

Qiiwi Games (QIIWI)

Sverige | Spelbolag | Börsvärde 36 535 TSEK

14 Augusti 2026

Motiverad aktiekurs: 6,1 SEK
Nuvarande aktiekurs: 4,0 SEK
Uppsida: 55 %

Inledning

Qiiwi Games ("Qiiwi" eller "Bolaget") är ett svenskt mobilspelsbolag med fokus på hybrid-casual-spel, grundat år 2012 och med huvudkontor i Alingsås. Bolagets spelportfölj består främst av Live Operations-titlar inom ord-, trivia- och kortspelsgenren, där Backpacker Go!, Midsomer Murders, Wordington och det nyligen lanserade Wordington Solitaire är deras största spel idag.

Qiiwi befinner sig i en operationell vändpunkt där flera strukturella förändringar sammanfaller. Efter flera års kostnadseffektiviseringar och effektiviserad utveckling med hjälp av AI är Bolaget mer skalbart än tidigare, samtidigt som den tidiga utvecklingen för Wordington Solitaire indikerar att Bolaget tagit fram sin nästa stora intäktsdrivare. Vår kohortmodell visar en enhetsekonomi som bär fortsatta investeringar i användarförvärv, vilket i basscenariot lyfter totala intäkter till 110,4 MSEK år 2027 och ger en EBITDA-marginal om 48,3 procent år 2028 när marknadsföringen normaliseras.

I basscenariot värderar vi Bolaget till EV/S 0,4x på år 2027, jämfört med peer-snittet om 1,3x och medianen om 0,9x. Det ger en motiverad aktiekurs om 6,13 SEK på tolv månaders sikt, motsvarande cirka 55 procents uppsida.

Investerings

Wordington Solitaire driver återgången till tillväxt

Wordington Solitaire lanserades under år 2026 och har tidigt uppvisat väsentligt starkare enhetsekonomi än Qiiwis tidigare titlar. Bolaget har kommunicerat ett D7-LTV omkring 107 procent högre än för Backpacker GO! på den amerikanska marknaden, samtidigt som återbetalningstiden på marknadsföringsinvesteringarna hittills varit 90–120 dagar. De starkare nyckeltalen innebär att Qiiwi lönsamt kan investera i ny UA och successivt återinvestera kassaflödet i ytterligare användarförvärv, vilket skapar en tydlig motor för både omsättningstillväxt och förbättrad lönsamhet. Effekten syns redan i Q2 2026, då den preliminära omsättningen ökade cirka 95 procent till 6,4 MSEK, enbart drivet av Wordington Solitaire.

Permanent lägre fast kostnadsbas

Qiiwi har under de senaste åren effektiviserat verksamheten genom ökad användning av AI, återanvändbara system och kod samt en kraftigt minskad organisation. Genom bolagets utvecklingsramverk kan kodbasen, spelsystem och monetiseringsfunktioner återanvändas mellan olika titlar, samtidigt som AI används genom stora delar av utvecklingsprocessen. Bolaget uppger att en ny spelidé i dag kan utvecklas till en spelbar prototyp på en enda arbetsdag. Fler koncept kan därmed marknadsställas till en lägre kostnad, varefter större utvecklings- och marknadsföringsinvesteringar koncentreras till de spel som når uppsatta KPI-nivåer, vilket minskar risken i varje enskilt projekt.

Antalet anställda har samtidigt minskat 76 procent, från 17 i början av år 2024 till fyra efter Q1 2026, och delar av det arbete som tidigare utfördes internt hanteras i dag genom AI-baserade arbetsflöden och externa specialistresurser. Enligt bolaget är den nya kostnadsstrukturen fullt implementerad från och med Q1 2026. Den fasta kostnadsbasen är omkring 65 procent lägre än år 2023 och uppgår i vår prognos till cirka 10,7 MSEK inklusive övriga rörelsekostnader (9,3 MSEK exklusive dessa). Marknadsföringen är samtidigt i huvudsak rörlig och kan anpassas efter den avkastning respektive användarkohort genererar. Qiiwi kan därmed växa omsättningen utan att den fasta kostnadsbasen ökar i motsvarande takt, vilket skapar en betydande operativ hävstång när Wordington Solitaire skapas.

Värdering och risk

Aktien handlas till 0,2x EV/S år 2027 mot en peergrupp om 1,3x i snitt och 0,9x i median. Vi applicerar 0,4x på totala intäkter år 2027 och adderar nettokassan om 12,5 MSEK, vilket ger en motiverad kurs om 6,13 SEK och cirka 55 procents uppsida. I Bear, där tillväxt-UA stängs av, blir värdet 1,60 SEK och i Bull 13,02 SEK.

Värderingsscenarion



Bear
1,6 SEK



Base
6,1 SEK



Bull
13,0 SEK

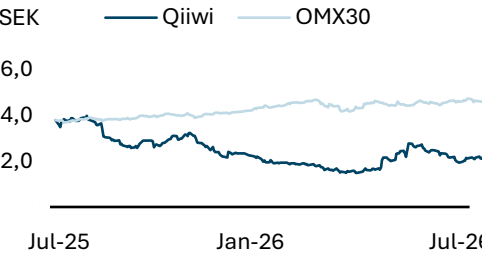
Marknadsdata, TSEK

	First North Stockholm
Börs	
Aktier (t)	9 250
Börsvärde (TSEK)	36 535
EV	24 035

Nyckeltal	25A	26E	27E	28E
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	0,8x
inkl. kassauppb.	neg.	neg.	neg.	neg.
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	1,0x
EV/S	1,5x	0,6x	0,2x	0,4x
ND/EBITDA	n.m.	n.m.	n.m.	(0,4x)

Estimat, TSEK	25A	26E	27E	28E
Totala intäkter	15 548	37 076	110 437	61 807
y/y tillväxt	(30,9%)	138,5 %	197,9 %	(44,0 %)
Bruttovinst	13 345	31 567	94 464	52 887
Bruttomarginal	85,8 %	85,1 %	85,5 %	85,6 %
EBITDA	(4 769)	(1 566)	(774)	29 863
EBITDA marginal	(30,7%)	(4,2 %)	(0,7 %)	48,3 %
EBIT	(7 828)	(7 024)	(18 444)	20 592
EBIT marginal	(50,3%)	(18,9 %)	(16,7 %)	33,3 %

Aktiekurs



Huvudägare	% av aktier
Özkan Ego	20,7 %
Nordnet Pensionsförsäkring	14,6 %
Avanza Pension	6,1 %

En betydande risk i investeringstesens kommer från att mycket villar på att ett spel går bra. Vi har därmed också valt att inte uppvärdera bolaget till peers. Ifall bolaget senare kvartal redovisar sämre resultat för Wordington Solitaire än väntat så kan nedsidan bli betydligt värre, men i nuvarande läge så ser vi inte det hända i närtstående tid.

Varför caset blir intressant

Investeringscaset bygger således på att två positiva förändringar sammanfaller. Wordington Solitaire driver en återgång till omsättningstillväxt genom väsentligt starkare KPI:er och lönsamt användarförvärv, medan AI, automatisering och en kraftigt reducerad fast kostnadsbas gör att en större andel av tillväxten omvandlas till EBITDA. Hävstången går att kvantifiera: EBITDA-marginalen förbättras med 79,0 procentenheter mellan år 2025 och år 2028, från minus 30,7 procent till 48,3 procent. Av detta förklaras cirka 12 procentenheter av att den fasta kostnadsbasen faller från 12,1 MSEK till cirka 10,7 MSEK inklusive övriga rörelsekostnader (motsvarande cirka 9,3 MSEK exklusive dessa), medan resterande cirka 67 procentenheter kommer från att intäkterna växer mot en i stort sett oförändrad fast kostnadsbas. Det är alltså volymen, inte besparingarna, som driver marginalen, och den hävstången menar vi inte återspeglas i marknadens värdering.

Bolagsbeskrivning

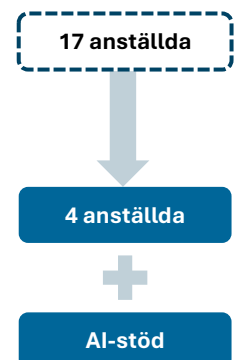
Qiiwi Games är ett svenskt mobilspelsbolag med säte i Alingsås, grundat år 2012, som utvecklar och förvaltar mobilspel inom hybrid-casual-segmentet. VD heter Erik Dale Rundberg och man har idag 4 anställda.

Affärsmodellen bygger huvudsakligen på så kallade free-to-play-spel, där spelen är kostnadsfria att ladda ned medan intäkterna genereras genom annonsering och köp i spelet (In-App Purchases, IAP). Bolaget fokuserar på spel inspirerade av klassiska ord-, trivia-, pussel- och kortspel, där strategin är att kombinera välkända spelmekaniker med moderna mobilspelsformat och långsiktig Live Operations.

Spelportföljen består huvudsakligen av egenutvecklade titlar där Backpacker Go!, Wordington, Wordington Solitaire, Puzzleton, Word Solitaire, Words in a Pic och Words Combo utgör de viktigaste spelen. Under år 2025 var Backpacker Go! Bolagets största intäktskälla och stod för omkring 63 procent av omsättningen. Det spel som vi bedömer har störst betydelse för den framtida utvecklingen är dock Wordington Solitaire, som inledde marknadstest den 5 mars år 2026 och blev globalt tillgängligt den 7 april år 2026. Bolaget uppgav den 22 april år 2026 att spelet avancerat till mjuklansering, och titeln är redan nu den största i portföljen.

Qiiwis verksamhet består i huvudsak av två kompletterande delar: utveckling av nya spel och förvaltning av den befintliga spelportföljen genom så kallade Live Operations (LiveOps). Utvecklingen av nya spel syftar till att skapa framtida tillväxt och bygger på en iterativ process där nya koncept utvecklas, marknadstestas och endast skalas upp om de uppvisar tillräckligt starka kommersiella nyckeltal. Parallellt arbetar Bolaget kontinuerligt med Live Operations, där redan lanserade spel vidareutvecklas genom nytt innehåll, säsongsevent, datadriven optimering och förbättrad monetisering för att maximera spelens livslängd och kassaflöden. Dessa två delar kompletterar varandra; medan nya spel ska skapa framtida tillväxt säkerställer Live Operations att den befintliga spelportföljen fortsätter generera återkommande intäkter över tid.

Under de senaste åren har Qiiwi även genomfört en omfattande teknisk omställning där artificiell intelligens integrerats i hela utvecklingsprocessen. Därtill har man utvecklat det interna ramverket "The Qiiwi Template", som bygger på återanvändbara kodbasar, spelsystem och monetiseringsfunktioner. Genom att återanvända beprövade komponenter kan nya spel utvecklas betydligt snabbare och till en lägre kostnad än tidigare. Bolaget uppger idag att en ny spelidé kan omvandlas till en spelbar prototyp på endast en arbetsdag, vilket kraftigt ökar experimenttaket samtidigt som utvecklingsrisken minskar. Detta ökar skalbarheten i affären signifikant.



Innehållsförteckning

1

Inledning

1

Investeringsstes

2

Bolagsbeskrivning

5

Investeringscaset i grafer

6

Marknaden för hybrid-casual spel

7

Historik

8

Finansiell prognos

10

Kohortmodell för Wordington Solitaire

11

Värdering

14

Att hålla koll på

15

Bilaga 1 – Resultaträkning (Basscenario)

16

Bilaga 2 – Resultaträkning (Bullscenario)

17

Bilaga 3 – Resultaträkning (Bearsenario)

18

Bilaga 4 – Begreppslista

19

Bilaga 5 – Så fungerar kohortmodellen

20

Bilaga 6 – Generella scenarioantaganden

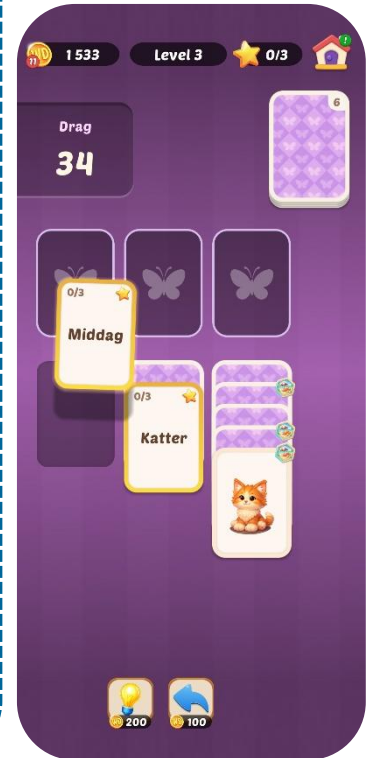
Backpacker Go!

Backpacker Go är ett underhållande mobilt frågesportsspel och brädspel från Qiiwi Games, där spelaren får resa jorden runt genom att kasta tärning på en färgstark karta över kända metropoler. Längs vägen testas dina kunskaper genom kluriga triviafrågor om lokal geografi, kultur, historia och sevärdheter. För att finansiera nästa biljett tar man ströjobb, löser roliga uppdrag och samlar unika souvenirer. Spelet riktar sig främst till triviaentusiaster, resefantaster samt vardagsspelare i alla åldrar. Backpacker Go! lanserades globalt år 2024 och var med cirka 63 % av omsättningen år 2025 Bolagets största intäktskälla. Kombinationen av ett välkänt varumärke, lättillgänglig spelmekanik och kontinuerliga LiveOps-uppdateringar har gjort spelet till portföljens viktigaste titel under det senaste året.

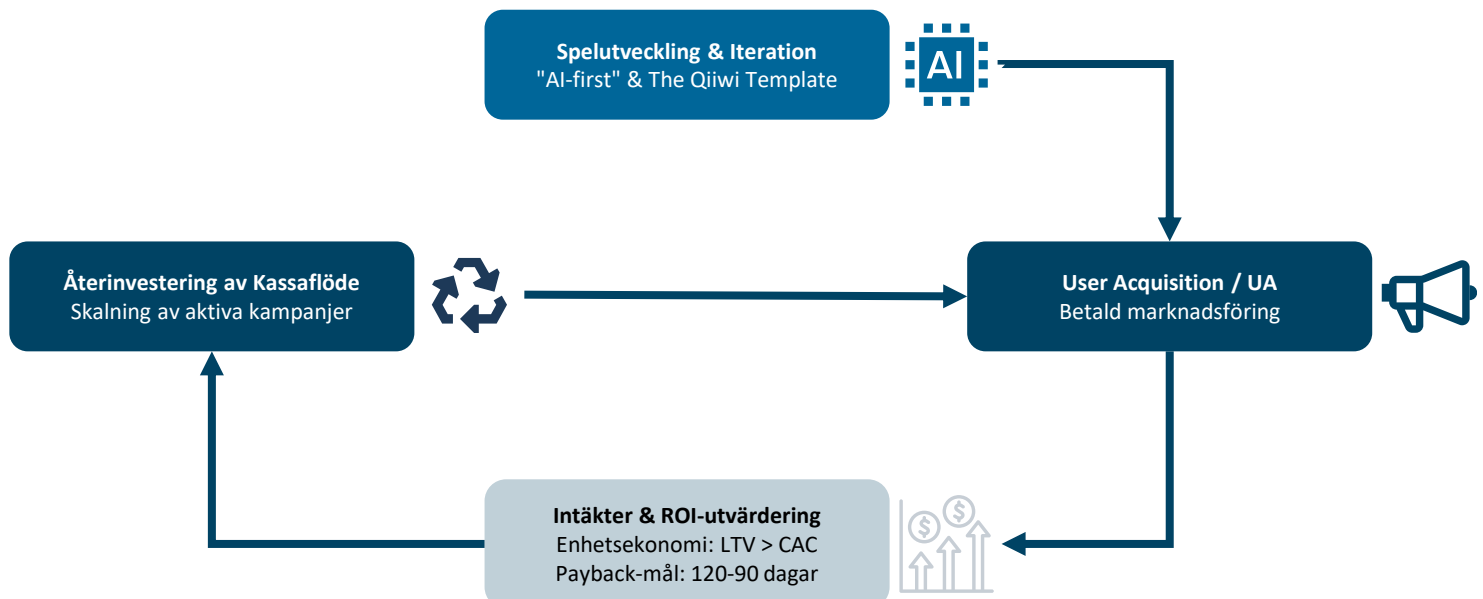


Wordington Solitaire

Wordington Solitaire är ett charmigt pussel- och renoveringsspel från Qiiwi Games, där spelaren hjälper karaktären Emma att rusta upp sin morfars gamla herrgård. Genom att lösa unika patiensenivåer baserade på ordkopplingar tjänar man stjärnor för att låsa upp nya kapitel och välja kreativ heminredning. Längs vägen bjuds det på en fängslande story fylld av hemligheter och färgstarka karaktärer. Spelet inledde marknadstest den 5 mars år 2026 och blev globalt tillgängligt den 7 april. Den 22 april år 2026 uppgav Bolaget att spelet avancerat till mjuklansering. Redan i april omsatte spelet cirka 900 TSEK, följt av cirka 470 TSEK under de tio första dagarna i maj, och därmed Bolagets klart största intäktskälla. Det välbeprövade solitaire-formatet i kombination med ett metaspel med tydlig progression följer en modell som varit mycket framgångsrik på mobilspelsmarknaden.

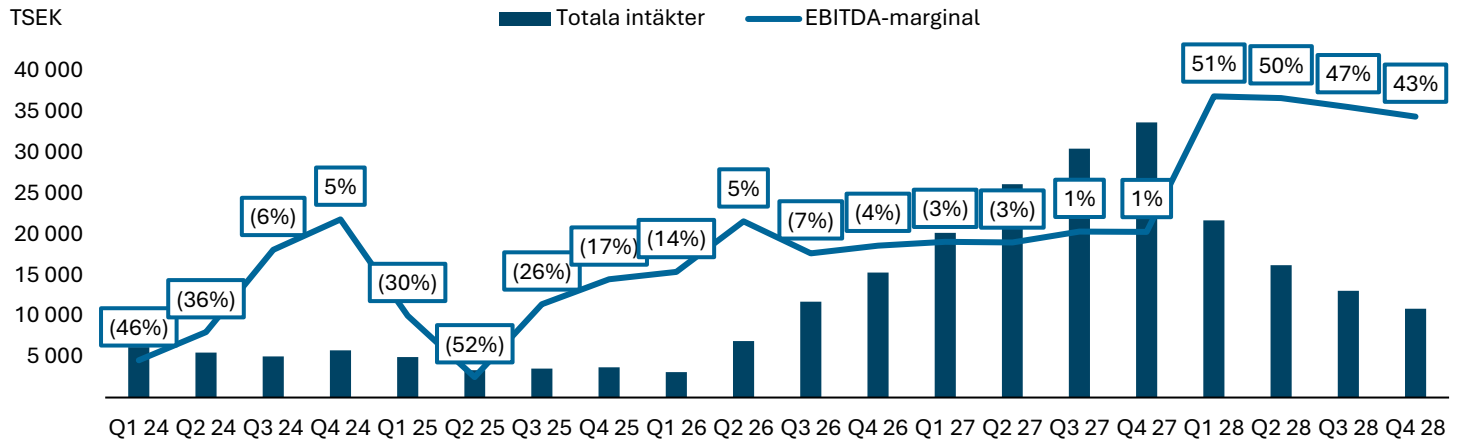


Qiiwis värdeskapande kretslopp

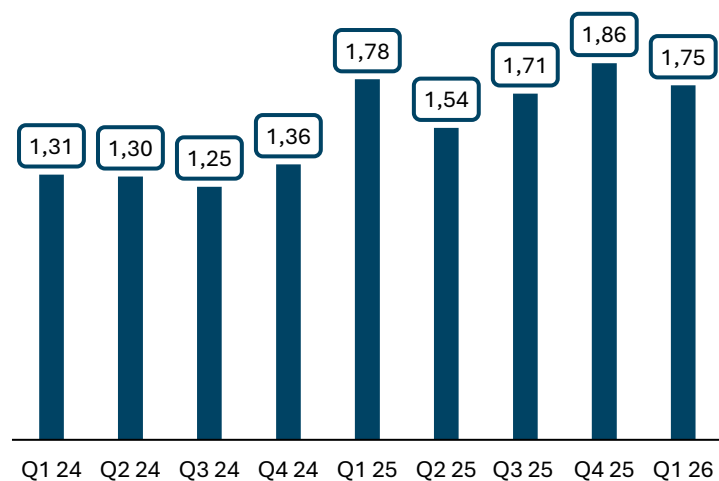


Investeringscaset i grafer

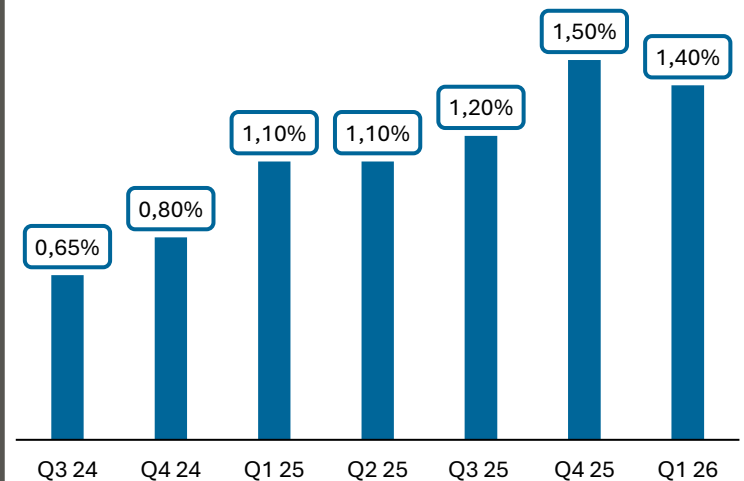
Omsättning och EBITDA-marginal (Q1 24 – Q4 28)



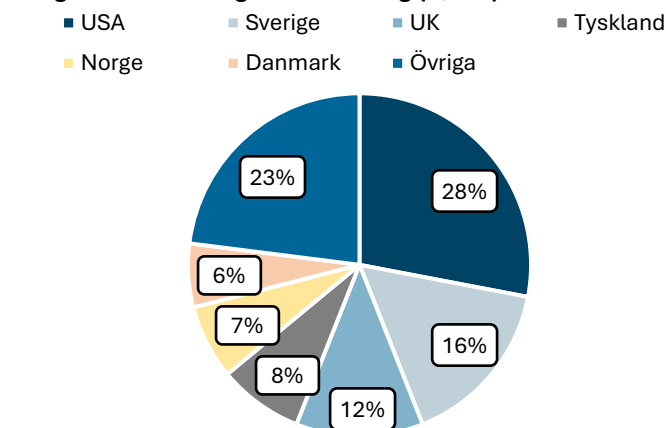
Average Revenue Per Daily Active User (SEK) (Q1 24 – Q1 26)



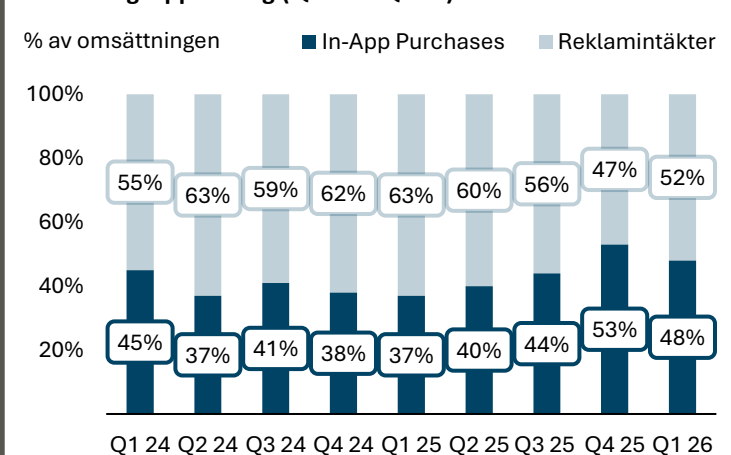
Konvertering av användare till In-App-köp (Q3 24 – Q1 26)



Geografisk fördelning av omsättning (Q1 26)



Omsättningsuppdelning (Q1 24 – Q1 26)



Marknaden för hybrid-casual spel

Hybrid-casual kombinerar bred räckvidd med djupare monetisering

Den globala mobilspelsmarknaden är en av världens största underhållningsmarknader, och inom den har hybrid-casual vuxit fram som ett av de mer attraktiva segmenten. Genren kombinerar hypercasual-spelens låga tröskel för att börja spela och breda målgrupp med djupare spelmekanik, Live Operations och en högre andel köp i spelet. Resultatet är titlar som inte bara attraherar många användare utan också behåller dem längre, vilket ger ett betydligt högre livstidsvärde per spelare. Intäktsmässigt dominerar marknaden av USA, som har den högsta genomsnittliga intäkten per betalande användare, medan Europa är en viktig men mindre marknad. Live Operations med återkommande event och uppdateringar har blivit en central del av monetiseringen, eftersom den förlänger spelens livslängd och höjer andelen betalande användare.

Enhetsekonomi har ersatt nedladdningar som konkurrensfaktor

Mobilspel är en av de mest konkurrensutsatta mjukvarumarknaderna i världen, där hundratals nya titlar lanseras varje vecka. Utmaningen är därför sällan att utveckla ett spel, utan att attrahera användare till en kostnad som möjliggör lönsam tillväxt. Efter pandemin förändrades förutsättningarna i grunden: ökad konkurrens om annonsutrymme, stigande förvärvskostnader och Apples App Tracking Transparency gjorde lönsam användarskaffning väsentligt svårare, och kostnaden för nya spelare steg snabbare än intjäningsförmågan hos många studior. Det utlöste en bred konsolidering och flyttade fokus från maximerade nedladdningar till kapitaleffektivitet. Under år 2020 och år 2021 drevs marknaden av hög efterfrågan, låga räntor och god tillgång till kapital, vilket ledde till kraftiga investeringar i användarförvärv och snabb expansion hos många studior, och när marknaden därefter normaliserades förändrades konkurrenssituationen snabbt.

I dag fattas marknadsföringsbeslut nästan uteslutande utifrån CAC, LTV, ROAS och återbetalningstid. Ett spel med hög monetisering och kort payback kan skalas aggressivt med bibehållen lönsamhet, medan svag enhetsekonomi blir olönsam oavsett nedladdningar. För etablerade bolag ligger paybacken normalt mellan 90 och 180 dagar beroende på genre och monetiseringsmodell. En kortare payback återvinner kapitalet snabbare, minskar kapitalbindningen och möjliggör snabbare återinvestering i nya kohorter. I praktiken skapas en positiv spiral där ett spel med stark monetisering växer betydligt snabbare än ett spel med svagare enhetsekonomi, eftersom kassaflödet från tidigare kohorter finansierar nästa.

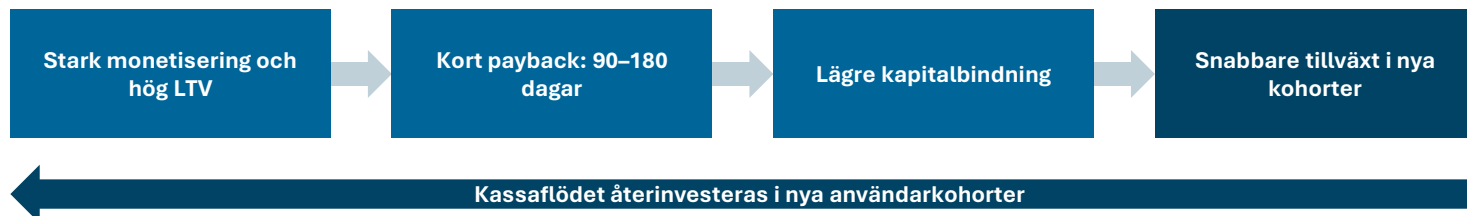
AI förändrar utvecklingsmodellen

Parallellt pågår ett teknologiskt skifte där generativ AI och standardiserade ramverk kortar utvecklingscyklerna. Historiskt har spelutveckling inneburit lång ledtid och hög kapitalbindning, där projekt fallit först efter betydande investeringar. Iterativa MVP-processer gör det i stället möjligt att testa fler koncept snabbt och tilldela ytterligare resurser enbart till de titlar som visar tillräckligt starka kommersiella nyckeltal, vilket höjer kapitaleffektiviteten och sänker utvecklingsrisken. Fler koncept kan därmed marknadstestas till en lägre kostnad, varefter större utvecklings- och marknadsföringsinvesteringar koncentreras till de titlar som når uppsatta KPI-nivåer.

Qiiwis omställning ligger i linje med skiftet

Bolaget har successivt gått från att lansera många spel till att utveckla färre titlar med starkare enhetsekonomi och bättre monetisering, samtidigt som AI höjt effektiviteten och sänkt kostnaderna. Lanseringen av Wordington Solitaire tyder på att omställningen skett med bibehållen kvalitet och output. Vi bedömer att vinnarna inom hybrid-casual inte blir de som utvecklar flest spel, utan de som bäst kombinerar stark monetisering, effektiv Live Operations, datadriven användarskaffning och en kapitaleffektiv utvecklingsmodell. Mot den bakgrunden framstår Qiiwi som väl positionerat.

Positiv spiral i användarförvärv



Historik

Qiiwi Games grundades år 2012 i Alingsås av Erik Dale Rundberg, Marcus Dale, Daniel Svensson, Özkan Ego, Andreas Gustafsson och Andreas Bergström, med ambitionen att utveckla free-to-play-spel för den växande casual-marknaden. Under de första åren byggdes en bred portfölj av egenutvecklade ord-, trivia- och kunskapsspel upp, med titlar som Words in a Pic, GeoKing och Smalliebird. Vid börsnoteringen år 2017 hade Bolaget utvecklat omkring 20 spel med sammanlagt cirka fem miljoner nedladdningar, huvudsakligen i Norden.

Den första riktigt betydelsefulla kommersiella framgången kom med Backpacker™, som lanserades i Sverige i slutet av år 2016 efter omkring två års utveckling. Spelet nådde omkring 150 000 nedladdningar på bara några månader trots begränsad marknadsföring och blev snabbt Bolagets viktigaste tillväxtprojekt. Framgången ledde till att MAG Interactive under år 2017 ingick ett samarbete med Qiiwi och tog ansvar för den globala lanseringen och marknadsföringen, medan Qiiwi behöll utvecklingen och de immateriella rättigheterna.

För att finansiera den fortsatta expansionen noterades Qiiwi på Spotlight Stock Market under år 2017. I samband med noteringen tog Bolaget in cirka 13 000 TSEK till en pre money-värdering om omkring 34 000 TSEK, med målsättningen att accelerera utvecklingen av nya spel och investera i användarförvärv. Under år 2021 tog man också in pengar, men då till en betydligt högre värdering då Qiiwi liksom många andra mobilspelsbolag gått flera 100 % på börsen.

Under år 2019 till år 2021 gynnades Qiiwi, och övriga mobilspelsbranschen, av den kraftiga efterfrågeökning som uppstod under pandemin. Bolaget växte snabbt, byggde upp en större internationell organisation med verksamhet bland annat på Cypren och i Storbritannien och ökade personalstyrkan till som mest omkring 60 anställda. Samtidigt lanserades Wordington, som genom att kombinera klassiska ordspel med metaspelsmekanik blev en av Bolagets viktigaste och mest framgångsrika speltitlar.

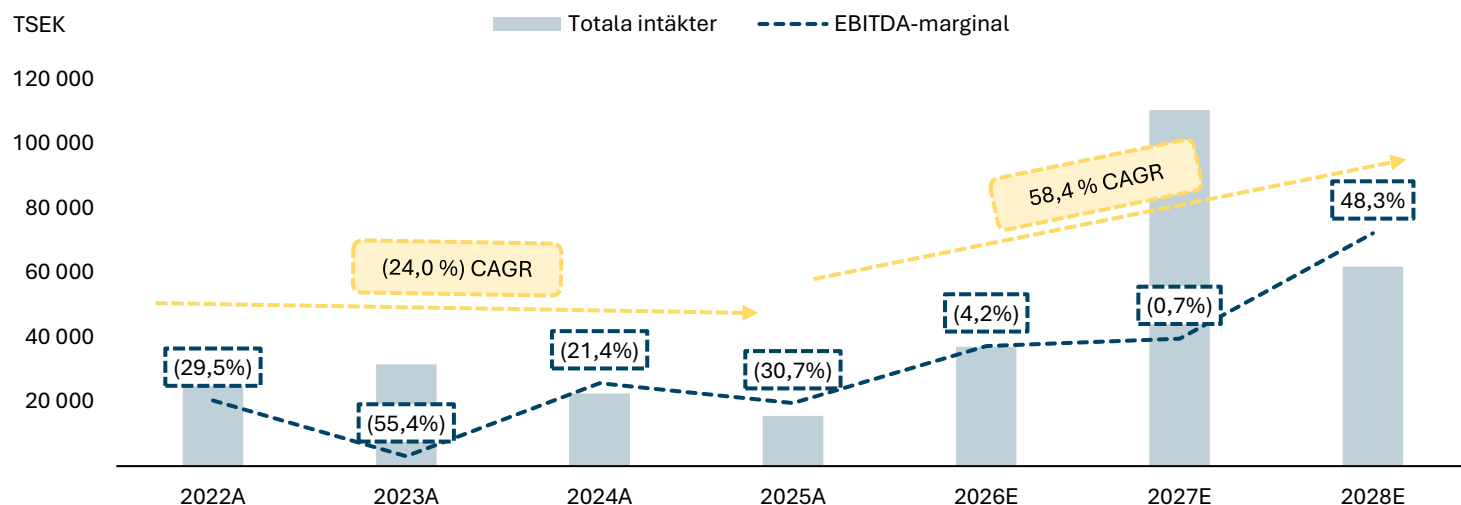
När pandemieffekten därefter klingade av förändrades marknadsförutsättningarna snabbt. Mobilspelsutvecklare drabbades av högre kostnader för användarförvärv, ökad konkurrens och Apples införande av App Tracking Transparency (ATT), vilket försämrade möjligheterna att rikta och optimera digital marknadsföring. För många bolag ökade kostnaden för att attrahera nya spelare samtidigt som de organisationer som byggts upp under pandemiåren visade sig vara dimensionerade för en betydligt starkare marknad än den som därefter följde.

Qiiwi var inget undantag. Efter flera år med svag lönsamhet inledde Bolaget år 2023 en omfattande strategisk omställning: organisationen reducerades, utvecklingsprocessen standardiserades och artificiell intelligens integrerades som en central del av spelutvecklingen. Fokus skiftade från bred expansion till färre spel med bättre enhetsekonomi. Omställningen kulminerade under år 2025–2026, då kärnteamet reducerats till fyra personer och Wordington Solitaire lanserades som det första spelet utvecklat fullt ut enligt den nya modellen.

Under Q2 2026 (preliminärt utfall) investerade Bolaget cirka 4,2 MSEK i användarförvärv för spelet, samtidigt som koncernens omsättning ökade med cirka 95 procent till 6,4 MSEK. Bolaget har även kommunicerat en målsättning om 100 procents avkastning på UA inom 90–120 dagar samt uppgett att Wordington Solitaire uppvisat cirka 107 procent högre D7-LTV än Backpacker Go i USA.

Qiiwi har därmed genomgått tre faser: uppbyggnad av spelportföljen fram till börsnoteringen år 2017, kraftig expansion under tillväxtåren år 2019–2021, och sedan år 2023 effektivisering och AI-driven utveckling med fokus på lönsam tillväxt. Det är denna transformation som enligt vår bedömning förändrat Bolagets finansiella profil i grunden och skapat förutsättningar för att framtida omsättningstillväxt i högre utsträckning omvandlas till resultat och kassaflöde.

Totala intäkter och EBITDA-marginal (2022A – 2028E)



Källa: Bolaget & Analytikerns estimat

Finansiell prognos

För att prognostisera utvecklingen för Wordington Solitaire har vi byggt en kohortbaserad modell som analyserar hur retention, monetisering och kostnaden för användarförvärv (CAC) påverkar spelets LTV, återbetalningstid och i förlängningen hur mycket kapital som rationellt kan investeras i User Acquisition (UA). I modellen används installationskostnaden som CAC, i praktiken modellerad CPI.

Modellen följer varje användarkohort över tid och utgör grunden för våra antaganden om Wordington Solitaires framtida omsättning och marknadsföringskostnader. Modellens metodik, inklusive hur retention, monetisering och Maintenance UA beräknas, beskrivs närmare i Bilaga 5, medan samtliga antaganden och utfall för Bear-, Base- och Bullscenario redovisas i Bilaga 6.

Sambandet kan förenklat beskrivas enligt följande:

Retention + monetisering + CAC → LTV och payback → lönsam UA-budget → nya användarkohorter → omsättning → EBITDA

Utvecklingen under Q2 2026 (preliminärt utfall) markerar inledningen på en Growth UA-fas som i vårt basscenario fortsätter genom hela år 2027. UA-investeringen planar ut snarare än skalar: från 8 500 TSEK under Q3 år 2026 till 25 701 TSEK under Q4 år 2027, där den sekventiella ökningen avtar från 35 procent i Q2 år 2027 till 12 procent i Q4 när självfinansieringsregeln börjar bita. Banan begränsas av kassan, inte av avkastningen. Först under år 2028 faller marknadsföringen tillbaka till underhållsnivå, motsvarande omkring 22 procent av spelets omsättning.

Scenarierna är kalibrerade mot en målsatt återbetalningstid på omsättningsbasis om 100 dagar i Base och 80 dagar i Bull, medan Bear styrs av avkastningskravet om 1,20x på bruttovinstbasis, och skiljer sig i första hand genom spelets prestanda. I Base uppgår D365 LTV/CAC till 1,44x på omsättningsbasis och 1,18x på bruttovinstbasis. Bull ger 1,56x och 1,29x: den underliggande CAC-kurvan antas 10 procent bättre, men faktisk blended CAC stiger ändå till 33,27 SEK mot 31,73 SEK i Base när volymen skapas upp. I Bear skulle kvoten med basscenarioets UA-bana stanna på 1,20x på omsättningsbasis och 0,96x på bruttovinstbasis, varför kohorterna inte återbetalar sig på bruttovinstbasis inom prognosperioden: CPI-golvet uppgår till 28,43 SEK medan 25,34 SEK skulle krävas för avkastningskravet om 1,20x. Growth-UA stängs därför av, och de kvarvarande kohorterna landar på 1,37x på omsättningsbasis och 1,10x på bruttovinstbasis.

Kvartalsestimat (Q1 26A – Q4 27E)

TSEK	Q1 26A	Q2 26A	Q3 26E	Q4 26E	Q1 27E	Q2 27E	Q3 27E	Q4 27E
Omsättning	3 047	6 367	11 668	15 239	20 089	26 062	30 394	33 612
Aktiverat arbete	0	480	0	0	0	0	0	0
Övriga rörelseintäkter	50	75	75	75	70	70	70	70
Totala intäkter	3 097	6 922	11 743	15 314	20 159	26 132	30 464	33 682
<i>y/y tillväxt</i>	<i>(37,7%)</i>	<i>107,3%</i>	<i>230,0%</i>	<i>315,8%</i>	<i>550,9%</i>	<i>277,5%</i>	<i>159,4%</i>	<i>119,9%</i>
Direkta kostnader	(603)	(1 004)	(1 692)	(2 210)	(2 913)	(3 779)	(4 407)	(4 874)
Bruttovinst	2 494	5 918	10 051	13 104	17 246	22 353	26 057	28 808
<i>Bruttomarginal</i>	<i>80,5%</i>	<i>85,5%</i>	<i>85,6%</i>	<i>85,6%</i>	<i>85,6%</i>	<i>85,5%</i>	<i>85,5%</i>	<i>85,5%</i>
Marknadsföringskostnader	(788)	(4 200)	(8 500)	(11 300)	(15 000)	(20 317)	(22 955)	(25 701)
Övriga externa kostnader	(680)	(700)	(700)	(700)	(714)	(735)	(735)	(735)
Personalkostnader	(1 417)	(1 417)	(1 417)	(1 417)	(1 488)	(1 488)	(1 488)	(1 488)
Övriga rörelsekostnader	(38)	727	(255)	(332)	(599)	(599)	(599)	(599)
EBITDA	(429)	328	(821)	(645)	(555)	(785)	280	286
<i>EBITDA-marginal</i>	<i>(13,9%)</i>	<i>4,7%</i>	<i>(7,0%)</i>	<i>(4,2%)</i>	<i>(2,8%)</i>	<i>(3,0%)</i>	<i>0,9%</i>	<i>0,8%</i>
Avskrivningar och nedskrivningar	(368)	(389)	(2 040)	(2 661)	(4 417)	(4 417)	(4 417)	(4 417)
Rörelseresultat (EBIT)	(797)	(61)	(2 861)	(3 305)	(4 972)	(5 203)	(4 137)	(4 131)
<i>Rörelsemarginal</i>	<i>(25,7%)</i>	<i>(0,9%)</i>	<i>(24,4%)</i>	<i>(21,6%)</i>	<i>(24,7%)</i>	<i>(19,9%)</i>	<i>(13,6%)</i>	<i>(12,3%)</i>

Källa: Bolaget & Analytikerns estimat. Q2 26A avser preliminärt utfall; Bolaget anger att siffrorna kan justeras i den slutliga rapporten.

Från kohortmodell till våra estimat

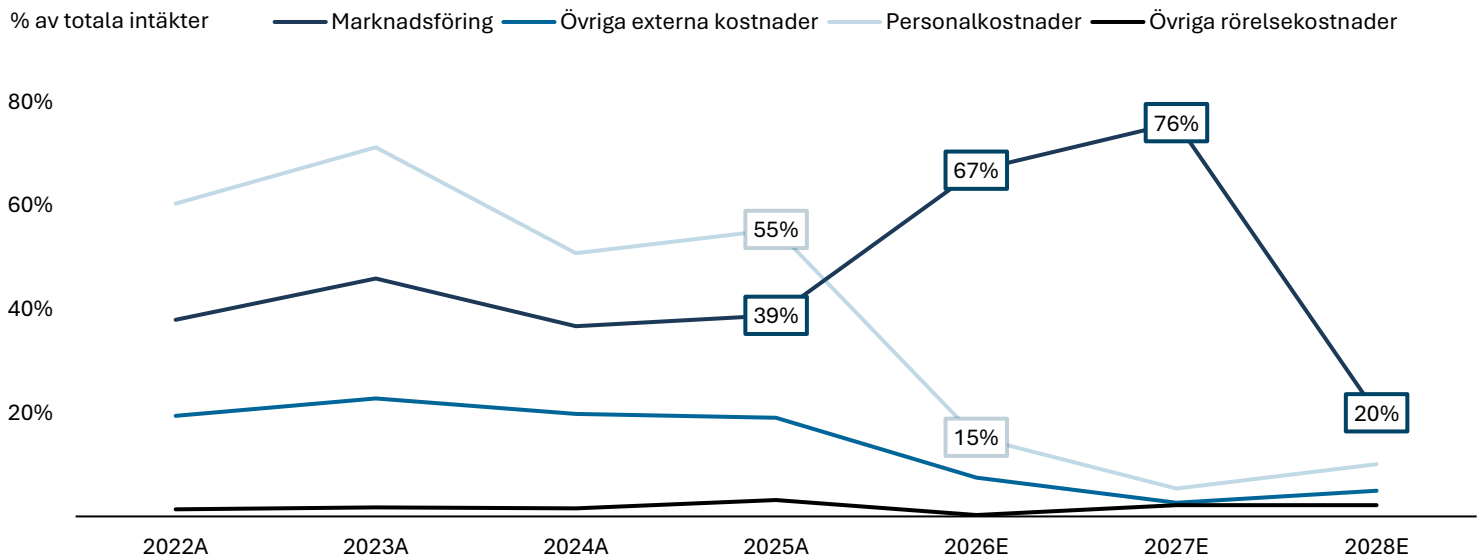
Vårt basscenario utgår från att kohortmodellens enhetsekonomi håller och att Bolaget därför fortsätter investera i användarförvärv så länge kassan tillåter. Skälet är att en LTV/CAC över 1,0x på bruttovinstbasis innebär att kohortens bruttovinst överstiger anskaffningskostnaden: så länge kohorterna återbetalas är den begränsande faktorn likviditet, inte lönsamhet. UA dimensioneras därför av tillgängliga medel med en buffert om 3 000 TSEK, vilket innebär att tillväxttakten styrs av kassaflödet snarare än av ett fast marknadsföringstak.

Koncernens omsättning skalar därmed från 11,7 MSEK under Q3 år 2026 till 33,6 MSEK under Q4 år 2027, för att därefter falla tillbaka under år 2028 när UA normaliseras till underhållsnivå och de stora kohorterna från år 2027 churnar. Marknadsföringen följer samma bana och uppgår till 84,0 MSEK under år 2027 mot 24,8 MSEK under år 2026 och 12,4 MSEK under år 2028.

Det är denna övergång som är central för resultatprognosen. Under Growth UA belastas resultatet av investeringar i nya användare som ännu inte återbetalats, medan år 2028 fångar avkastningen från kohorterna utan motsvarande nyinvestering. Base visar därför negativ EBITDA under både år 2026 och år 2027 innan resultatet vänder kraftigt år 2028.

För övriga delar av portföljen tillämpar vi samma churn som för den befintliga spelbasen, vilket innebär att omsättningen från Backpacker GO! och äldre titlar faller med cirka 66 procent per år. Nivån är inte satt fritt utan följer av kohortmodellens retentionskurva applicerad på en portfölj som inte längre tillförs nya användare: när UA sätts till noll bestäms intäktsbanan enbart av hur snabbt befintliga kohorter churnar. Antagandet är förenligt med den faktiska utvecklingen, där koncernens omsättning föll 30,8 procent under år 2025 trots att marknadsföring om 6,0 MSEK fortfarande lades på portföljen. All marknadsföring allokeras framåt till Wordington Solitaire. Sammantaget estimerar vi koncernens intäkter till cirka 37,1 MSEK år 2026, 110,4 MSEK år 2027 och 61,8 MSEK år 2028, med en EBITDA om (1,6) MSEK, (0,8) MSEK respektive 29,9 MSEK.

Operationella kostnader (2022A – 2028E)



Källa: Bolaget & Analytikerns estimat

Estimat och känslighet

Scenarierna är kalibrerade mot en målsatt återbetalningstid på omsättningsbasis: 100 dagar i Base och 80 dagar i Bull, medan Bear styrs av avkastningskravet om 1,20x på bruttovinstbasis. Bear och Bull skiljer sig från Base genom spelets prestanda, där monetisering och retention ligger 10 procent under respektive över basscenariot, medan förvärvskostnaden hålls oförändrad i Bear och antas 10 procent lägre i Bull. CAC-faktorn avser den underliggande förvärvskurvan; i Bull blir faktisk blended CAC ändå högre än i Base, 33,27 mot 31,73 SEK, när volymen skalas upp. UA-banan är därtill inte låst i känslighetsfallen, utan anpassas efter avkastningskravet om 1,20x på bruttovinstbasis, vilket är en styrregel i både Bear och Bull.

Basscenariot begränsas av likviditet, inte av avkastning

Marknadsföringsplanen för år 2027 uppgår till 100,3 MSEK, men den självfinansierade banan tillåter endast 84,0 MSEK, 16 procent under planerad nivå. Base är en separat kassabegränsad plan där kriteriet är positiv kohortekonomi, det vill säga över 1,0x på bruttovinstbasis, vilket uppfylls med 1,18x; avkastningskravet om 1,20x styr endast de dynamiska känslighetsfallen. Det är alltså denna finansieringsbegränsning, snarare än enhetsekonomin, som sätter taket för intäktsbanan om 110,4 MSEK år 2027. Break-even på bruttovinstbasis ligger vid en förvärvskostnad om cirka 37,38 SEK mot antagna 31,73 SEK, ett utrymme om knappt 18 procent.

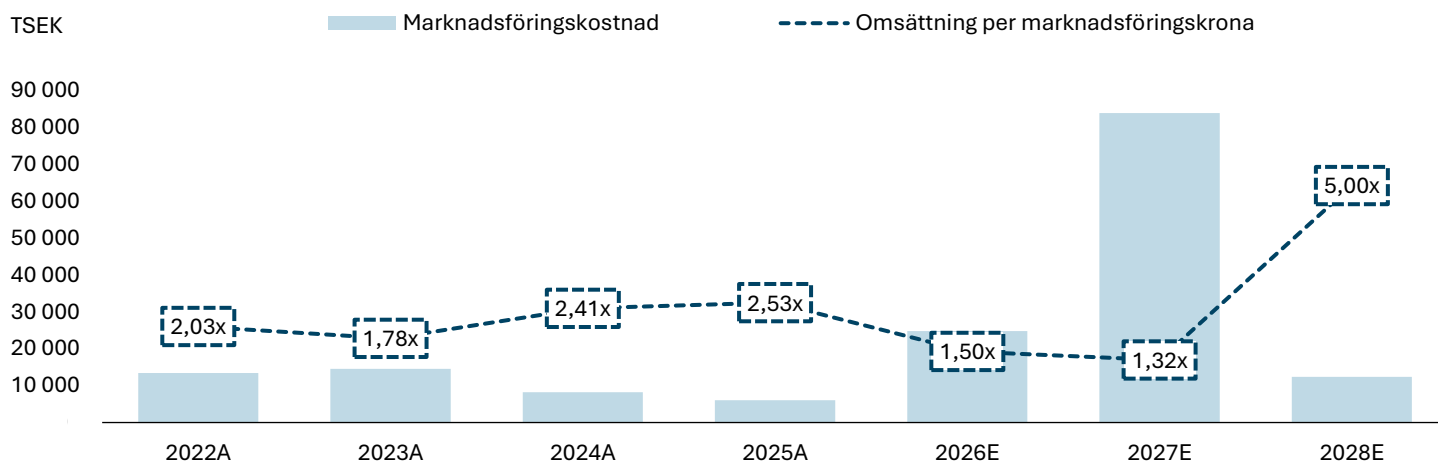
Nedsidan är betydande

Med basscenariots UA-bana skulle återbetalningstiden i Bear uppgå till 180 dagar på omsättningsbasis och 443 dagar på bruttovinstbasis, med en kvot om 0,96x mätt på bruttovinst. Ingen spendnivå räddar kalkylen: CPI-golvet uppgår till 28,43 SEK medan 25,34 SEK skulle krävas för avkastningskravet. Growth-UA stängs därför av, varefter de kvarvarande kohorterna återbetalar sig på 115 respektive 251 dagar med en kvot om 1,10x. Intäkterna kapas till 11,4 MSEK år 2027, men EBITDA vänder till 0,2 MSEK och nettokassan till 13,3 MSEK. Scenariot kräver därmed inget kapitaltillskott.

Stort men asymmetriskt utfallsrum

Utfallsrummet är därmed stort men asymmetriskt: uppsidan kommer av att spelet presterar bättre och att marknadsföringen då kan skalas upp till 133,3 MSEK år 2027, nedsidan av att spelet presterar sämre och att kapital måste tillföras eller marknadsföringen stängas av. Känsligheten ligger både i enhetsekonomin och i Bolagets förmåga att finansiera investeringsfasen ur egen kassa eller via extern UA-finansiering.

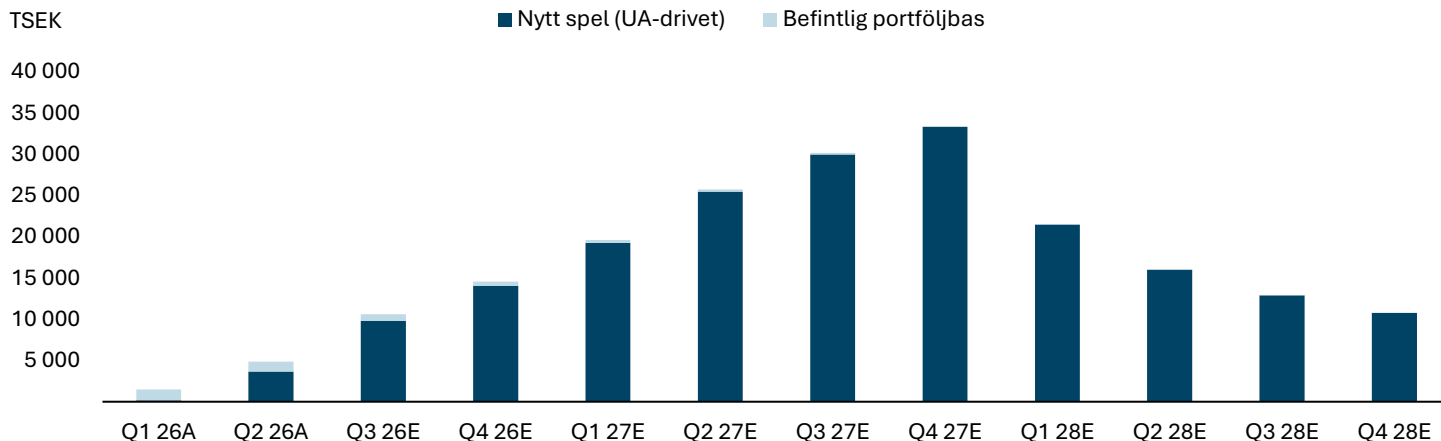
Marknadsföringskostnad och Omsättning per Marknadsföringskrona (2022A – 2028E)



Källa: Bolaget & Analytikerns estimat

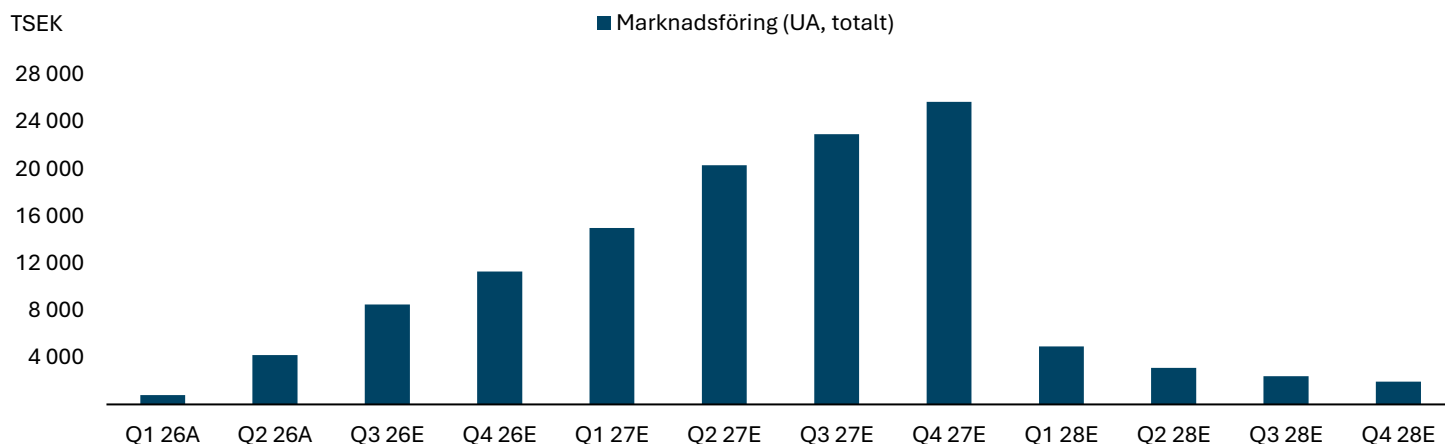
Nyckeltal per scenario	Bear	Base	Bull (dyn. UA)
D365 LTV/CAC (bruttovinstbasis)	1,1x	1,2x	1,3x
Payback, dagar (oms. / bruttovinst)	115 / 251	100 / 196	80 / 148
Marknadsföring 2027E (TSEK)	-	83 973	133 264
Totala intäkter 2027E (TSEK)	11 391	110 437	179 875
EBITDA 2027E (TSEK)	157	(774)	8 265
Nettokassa 2027E (TSEK)	13 337	10 113	22 762

Omsättning uppdelad (Q1 26A – Q4 28E)



Källa: Bolaget & Analytikerns estimat

Marknadsföringskostnad (UA) per kvartal (Q1 26A – Q4 28E)



Källa: Bolaget & Analytikerns estimat

Värdering

Värderingen i ett snapshot

TSEK	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
Totala intäkter	31 584	22 486	15 548	37 076	110 437	61 807
<i>y/y tillväxt</i>	<i>(10,9%)</i>	<i>(28,8%)</i>	<i>(30,9%)</i>	<i>138,5%</i>	<i>197,9%</i>	<i>(44,0%)</i>
Direkta kostnader	(4 293)	(2 799)	(2 203)	(5 508)	(15 973)	(8 920)
Bruttoresultat	27 291	19 687	13 345	31 567	94 464	52 887
<i>Bruttomarginal</i>	<i>86,4%</i>	<i>87,6%</i>	<i>85,8%</i>	<i>85,1%</i>	<i>85,5%</i>	<i>85,6%</i>
Rörelsekostnader	(44 788)	(24 499)	(18 114)	(33 133)	(95 238)	(23 024)
EBITDA	(17 497)	(4 812)	(4 769)	(1 566)	(774)	29 863
<i>EBITDA-marginal</i>	<i>(55,4%)</i>	<i>(21,4%)</i>	<i>(30,7%)</i>	<i>(4,2%)</i>	<i>(0,7%)</i>	<i>48,3%</i>
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	0,8x
EV/EBITDA, inkl kassauppb.	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Källa: Bolaget & Analytikerns estimat

Peers, TSEK	EV/EBITDA	EV	Omsättning 2027E	EBITDA 2027E	CAGR (23-25)	EV/EBITDA 2027E	EV/S 2027E
Coffee Stain	6,9x	3 353 000	1 149 000	689 400	(4,6%)	4,9x	2,9x
Enad Global 7	5,7x	1 542 000	2 010 000	502 500	(10,2%)	3,1x	0,8x
Stillfront	neg.	6 079 000	5 458 000	1 637 400	(3,1%)	3,7x	1,1x
G5 Entertainment	1,1x	259 706	813 008	203 252	(8,9%)	1,3x	0,3x
Medelvärde	4,6x	2 808 426	2 357 502	758 138	(6,7%)	3,2x	1,3x
Median	5,7x	2 447 500	1 579 500	595 950	(6,7%)	3,4x	0,9x
Qiiwi Games	neg.	24 035	110 437	(774)	(15,4%)	neg.	0,2x

Källa: Bolaget, Börsdata & Analytikerns estimat

Vi värderar Qiiwi på EV/S mot år 2027. Valet följer av prognosen: EBITDA är negativ både 2026 och 2027 i basscenariot, vilket gör resultatmultiplar oanvändbara under den period där merparten av värdet skapas. Först 2028, när marknadsföringen normaliseras, blir EBITDA meningsfull.

Peergruppen består av Coffee Stain, Enad Global 7, Stillfront och G5 Entertainment, med jämförbar intäktsmodell inom free-to-play och live ops. Gruppen handlas till i genomsnitt 1,3x EV/S år 2027 med en median om 0,9x.

På våra estimat handlas Qiiwi till 0,2x EV/S år 2027. Rabatten ska läsas mot att 2027 är ett toppår i prognosen, drivet av 84,0 MSEK i marknadsföring, och att intäkterna faller till 61,8 MSEK år 2028 när Growth UA upphör. Multipeln vilar därför på en intäktsnivå som inte är uthållig utan fortsatt användarförvärv, vilket motiverar en påtaglig rabatt mot peergruppen snarare än full konvergens.

TSEK	Totala intäkter 2027E	Target EV/S	EBITDA 2027E	Implicit EV/EBITDA	Nettoskuld	Motiverat Market Cap.	Motiverat aktiepris (SEK)	Motiverad uppsida
2027E	110 437	0,4x	(774)	neg.	(12 500)	56 675	6,13	55,1%

Källa: Analytikerns estimat

Basscenario

Vi applicerar 0,4x på totala intäkter år 2027 om 110 437 TSEK, vilket ger ett motiverat enterprise value om 44 175 TSEK. Till detta läggs nettokassan om 12 500 TSEK enligt senaste kvartalsrapporten, vilket ger ett motiverat börsvärde om 56 675 TSEK och en motiverad aktiekurs om 6,13 SEK per aktie. Det motsvarar en uppsida om cirka 55 procent mot dagens kurs om 3,95 SEK.

Multipeln ligger under peergruppens median om 0,9x och klart under snittet om 1,3x. Rabatten speglar tre förhållanden: att intjäningen ligger sent i prognosperioden, att Bolaget är beroende av en enda titel, och att år 2027 års intäktsnivå förutsätter att kassaflödet räcker till den planerade UA-banan. Vi bedömer att det är en rimlig avvägning mot portföljens koncentrationsrisk.

Multipeln implicerar 1,5x EV/EBITDA mot år 2028, mot peergruppens 3,2x på år 2027. Vi betalar alltså ingen tillväxtpremie för Qiiwi.

Vid dagens kurs prisar marknaden in cirka 0,2x EV/S år 2027. Det kräver att intäktsbanan uteblir eller att kohorterna från 2026–2027 inte tillskrivs något värde.

TSEK	Totala intäkter 2027E	Target EV/S	EBITDA 2027E	Implicit EV/EBITDA	Nettoskuld	Motiverat Market Cap.	Motiverat aktiepris (SEK)	Motiverad nedsida
2027E	11 391	0,2x	157	14,5x	(12 500)	14 778	1,60	(59,5%)

Källa: Analytikerns estimat

Bearsenario

I Bear ligger monetisering och retention 10 procent under Base medan förvärvskostnaden är oförändrad. Det är spelet, inte marknaden, som antas prestera sämre. Med basscenarioets UA-bana skulle payback uppgå till 180 dagar på omsättningsbasis och 443 dagar på bruttovinst, med D365 LTV/CAC om 0,96x, och ingen spendnivå åtgärdar underskottet.

När avkastningskravet inte nås stängs Growth-UA av, varefter de kvarvarande kohorterna återbetalar sig på 115 respektive 251 dagar med en kvot om 1,10x. Intäkterna år 2027 faller till 11 391 TSEK och EBITDA vänder till 157 TSEK. Med 0,2x och nettokassan om 12 500 TSEK fås 14 778 TSEK i börsvärde, 1,60 SEK per aktie och cirka 60 procents nedsida, utan kapitalbehov.

Scenariot bygger på att Bolaget agerar när modellen visar att kohorterna inte betalar sig, trots att man kommunicerat en ROI om 100 procent inom 90–120 dagar. Värdet blir då kassan plus en krympande intäktsbas.

TSEK	Totala intäkter 2027E	Target EV/S	EBITDA 2027E	Implicit EV/EBITDA	Nettoskuld	Motiverat Market Cap.	Motiverat aktiepris (SEK)	Motiverad uppsida
2027E	179 875	0,6x	8 265	13,1x	(12 500)	120 425	13,02	229,6%

Källa: Analytikerns estimat

Bullscenario

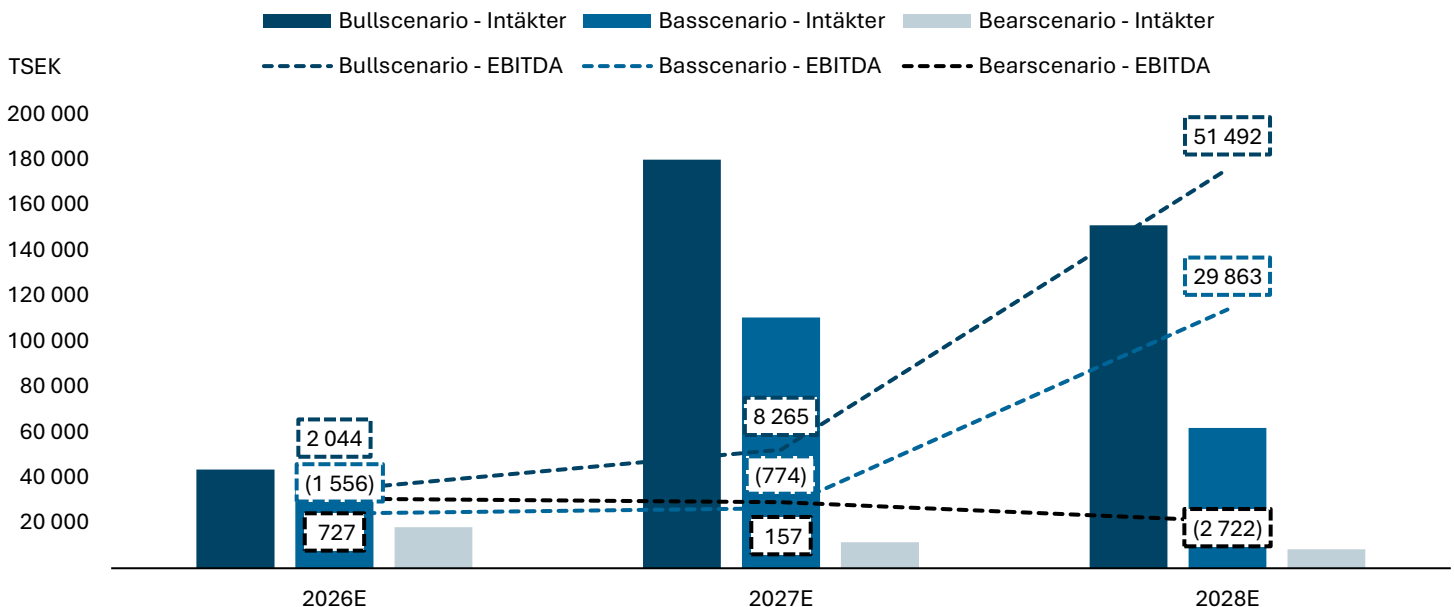
I Bull ligger både monetiseringen och retentionen 10 procent över Base, samtidigt som förvärvskostnaden är 10 procent lägre. Återbetalningstiden kortas därmed till 80 dagar på omsättningsbasis och 148 dagar på bruttovinstbasis, och D365 LTV/CAC uppgår till 1,56x respektive 1,29x. Eftersom avkastningskravet är uppfyllt tillåts marknadsföringen skalas upp mot kravet i stället för att följa basscenariots kassabegränsade bana, med ett tak om 50 procents ökning per kvartal.

Uppskalningen är självfinansierad: lägsta kassa under perioden uppgår till 12 500 TSEK och något finansieringsbehov uppstår aldrig. Priset för volymen är en högre förvärvskostnad: blended CAC stiger till 33,27 SEK mot 31,73 SEK vid oförändrad UA-plan, och det är också detta som gör avkastningskravet bindande från och med hösten år 2027. Marknadsföringen uppgår till 133 264 TSEK år 2027 mot 83 973 TSEK i Base.

Koncernens totala intäkter uppgår till 43 510 TSEK år 2026 och 179 875 TSEK år 2027, med en EBITDA om 2 044 TSEK respektive 8 265 TSEK. Att resultatet är lågt trots intäktsnivån beror på att marknadsföringen kostnadsförs löpande medan intäkten kommer med eftersläpning; vinsten flyttas till år 2028, med en EBITDA om 51 492 TSEK. Nettokassan uppgår till 22 762 TSEK vid utgången av år 2027.

Vi applicerar 0,6x på totala intäkter år 2027, under peergruppens median om 0,9x, vilket ger ett motiverat börsvärde om 120 425 TSEK, motsvarande 13,02 SEK per aktie. Det implicerar 13,1x EV/EBITDA år 2027 och 2,1x år 2028. Spännvidden illustrerar att Bull i praktiken är en värdering av år 2028 års intjäning, och att en resultatbaserad multipel på år 2027 skulle ge ett väsentligt lägre värde.

Omsättning och EBITDA i olika scenarion (2026E – 2028E)



Källa: Analytikerns estimat

Att hålla koll på

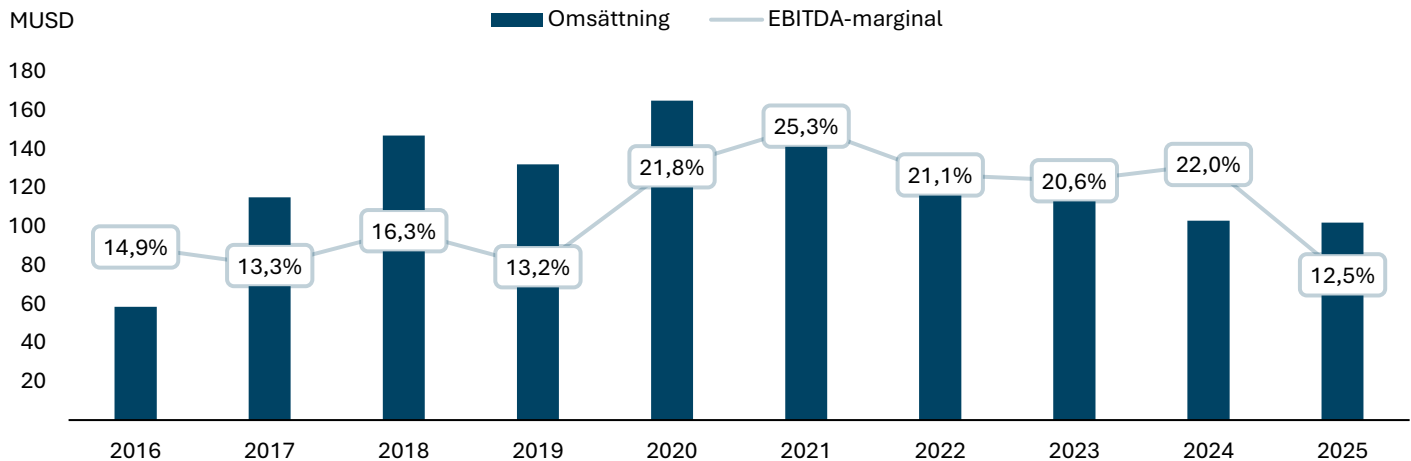
Att hålla koll på kommande kvartal

Det enskilt viktigaste för caset är att Wordington Solitaire fortsätter visa starka KPI:er när UA-volymerna skalas upp: en payback som håller sig inom Bolagets kommunicerade 90–120 dagar även på större kohorter, samt en ARPDau som inte späds ut av billigare trafik när volymerna ökar. Scenarierna skiljs åt av tre drivare: monetisering per aktiv användare, retention efter dag 30 och förvärvskostnad per install. Monetiseringen är den tyngsta av dem och därmed den viktigaste att följa. Därutöver vill vi se att UA-investeringarna faktiskt ökar kvartal för kvartal, eftersom hög UA-nivå i denna modell är en proxy för kommande tillväxt och vinst, givet att paybacktiderna håller, samt att avtagningen i den befintliga portföljen inte accelererar bortom vårt antagande om 66 procents naturlig churn per år, vilket i modellen ger ett utfall om cirka 62 procent år 2027 och 60 procent år 2028, och att den fasta kostnadsbasen ligger kvar kring 9,3 MSEK per år exklusive övriga rörelsekostnader (cirka 10,7 MSEK inklusive dessa) utan återanställningar. Två frågor bör därtill följas upp med Bolaget: nivån på maintenance-UA, det vill säga hur stor andel av omsättningen som måste läggas på UA enbart för att hålla intäkterna oförändrade, samt vad posten direkta kostnader i resultaträkningen egentligen avser. Den ökade år-över-år i Q4 trots lägre omsättning, vilket väcker frågan om den verkligen är rörlig. Slutligen: nya titlar som klarar MVP-trösklarna utgör ren option-uppsida utöver våra estimat.

Vad händer när små spelbolag får en hit?

Historiken visar att små spelbolag med en ny hit uppvisar extrema kursutfall åt båda hållen. G5 Entertainment är skolboksexemplet: när Hidden City skalade steg omsättningen från 58,5 MUSD år 2016 till 115 MUSD år 2017 och 147 MUSD år 2018, samtidigt som EBITDA-marginalen lyfte från 14,9 till 16,3 procent och aktien omvärderades kraftigt, för att därefter falla tillbaka när titelns KPI:er mognade. Omsättningen toppade på 165 MUSD under pandemiåret år 2020 och har fallit varje år sedan dess, till 102 MUSD år 2025. För Qiiwi är mönstret relevant på två sätt: det illustrerar uppsidan om Wordington Solitaire etablerar sig som en hit, och förklarar samtidigt varför marknaden är avvaktande på förhand, eftersom multipeln expanderar först när KPI:erna bekräftats över flera kvartal.

G5 Entertainments omsättning och EBITDA-marginal (2016 – 2025)



Källa: G5 Entertainment

Bilaga 1 – Resultaträkning (Basscenario)

TSEK	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
Omsättning	27 278	25 787	19 897	15 273	36 321	110 157	61 522
Aktiverat arbete	7 098	4 862	2 266	-	480	-	-
Övriga rörelseintäkter	1 072	935	323	275	274	280	285
Totala intäkter	35 448	31 584	22 486	15 548	37 076	110 437	61 807
y/y tillväxt		(10,9%)	(28,8%)	(30,9%)	138,5%	197,9%	(44,0%)
Direkta kostnader	(3 637)	(4 293)	(2 799)	(2 203)	(5 508)	(15 973)	(8 921)
Bruttoresultat	31 811	27 291	19 687	13 345	31 567	94 464	52 887
Bruttomarginal	89,7%	86,4%	87,6%	85,8%	85,1%	85,5%	85,6%
Marknadsföringskostnader	(13 462)	(14 520)	(8 260)	(6 038)	(24 788)	(83 973)	(12 369)
Övriga externa kostnader	(6 882)	(7 196)	(4 454)	(2 966)	(2 780)	(2 919)	(3 065)
Personalkostnader	(21 418)	(22 512)	(11 434)	(8 617)	(5 668)	(5 951)	(6 249)
Övriga rörelsekostnader	(496)	(560)	(351)	(493)	102	(2 395)	(1 340)
EBITDA	(10 447)	(17 497)	(4 812)	(4 769)	(1 566)	(774)	29 863
EBITDA-marginal	(29,5%)	(55,4%)	(21,4%)	(30,7%)	(4,2%)	(0,7%)	48,3%
Avskrivningar och nedskrivningar	(9 023)	(10 602)	(3 389)	(3 059)	(5 458)	(5 730)	(6 017)
Rörelseresultat (EBIT)	(19 470)	(28 099)	(8 201)	(7 828)	(7 024)	(6 504)	23 847
Rörelsemarginal	(54,9%)	(89,0%)	(36,5%)	(50,3%)	(18,9%)	(5,9%)	38,6%
Finansiella intäkter	4 104	379	1 253	103	105	107	109
Finansiella kostnader	(18)	(139)	(19)	(198)	(202)	(206)	(210)
Finansiella poster	4 086	240	1 234	(95)	(97)	(99)	(101)
EBT	(15 384)	(27 859)	(6 967)	(7 923)	(7 121)	(6 603)	23 746
Skatt på årets resultat	(141)	(184)	(7)	-	-	-	-
Nettoresultat	(15 525)	(28 043)	(6 974)	(7 923)	(7 121)	(6 603)	23 746
Nettoresultatmarginal	(43,8%)	(88,8%)	(31,0%)	(51,0%)	(19,2%)	(6,0%)	38,4%

Bilaga 2 – Resultaträkning (Bullscenario)

TSEK	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
Omsättning	27 278	25 787	19 897	15 273	42 756	179 595	150 678
Aktiverat arbete	7 098	4 862	2 266	-	480	-	-
Övriga rörelseintäkter	1 072	935	323	275	274	280	285
Totala intäkter	35 448	31 584	22 486	15 548	43 510	179 875	150 963
y/y tillväxt		(10,9%)	(28,8%)	(30,9%)	179,8%	313,4%	(16,1%)
Direkta kostnader	(3 637)	(4 293)	(2 799)	(2 203)	(6 108)	(24 245)	(20 341)
Bruttoresultat	31 811	27 291	19 687	13 345	37 402	155 630	130 621
Bruttomarginal	89,7%	86,4%	87,6%	85,8%	86,0%	86,5%	86,5%
Marknadsföringskostnader	(13 462)	(14 520)	(8 260)	(6 038)	(26 238)	(133 264)	(65 145)
Övriga externa kostnader	(6 882)	(7 196)	(4 454)	(2 966)	(2 990)	(3 357)	(3 525)
Personalkostnader	(21 418)	(22 512)	(11 434)	(8 617)	(6 093)	(6 844)	(7 186)
Övriga rörelsekostnader	(496)	(560)	(351)	(493)	(37)	(3 900)	(3 273)
EBITDA	(10 447)	(17 497)	(4 812)	(4 769)	2 044	8 265	51 492
EBITDA-marginal	(29,5%)	(55,4%)	(21,4%)	(30,7%)	4,7%	4,6%	34,1%
Avskrivningar och nedskrivningar	(9 023)	(10 602)	(3 389)	(3 059)	(5 458)	(5 730)	(6 017)
Rörelseresultat (EBIT)	(19 470)	(28 099)	(8 201)	(7 828)	(3 414)	2 534	45 475
Rörelsemarginal	(54,9%)	(89,0%)	(36,5%)	(50,3%)	(7,8%)	1,4%	30,1%
Finansiella intäkter	4 104	379	1 253	103	105	107	109
Finansiella kostnader	(18)	(139)	(19)	(198)	(202)	(206)	(210)
Finansiella poster	4 086	240	1 234	(95)	(97)	(99)	(101)
EBT	(15 384)	(27 859)	(6 967)	(7 923)	(3 511)	2 435	45 374
Skatt på årets resultat	(141)	(184)	(7)	-	-	-	-
Nettoresultat	(15 525)	(28 043)	(6 974)	(7 923)	(3 511)	2 435	45 374
Nettoresultatmarginal	(43,8%)	(88,8%)	(31,0%)	(51,0%)	(8,1%)	1,4%	30,1%

Bilaga 3 – Resultaträkning (Bearsenario)

TSEK	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
Omsättning	27 278	25 787	19 897	15 273	17 271	11 112	8 127
Aktiverat arbete	7 098	4 862	2 266	-	480	-	-
Övriga rörelseintäkter	1 072	935	323	275	274	280	285
Totala intäkter	35 448	31 584	22 486	15 548	18 025	11 391	8 412
y/y tillväxt		(10,9%)	(28,8%)	(30,9%)	15,9%	(36,8%)	(26,2%)
Direkta kostnader	(3 637)	(4 293)	(2 799)	(2 203)	(2 903)	(1 833)	(1 341)
Bruttoresultat	31 811	27 291	19 687	13 345	15 122	9 558	7 071
Bruttomarginal	89,7%	86,4%	87,6%	85,8%	83,9%	83,9%	84,1%
Marknadsföringskostnader	(13 462)	(14 520)	(8 260)	(6 038)	(4 988)	-	-
Övriga externa kostnader	(6 882)	(7 196)	(4 454)	(2 966)	(2 780)	(2 919)	(3 065)
Personalkostnader	(21 418)	(22 512)	(11 434)	(8 617)	(7 142)	(6 235)	(6 547)
Övriga rörelsekostnader	(496)	(560)	(351)	(493)	515	(247)	(182)
EBITDA	(10 447)	(17 497)	(4 812)	(4 769)	727	157	(2 722)
EBITDA-marginal	(29,5%)	(55,4%)	(21,4%)	(30,7%)	4,0%	1,4%	(32,4%)
Avskrivningar och nedskrivningar	(9 023)	(10 602)	(3 389)	(3 059)	(5 458)	(5 730)	(6 017)
Rörelseresultat (EBIT)	(19 470)	(28 099)	(8 201)	(7 828)	(4 731)	(5 573)	(8 739)
Rörelsemarginal	(54,9%)	(89,0%)	(36,5%)	(50,3%)	(26,2%)	(48,9%)	(103,9%)
Finansiella intäkter	4 104	379	1 253	103	105	107	109
Finansiella kostnader	(18)	(139)	(19)	(198)	(202)	(206)	(210)
Finansiella poster	4 086	240	1 234	(95)	(97)	(99)	(101)
EBT	(15 384)	(27 859)	(6 967)	(7 923)	(4 828)	(5 672)	(8 840)
Skatt på årets resultat	(141)	(184)	(7)	-	-	-	-
Nettoresultat	(15 525)	(28 043)	(6 974)	(7 923)	(4 828)	(5 672)	(8 840)
Nettoresultatmarginal	(43,8%)	(88,8%)	(31,0%)	(51,0%)	(26,8%)	(49,8%)	(105,1%)

Bilaga 4 – Begreppslista

Begrepp	Förklaring
UA (User Acquisition)	Betald marknadsföring för att förvärva nya användare till spelet.
Growth-UA	Marknadsföring vars syfte är att växa spelarbasen genom att förvärva fler användare än vad som försvinner genom naturlig churn.
Maintenance-UA	Den nivå av marknadsföring som krävs för att ersätta användare som lämnar spelet och därmed hålla spelarbasen och intäkterna stabila över tid.
CAC (Customer Acquisition Cost)	Genomsnittlig kostnad för att förvärva en ny användare. Beräknas som total UA-investering dividerad med antal förvärvade användare. I modellen används kostnad per förvärvad installation som CAC, vilket i praktiken motsvarar modellerad CPI.
CPI (Cost Per Install)	Kostnaden för en appinstallation. CAC kan generellt vara högre än CPI eftersom inte alla installationer blir långsiktigt aktiva användare. I modellen sammanfaller måtten, eftersom kostnad per förvärvad installation används som CAC.
Retention D1	Andelen användare som fortfarande spelar en dag efter installation.
Retention D7	Andelen användare som fortfarande spelar sju dagar efter installation.
Retention D30	Andelen användare som fortfarande spelar trettio dagar efter installation. Ofta ett viktigt mått på spelets långsiktiga kvalitet.
Retention D90	Andelen användare som fortfarande är aktiva efter nittio dagar. Har stor påverkan på spelets långsiktiga lönsamhet.
Churn	Andelen användare som slutar spela under en viss tidsperiod. Hög churn innebär att fler nya användare måste förvärvas för att bibehålla omsättningen.
ARPAU	Genomsnittlig intäkt per daglig aktiv användare. Inkluderar både annonsintäkter och köp i spelet.
ARPPU	Genomsnittlig intäkt från de användare som faktiskt genomför köp i spelet.
IAP (In-App Purchases)	Intäkter från köp som användare gör inne i spelet.
IAP-konvertering	Andelen användare som genomför minst ett köp i spelet.
LTV (Lifetime Value)	Det totala ekonomiska värde som en genomsnittlig användare genererar under hela sin livstid i spelet.
D7-LTV	Det värde en användare genererat under sina första sju dagar. Ett tidigt mått som inte ska förväxlas med fullt realiserat LTV.
Payback	Tiden det tar innan intäkterna från en användare återbetalat kostnaden för att förvärva denne. Kortare payback frigör kapital snabbare.
LTV/CAC	Kvoten mellan LTV och anskaffningskostnad. I analysen redovisas måttet både på omsättnings- och bruttovinstbasis. På bruttovinstbasis innebär en kvot över 1,0 att kohortens bruttovinst överstiger CAC.
ROI (Return on Investment)	Avkastningen på marknadsföringsinvesteringarna. Bolaget beskriver detta som 100 procents ROI inom 90–120 dagar, vilket i analysen tolkas som att UA-investeringen återbetalas inom perioden.

Bilaga 5 – Så fungerar kohortmodellen

För att analysera Wordington Solitaires långsiktiga intjäningsförmåga har vi byggt en kohortmodell där användare grupperas efter den månad de förvärvats. Syftet är att skapa en transparent modell som visar hur förändringar i användarförvärv, retention och monetisering påverkar omsättning, kassaflöde och värdering.

Modellen utgår från publikt tillgänglig hybrid-casual branschdata i kombination med den information Qiiwi själva kommunicerat. Bland annat har Bolaget uppgett att Wordington Solitaire uppvisar cirka 107 procent högre D7-LTV än Backpacker Go på den amerikanska marknaden, att UA-investeringarna uppgick till cirka 4,2 MSEK under Q2 2026 (preliminärt utfall), samt att de aktuella kampanjerna indikerar 100 procents ROI inom 90–120 dagar. Dessa datapunkter används tillsammans med den nämnda branschdatan för att ta fram vår modell.

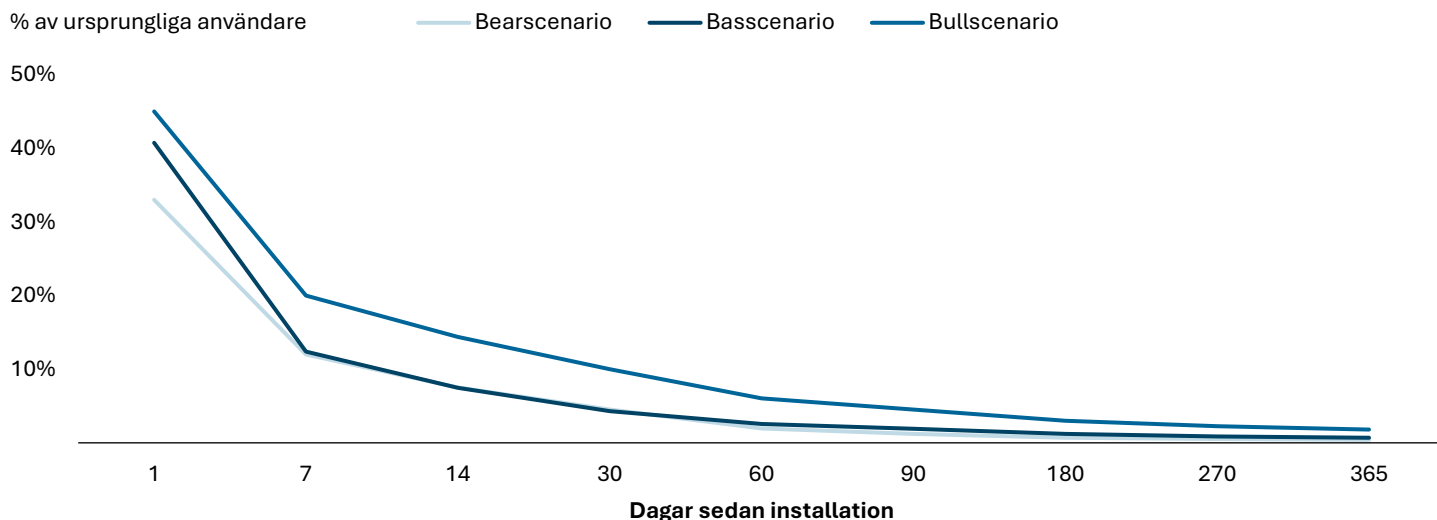
För varje kohort beräknas först hur många användare som förvärvas utifrån UA-investeringen och antagen CAC. Därefter följer modellen hur stor andel av kohorten som fortfarande är aktiv efter dag 1, 7, 30, 90 och därefter. De kvarvarande användarna genererar dagliga intäkter utifrån antagen ARPDAU, som i sin tur delas upp i annons- och IAP-intäkter. På så sätt kan modellen successivt beräkna varje kohorts LTV, bruttovinst och återbetalningstid.

När samtliga kohorter summeras kan modellen även uppskatta hur stor UA-investering som krävs för att ersätta de användare som naturligt lämnar spelet. Därmed blir Maintenance-UA ett resultat av modellens antaganden om retention, monetisering och CAC, snarare än ett manuellt antagande.

Den stora fördelen med denna metod är att omsättning, EBITDA, kassaflöde och värdering härleds från spelets underliggande enhetsekonomi. Modellen gör det därför möjligt att analysera hur exempelvis förbättrad D30-retention, lägre CAC eller högre ARPDAU påverkar den långsiktiga intjäningsförmågan och därmed det motiverade aktievärdet.

Vi vill betona att modellen inte syftar till att prognostisera Qiiwis faktiska interna kohorter, utan att illustrera hur olika operativa utfall påverkar Bolagets finansiella utveckling. Samtliga enhetsekonomiska parametrar, det vill säga CAC, retentionskurva och ARPDAU, är modellantaganden och inte observerade utfall. Att CAC anges till 31,73 SEK följer av beräkningens spårbarhet och ska inte läsas som en uppmätt förvärvskostnad; Bolaget har inte offentliggjort faktisk CAC. Modellens ursprung, kalibrering och begränsningar beskrivs närmare i Bilaga 6. Scenarierna varierar inte enbart monetiseringen. Bear- och bullfallen kombinerar en ARPDAU-faktor om 90 respektive 110 procent med en CAC-faktor om 100 respektive 90 procent och en retentionsfaktor på D30 och senare om 90 respektive 110 procent. Därtill är UA-banan inte längre låst: i bear- och bullfallen tillåts marknadsföringen skalas ned respektive upp mot ett avkastningskrav om 1,20x på bruttovinstbasis, med kassagolv i Bear och ett tak om 50 procents ökning per kvartal i Bull. Basscenariot behåller en fast, självfinansierad UA-plan. Samtliga antaganden redovisas i Bilaga 6.

Retentionskurva per scenario (andel aktiva användare, dag 1–365)



Källa: Analytikerns estimat

Bilaga 6 – Scenarioantaganden

Scenarioantaganden per spelutfall: scenarierna är kalibrerade mot en målsatt återbetalningstid på omsättningsbasis: 180 dagar i Bear, 100 dagar i Base och 80 dagar i Bull

Post	Bear	Base	Bull (dynamisk UA)
Drive: ARPDAU-faktor mot Base	0,90x	1,00x	1,06x
Drive: CAC-faktor mot Base	1,00x	1,00x	0,90x
Drive: retentionsfaktor D30+ mot Base	0,90x	1,00x	1,10x
UA-regel	Dynamisk: krav 1,20x + kassagolv	Självfinansierad plan	Dynamisk: krav 1,20x, tak +50 %/kv
Monetiseringsfaktor mot källmodellens ankare	0,909x	1,009x	1,065x
Blended CAC hela perioden (SEK)	27,77	31,73	33,27
D1-retention	39,7%	40,7%	41,8%
D7-retention	11,7%	12,4%	13,1%
D30-retention	3,87%	4,29%	4,72%
ARPDAU (SEK, flat över kohortens livslängd)	4,937	5,480	5,782
Net LTV / install D365 (SEK)	36,42	43,72	49,64
Bruttomarginal	83,5%	85,5%	86,5%
D365 LTV/CAC – omsättningsbasis	1,37x	1,44x	1,56x
D365 LTV/CAC – bruttovinstbasis	1,10x	1,18x	1,29x
Payback, dagar (omsättningsbasis)	115	100	80
Payback, dagar (bruttovinstbasis)	251	196	148
UA-spend 2026E (TSEK)	4 988	24 788	26 238
UA-spend 2027E (TSEK)	-	83 973	133 264
UA-spend 2028E (TSEK)	-	12 369	65 145
Koncernintäkter 2026E (TSEK)	18 025	37 076	43 510
Koncernintäkter 2027E (TSEK)	11 391	110 437	179 875
Koncernintäkter 2028E (TSEK)	8 412	61 807	150 963
EBITDA 2026E (TSEK)	727	(1 566)	2 044
EBITDA 2027E (TSEK)	157	(774)	8 265
EBITDA 2028E (TSEK)	(2 722)	29 863	51 492
Nettokassa (+) / nettoskuld (-) vid utgången av 2027E (TSEK)	13 337	10 113	22 762
Nettokassa (+) / nettoskuld (-) vid utgången av 2028E (TSEK)	10 514	39 876	74 153

Om modellen och dess begränsningar

Mobile Game Performance Estimator är en branschbaserad referensmodell som utifrån genre, plattform och geografisk mix översätter publikt tillgängliga benchmarks för retention (D1, D7, D30), ARPDAU och CPI till en kohortkurva för ett givet spel. Den beskriver hur ett typiskt hybrid-casual-spel med angivna egenskaper presterar, inte hur Wordington Solitaire faktiskt presterar. Kalibreringen mot Qiiwi sker via ett fåtal av Bolaget kommunicerade datapunkter: cirka 107 procents högre D7-LTV än Backpacker Go! på den amerikanska marknaden, UA om cirka 4,2 MSEK under Q2 2026 (preliminärt utfall) och kommunicerad ROI om 100 procent inom 90 till 120 dagar.

Tre begränsningar bör vägas in. Benchmarkrisk: branschgenomsnitt döljer stor spridning mellan enskilda titlar och avvikelser i retention får multiplikativ effekt på LTV. Kalibreringsrisk: de datapunkter modellen kalibreras mot avser tidiga kampanjer och behöver inte vara representativa när UA skalas. Skalarisk: CPI stiger typiskt när UA-volymen ökar och kanalerna breddas, samtidigt som retention och ARPDAU tenderar att falla när förvärvet går från kärnpublik till bredare målgrupper.

Not: Bull med statisk UA-plan som referens, med blended CAC 28,56 SEK, LTV/CAC 1,82x på omsättningsbasis och 1,50x på bruttovinstbasis, payback 50 respektive 91 dagar, koncernintäkter 42 337 / 136 332 / 76 872 TSEK, EBITDA 2 516 / 20 835 / 41 786 TSEK och nettokassa 35 805 TSEK vid utgången av år 2027. Skillnaden mot Bull (dynamisk UA) är att marknadsföringen skalas upp mot avkastningskravet i stället för att följa basscenarioets kassabegränsade bana; högre volym ger högre förvärvskostnad, 33,27 mot 28,56 SEK, och lägre EBITDA år 2027 eftersom marknadsföringen kostnadsförs löpande medan intäkten kommer med eftersläpning. Nettokassaraderna i tabellen ovan följer modellens publicerade kassakonvention.

Disclaimer

Denna analys har upprättats av MMH Research AB ("MMH Research") på uppdrag av Qiiwi Games ("Bolaget") och utgör en uppdragsanalys (issuer-sponsored research).

Bolaget ersätter MMH Research för bevakning och framtagande av analysmaterial. Ersättningen är fast och är inte beroende av analysens slutsatser, rekommendationer, riktkurs eller värdering. Bolaget har inte rätt att påverka analysens innehåll, slutsatser, rekommendationer eller värderingsbedömningar.

Analysen utgör marknadskommunikation och inte oberoende investeringsanalys. Analysen har därför inte upprättats i enlighet med de rättsliga krav som syftar till att främja oberoendet hos investeringsanalys. MMH Research eftersträvar trots detta att analysen ska vara saklig, välgrundad och professionellt utförd.

Bolaget kan, innan publicering, ha getts möjlighet att granska analysen i syfte att verifiera faktauppgifter och säkerställa att inga sakfel förekommer. Sådan faktagranskning omfattar inte analytikerns bedömningar, slutsatser, prognoser, rekommendationer eller värdering av Bolaget.

Ansvarig analytiker intygar att de åsikter, bedömningar och slutsatser som uttrycks i analysen återspeglar analytikerns personliga uppfattning om Bolaget och dess finansiella instrument. Ingen del av analytikerns ersättning är direkt eller indirekt kopplad till specifika rekommendationer, riktkurser eller värderingar.

Analysen har sammanställts baserat på information från källor som MMH Research bedömer som tillförlitliga, däribland offentliggjord information från Bolaget. MMH Research lämnar dock inga garantier avseende informationens riktighet, fullständighet eller aktualitet. Analysen gör inte anspråk på att innehålla all information som kan vara relevant för ett investeringsbeslut.

Analysen är avsedd att utgöra allmän information och ska inte betraktas som investeringsrådgivning, investeringsrekommendation riktad till enskild investerare eller uppmaning att köpa, sälja eller behålla finansiella instrument. Investeringsbeslut fattas självständigt av investeraren och på dennes eget ansvar.

På grund av att analysen är upprättad på uppdrag av Bolaget föreligger en potentiell intressekonflikt. MMH Research har interna riktlinjer och rutiner för att identifiera, hantera och offentliggöra intressekonflikter i syfte att säkerställa analysverksamhetens integritet och objektivitet.

MMH Research, dess ägare, styrelseledamöter, anställda eller närstående personer kan från tid till annan inneha finansiella instrument i Bolaget eller tillhandahålla andra tjänster till Bolaget. Om inte annat uttryckligen anges innehar varken ansvarig analytiker eller närstående personer aktier eller andra finansiella instrument i Bolaget vid tidpunkten för analysens publicering. Eventuella väsentliga innehav eller andra intressekonflikter redovisas separat i anslutning till analysen.