCF - Base scenario (tSEK)	
WACC	11,6%
Nuvärde fria kassaflöden	35 756
Residualvärde	38 475
<b>Enterprise Value</b>	<b>74 231</b>
Nettoskuld	-288
<b>Marknadsvärde</b>	<b>74 518</b>
Antal aktier (tusental)	27 682
<b>Värde per aktie (SEK)</b>	<b>2,7</b>

## Distribution av fria kassaflöden

Residualvärde

52%

2028E-2030E

45%

2024E-2027E

3%

<sup>1</sup> Justerat för aktiverat arbete och milstolpsbetalningar från förläggaren.

Bull scenario (tSEK)	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
<b>Nettoomsättning</b>	<b>41</b>	<b>2 598</b>	<b>8 366</b>	<b>148 630</b>	<b>120 149</b>	<b>89 147</b>	<b>56 113</b>	<b>41 353</b>
Aktiverat arbete för egen räkning	16 370	26 000	12 500	5 500	3 000	1 500	1 500	1 000
Övriga rörelseintäkter	99	14 000	24 900	0	0	0	0	0
Total omsättning	16 510	42 598	45 766	154 130	123 149	90 647	57 613	42 353
COGS	0	-78	-167	-2 973	-2 403	-1 783	-1 122	-827
<b>Bruttovinst</b>	<b>16 510</b>	<b>42 520</b>	<b>45 599</b>	<b>151 157</b>	<b>120 746</b>	<b>88 864</b>	<b>56 491</b>	<b>41 526</b>
Bruttomarginal (adj.) <sup>1</sup>	100,0%	97,0%	98,0%	98,0%	98,0%	98,0%	98,0%	98,0%
Övriga externa kostnader	-16 428	-19 385	-15 508	-12 407	-9 925	-7 692	-5 769	-4 183
Personalkostnader	-15 853	-28 380	-23 100	-20 196	-18 540	-16 109	-13 574	-12 388
Övriga rörelsekostnader	-13	-146	0	0	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	<b>-15 783</b>	<b>-5 391</b>	<b>6 990</b>	<b>118 554</b>	<b>92 281</b>	<b>65 063</b>	<b>37 148</b>	<b>24 956</b>
EBITDA-marginal (adj.) <sup>1</sup>	-79511,5%	-1746,9%	-363,5%	76,1%	74,3%	71,3%	63,5%	57,9%
Avskrivningar	-263	-1 747	-2 097	-13 021	-12 774	-9 800	-4 850	-2 500
<b>EBIT</b>	<b>-16 046</b>	<b>-7 138</b>	<b>4 894</b>	<b>105 533</b>	<b>79 507</b>	<b>55 263</b>	<b>32 298</b>	<b>22 456</b>
EBIT-marginal (adj.) <sup>1</sup>	-80159,7%	-1814,1%	-388,6%	67,3%	63,7%	60,3%	54,9%	51,9%
Finansnetto	-882	-2 438	-1 830	-1 475	-1 283	-1 100	-928	-795
<b>EBT</b>	<b>-16 928</b>	<b>-9 576</b>	<b>3 064</b>	<b>104 058</b>	<b>78 224</b>	<b>54 163</b>	<b>31 370</b>	<b>21 661</b>
Skatt	0	0	-631	-21 436	-16 114	-11 158	-6 462	-4 462
<b>Nettovinst</b>	<b>-16 928</b>	<b>-9 576</b>	<b>2 433</b>	<b>82 622</b>	<b>62 110</b>	<b>43 005</b>	<b>24 908</b>	<b>17 199</b>
Nettovinstmarginal (adj.) <sup>1</sup>	-82333,4%	-1907,9%	-418,0%	51,9%	49,2%	46,6%	41,7%	39,2%

Bull scenario (tSEK)	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
<b>Nettoomsättning</b>	<b>41</b>	<b>1 793</b>	<b>7 643</b>	<b>69 502</b>	<b>52 723</b>	<b>45 226</b>	<b>29 100</b>	<b>18 288</b>
Aktiverat arbete för egen räkning	16 370	30 000	16 500	10 000	7 000	2 200	4 500	3 500
Övriga rörelseintäkter	99	7 750	19 750	0	0	0	0	0
Total omsättning	16 510	39 543	43 893	79 502	59 723	47 426	33 600	21 788
COGS	0	-81	-153	-1 390	-1 054	-905	-582	-366
<b>Bruttovinst</b>	<b>16 510</b>	<b>39 462</b>	<b>43 740</b>	<b>78 112</b>	<b>58 668</b>	<b>46 521</b>	<b>33 018</b>	<b>21 423</b>
Bruttomarginal (adj.) <sup>1</sup>	100,0%	95,5%	98,0%	98,0%	98,0%	98,0%	98,0%	98,0%
Övriga externa kostnader	-16 428	-20 207	-16 165	-13 741	-10 993	-9 344	-6 541	-4 578
Personalkostnader	-15 853	-29 250	-25 857	-22 317	-18 624	-16 182	-12 918	-9 516
Övriga rörelsekostnader	-13	-146	0	0	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	<b>-15 783</b>	<b>-10 140</b>	<b>1 718</b>	<b>42 055</b>	<b>29 052</b>	<b>20 995</b>	<b>13 560</b>	<b>7 328</b>
EBITDA-marginal (adj.) <sup>1</sup>	-79511,5%	-2670,8%	-451,8%	46,1%	41,8%	41,6%	31,1%	20,9%
Avskrivningar	-263	-1 747	-2 097	-15 521	-16 074	-13 240	-8 090	-5 440
<b>EBIT</b>	<b>-16 046</b>	<b>-11 887</b>	<b>-379</b>	<b>26 534</b>	<b>12 978</b>	<b>7 755</b>	<b>5 470</b>	<b>1 888</b>
EBIT-marginal (adj.) <sup>1</sup>	-80159,7%	-2768,2%	-479,2%	23,8%	11,3%	12,3%	3,3%	-8,8%
Finansnetto	-882	-2 438	-1 830	-1 475	-1 283	-1 100	-928	-795
<b>EBT</b>	<b>-16 928</b>	<b>-14 325</b>	<b>-2 209</b>	<b>25 059</b>	<b>11 695</b>	<b>6 655</b>	<b>4 542</b>	<b>1 093</b>
Skatt	0	0	0	-5 162	-2 409	-1 371	-936	-225
<b>Nettovinst</b>	<b>-16 928</b>	<b>-14 325</b>	<b>-2 209</b>	<b>19 897</b>	<b>9 286</b>	<b>5 284</b>	<b>3 606</b>	<b>868</b>
Nettovinstmarginal (adj.) <sup>1</sup>	-82333,4%	-2904,1%	-503,2%	14,2%	4,3%	6,8%	-3,1%	-14,4%

<sup>1</sup> Justerat för aktiverat arbete och milstolpsbetalningar från förläggaren.

# Disclaimer

---

## Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument eller annan information härrörande AG Equity Research AB (vidare AG) är framställt i informations syfte, för allmän spridning, och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analyserna är baserade på källor och uppgifter samt utlåtanden från personer som AG bedömer tillförlitliga. AG kan dock aldrig garantera riktigheten i informationen. Alla estimat i analyserna är subjektiva bedömningar, vilka alltid innehåller viss osäkerhet och bör användas varsamt. AG kan därmed aldrig garantera att prognoser och/eller estimat uppfylls. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på information från AG eller personer med koppling till AG, alltid fattas självständigt av investeraren. Dessa analyser, dokument och information härrörande AG är avsett att vara ett av flera redskap vid investeringsbeslut. Investerare uppmanas att komplettera med ytterligare material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. AG fransäger sig allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av material härrörande AG.

## Intressekonflikter och opartiskhet

För att säkerställa Analyst Groups oberoende har Analyst Group inrättat interna regler för analytiker, utöver detta så har alla analytiker undertecknat avtal i vilket de är skyldiga att redovisa alla eventuella intressekonflikter.

Dessa har utformats för att säkerställa att *KOMMISSIONENS DELEGERADE FÖRORDNING (EU) 2016/958 av den 9 mars 2016 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 vad gäller tekniska standarder för tillsyn för de tekniska villkoren för en objektiv presentation av investeringsrekommendationer eller annan information som rekommenderar eller föreslår en investeringsstrategi och för uppgivande av särskilda intressen och intressekonflikter efterlevs.*

För fullständiga regler för våra analytiker se: <https://www.analystgroup.se/interna-regler-ansvarsbegransning/>

## Bull and Bear- Rekommendationer

Rekommendationerna i form av bull alternativt bear syftar till att förmedla en övergripande bild av Analyst Groups åsikt. Rekommendationerna är utarbetade genom noggranna processer bestående av kvalitativ research och övervägning samt diskussion med andra kvalificerade analytiker.

Definition Bull: Bull är en metafor för en positivt inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en positiv framtidsutveckling för bolaget

Definition Bear: Bear är en metafor för en pessimistisk inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en negativ framtidsutveckling för bolaget.

## Övrigt

Denna analys är en så kallad uppdragsanalys. Detta innebär att Analyst Group har mottagit betalning för att göra analysen. Uppdragsgivare **Kinda Brave Entertainment Group AB** (vidare Koncernen) har inte haft någon möjlighet att påverka de delar där Analyst Group har haft åsikter om Bolaget, framtida värdering eller annat som skulle kunna tänkas utgöra en subjektiv bedömning. De delar som Bolaget har kunnat påverka är de delar som är rent faktamässiga och objektiva.

Analytiker äger inte aktier i Bolaget.

## Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2024). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.