

Lockande värdering vid trendvändning

Nya intäktsben drev försäljning över förväntan

Spelbolaget Starbreeze rapporterade en omsättning vid 57 mkr (27), motsvarande en tillväxt på 112%. Spelintäkter från PD2 och PD3 kom in på 11 respektive 23 mkr, i linje med vår prognos. Omsättningen överträffade Analysguidens prognos och avvikelserna förklaras av högre intäkter från tredjepartsförläggningen efter lanseringen av Roboquest. Vi tror att tredjepartsförläggningen har goda möjligheter att generera hälsosamma intäkter framöver, vilket är positivt och i linje med Analysguidens investeringstes. Ebit- samt Ebitda-resultatet kom in på -23 (-12) respektive 48,5 mkr (4). Något svagare än vår prognos och förklaras av högre avskrivningar än väntat. Det operativa kassaflödet var starkt och uppgick till 78 mkr och efter genomförda spelinvesteringar ökade kassan till 387 mkr. Det gör att Starbreeze fortsatt framstår som ett välkapitaliserat bolag.

Stora uppdateringar bäddar för ett starkare H2

Starbreeze arbetar fortsatt med att öka intresset för PD3 genom initiativet "Operations Medic Bag" (OMB). Med utgångspunkt i spelbasens önskemål är ambitionen att fortsatt uppdatera spelets prestanda. Än är det tidigt att avgöra effekten från initiativet men ledningen uppger att spelarintresset börjar tillta, särskilt på konsol där spelaraktiviteten är högre än förväntat. Starbreeze har större planerade lanseringar under juni till september och förhoppningen är att det kan vända spelarintresset och ge ett positivt avtryck i nettoomsättningen framöver.

Lågt ställda förväntningar ger potential vid vändning

Överlag kom rapporten in hyfsat i linje med Analysguidens prognos. Omsättningen överträffade en aning medan kostnaderna ökade mer än väntat varpå resultatet pressades. Aktiemarknaden reagerade dock klart positivt på rapporten och handlade upp aktien över 20%. Dessförinnan hade aktien pressats kraftigt och det är tydligt att förväntningarna var lågt ställda. Efter rapporten upprepar vi vår omsättningsprognos men justerar upp våra kostnadsantaganden något. Det har dock ingen nämnvärd effekt på vår kassaflödesmodell varpå motiverat värde vid 0,5 kronor upprepas. Starbreeze har en mycket solid balansräkning och framgent kommer lejonandelen av kapitalet allokeras till spelutveckling. Dessutom förväntar vi oss att en ny VD-presentationer inom kort men den tidigare uttalade strategin kommer mest troligt upprepas. Aktien då? Kortsiktigt saknas triggers men har man förtroende för Starbreeze som spelutvecklare framstår nuvarande värdering som låg. Inte minst med tanke på att bolagsvärdet är i paritet med nettokassan. Implicit innebär det att marknaden inte tillför något värde till bolaget befintliga spelportfölj, kommande lanseringar eller IP-rättigheter.

Starbreeze

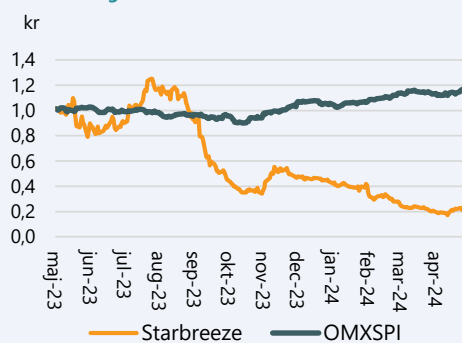
Rapportkommentar – Q1 2024

Datum 16 maj 2024
Analytiker Oliver Uusitalo

Basfakta

Bransch Spel
Styrelseordförande Torgny Hellström
Vd Tobias Sjögren
Listning Small Cap Stockholm
Ticker STAR B
Aktiekurs 0,27 kronor
Antal aktier, milj. 1477
Börsvärde, mkr 399
Nettoskuld, mkr -289
Företagsvärde (EV), mkr 97
Motiverat värde 0,5 kronor
Nästa rapport 2024-08-15

Kursutveckling senaste året



Källa: Refinitiv

Prognoser & Nyckeltal, mkr

	2022	2023	2024p	2025p
Omsättning	128	634	199	207
Ebitda-resultat	66	439	65	80
Rörelseres. (ebit)	7	190	-97	1
Resultat f. skatt	-55	207	-92	1
Nettoresultat	-66	207	-92	1
Vinst per aktie	-0,04 kr	0,14 kr	-0,06 kr	0,00 kr
Omsättningstillväxt	2%	397%	-69%	4%
Ebitda-marginal	52%	69%	33%	39%
Rörelsemarginal	5%	30%	neg.	1%
P/e-tal	-22	1,9	neg.	358
EV/ebit	184	0,6	neg.	98
EV/ebitda	19	0,2	1,7	1,4
EV/omsättning	10	0,2	0,6	0,5

Källa: Analysguiden

Motiverat värde är en uppfattning om vad bolaget borde vara värt givet Analysguidens huvudscenario. Det är inte samma sak som att aktiekursen ska spegla detta värde.

Investeringstes

Möjlighet att kapitalisera på välkänt IP

2013 lanserades succéspelet PAYDAY 2 som sålde över 2 miljoner exemplar 12 månader efter lansering. 10 år senare genereras fortfarande stabila intäkter som stod för nästan hela bolagets nettoomsättning under perioden. Varumärket har erhållit trogna användare och tio år efter lansering är intresset kring spelserien fortfarande stort. Historiskt har Starbreeze varit skickliga på att generera intäkter från intresset och sammantaget uppgår spelbolagets intäkter till över 1,1 miljarder kronor bara från PAYDAY 2. Uppföljaren, PAYDAY 3, lanserades 21 september och nu har ledningen ett digert arbete framför sig att upprepa framgångssagan. Till skillnad från PAYDAY 2 lanserades uppföljaren till både PC och konsol och genom Unreals spelmotor kan Starbreeze leverera tilläggs paket till samtliga spelplattformar. Bolagets affärsmodell stavas GaaS (Games-as-a-Service), vilket innebär att Starbreeze kontinuerligt kommer att lansera uppdateringar och tilläggs paket till spelet. Det är dels ett sätt att hålla kvalitén på spelet högt och spelarna nöjda, dels ett sätt att bädda för fortlöpande intäktströmmar och därigenom öka intjäningen. Efter lanseringen uppgick antalet månatligt unika spelare (MAU) för PAYDAY 3 till 3,2 miljoner.

Skuldfritt med välfylld kassa & erfaret ledningsteam

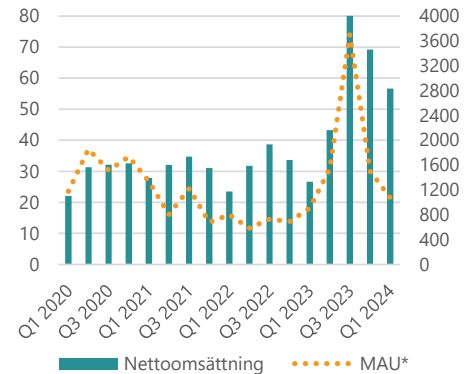
De kontinuerliga intäktströmmarna landar sen i händerna hos en erfaren ledning. Majoriteten av ledningsgruppen tillträdde under 2019 efter rekonstruktionen. Analysguiden bedömer att bolagsledningen har en hög kompetens och mångåriga erfarenheter inom spelutveckling. Flera har arbetat på DICE med utveckling av Battlefield-franchiset, vars omfattande framgång validerar den samlade kompetensen. Efter sommarsens övertecknade emission är bolaget nu dessutom skuldfritt med ett en stadig nettokassa runt 300 mkr. De kombinerat med kassaflödena från de lanserade PAYDAY-spelen skapar ett stort finansiellt svängrum och utrymme för investeringar i nya intäktstben.

Nya intäktstben skapar en välbehövd diversifiering

Kortsiktigt hänger mycket på lanseringen av PAYDAY 3. Men ledningen har en plan för hållbar tillväxt. 2022 aviserades återstarten av förlagsverksamheten där Starbreeze ska agera förläggare för spelen The Tribe Must Survive samt Roboquest med lansering 2023. Tidigare erfarenhet som tredjepartsförläggare samt en utnämnd noggrannhet avseende projekt är förtroendeingivande. Målsättningen är att lansera 2–3 spel per år. Starbreeze har kapital som möjliggör fortsatta investeringar i såväl förlagsverksamhet som spelutveckling. Ambitionen är att lansera ett spel baserat på ett licenserat varumärke under 2026 (arbetsnamn BAXTER). Spelet baseras på ett välkänt IP och har en utvecklingsbudget omkring 500 mkr (i paritet med PAYDAY-spelen). Långsiktigt är ambitionen att vara både utvecklare och förläggare. 2027 ska Starbreeze ta ett nytt egenutvecklat spel till marknaden. Framgent bygger Analysguidens prognoser på att nya spel kommer utgöra en större del av omsättningen år 2026 och framåt. Att bredda intäktstbasen ger en välbehövd diversifiering och är en viktig del för vår långsiktiga investeringstes.

Kapitalisera på välkänt IP

Omsättning per kvartal i mkr, (stapel, vänster). Månatligt unika spelare i tusen antal för PAYDAY 2, PAYDAY 3 och Roboquest (linje, höger). Q1 2020 – Q1 2024



Källa: Analysguidens prognoser

* MAU=månatligt unika spelare

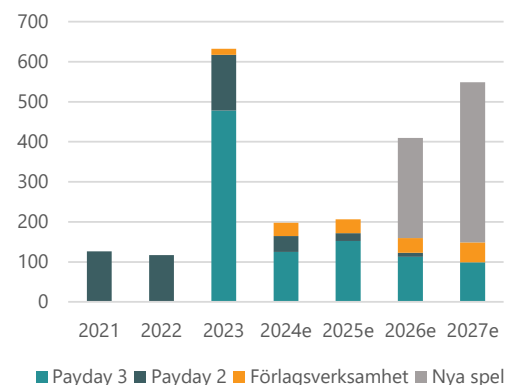
PAYDAY – ett värdefullt IP



Källa: Bolaget

Nya titlar driver tillväxten framåt

Omsättning i miljoner kronor 2022-2032p.



Källa: Analysguiden

Utsikter & prognoser

Nya intäktsben drev försäljning över förväntan

Starbreeze rapporterade en omsättning vid 57 mkr (27), motsvarande en tillväxt på 112%. Spelintäkter från PD2 och PD3 kom in på 11 respektive 23 mkr, i linje med vår prognos. Omsättningen överträffade Analysguidens prognos 22% och avvikelsen förklaras av högre intäkter från tredjepartsförläggnen efter lanseringen av Roboquest.

Initialt har Roboquest mottagits bra av spelmarknaden och med fyra större uppdateringar samt en 1.0-lansering av spelet The Tribe Must Survive framför oss förväntas tredjepartsförläggnen generera hälsosamma intäkter även under kommande kvartal. Det ger en mer diversifierad intäktsbas, vilket är positivt och i linje med Analysguidens investeringstes.

Stora uppdateringar bäddar för ett starkare H2

Starbreeze arbetar fortsatt med att öka intresset för PD3 genom initiativet "Operations Medic Bag" (OMB). Sedan initiativet startades i februari har tre uppdateringar genomförts. Uppdateringarna har syftat till att förbättra spelets progressionssystem, matchmaking och serverinfrastruktur samt adderat ett enspelar-/offlineläge.

Med utgångspunkt i spelarbasens önskemål är ambitionen att fortsatt uppdatera spelets prestanda med större planerade lanseringar under sommarmånaderna. Så här långt har OMB inte bidragit med någon större påverkan på den spelardata Analysguiden har tillgång till (Steam). Men fastän försäljningen från PD3 inte når upp till förväntan uppger ledningen att spelarintresset börjar tillta, särskilt på konsol där spelaraktiviteten är högre än förväntat.

Dessutom har OMB medfört att lanseringarna av större tilläggs paket såsom nya banor och uppdrag förskjutits. Det har mest troligt hämmat försäljningen så här långt. Men å andra sidan har det skapat en stark pipeline med eftertraktade tilläggs paket med planerad lansering under sommaren och hösten. I förlängningen borde det bidra positivt till nettoomsättningen.

Slutligen fortlöper utvecklingen av Project Baxter – ett kooperativt spel som baseras på det välkända varumärket Dungeons and Dragons. Starbreeze har inlett diskussioner med potentiella partners som, liksom avtalet med PLAION för PD3, främst hanterar marknadsföring och distribution men även bidrar med finansiering för spelutveckling.

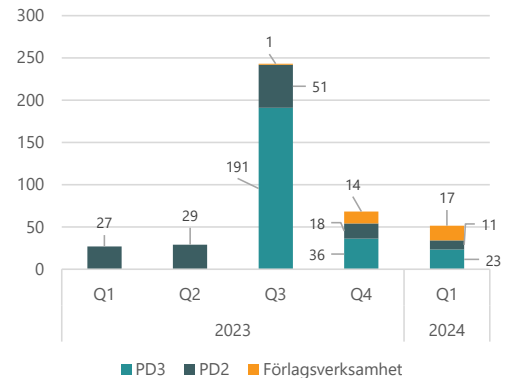
Rustat för fortsatta investeringar i spelutveckling

Kassaflödet i kvartalet var starkt och det operativa kassaflödet uppgick till 78 mkr (21), främst drivet av positivt rörelsekapital hänfört till tidigare försäljning från PD3.

Starbreeze har en mycket solid balansräkning som till stor del består av balanserade utgifter för spelutveckling och likvida medel. Detta är finansierat genom eget kapital, leverantörsskulder och en långfristig leasing skuld kopplat till kontorslokaler.

Fler intäktsben driver tillväxt

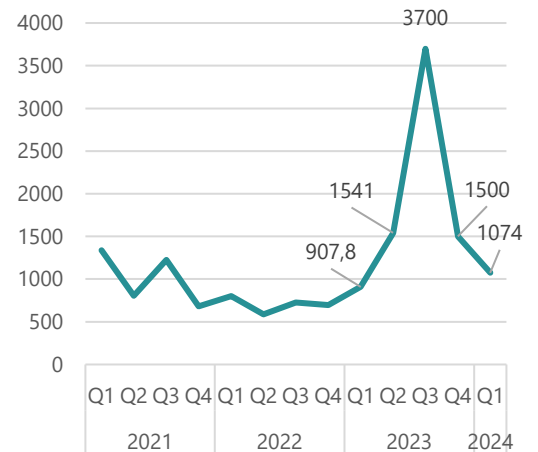
Försäljning från respektive segment i mkr. Q1 2023 – Q1 2024.



Källa: Bolaget

Negativ trend inom spelaraktivitet

Aggregerat antal månatliga unika spelare (MAU) för Starbreeze spel.



Källa: Bolaget

Framgent kommer lejondelen av kapitalet allokeras till spelutveckling. Under kvartalet investerade bolaget 50 mkr i spelutveckling (45), i linje med vår prognos.

Kassapositionen är urstark och uppgår till 387 mkr (i nivå med nuvarande börsvärde). Och enligt Analysguiden är finansieringsrisken i nuläget mycket låg.

Omsättning i linje med resultat under förväntan

Över lag kom rapporten in hyfsat i linje med vår prognos. Omsättningen överträffade en aning medan kostnaderna ökade mer än väntat varpå resultatet pressades.

Jämfört med vår prognos förklaras de höga kostnaderna främst av högre avskrivningar. Inget alarmerande men det pressade rörelseresultatet under kvartalet.

På pluskontot stack kostnader för administration ut. Dessa uppgick till positiva 4,8 mkr och inkluderade återförda kostnader för ett långsiktigt incitamentsprogram kopplat till lanseringen av PAYDAY 3 samt omstruktureringkostnader hänförligt till ersättning till bolagets tidigare VD.

Justerat för dessa engångskostnader om 20 mkr uppgick administrationskostnaderna till 15,1 mkr. Vilket är lägre än vår prognos.

Rörelseresultatet före av- och nedskrivningar (ebitda) uppgick till 48,5 mkr (4) men justerat för engångskostnaderna uppgick ebitdareultatet till 28,6 mkr. Något lägre än vår prognos.

Rörelseresultatet uppgick till -23 mkr (-12), vilket var klart lägre än vår prognos och avvikelsen förklaras främst av de höga avskrivningarna.

Motiverat värde upprepas vid 0,5 kronor

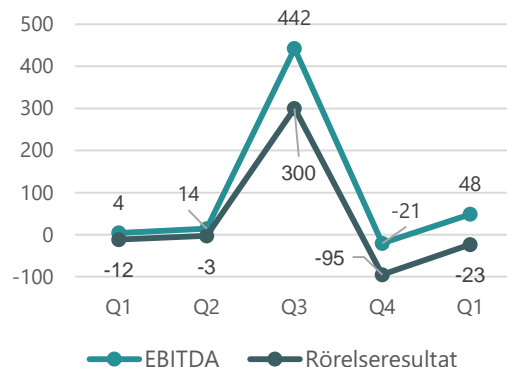
Efter rapporten upprepar vi vår omsättningsprognos. Vi justerar upp vårt antagande för operativa kostnader med 22% för 2024. Men på grund av att justeringen till stor del hänförs till avskrivningar påverkas inte resultatprognosen före av- och nedskrivningar nämnvärt. Däremot pressas rörelseresultatet till -97, 1 och -31 från -43, -14 och 22 under perioden 2024–2026 (se tabell för prognosförändringar in till).

Det har dock ingen nämnvärd effekt på vår kassaflödesmodell varpå motiverat värde vid 0,5 kronor upprepas.

Vi förväntar oss att en ny VD-presenteras inom kort men vad gäller den uttalade strategin förväntar vi oss inga förändringar.

Aktien har handlats ned kraftigt sedan årskiftet. Aktiemarknaden reagerade dock klart positivt på rapporten och det är tydligt att förväntningarna är lågt ställda. Inte minst med tanke på att bolagsvärdet är i paritet med nettokassan. Implicit innebär det att marknaden inte tillför något värde till bolaget befintliga spelportfölj, kommande lanseringar eller IP-rättigheter. Kortsiktigt saknas förvisso triggers men lyckas Starbreeze dels vända spelarintresset för PD3, dels med lanseringen av Project Baxter är nuvarande värdering lockande.

Resultatutveckling: Q1 23 – Q1 24



Källa: Analysguidens prognos

Prognosförändringar, mkr

	Ny	2024	2025	2026
Omsättning		199	207	465
Ebitda		65	80	289
Ebit		-97	1	-31
Nettoreultat		-92	1	-31

	Gammal	2024	2025	2026
Omsättning		198	207	465
Ebitda		62	75	315
Ebit		-43	-13	22
Nettoreultat		-43	-13	22

Källa: Analysguidens prognos

Motiverat värde upprepas

Sammanfattande tabell Analysguidens kassaflödesmodell.

WACC	12%
Snitttillväxt 2023-2027	36%
Snitttillväxt 2028-2032	2%
Ewig tillväxttakt	2%
Rörelsemarginal snitt 2023-2027	-4%
Rörelsemarginal snitt 2028-2032	36%
Enterprise value, SEKm	396
Nettokassa, ink leasing	-287
Börsvärde, SEKm	683
Antal utestående aktier, milj	1477
Motiverat värde per aktie, SEK	0,5 kr

Källa: Analysguidens prognos

	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Nettoomsättning	634	199	207	465	604	543
OPEX	444	296	205	496	577	348
Rörelseresultat (ebit)	190	-97	1	-31	27	196
Rörelsemarginal	30%	-49%	1%	-7%	4%	36%
Avskrivningar	249	162	78	320	371	148
Ebitda-resultat	439	65	80	289	398	343
Ebitda-marginal	69%	33%	39%	62%	66%	63%
Finansnetto	-17	-5	0	0	0	0
Resultat före skatt	207	-92	1	-31	27	196
Skatt	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat	207	-92	1	-31	27	196
KF. Löpande verksamhet	114	95	90	79	258	293
Fritt kassaflöde	-87	-119	-124	-155	24	124
Kassa	348	243	204	135	144	253

Om Starbreeze

Brokig historik som slutar i rekonstruktion...

Starbreeze är ett svenskt bolag inom spelutveckling som grundades 1998 och blev då en av Europas första spelutvecklare. År 2000 noterades bolaget på Aktietorget (Spotlight Stock Market) och därefter har historiken bestått av ömsom framgång ömsom motgång.

Under 2010-talet var Starbreeze en stor aktör inom spelbranschen där tillväxt prioriterades över lönsamhet. Stora satsningar inom VR och förlagsverksamhet innebar bristfällig riskhantering och skenande kostnader. Det hela slutade i en rekonstruktion under 2018 och efter en omfattande renodling samt en ny ledning fick bolaget ordning på verksamheten och kunde 2019 lägga rekonstruktionen bakom sig.

... samt förvärvet av sin viktigaste tillgång - PAYDAY

Viktigt att lyfta är att koncernen 2012 genomförde förvärvet av spelutvecklingsstudio OVERKILL. Förvärvet innebär att Starbreeze tillskrevs rättigheterna för varumärket PAYDAY, vilket förblev bolagets enda IP efter rekonstruktionen.

PAYDAY är ett kooperativt FPS-spel (first-person shooter) som går ut på att genomföra bankrån. Spelet baseras på fyra klassiska karaktärer. Genom åren har PAYDAY erhållit en trogen följarskara och tio år efter lansering av succéspelet PAYDAY 2 har världens största spelarcommunity byggts upp. I skrivande stund uppgår medlemsantalet till 8,6 miljoner som genererar återkommande intäkter till Starbreeze.

Uppföljaren lanserades den 21 september 2023. Det blev en besvärlig start som inte rosade marknads högt ställda förväntningar. Till skillnad från PAYDAY 2 lanserades uppföljaren till PC samt konsol och genom Unreals spelmotor kan Starbreeze leverera tilläggs paket till samtliga spelplattformar. Bolagets affärsmodell, GaaS (Games-as-a-Service), bäddar för kontinuerlig lansering av uppdateringar och tilläggs paket till spelet. Det är dels ett sätt att hålla kvalitén högt och spelarna nöjda, dels ett sätt att öka den långsiktiga intjäningen.

Ambitionen är att bredda intäktströmmarna på sikt

Framgent har ledningen kommunicerat en aktivitetsplan för att växa spelbolaget. Idag är PAYDAY-spelen Starbreeze huvudsakliga intäktskälla men långsiktigt är ambitionen att bredda IP-portföljen samt investera i förlagsverksamheten. Dessutom möjliggör välkända IP:n för transmediala partnerskap. Starbreeze avser att inte bara utveckla spel baserat på PAYDAY, utan även ingå partnerskap för att lansera tex. TV-serier eller handelsvaror.

På längre sikt är målsättningen att ha en välutvecklad förlagsverksamhet så Starbreeze har möjlighet att ge ut sina spel i egen regi och därmed kontrollera en större del av värdekedjan. Nya tilläggs paket kommer lanseras för att upprätthålla en god intäktsgenerering för PAYDAY 3. Utöver det har Starbreeze avsikten att ha flera spel ute på marknaden och möjliggöra för en tätare lanseringsplan. Det i sin tur skapar ett jämnare intäktstillflöde och minskar risken för varje enskilt spelsläpp.

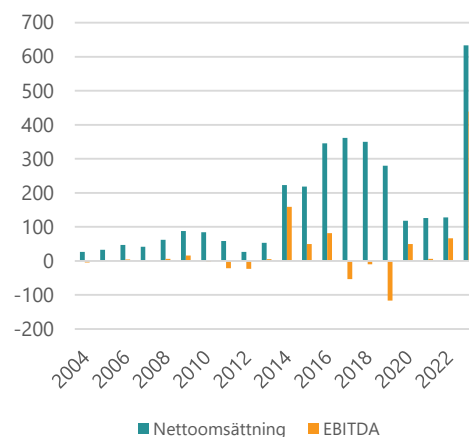
En av Europas första spelutvecklare



Källa: Bolaget

Starbreeze har en volatil historik

Omsättning i mkr, staplar (höger) & ebit-marginal, linje (vänster), 2003 – 2021.



Källa: Börsdata

Stora institutioner på ägarlistan

Största aktieägarna, % av kapital

Digital Bros	21,0%
Avanza Pension	6,0%
Fjärde AP-fonden	2,8%
Handelsbanken Fonder	2,4%
Norges Bank	2,4%
Nordnet Pensionsförsäkring	2,1%
Swedbank Försäkring	1,8%
Nordnet Livsförsäkring AS	0,9%
Jon Laurin	0,8%
SEB Fonder	0,7%
Summa 10 största ägare	41%

Källa: Holdings

Risker

Spelsläpp tenderar att ge binära utfall

Den mest aktuella och betydelsefulla risken finner vi kopplat till lanseringen av PAYDAY 3 och dess initiala mottagande. Spellanseringar kännetecknas i mångt och mycket av binära utfall, det vill säga att utfallet blir antingen bra eller dåligt. Det är därmed aldrig säkert hur utfallet av en enskild lansering kommer bli. Lanseringen av PAYDAY 3 var brokig då ett serverproblem gjorde så att onlinefunktionerna inte fungerade som det skulle. Analysguiden bedömer dock att bolagets affärsmodell mildrar skadan. Genom kontinuerlig uppdatering och lansering av tilläggspaket kan Starbreeze uppdatera innehållet i PAYDAY 3 och således attrahera nya spelare. Som referens har PAYDAY 2 funnits på marknaden uppemot 10 år och i senaste kvartalet härleddes 20% av intäkterna till nya spelare.

Ny tillväxtresa kräver bättre riskhantering

Ledningen har utlovat offensiva tillväxtambitioner i form av ytterligare spellanseringar samt satsningar inom förlagsverksamhet. Vi ser positivt på ambitionen att bredda intäktströmmarna och ser det som nödvändigt för bolagets fortlevnad. Men det kommer kräva ökade investeringar för att växa organisationen vilket kommer driva kostnaderna norrut. Givet bolagets historik är det svårt att blunda för att likartade satsningar satte bolaget i rekonstruktion 2018. Här är det viktigt att nya ledningen har lärt sig av tidigare misstag. Kommande kassaflöden från PAYDAY-spelen och den solida nettokassan mildrar givetvis risken i dagsläget. Men budgetarna för spelutveckling är ofta stora och en hälsosam kapitalallokering kommer framöver att vara avgörande.

Disclaimer

Aktiespararna, www.aktiespararna.se, publicerar analyser om bolag som sammanställts med hjälp av källor som bedömts tillförlitliga. Aktiespararna kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något finansiellt instrument. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren. Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal med Aktiespararna. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning. Aktiespararna har i övrigt inget ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Aktiespararna har rutiner för hantering av intressekonflikter, vilket säkerställer objektivitet och oberoende.

Innehållet får kopieras, reproduceras och distribueras. Aktiespararna kan dock inte hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys.

Investeringar i finansiella instrument ger möjligheter till värdestegringar och vinster. Alla sådana investeringar är också förenade med risker. Riskerna varierar mellan olika typer av finansiella instrument och kombinationer av dessa. Historisk avkastning ska inte betraktas som en indikation för framtida avkastning.

Analytikern Oliver Uusitalo äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.

Ansvarig analytiker:

Oliver Uusitalo