

# Kinda Brave Entertainment AB



## Stärkt finansiell ställning och ökat marknadsintresse kring HELA

Efter ett transformativt år 2024 går Kinda Brave Entertainment Group AB ("Kinda Brave" eller "Koncernen") in i 2025 med stärkt finansiellt handlingsutrymme och ett ökande marknadsintresse för HELA. Förlagsavtalet, värt 4,5 MUSD, har cementerat HELA:s kommersiella potential och säkrat finansiering av projektet, samtidigt som spelets utveckling fortskrider enligt plan. Intresset för HELA har accelererat, vilket återspeglas i över 35 miljoner organiska visningar av det publicerade materialet samt en stadig uppgång på Steams Wishlist, visar tydliga indikationer på spelets globala attraktionskraft. Med finansiering säkrad fram till lanseringen av spelet och ett erfaret utvecklingsteam lett av Martin Sahlén, skaparen av den mångmiljonsäljande Unravel-serien, är Kinda Brave väl positionerat för att kapitalisera på den växande efterfrågan. Med en applicerad EV/S-multipel om 1,2x på 2026 års estimerade nettoomsättning om 112 MSEK och en tillämpad WACC om 11,8 %, härleds ett motiverat nuvärde per aktie om 2,8 kr (3,4) i ett Base scenario.<sup>1</sup>

### ■ Säkrat finansiering fram till lanseringen av HELA

Genom en revolverande kreditfacilitet om upp till 10 MSEK samt en riktad emission om 4 MSEK till JEQ Capital AB har Koncernen säkrat finansiering fram till lanseringen av HELA. Teckningskursen i den riktade emissionen uppgick till 1,5 kr per aktie, motsvarande en premie om 43 % mot stängningskursen den 30 december 2024. Vidare har Kinda Brave refinansierat en upplupen skuld om 6,5 MSEK som förföll vid utgången av Q4-24 genom ett mer fördelaktigt låneavtal. Vi anser att refinansieringen och kapitaltillskottet stärker Kinda Braves finansiella handlingsutrymme och reducerar den finansiella risken, vilket skapar förutsättningar att fullt ut fokusera på kommersialiseringen av flaggskeppstiteln och exekvera på den utvecklingsplan som lagts till grund i förlagsavtalet.

### ■ Ökat marknadsintresse kring HELA

Det publicerade materialet av HELA har mottagits väl, och engagemanget från potentiella spelare fortsätter att öka. Detta återspeglas i att materialet hittills har genererat över 35 miljoner organiska visningar i samtliga kanaler. Ytterligare en indikator på marknadsintresset är att HELA kontinuerligt klättrar på Steams Wishlist, där spelet för närvarande rankas på plats 263 av ca 3 700 titlar. Wishlisten fungerar som en temperaturmätare på spelarnas efterfrågan, då den ger användare möjlighet att bevaka kommande spelets utveckling inför lansering. Utvecklingen av spelet fortskrider enligt plan, och det växande intresset, parallellerna till succétitlar såsom Unravel och It Takes Two, samt den övervägande positiva responsen stärker förutsättningarna för en framgångsrik lansering.

### ■ Gynnsam Risk/Reward inför ett händelserikt år 2025

I samband med Q4-rapporten gör Analyst Group mindre justeringar avseende aktiverat arbete samt tidpunkten för de estimerade milstolpsbetalningarna. Med en applicerad EV/S-multipel om 1,2x på 2026 års estimerade nettoomsättning om ca 112 MSEK härleds ett potentiellt nuvärde per aktie om 2,8 kr i ett Base scenario, vilket primärt är en teknisk justering jämfört med det tidigare motiverade värdet om 3,4 kr per aktie, till följd av de ca 7,9 miljoner nyemitterade aktierna.<sup>1</sup>

### VÄRDERINGSINTERVALL

**Bear**  
0,9 kr

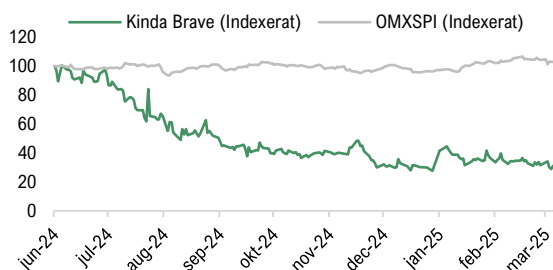
**Base**  
2,8 kr

**Bull**  
5,3 kr

### NYCKELDATA

Senast betalt (2025-03-10)	1,25
Antal Aktier (st.)	35 630 417
Market Cap (MSEK)	44,5 <sup>1</sup>
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	8,6 <sup>1</sup>
Enterprise Value (MSEK)	53,2 <sup>1</sup>
Lista	Nasdaq First North
Kvartalsrapport 1 2025	2025-05-09

### KURSUUTVECKLING



### HUVUDÄGARE (HOLDINGS, 2025-01-28)

INSYNSPERSON

Nordnet Pension	9,4 %
Avanza Pension	8,4 %
JEQ Capital AB	8,0 %
Lazad Invest AB	7,8 %
Hans Isoz	5,7 %

PROGNOS (MSEK)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>Nettoomsättning</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>7</b>	<b>112</b>	<b>78</b>
Totala intäkter	17	29	50	130	83
COGS	0	0	0	-2	-2
<b>Bruttovinst</b>	<b>17</b>	<b>29</b>	<b>50</b>	<b>128</b>	<b>81</b>
Bruttomarginal (adj.) <sup>2</sup>	100,0%	100,0%	98,0%	98,0%	98,0%
OPEX	-32	-50	-40	-35	-31
<b>EBITDA</b>	<b>-16</b>	<b>-21</b>	<b>10</b>	<b>93</b>	<b>50</b>
EBITDA-marginal (adj.) <sup>2</sup>	neg.	neg.	neg.	67,0%	58,4%
<b>EBIT</b>	<b>-16</b>	<b>-22</b>	<b>8</b>	<b>78</b>	<b>35</b>
EBIT-marginal (adj.) <sup>2</sup>	neg.	neg.	neg.	53,3%	38,4%
EV/S	1 311,1	33,7	7,5	0,5	0,7
EV/EBITDA	-3,4	-2,6	5,7	0,6	1,1
EV/EBIT	-3,3	-2,4	7,4	0,7	1,6

<sup>1</sup>Den estimerade nettoskulden baseras på siffror från Q4-rapporten, den estimerade nettolikviden från den riktade emissionen (4 MSEK) och en uppskattad burn rate om -1,5 MSEK per månad.

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

## Innehållsförteckning

Kommentar Q4-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 en modern spelkoncern med primärt fokus på utvecklingen av flaggskeppstiteln HELA. Spelet utvecklas av Koncernens största studio, Windup Games, under ledning av medgrundaren till den mångmiljonsäljande Unravel-serien. Under Q3-24 ingick Kinda Brave ett fullt finansierat förlagsavtal avseende HELA med en etablerad aktör, värt 4,5 MUSD. Sedan flaggskeppstiteln tillkännagavs i augusti 2024 har intresset och engagemanget från gamingkollektivet successivt ökat, och Kinda Brave planerar att intensifiera kommersialiseringsresan under år 2025. Koncernen är noterad på First North sedan juni år 2024.

### VD OCH ORDFÖRANDE

Verkställande Direktör Christian Kronegård

Styrelseordförande Johan Wildeck

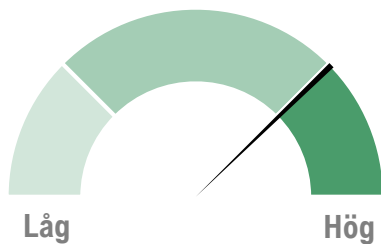
### ANALYTIKER

Namn Oscar Mårdh

Telefon +46 760 44 29 70

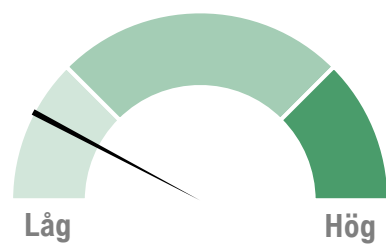
E-mail oscar.mardh@analystgroup.se

### Värdedrivare



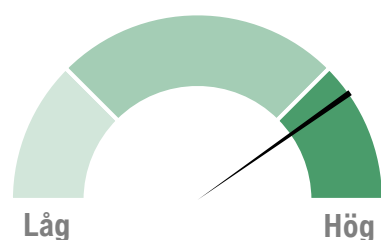
Uppnådda milstolpar i utvecklingen av flaggskeppstiteln HELA, tillsammans med de erhållna kontantbetalningarna från förläggaren, förväntas utgöra betydande värdedrivare framgent. Vidare utgör en potentiell tidigare lansering av HELA en viktig trigger att beakta under år 2025, då det skulle förkorta tiden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

### Lönsamhet



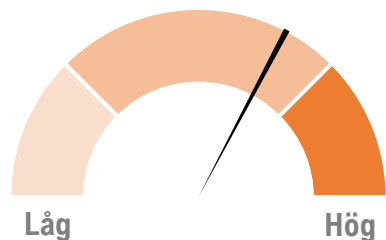
Kinda Brave är ännu i ett tidigt skede, och på koncernnivå är den aggregerade lönsamheten ännu i negativt territorium. Trots detta talar Koncernens kapitalletta affärsmodell, med fokus på licensiering av IP:s, för en betydande lönsamhetspotential på sikt, givet lyckosamma lanseringar av spel och förvaldade 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 de förväntade milstolpsbetalningarna, den revolverande kreditfaciliteten om upp till 10 MSEK samt den riktade emissionen om 4 MSEK i början av Q1-25 har stärkt Koncernens finansiella ställning. Sammantaget förväntas detta säkerställa finansiering fram till lanseringen av flaggskeppstiteln HELA. Vidare har Koncernen möjlighet att lösa in teckningsoptioner (TO3) i förtid, vilket vid full teckning kan tillföra 12,7 MSEK före emissionskostnader, vilket kan stärka likviditeten ytterligare.

## Kinda Brave säkerställer finansiering fram till lanseringen av HELA

Vid årsskiftet meddelade Kinda Brave att Koncernen har säkrat finansiering fram till lanseringen av flaggskeppstiteln HELA, genom en revolverande kreditfacilitet om upp till 10 MSEK samt en riktad nyemission om 4 MSEK till JEQ Capital AB. Koncernen har refinansierat en upplupen skuld om 6,5 MSEK som förföll vid utgången av Q4-24 genom ett låneavtal med Avida Finans AB som innefattar bättre lånevillkor, därutöver har Koncernen säkrat en revolverande kreditfacilitet om upp till 10 MSEK. Det ökade finansiella utrymmet resulterade i att fonden JEQ Capital AB approcherade Kinda Brave och tillkännagav intresset att investera i Koncernen, vilket mynnade ut i en riktad emission om 4 MSEK till fonden. Teckningskursen uppgick till 1,5 kr per aktie, motsvarande en premie om 43 % mot stängningskursen den 30 december 2024. För att möjliggöra refinansieringen av lånet om 6,5 MSEK har befintliga och nya aktieägare ingått borgensåtaganden, vilka ersätts genom en kvittningsemmission till en premie om ca 29 % mot stängningskursen den 30 december 2024. En fullständig kommentar från Analyst Group avseende den säkerställda finansieringen går att läsa [här](#).

Sammantaget bedömer Analyst Group att refinansieringen och kapitaltillskottet avsevärt stärker Kinda Braves finansiella flexibilitet framgent och reducerar den finansiella risken, vilket möjliggör för Koncernen att rikta fullt fokus mot kommersialiseringen av flaggskeppstiteln HELA och exekvera på den utvecklingsplan som fastställdes vid förlagsavtalets ingång.

## Ökat intresse för flaggskeppstiteln HELA

Under Q4-24 presenterade Kinda Brave en ny gameplay-trailer på The Mix Fall Showcase där Koncernen även tillkännagav att spelet kommer att lanseras på både PlayStation och Xbox. Den nya gameplay-trailern finns tillgänglig på plattformsägarnas globala YouTube-kanaler, där den hittills har mottagits varmt av spelarcommunityt. Intresset från presumtiva spelare fortsätter att öka gradvis, vilket illustreras av att Kinda Braves släppta material som publicerats från spelet hittills har genererat över 35 miljoner unika organiska visningar i samtliga kanaler.

Utvecklingen av HELA fortskrider enligt plan, och i en uppdatering på distributionsplattformen Steam, publicerad i början av Q1-25, lyfter utvecklingsteamet fram sitt fokus på både teknisk finjustering och visuell design. Arbetet har omfattat skapandet av varierade biomer, distinkta miljöer med unika ekosystem och klimat, samt designen av detaljerade NPC-dräkter (icke-spelbara karaktärer) som fördjupar spelets värld och narrativ. Utöver detta har utvecklingsteamet utökat världskartan, anpassat miljöelement och finslipat modelleringen för att ytterligare förstärka spelets skandinaviska atmosfär. Utöver detta har spelet berikats med pussel, minispiel och olika aktiviteter, vilket förväntas öka både spelarengagemang och innehållsvärde.

Analyst Group noterar att spelet fortsätter att klättra på Steams "wish-list", där flaggskeppstiteln i skrivande stund innehar plats 263 av totalt ca 3 700 titlar, med över 6 600 följare av spelet. Det ökade intresset och växande engagemanget, parallellerna mellan HELA och tidigare succéspel såsom "Unravel" och "It Takes Two", samt de övervägande positiva kommentarerna kring spelet vittnar om flaggskeppstiteln gynnsamma förutsättningar för en lyckosam lansering och möjligheten till en god konverteringsgrad från spelare av ovan nämnda spel.

Under år 2025 förväntas Kinda Brave delta i flera strategiskt viktiga branschmässor, däribland GDC i San Francisco, Summer Games Fest i Los Angeles och Gamescom i Köln. Dessa evenemang utgör viktiga forum för Koncernens marknadsföring och varumärkesbyggande, vilket förväntas bidra till ökad synlighet för flaggskeppstiteln HELA genom exponering mot speljournalister, influencers och potentiella spelare.

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

Under det tredje kvartalet tecknade Kinda Brave globala förlagsavtal med Aurora Punks AB för Koncernens lanserade titlar, Distant Bloom och Go Fight Fantastic, på både PC och konsol (Nintendo, PlayStation och Xbox). Undantaget är PC-versionerna i Kina, Hong Kong, Taiwan och Macao, där Kinda Brave redan har ett pågående förlagsavtal med Gleamer Studios. Utöver att ansvara för porteringen till konsol, kommer Aurora Punks att tillföra marknadsföringsresurser inför, under och efter spelelanseringarna.

RIKTAD EMISSION  
OCH KREDIT-  
FACILITET SKAPAR  
FINANSIELLT  
SPELRUM

35 MILJONER  
ORGANISKA  
VISNINGAR I  
SAMTLIGA  
KANALER

KLÄTTRAR PÅ  
STEAMS  
"WISH-LIST"

Analyst Group betraktar detta som en tydlig validering av Kinda Braves strategi att optimera verksamheten och stärka den kommersiella inriktningen, med målsättningen att varje studio ska vara självfinansierad genom extern projektfinansiering eller intäkter från tidigare spel. Vidare stärker förslagavtalen Koncernens möjligheter att nå en bredare global publik och öka försäljningstakten, samtidigt som modellen möjliggör detta utan att belasta Kinda Braves egna resurser.

## Nettoomsättning och kostnadsbas

Koncernen har inte redovisat någon nettoomsättning under det fjärde kvartalet. Däremot erhöll Kinda Brave under början av Q4-24 den andra milstolpsbetalningen från förläggaren MY.GAMES, vilken uppgick till 0,4 MUSD. Noterbart är att milstolpsbetalningarna bokförs som förutbetalda intäkter i balansräkningen och avses intäktsföras i samband med lansering av HELA, där den sekventiella ökningen om ca 3,8 MSEK i balansräkningsposten mellan Q4-24 och Q3-24 representerar den andra milstolpsbetalningen.

Koncernens totala rörelsekostnader (exkl. COGS och D&A) uppgick under Q4-24 till ca 12,8 MSEK, vilket motsvarar en minskning om ca 24 % Y-Y (ca 4,0 MSEK i absoluta tal) och en minskning om 4 % i jämförelse med föregående kvartal (Q3-24). Undersöker vi rörelsekostnaderna mer i detalj uppgick Koncernens största kostnadspost, personalkostnader, till ca 8,2 MSEK under det fjärde kvartalet, en ökning om ca 16 %, både Y-Y och Q-Q. På helårsbasis förklaras kostnadsökningen av ett högre antal anställda, medan den Q-Q-mässiga resultatpåverkan främst härrör från tillfälligt ökade personalkostnader av engångskaraktär. Dessa är kopplade till det pågående effektiviseringsarbetet inom Koncernens Uppsalabaserade studios, vilket inkluderar personalreduktioner. Detta förväntas dock resultera i minskade personalkostnader under Q1-25 och framåt.

Koncernens effektiviseringar kan även skönjas i aktiverat arbete för egen räkning, som uppgick till 4,7 MSEK under Q4-24, vilket motsvarar en sekventiell minskning om ca 19 % Q-Q och en minskning om hela 42 % Y-Y, där Kinda Braves Uppsalabaserade studios har varit en bidragande orsak till de högre aktiverade utvecklingskostnaderna. Koncernens övriga externa kostnader uppgick till ca 4,7 MSEK, vilket motsvarar en minskning om hela 52 % Y-Y, och en minskning om 24 % Q-Q, där jämförelseperioderna har belastats av extraordinära kostnader. Värt att notera är att icke-kassaflödespåverkande extraordinära finansiella kostnader om 6,5 MSEK tynger nettoresultatet under det fjärde kvartalet, vilket är relaterat till borgensersättningen för det term loan som ingicks under perioden. Då konverteringen av aktier skedde efter utgången av perioden är detta enbart en redovisningsteknisk effekt, och framgent förväntas effekterna synas i Koncernens balansräkning.

Sammantaget har Kinda Brave uppvisat en god kostnadskontroll under Q4-24, vilket den minskade kostnadskostymen på rörelsenivå är ett kvitto på, både Y-Y och Q-Q. Med de fulla effekterna av de genomförda effektiviseringsåtgärderna, som förväntas vara fullt realiserade under Q1 2025, är Koncernen väl positionerad för att intensifiera kommersialiseringsresan ytterligare, med en mer optimerad kostnadsstruktur.

## Finansiell ställning

Vid utgången av Q4-24 uppgick kassan till ca 1,0 MSEK, att jämföra med utgången av Q3-24 då kassan uppgick till ca 0,4 MSEK. Bland annat har emissionslikviden från den riktade emissionen som annonserades under Q3-24 stärkt likviditeten under kvartalet. Värt att förtydliga är att Koncernen, till följd av den riktade emissionen efter kvartalets utgång, förväntas erhålla ca 4 MSEK kontant. Utöver detta kan Kinda Brave nyttja den revolverande kreditfaciliteten om upp till 10 MSEK, vilket bidrar till ökat finansiellt handlingsutrymme framgent. Ingen del av den revolverande kreditfaciliteten har nyttjats under det fjärde kvartalet.

Koncernens operativa kassaflöde efter förändringar i rörelsekapital uppgick till ca -5,6 MSEK under Q4-24, motsvarande en operativ kapitalförbrukning, burn rate, om ca -1,9 MSEK per månad, vilket kan jämföras med -3,5 MSEK per månad under föregående kvartal (Q3-24). Med utvecklingskostnaderna om ca 4,7 MSEK i beaktning uppgick det negativa fria kassaflödet till -10,3 MSEK under Q4-24, motsvarande ca -3,4 MSEK per månad. Under kommande kvartal estimeras Koncernens burn rate att minska något, till följd av de kostnadsbesparingar som genomförts, avsaknad av transaktionskostnader från emission, samt löpande milstolpsbetalningar från förläggaren i takt med att Kinda Brave fortsätter att exekvera i linje med utvecklingsplanen.

ANDRA MILSTOLPS-  
BETALNINGEN  
HAR ERHÅLLITS

Q1-25  
FULL EFFEKT AV  
GENOMFÖRDA  
EFFEKTIVISERINGAR

-1,9 MSEK  
OPERATIV BURN RATE  
PER MÅN Q4-24

# Kommentar Q4-rapport

**Sammantaget** konstaterat Analyst Group att Kinda Brave stänger böckerna för ett minst sagt transformativt 2024, där flera avgörande milstolpar har uppnåtts. Bland höjdpunkterna återfinns ett framgångsrikt förlagsavtal med en etablerad aktör med starka finansiella resurser, värt ca 4,5 MUSD. Samtidigt har tillkännagivandet av flaggskeppstiteln HELA genererat betydande global uppmärksamhet, vilket illustreras av att Kinda Braves släppta material som publicerats från spelet hittills har genererat över 35 miljoner organiska visningar, en stark indikator på marknadens intresse inför lanseringen. Vidare har Koncernen lanserat och ingått förlagsavtal avseende titlarna Go Fight Fantastic och Distant Bloom på PC, Xbox och PlayStation. Med genomförda effektiviseringsåtgärder förväntas Kinda Brave framöver verka i en mer kostnadseffektiv regi, vilket förväntas vara av stor vikt då Koncernen går in i en mer intensiv kommersiell fas år 2025.

Med utvecklingen av HELA som fortskrider enligt plan, ökat globalt intresse för spelet, säkrad finansiering och fortsatta förväntade milstolpsbetalningar, bedömer Analyst Group att år 2025 blir ett högintressant år för spelkoncernen Kinda Brave, präglad av betydande triggers som kan synliggöra den gedigna potentialen och det inneboende värdet i flaggskeppstiteln HELA.

## BETYDANDE TRIGGERS UNDER ÅR 2025

### Ett axplock av nyckeltal från Kinda Braves Q4-rapport.

Nyckeltal från Q4-24



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 över 35 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 spelarbas 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 monetariserars 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 112 MSEK. Med en målmultipel om EV/S 1,2x och en WACC om 11,8 % erhålls ett potentiellt nuvärde om 2,8 kr per aktie, kompletterat med en DCF-modell som indikerar 3,0 kr per aktie. Det potentiella nuvärdet om 2,8 kr är primärt en teknisk justering jämfört med det tidigare motiverade värdet om 3,4 kr per aktie, till följd av de ca 7,9 miljoner nyemitterade aktierna.

2,8 KR  
PER AKTIE  
BASE SCENARIO





### Kinda Brave i korthet

Kinda Brave grundades år 2022 och är en modern spelkoncern, bestående av tre spelstudios, där den Umeå-baserade studion Windup Games utgör Koncernens kreativa kärna, vilka för närvarande utvecklar flaggskeppsprojektet HELA. Windup Games leds kreativt av Martin Sahlin, skaparen av den mångmiljonsäljande Unravel-serien. Spelet bygger vidare på de tematiska och emotionella element som bidrog till Unravels internationell succé.

För att accelerera utvecklingen och kommersialiseringen av HELA ingick Kinda Brave under Q3-24 ett betydande förlagsavtal med Knights Peak, en nystartad division inom den europeiska förläggaren MY.GAMES. Avtalet, värt 4,5 MUSD, har möjliggjort en stabil finansiering av projektet, och hittills har Koncernen erhållit två milstolpsbetalningar om sammanlagt 0,7 MUSD, vilket bekräftar att utvecklingen fortskrider enligt plan.

Parallellt med detta har Kinda Brave genomfört ett strategiskt skifte mot en mer kommersiell inriktning. Under Q3-24 vidtogs omfattande effektiviseringsåtgärder, inklusive en anpassning av personalstyrkan i Koncernens mindre studios, för att skapa en mer kostnadseffektiv och flexibel verksamhet. Dessa åtgärder stärker Kinda Braves förmåga att optimera resursallokeringen och säkerställa en fokuserad exekvering av utvecklingsplanen i linje med förlagsavtalet.

### Flaggskeppstiteln HELA – ett spel med betydande potential

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 folklora. 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.

Flaggskeppstiteln avses säljas via distributionsplattformar såsom Steam, Playstation Store och Xbox Marketplace, vilka sammantaget har över 400 miljoner månatligt aktiva användare, vilket skapar goda möjligheter för Kinda Brave att nå ut till en bred kundgrupp. Intäkterna generas från det initiala spelköpet, men även genom tilläggsköp och expansionspaket.

## HELA – naturlig uppföljare till Unravel-serien

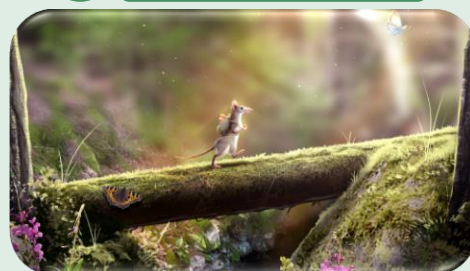
Spelet bygger på en förtrollande berättelse om en häxa och hennes följeslagare – ett modigt gäng små möss. Under många år har den godhjärtade häxan använt sin magi för att hjälpa lokalbefolkningen, men nu har hon insjuknat och behöver själv hjälp. Det blir upp till mössen att hitta ett botemedel och 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 bryggnig.
- **En helande upplevelse:** Spelet utspelar sig i den storslagna skandinaviska naturen och erbjuder en rogivande och behaglig resa.



Estimerad lansering: Q1-26



### SPELSTUDION WINDUP GAMES



23 PERSONER

LEDS AV  
MEDGRUNDAREN  
TILL SUCCÉSERIEN  
UNRAVEL

ERFARENHET FRÅN  
BOLAG SÅSOM:



### Varmt mottagande av spelet bådar gott inför lansering

>35 MILJONER  
ORGANISKA  
VISNINGAR I  
SAMTLIGA KANALER

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 över 35 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.

PARALELLER MELLAN  
HELA OCH:



De över 35 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 spelstudion 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".

PLATS  
263 AV CA 3 700  
STEAMS WISHLIST



Det ökade intresset och engagemanget från gamingkollektivet kan skönjas i distributionsplattformen Steams Wishlist, vilken ger användare möjlighet att följa och bevaka kommande spelets utveckling och nyheter inför lansering. Detta fungerar således som en temperaturmätare avseende spelets efterfrågan innan lansering, och HELA har succesivt klättrat på önskelistan av kommande spel. I skrivande stund (2025-03-10) innehar HELA plats 263 av totalt ca 3 700 titlar, med över 6 600 följare av spelet.

### 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.



0,7 MUSD  
ERHÅLLNA  
MILSTOLPS-  
BETALNINGAR

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 betydande försäljning, tillika kassaflöden.

### Erfaret team med starka meriter inom spelindustrin

Koncernen besitter ett betydande humankapital med nyckelpersoner som har gedigen erfarenhet från bolag såsom EA, PlayStation, Stillfront och Starbreeze, vilket skapar gynnsamma förutsättningar för framtida spellanseringar. Inom Windup Games har majoriteten av teamet arbetat tillsammans under lång tid och har flera framgångsrika lanseringar i bagaget. Detta minskar utvecklingsrisken jämfört med många andra indie-studios, då teamet har gedigen erfarenhet från produktionsprocesserna och därmed kan arbeta proaktivt för att undvika kostsamma misstag. Den samlade erfarenheten inom Koncernen utgör en stabil grund för att producera spel på ett kostnads- och tidseffektivt sätt, en kritisk konkurrensfördel i en bransch där kompetensbrist är en betydande utmaning. Dessutom har nyckelpersoner även erfarenhet från den finansiella sektorn, vilket skapar en stark kombination av affärsmannaskap och kreativitet, något som förväntas driva en robust operationell utveckling under de kommande åren.

STARKT  
HUMANKAPITAL


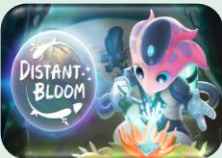






### Övriga studios och spel i portföljen

Utöver kronjuvelen Windup Games har Koncernen två spelstudios som utvecklar spel inom indiekategorin: Ember Trail och Dinomite Games. **Ember Trail** grundades år 2017 och står bl.a. bakom spelet Main Assembly, vilket lanserades under år 2021 och har sedan dess sålts i över 37 000 exemplar. Under Q1-24 lanserade Ember Trail spelet Distant Bloom, ett explorations- och managementspel där spelaren återställer en öde planet genom att odla dess unika flora och bygga en blomstrande bas för sin besättning. Vidare ingår spelstudion **Dinomite Games** i Koncernen, vilka grundades år 2016 och lanserade under Q1-24 spelet Go Fight Fantastic, ett färgstarkt co-op hack 'n' slash-spel där spelare tar rollen som interstellära smugglare som måste rädda Bird Planet från en invasion.

Under Q4-24 ingick Kinda Brave globala förlagsavtal med Aurora Punks AB avseende 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 portningarna till konsol, att bidra med marknadsföringsresurser inför, under och efter lanseringen av spelen. Under Q1-25 har Go Fight Fantastic lanserats på konsol, inklusive PlayStation 5, PlayStation 4 och Nintendo Switch. Spelet kommer även att släppas på Xbox Series X|S och Xbox One.

INGICK  
FÖRLAGSAVTAL  
UNDER Q4-24

 <p><b>Distant Bloom</b></p> <p>Lansering: Q1-24</p> <p>Spelstudio: <b>Ember Trail</b></p>	 	 <p><b>Go Fight Fantastic</b></p> <p>Lansering: Q1-24</p> <p>Spelstudio: <b>Dinomite Games</b></p>	 
---	--	---	--

Sedan Q3-24 har Kinda Brave arbetet med att effektivisera verksamheten mot en tydligare kommersiell inriktning, med ett särskilt fokus på flaggskeppstiteln HELA. Detta har inneburit en reducering av personalstyrkan inom Ember Trail och Dinomite Games, i syfte att sänka utvecklingskostnaderna och allokerade resurser till flaggskeppstiteln HELA, det projekt som besitter de starkaste kommersiella förutsättningarna. De fulla finansiella effekterna av dessa besparingsåtgärder förväntas realiseras under Q1-25, men en tydlig effekt syns redan i posten aktiverat arbete för egen räkning, som minskat från ca 8,8 MSEK i Q2-24 till ca 4,7 MSEK i Q4-24. Som en del av den kommersiella strategin strävar Kinda Brave efter att samtliga studios i portföljen ska finansieras genom extern projektfinansiering eller intäkter från tidigare släppta spel, vilket förväntas minska investeringsbehovet i nya, oprövade projekt. Ett tydligt exempel på denna strategi är förlagsavtalen med Aurora Punks AB, där partnern bidrar med finansiering för färdigställandet av konsolportningar samt tillhandahåller marknadsföringsresurser inför, under och efter lanseringen av spelen.

### Transmediastrategi – vision om en integrerad underhållningskoncern

På lång sikt strävar Koncernen efter att etablera en distinkt och dynamisk underhållningsgrupp där starka immateriella rättigheter (IP) fungerar som en sammanhållande länk mellan spel och andra kreativa uttrycksformer, såsom tv-serier, filmer och serietidningar. Kinda Brave besitter en solid IP-portfölj som inte enbart utgör en grund för fortsatt spelutveckling, utan även öppnar möjligheter för licensiering till externa kreatörer inom film-, tv- och serietidningsindustrin.

Genom Kinda Braves transmediastrategi kan Koncernens IP:s utlicensieras till tredjepartsaktörer för exempelvis produktion av film, tv-serier, serietidningar och handelsvaror. Genom denna strategi syftar Koncernen till att bygga starka IP:s genom sammanlänkade universum över flera medieplattformar. Detta förväntas stärka relationen med fansen, vilket sedermera kan monetariseras och generera diversifierade intäktströmmar som kan återinvesteras i nya spelprojekt eller strategiska förvärv. Koncernens starka know-how och gedigna nätverk inom spelutveckling möjliggör värdeskapande synergier mellan verksamhetsområdena, vilket kan accelerera kommersialiseringen och expandera IP-portföljens räckvidd.

På längre sikt ser Analyst Group potential för strategiska förvärv där Kinda Brave kan expandera verksamheten genom att integrera nya spelstudios eller bolag inom närliggande områden, såsom videoproduktion, för att ytterligare stärka IP-portföljen och skapa fler korsförsäljningsmöjligheter. Dock bedöms Koncernens huvudsakliga fokus under år 2025 och 2026 vara inriktat på kommersialiseringen av HELA, både ur ett resurs- och kapacitetsperspektiv. Förvärv inkluderades därför inte i nuvarande prognoser, utan betraktas snarare som framtida optioner som kan addera ytterligare värde till Koncernen på sikt.

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

TRANSMEDIA-  
STRATEGI BÄDDAR  
FÖR FLERTALET  
INTÄKTSSTRÖMMAR

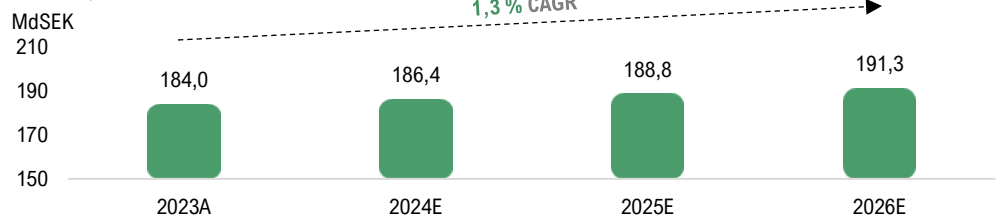
**191,3 mdUSD**  
GLOBALA SPEL-  
MARKNADEN  
2026E

### 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 indiespelsmarknaden 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

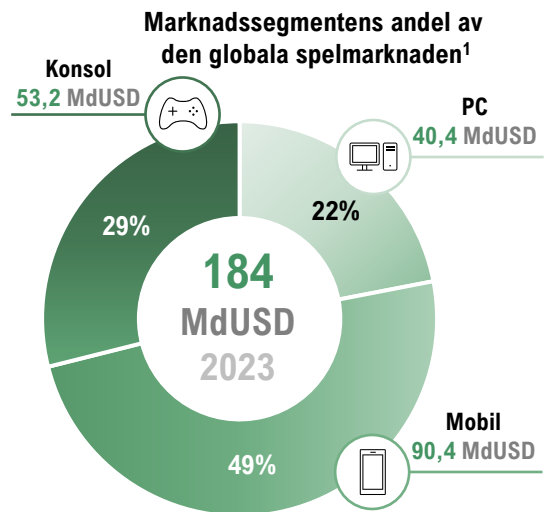
<sup>1</sup>Newzoo (2023). Global Games Market Report.

<sup>2</sup>Dataspelsbranschen (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

Förlagsavtalet med Knights Peak, avseende Koncernens flaggskeppstitel HELA, estimeras generera intäkter under år 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), där resterande del estimeras betalas ut löpande under år 2025 och inledningen av år 2026. Vid utgången av Q4-24 hade Koncernen erhållit sammanlagt 0,7 MUSD, motsvarande ca 7,3 MSEK. Av redovisningstekniska skäl bokförs Koncernens erhållna milstolpsbetalningar som förutbetalda intäkter i balansräkningen och intäktsförs först i samband med lanseringen av HELA. Analyst Group har dock valt att inkludera de estimerade milstolpsbetalningarna från förläggaren under övriga rörelseintäkter för att ge en tydligare bild av Kinda Braves estimerade intäktsflöde. För åren 2025 och 2026 estimeras milstolpsbetalningarna uppgå till ca 24 MSEK respektive 8 MSEK.

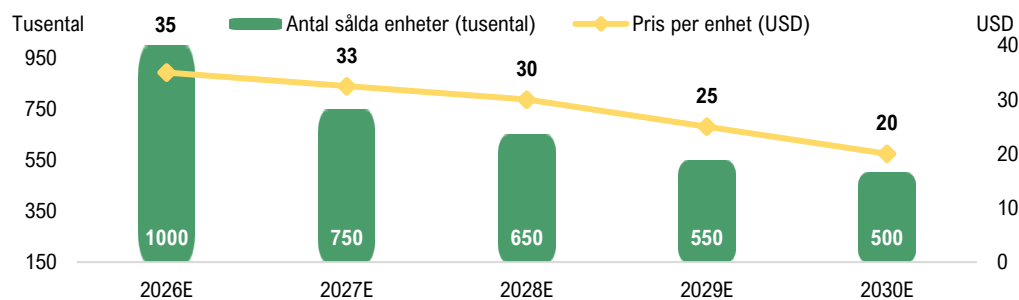
Utöver intäkter från förläggaren estimeras Koncernen generera intäkter från Go Fight Fantastic och Distant Bloom under år 2025, lanserades under Q1-24 och där globala förlagsavtal för både PC och konsol slöts under Q4-24.

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.

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

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 plattforms-avgifter, 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>
- Plattformsavgift (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 H2-24 har Koncernen genomfört aktiviteter med fokus på att effektivisera verksamheten och styra om mot en mer kommersiell inriktning, vilket inkluderar en reduktion av personalstyrkan i de mindre studiorna med förväntad full effekt från och med Q1-25. I takt med att HELA närmar sig lansering och de mest omfattande utvecklingskostnaderna har täckts, förväntas personalkostnaderna successivt minska och 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 13-15 MSEK mellan åren 2025-2026.

Då majoriteten av kostnadsstrukturerna är av fast karaktär förväntas skalbarheten i Kinda Braves kapitalletta 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 10-19 MSEK årligen mellan 2025-2026, 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 2025-2030E.

Base scenario (tSEK)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
<b>Nettoomsättning</b>	<b>41</b>	<b>1 576</b>	<b>7 291</b>	<b>112 351</b>	<b>77 963</b>	<b>61 717</b>	<b>43 239</b>	<b>31 377</b>
Aktiverat arbete för egen räkning	16 370	27 295	18 500	10 000	5 000	2 000	2 000	1 000
Övriga rörelseintäkter	99	405	24 455	7 805	0	0	0	0
Total omsättning	16 510	29 276	50 246	130 156	82 963	63 717	45 239	32 377
COGS	0	0	-146	-2 247	-1 559	-1 234	-865	-628
<b>Bruttovinst</b>	<b>16 510</b>	<b>29 276</b>	<b>50 100</b>	<b>127 909</b>	<b>81 404</b>	<b>62 483</b>	<b>44 374</b>	<b>31 750</b>
Bruttomarginal (adj.) <sup>1</sup>	100,0%	100,0%	98,0%	98,0%	98,0%	98,0%	98,0%	98,0%
Övriga externa kostnader	-16 428	-19 292	-15 434	-13 273	-11 680	-9 928	-8 240	-5 356
Personalkostnader	-15 853	-30 643	-24 420	-21 542	-19 227	-16 810	-15 003	-13 116
Övriga rörelsekostnader	-13	-158	0	0	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	<b>-15 783</b>	<b>-20 817</b>	<b>10 247</b>	<b>93 094</b>	<b>50 497</b>	<b>35 745</b>	<b>21 131</b>	<b>13 277</b>
EBITDA-marginal (adj.) <sup>1</sup>	-79511,5%	-3078,5%	-448,6%	67,0%	58,4%	54,7%	44,2%	39,1%
Avskrivningar	-263	-1 242	-2 116	-15 421	-15 574	-12 700	-7 550	-4 000
<b>EBIT</b>	<b>-16 046</b>	<b>-22 059</b>	<b>8 131</b>	<b>77 673</b>	<b>34 923</b>	<b>23 045</b>	<b>13 581</b>	<b>9 277</b>
EBIT-marginal (adj.) <sup>1</sup>	-80159,7%	-3157,3%	-477,6%	53,3%	38,4%	34,1%	26,8%	26,4%
Finansnetto	-882	-8 554	-1 010	-773	-13	0	0	0
<b>EBT</b>	<b>-16 928</b>	<b>-30 613</b>	<b>7 121</b>	<b>76 900</b>	<b>34 911</b>	<b>23 045</b>	<b>13 581</b>	<b>9 277</b>
Skatt	0	0	-1 467	-15 841	-7 192	-4 747	-2 798	-1 911
<b>Nettovinst</b>	<b>-16 928</b>	<b>-30 613</b>	<b>5 654</b>	<b>61 059</b>	<b>27 719</b>	<b>18 298</b>	<b>10 783</b>	<b>7 366</b>
Nettovinstmarginal (adj.) <sup>1</sup>	-82333,4%	-3700,1%	-511,6%	38,5%	29,1%	26,4%	20,3%	20,3%

<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	Value	EV/Sales		EV/EBITDA		CAGR	EBITDA	EBITDA-marginal			
	(MSEK)	(MSEK)	LTM	2025E	2026E	LTM	2025E	2026E	CAGR	2025-2026E	2025E	2026E
Embracer	23 769	26 984	0,8x	1,1x	1,3x	-13,7x	4,6x	4,5x	-28,7%	-27,1%	24,0%	28,2%
Enad Global 7	1 100	847	0,5x	0,4x	0,4x	2,2x	1,9x	1,4x	15,4%	34,4%	22,4%	25,7%
Paradox Interactive	20 111	18 706	8,5x	6,6x	6,5x	13,1x	9,9x	9,7x	14,2%	16,0%	67,0%	67,1%
Stillfront	3 141	7 234	1,1x	1,1x	1,0x	-1,5x	3,2x	3,0x	1,3%	3,8%	33,4%	35,2%
Starbreeze B	276	102	0,5x	0,5x	0,2x	1,3x	1,0x	0,4x	49,6%	50,9%	51,1%	63,8%
Remedy	2 022	1 965	3,6x	2,7x	2,4x	71,7x	22,0x	9,4x	21,6%	N/A	12,5%	25,5%
Digital Bros SpA	2 207	2 593	2,0x	2,1x	1,9x	5,3x	6,4x	4,8x	3,7%	8,8%	33,1%	39,2%
Ubisoft	19 387	34 749	1,5x	1,7x	1,5x	-20,2x	4,4x	3,4x	-4,4%	-10,2%	37,9%	44,8%
Electronic Arts Inc	398 203	388 645	4,8x	5,0x	4,7x	18,8x	14,8x	13,7x	0,9%	-1,0%	33,8%	34,4%
Take-Two Interactive	393 473	425 037	7,1x	6,9x	4,8x	110,0x	49,3x	19,5x	23,9%	65,3%	14,1%	24,3%
Maximum	398 203	425 037	8,5x	6,9x	6,5x	110,0x	49,3x	19,5x	49,6%	65,3%	67,0%	67,1%
75th Percentile	22 854	32 808	4,5x	4,4x	4,1x	17,4x	13,6x	9,6x	20,1%	34,4%	36,9%	43,4%
<b>Median</b>	<b>11 264</b>	<b>12 970</b>	<b>1,7x</b>	<b>1,9x</b>	<b>1,7x</b>	<b>3,8x</b>	<b>5,5x</b>	<b>4,6x</b>	<b>9,0%</b>	<b>8,8%</b>	<b>33,3%</b>	<b>34,8%</b>
<b>Mean</b>	<b>86 369</b>	<b>90 686</b>	<b>3,0x</b>	<b>2,8x</b>	<b>2,5x</b>	<b>18,7x</b>	<b>11,8x</b>	<b>7,0x</b>	<b>9,8%</b>	<b>15,7%</b>	<b>32,9%</b>	<b>38,8%</b>
25th Percentile	2 068	2 122	0,9x	1,1x	1,1x	-0,8x	3,5x	3,1x	1,0%	-1,0%	22,8%	26,3%
Minimum	276	102	0,5x	0,4x	0,2x	-20,2x	1,0x	0,4x	-28,7%	-27,1%	12,5%	24,3%
<b>Kinda Brave</b>	<b>45</b>	<b>53</b>	<b>33,8x</b>	<b>7,5x</b>	<b>0,5x</b>	<b>-2,6x</b>	<b>5,7x</b>	<b>0,6x</b>	<b>1308,2%</b>	<b>N/A</b>	<b>-448,7%</b>	<b>67,0%</b>

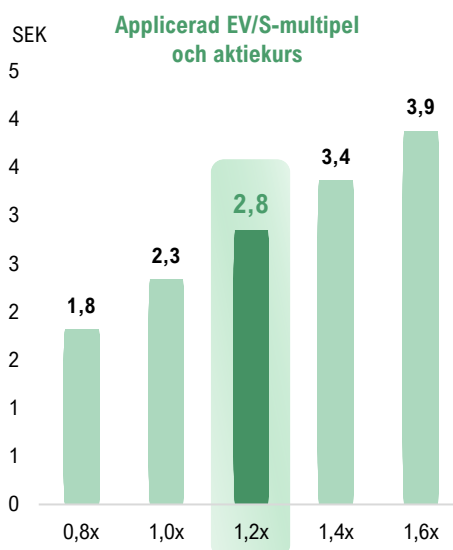
Multipelbaserad relativvärdering inom spelbranschen medför en rad faktorer som kan resultera i missvisande slutsatser, exempelvis dramatiska fluktuationer i försäljning baserat på tajmningen av större spelsläpp. Ytterligare en aspekt, som framför allt får en betydande påverkan på vinstmultiplar är avskrivningar, 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 (112 MSEK), för att sedan avta, vilket motiverar en värderingsrabatt.

Peer-gruppen handlas till en genomsnittlig (median) EV/S-multipel 2026E om 2,5x (1,7x). Avseende de svenska respektive internationella spelbolagen skiljer sig värderingarna, där de svenska bolagen uppvisar en genomsnittlig (median) EV/S 2026E om 1,9x (1,0x) och de internationella uppvisar en multipel om 3,0x (2,4x). Notera att "internationella bolag" i denna kontext refererar till de jämförelsebolag som är noterade i ett annat land än Sverige. De svenska spelbolagen förväntas dock uppvisa en högre omsättnings- och EBITDA-tillväxt (CAGR), där medianen uppgår till 14,2 % respektive 16,0 % mellan 2025-2026E. För de internationella peersen uppgår motsvarande omsättnings- och EBITDA-CAGR till 3,7 % respektive 3,9 %. Givet att vinsttillväxt är en central faktor för en högre försäljningsmultipel är det anmärkningsvärt att medianvärdet för de internationella bolagens EV/S 2026E uppgår till 2,4x, jämfört med 1,0x för de svenska bolagen. Dock påverkas värderingen av en rad andra faktorer, såsom bolagsstorlek och diversifiering, vilka diskuteras på kommande sida.

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 intäktströmmar, 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 en central drivare 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 succéserien Unravel, är involverad i projektet. Med hänsyn till ovanstående anser Analyst Group att en målmultipel om EV/S 1,2 är motiverad, vilket motsvarar en rabatt om ca 31 % i jämförelse med den totala peergruppens EV/S-multipel (LTM). Med den applicerade målmultipeln, en estimerad omsättning om ca 112 MSEK år 2026, en diskonteringsränta om 11,8 %, samt med hänsyn till kapitalstrukturen, härleds ett potentiellt nuvärde per aktie om 2,8 kr. Detta är primärt en teknisk justering jämfört med det tidigare motiverade värdet om 3,4 kr per aktie, till följd av de nyemitterade aktierna.

**2,8 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 2025-2030, 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. År 2025 förväntas präglas av lägre omsättning och betydande investeringsbehov, vilket resulterar i negativt fritt kassaflöde fram till lanseringen av spelet. Analyst Group estimerar att EBIT-marginalen når 53 % år 2026, för att sedan avta, med en långsiktig estimerad EBIT-marginal om 30 %. En terminaltillväxt om 2 % antas, och residualperioden beräknas utgöra ca en tredjedel 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 11,8 % och utifrån de framtida diskonterade fria kassaflödena härleds ett värde om 3,0 kr per aktie i ett Base scenario.

DCF-VÄRDERING  
MOTIVERAR  
**3,0 KR**  
PER AKTIE

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

Känslighetsanalys DCF

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

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.

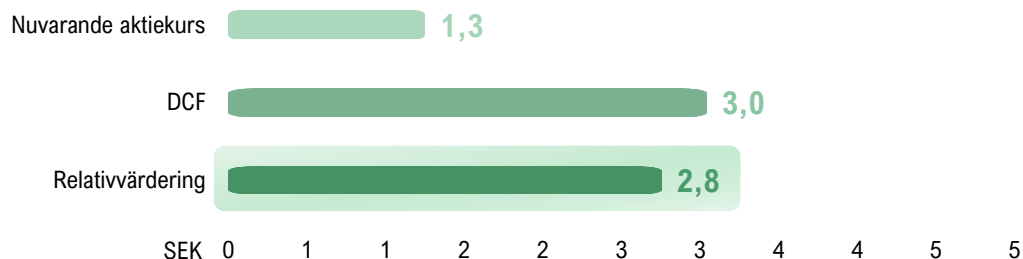
Koncernens övriga studios och förläggardivision har även dessa en god potential, där lyckade spellanseringar, både organiskt och via ByteSize Publishing, utgör ytterligare optioner i värderingen. I likhet med ovissheten kring att prognosticera förvärv väljer således Analyst Group att exkludera framtida 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 1,2x på 2026 års prognostiserade nettoomsättning om ca 112 MSEK, tillsammans med en tillämpad diskonteringsränta om 11,8 % och med hänsyn till den antagna kapitalstrukturen, härleds ett motiverat nuvärde per aktie om 2,8 kr i ett Base scenario. Det potentiella nuvärdet om 2,8 kr per aktie är främst en teknisk justering av det tidigare motiverade nuvärdet om 3,4 kr, till följd av de ca 7,9 miljoner nyemitterade aktierna från kvittnings-emissionen till borgensmännen samt den riktade emissionen till JEQ Capital AB.

**2,8 KR**  
PER AKTIE  
BASE SCENARIO

## Värdering: Sammanfattning



**5,3 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 1,7x på 2026 års prognostiserade omsättning (142 MSEK) erhålls ett potentiellt nuvärde om 5,3 kr per aktie.

### Bear scenario

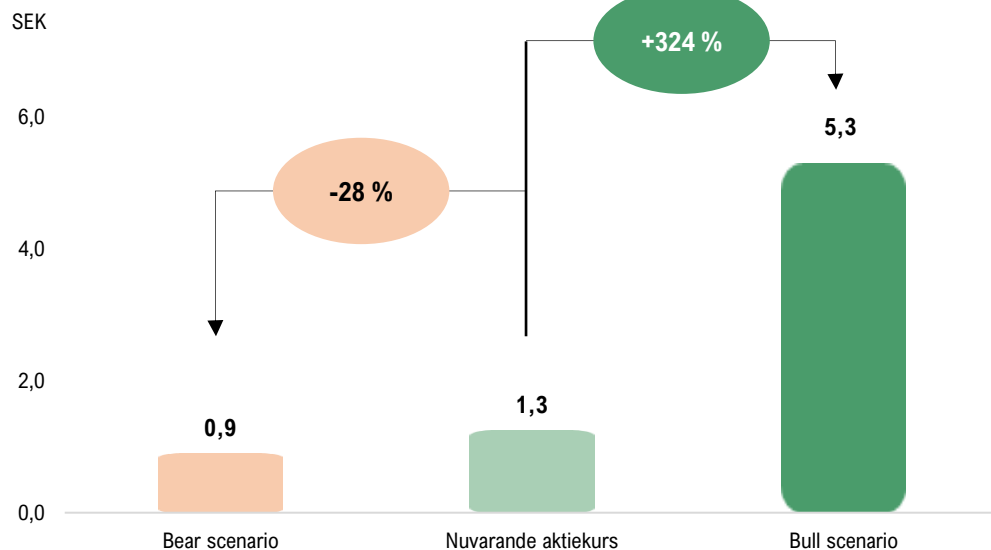
Ett svalare mottagande från spelmarknaden avseende flaggskeppstiteln HELA och ett lägre intresse från den tänkta målgruppen resulterar i en lansering som inte når upp till förväntningarna i termer av sålda enheter. Villkoren med Koncernens förläggare förväntas inte vara lika gynnsamma, varpå Kinda Brave 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.

**0,9 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 0,8x, tillsammans med 2026 års estimerade omsättning om 66 MSEK och med hänsyn till antagen kapitalstruktur, motiveras ett potentiellt nuvärde om 0,9 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:** 659 438 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:** 544 023 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:** 2 037 037 aktier.

## 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	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
<b>Nettoomsättning</b>	<b>41</b>	<b>1 576</b>	<b>7 291</b>	<b>112 351</b>	<b>77 963</b>	<b>61 717</b>	<b>43 239</b>	<b>31 377</b>
Aktiverat arbete för egen räkning	16 370	27 295	18 500	10 000	5 000	2 000	2 000	1 000
Övriga rörelseintäkter	99	405	24 455	7 805	0	0	0	0
Total omsättning	16 510	29 276	50 246	130 156	82 963	63 717	45 239	32 377
COGS	0	0	-146	-2 247	-1 559	-1 234	-865	-628
<b>Bruttovinst</b>	<b>16 510</b>	<b>29 276</b>	<b>50 100</b>	<b>127 909</b>	<b>81 404</b>	<b>62 483</b>	<b>44 374</b>	<b>31 750</b>
Bruttomarginal (adj.) <sup>1</sup>	100,0%	100,0%	98,0%	98,0%	98,0%	98,0%	98,0%	98,0%
Övriga externa kostnader	-16 428	-19 292	-15 434	-13 273	-11 680	-9 928	-8 240	-5 356
Personalkostnader	-15 853	-30 643	-24 420	-21 542	-19 227	-16 810	-15 003	-13 116
Övriga rörelsekostnader	-13	-158	0	0	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	<b>-15 783</b>	<b>-20 817</b>	<b>10 247</b>	<b>93 094</b>	<b>50 497</b>	<b>35 745</b>	<b>21 131</b>	<b>13 277</b>
EBITDA-marginal (adj.) <sup>1</sup>	-79511,5%	-3078,5%	-448,6%	67,0%	58,4%	54,7%	44,2%	39,1%
Avskrivningar	-263	-1 242	-2 116	-15 421	-15 574	-12 700	-7 550	-4 000
<b>EBIT</b>	<b>-16 046</b>	<b>-22 059</b>	<b>8 131</b>	<b>77 673</b>	<b>34 923</b>	<b>23 045</b>	<b>13 581</b>	<b>9 277</b>
EBIT-marginal (adj.) <sup>1</sup>	-80159,7%	-3157,3%	-477,6%	53,3%	38,4%	34,1%	26,8%	26,4%
Finansnetto	-882	-8 554	-1 010	-773	-13	0	0	0
<b>EBT</b>	<b>-16 928</b>	<b>-30 613</b>	<b>7 121</b>	<b>76 900</b>	<b>34 911</b>	<b>23 045</b>	<b>13 581</b>	<b>9 277</b>
Skatt	0	0	-1 467	-15 841	-7 192	-4 747	-2 798	-1 911
<b>Nettovinst</b>	<b>-16 928</b>	<b>-30 613</b>	<b>5 654</b>	<b>61 059</b>	<b>27 719</b>	<b>18 298</b>	<b>10 783</b>	<b>7 366</b>
Nettovinstmarginal (adj.) <sup>1</sup>	-82333,4%	-3700,1%	-511,6%	38,5%	29,1%	26,4%	20,3%	20,3%

DCF - Base scenario (tSEK)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	Residualvärde
Nettoomsättning	7 291	112 351	77 963	61 717	43 239	31 377	32 005
EBITDA adj.	-8 253	83 094	45 497	33 745	19 131	12 277	11 202
Avskrivningar	-2 116	-15 421	-15 574	-12 700	-7 550	-4 000	-1 600
EBIT adj.	-10 369	67 673	29 923	21 045	11 581	8 277	9 601
Skatt	-1 467	-15 841	-7 192	-4 747	-2 798	-1 911	-1 978
<b>NOPAT</b>	<b>-11 836</b>	<b>51 831</b>	<b>22 732</b>	<b>16 298</b>	<b>8 783</b>	<b>6 366</b>	<b>7 624</b>
+ Avskrivningar	2 116	15 421	15 574	12 700	7 550	4 000	1 600
- CAPEX	-18 750	-10 000	-5 000	-2 000	-2 000	-1 000	-1 600
Förändring i rörelsekapital	0	0	0	0	0	0	0
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>-28 470</b>	<b>57 253</b>	<b>33 306</b>	<b>26 998</b>	<b>14 333</b>	<b>9 366</b>	<b>7 624</b>
<b>Diskonterade fria kassaflöden</b>	<b>-21 357</b>	<b>46 722</b>	<b>24 311</b>	<b>17 627</b>	<b>8 370</b>	<b>4 892</b>	<b>36 345</b>

DCF - Base scenario (tSEK)	
WACC	11,8%
Nuvärde fria kassaflöden	80 566
Residualvärde	36 345
<b>Enterprise Value</b>	<b>116 911</b>
Nettoskuld	8 647
<b>Marknadsvärde</b>	<b>108 264</b>
Antal aktier (tusental)	35 630
<b>Värde per aktie (SEK)</b>	<b>3,0</b>

## Distribution av fria kassaflöden

Residualvärde

31%

2027E-2030E

47%

2025E-2026E

22%

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

Bull scenario (tSEK)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
<b>Nettoomsättning</b>	<b>41</b>	<b>1 576</b>	<b>7 981</b>	<b>141 781</b>	<b>114 613</b>	<b>85 039</b>	<b>53 527</b>	<b>39 448</b>
Aktiverat arbete för egen räkning	16 370	27 295	16 000	7 500	3 000	1 500	1 500	1 000
Övriga rörelseintäkter	99	405	27 057	5 203	0	0	0	0
Total omsättning	16 510	29 276	51 037	154 484	117 613	86 539	55 027	40 448
COGS	0	0	-160	-2 836	-2 292	-1 701	-1 071	-789
<b>Bruttovinst</b>	<b>16 510</b>	<b>29 276</b>	<b>50 878</b>	<b>151 648</b>	<b>115 320</b>	<b>84 838</b>	<b>53 957</b>	<b>39 659</b>
Bruttomarginal (adj.) <sup>1</sup>	100,0%	100,0%	98,0%	98,0%	98,0%	98,0%	98,0%	98,0%
Övriga externa kostnader	-16 428	-19 292	-15 434	-12 347	-9 878	-7 655	-5 741	-4 162
Personalkostnader	-15 853	-30 643	-23 100	-20 196	-18 540	-16 109	-13 574	-12 388
Övriga rörelsekostnader	-13	-158	0	0	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	<b>-15 783</b>	<b>-20 817</b>	<b>12 344</b>	<b>119 105</b>	<b>86 903</b>	<b>61 074</b>	<b>34 642</b>	<b>23 108</b>
EBITDA-marginal (adj.) <sup>1</sup>	-79511,5%	-3078,5%	-384,8%	75,0%	73,2%	70,1%	61,9%	56,0%
Avskrivningar	-263	-1 242	-2 116	-14 121	-13 874	-10 900	-5 950	-2 900
<b>EBIT</b>	<b>-16 046</b>	<b>-22 059</b>	<b>10 228</b>	<b>104 984</b>	<b>73 029</b>	<b>50 174</b>	<b>28 692</b>	<b>20 208</b>
EBIT-marginal (adj.) <sup>1</sup>	-80159,7%	-3157,3%	-411,4%	65,1%	61,1%	57,2%	50,8%	48,7%
Finansnetto	-882	-8 554	-1 010	-773	-13	0	0	0
<b>EBT</b>	<b>-16 928</b>	<b>-30 613</b>	<b>9 218</b>	<b>104 211</b>	<b>73 016</b>	<b>50 174</b>	<b>28 692</b>	<b>20 208</b>
Skatt	0	0	-1 899	-21 468	-15 041	-10 336	-5 911	-4 163
<b>Nettovinst</b>	<b>-16 928</b>	<b>-30 613</b>	<b>7 319</b>	<b>82 744</b>	<b>57 975</b>	<b>39 838</b>	<b>22 781</b>	<b>16 045</b>
Nettovinstmarginal (adj.) <sup>1</sup>	-82333,4%	-3700,1%	-447,8%	49,4%	48,0%	45,1%	39,8%	38,1%
Bear scenario (tSEK)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
<b>Nettoomsättning</b>	<b>41</b>	<b>1 576</b>	<b>7 291</b>	<b>66 299</b>	<b>50 293</b>	<b>43 142</b>	<b>27 759</b>	<b>17 446</b>
Aktiverat arbete för egen räkning	16 370	27 295	20 000	12 000	7 000	2 200	4 500	3 500
Övriga rörelseintäkter	99	405	16 130	5 203	0	0	0	0
Total omsättning	16 510	29 276	43 421	83 503	57 293	45 342	32 259	20 946
COGS	0	0	-146	-1 326	-1 006	-863	-555	-349
<b>Bruttovinst</b>	<b>16 510</b>	<b>29 276</b>	<b>43 275</b>	<b>82 177</b>	<b>56 288</b>	<b>44 479</b>	<b>31 704</b>	<b>20 597</b>
Bruttomarginal (adj.) <sup>1</sup>	100,0%	100,0%	98,0%	98,0%	98,0%	98,0%	98,0%	98,0%
Övriga externa kostnader	-16 428	-19 292	-15 434	-13 119	-10 495	-8 921	-6 244	-4 371
Personalkostnader	-15 853	-30 643	-26 255	-22 660	-18 911	-16 431	-13 116	-9 662
Övriga rörelsekostnader	-13	-158	0	0	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	<b>-15 783</b>	<b>-20 817</b>	<b>1 587</b>	<b>46 398</b>	<b>26 882</b>	<b>19 127</b>	<b>12 343</b>	<b>6 563</b>
EBITDA-marginal (adj.) <sup>1</sup>	-79511,5%	-3078,5%	-473,8%	44,0%	39,5%	39,2%	28,3%	17,6%
Avskrivningar	-263	-1 242	-2 116	-16 621	-17 174	-14 340	-9 190	-5 840
<b>EBIT</b>	<b>-16 046</b>	<b>-22 059</b>	<b>-529</b>	<b>29 777</b>	<b>9 708</b>	<b>4 787</b>	<b>3 153</b>	<b>723</b>
EBIT-marginal (adj.) <sup>1</sup>	-80159,7%	-3157,3%	-502,8%	19,0%	5,4%	6,0%	-4,9%	-15,9%
Finansnetto	-882	-8 554	-1 010	-773	-13	0	0	0
<b>EBT</b>	<b>-16 928</b>	<b>-30 613</b>	<b>-1 539</b>	<b>29 004</b>	<b>9 695</b>	<b>4 787</b>	<b>3 153</b>	<b>723</b>
Skatt	0	0	0	-5 975	-1 997	-986	-649	-149
<b>Nettovinst</b>	<b>-16 928</b>	<b>-30 613</b>	<b>-1 539</b>	<b>23 029</b>	<b>7 698</b>	<b>3 801</b>	<b>2 503</b>	<b>574</b>
Nettovinstmarginal (adj.) <sup>1</sup>	-82333,4%	-3700,1%	-516,7%	8,8%	1,4%	3,7%	-7,2%	-16,8%

<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 2014-2025). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.