

Ett steg i rätt riktning

Omsättning & resultat i linje med förväntan

Spelbolaget Starbreeze rapporterade en omsättning vid 40 mkr mkr (43,2), motsvarande en minskning med 7 procent på årsbasis. Minskningen i omsättning förklaras av fjolårets starka försäljning från PD2 inför lanseringen av PD3. Icke desto mindre överträffade omsättningen vår prognos där intäkter från tredjepartsförläggningen och Roboquest fortsatt levererat starka resultat. Rörelseresultatet före av- och nedskrivningar uppgick till 8,1 mkr (14,1), vilket var i linje med vår prognos. Under sommaren har Starbreeze lanserat fler tilläggspaket och uppdateringar inom ramen för "Operations Medic Bag" OMB. Det har tillfälligt förhöjt investeringsnivån under kvartalet. Ledningen uppger att fler större uppdateringar och tilläggspaket kommer lanseras fram tills oktober.

Högintressant höst efter säsongsmässigt svagt Q2

Aggregerat antal månatliga unika spelare (MAU) för samtliga av Starbreeze spel uppgick under kvartalet till 717 tusen det är en sekventiell minskning med 33 procent från Q1 2024. Över lag är sommarmånaderna säsongsmässigt svaga varpå en låg spelaraktivitet inte nödvändigtvis behöver vara alarmerande. Men den 19 augusti lanserade Starbreeze "Diamond District" och "Chapter III: Houston Brekout" som nytt innehåll till PD3. Tilläggspaketerna uppges ha mottagits mer positivt av spelarbasen och antalet samtida spelare nådde nya höga nivåer i linje med dem under lanseringen av basspelet. Än är det måhända tidigt att fastslå en trendvändning men det är onekligen en intressant datapunkt och ett steg i rätt riktning.

Tilltagande spelarintresse kan lyfta hårt pressad aktie

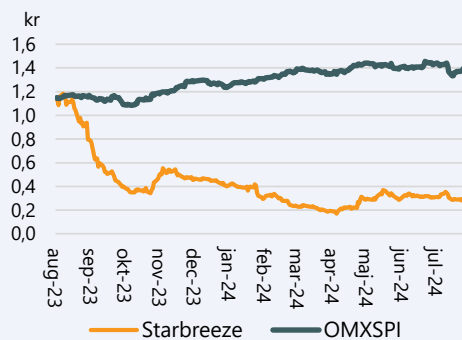
Efter rapporten justerar vi våra prognoser för att reflektera ett successivt starkare H2 med högre försäljningsintäkter och starkare marginaler. Den höga avskrivningstaken fortsätter att överträffa vår prognos och håller nere rörelseresultatet. Det får dock en positiv effekt i takt med att avskrivningstakten avtar 12 månader efter lansering. Aktien har behandlats styvmoderligt under det senaste året. Höga förväntningar fanns inbakade i aktien och det har tagit tid för marknaden att hitta en ny stadig grund under fötterna. På rapportdagen handlas aktien ned runt 8 procent och börsvärdet har krympt till 428 mkr. Implicit innebär det att marknaden värderar rörelsen till knappt 184 mkr utöver nettokassan på 245 mkr (ink leasing). Det är tydligt att marknaden sätter en del frågetecken hos spelbolaget. Starbreeze har som bekant ambitionen att lansera flera spel med liknande budget som PD3 under 2026 och 2027. Materialiseras detta är rådande värdering försvinnande låg. Men givet senaste tidens turbulens är det förstäligen att marknaden sätter en ökad riskpremie. Analysguiden ser kvartalet som ett steg i rätt riktning. Förväntningarna har justerats ned och spelet har löpande förbättrats snart under ett års tid. Ett tilltagande intresse under Q3 och i synnerhet under Q4 skulle mest troligt lätta på trycket för aktien. Motiverat värde justeras till 0,4 kronor.

Starbreeze

Rapportkommentar – Q2 2024

Datum	20 augusti 2024
Analytiker	Oliver Uusitalo
Basfakta	
Bransch	Spel
Styrelseordförande	Jürgen Goeldner
Vd	Mats Juhl (tf)
Listning	Small Cap Stockholm
Ticker	STAR B
Aktiekurs	0,29 kronor
Antal aktier, milj.	1477
Börsvärde, mkr	428
Nettoskuld, mkr	-245
Företagsvärde (EV), mkr	184
Motiverat värde	0,4 kronor
Nästa rapport	2024-11-14

Kursutveckling senaste året



Källa: Refinitiv

Prognoser & Nyckeltal, mkr

	2022	2023	2024p	2025p
Omsättning	128	634	203	199
Ebitda-resultat	66	437	86	71
Rörelseres. (ebit)	7	188	-123	-15
Resultat f. skatt	-55	205	-119	-15
Nettoresultat	-66	205	-119	-15
Vinst per aktie	-0,04 kr	0,14 kr	-0,08 kr	-0,01 kr
Omsättningstillväxt	2%	397%	-68%	-2%
Ebitda-marginal	52%	69%	42%	36%
Rörelsemarginal	5%	30%	neg.	-7%
P/e-tal	-22	2,1	neg.	neg.
EV/ebit	184	1,0	neg.	neg.
EV/ebitda	19	0,4	2,1	2,6
EV/omsättning	10	0,3	0,9	0,9

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

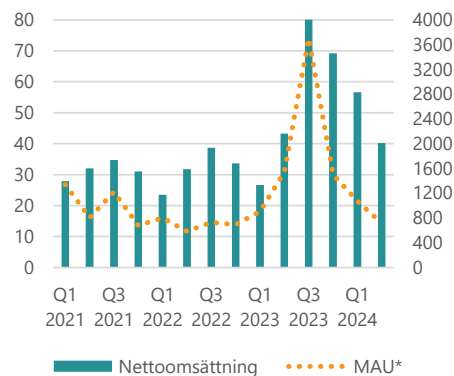
De kontinuerliga intäktströmmarna landar sen i händerna hos en erfaren ledning. Majoriteten av ledningsgruppen tillträdde under 2019 efter rekonstruktionen. Analysguiden bedömer att bolagsledningen har en hög kompetens och mångåriga erfarenheter inom spelutveckling. Flera har arbetat på DICE med utveckling av Battlefield-franchiset, vars omfattande framgång validerar den samlade kompetensen. Efter fjolårets övertecknade emission är bolaget 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 2021 – Q2 2024



Källa: Analysguidens prognoser

* MAU=månatligt unika spelare

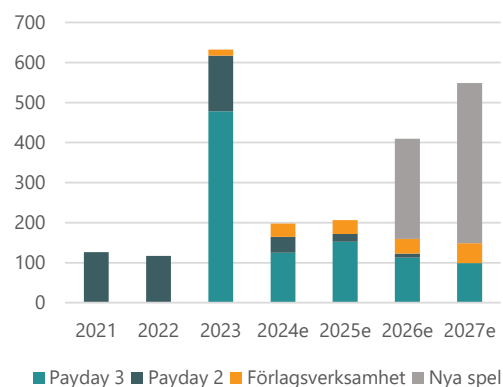
PAYDAY – ett värdefullt IP



Källa: Bolaget

Nya titlar driver tillväxten framåt

Omsättning i miljoner kronor 2022-2032p.



Källa: Analysguiden

Utsikter & prognoser

Roboquest fortsätter överraska på ovansidan

Efter ett starkt fjolår med ett högt intresse inför lanseringen av PAYDAY 3 minskade nu nettoomsättningen med 7 procent under kvartalet till 40,2 mkr (43,2). Det överträffade dock Analysguiden prognos på 37,6 mkr med 6,9 procent. Den positiva avvikelsen förklaras framför allt av högre intäkter från tredjepartsförläggning drivet av en bra utveckling för Roboquest.

Rörelseresultatet före av- och nedskrivningar (EBITDA) uppgick till 8 mkr, motsvarande en marginal på 20%. Det var i linje med vår prognos. Avskrivningarna kom dock in högre än väntat vilket höll nere rörelseresultatet (ebit) som uppgick till -71 mkr. Från slutet av det tredje kvartalet är det 12 månader sedan PD3 lanserats varpå avskrivningstakten kommer minska avsevärt, vilket kommer få positivt genomslag i resultaträkningen.

Kassaflödet från den löpande verksamheten kom in på 3 mkr efter förändring av rörelsekapital. Starbreeze fortsätter att nyttja deras nettokassa och investerar 66 mkr i spelutveckling. Investeringarna är något förhöjda drivet av ett snävt lanseringsschema kopplat till åtgärdsprogrammet Operations Medic Bag (OMB). Vid utgången av kvartalet uppgick kassan till 335 mkr och bortsett från en leasingkulld på 90 mkr kopplat till företagets kontor är Starbreeze i stort sett skuldfria.

Trendvändning efter kvartalet – tar intresset fart?

Omsättningen hänfört till PD3 uppgick till 22,0 mkr. Det var något över vår prognos men en minskning från 23,3 mkr jämfört med föregående kvartal. Präglat av sommarmånader är det andra kvartalet är typiskt set svagare än det första.

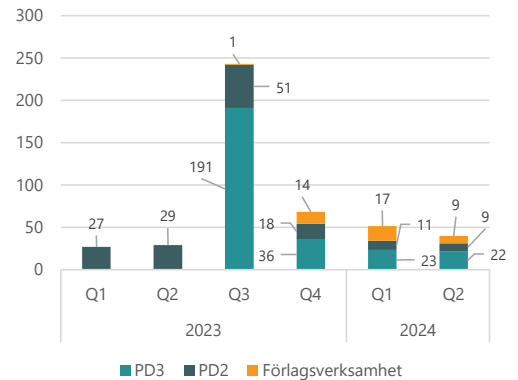
Efter en brokig lansering av PD3 under Q3 2023 har konsensus justerat ned prognoserna för spelet rejält. Från september 2023 har den förväntade omsättningen för Starbreeze 2024 justerats till 191 mkr i genomsnitt från 326 mkr. Det motsvarar en minskning på 41%.

Den fjärde uppdateringen för OMB genomfördes i slutet av maj och vid sidan av det har olika tilläggspaket (DLC) lanserats. Bolaget uppger nu att de ser ”stora förbättringar i både sentiment och engagemang bland våra spelare baserat på redan genomförda uppdateringar,” och framgent är ambitionen att fortsatt lansera flera uppdateringar och tilläggspaket under hösten.

Aggregerat antal månatliga unika spelare (MAU) för samtliga av Starbreeze spel uppgick under kvartalet till 717 tusen det är en sekventiell minskning med 33 procent från 1,1 miljoner under Q1 2024. Enligt den spelardata Analysguiden kunnat tillskansa sig urskiljs inte heller något tydligt trendskifte varken från antalet samtida spelare eller från antalet positiva recensioner. Det kan dock delvis förklaras av ett säsongsmässigt svagare andra kvartal. Man bör även ha med sig att spelet finns tillgängligt på andra plattformar såsom Xbox Game Pass, Xbox X|S, Playstation 5 samt Epic Games Store varpå enbart data från Steam inte ger en helhetsbild.

Fler intäktsben bidrar

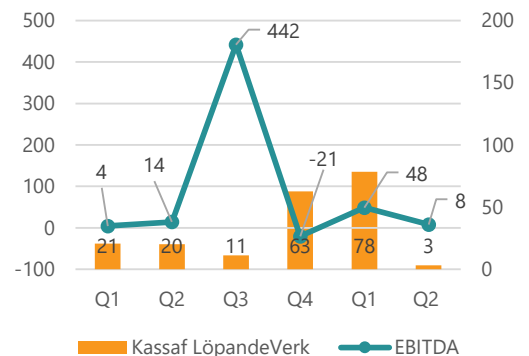
Försäljning från respektive segment i mkr. Q1 2023 – Q2 2024.



Källa: Bolaget

Positivt kassaflöde

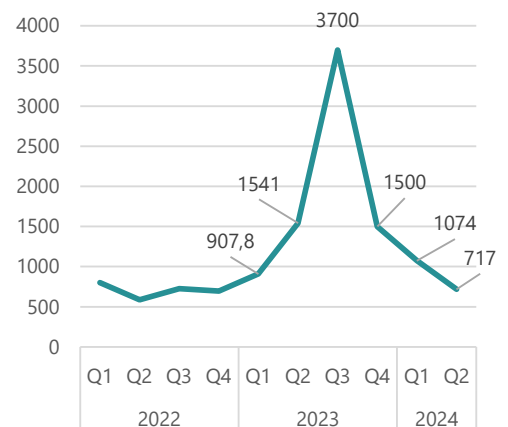
EBITDA (linje, vänster) Kassaflöde från den löpande verksamheten efter förändring av rörelsekapital (stapel, höger). Q1 2023 – Q2 2024.



Källa: Bolaget

Negativ trend inom spelaraktivitet

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



Källa: Bolaget

Positivt är dock att PD3 har letat sig in på topp 100-listan för bästsäljande spel i Sverige på plattformen Steam. Dessutom uppger bolaget att PD3 nådde nya höga aktivitetsnivåer i linje med dem under lanseringen strax efter att tilläggspaketen och Diamond District och Houston Breakout givits ut. Tilläggspaketen har fått ett mer positivt mottagande och det är helt klart ett steg i rätt riktning för intresset kring PD3.

Bolagets ledning är optimistisk och nya uppdateringar väntas under hösten. Dessutom löper avtalet med Microsoft Game Pass ut i september vilket skapar en möjlighet för Starbreeze att konvertera spelare till basspelet.

Tilltagande intresse kan lätta på trycket för aktien

De tidiga datapunkterna efter kvartalet kan vara ett tecken på att utvecklingen går åt rätt håll. Även om det är mycket jobb kvar med att öka intresset och konvertera spelare till PD3 kan det vara så att det värsta är bakom oss.

Efter rapporten justerar vi våra prognoser och förväntar oss ett succesivt starkare H2 med högre försäljningsintäkter och starkare marginaler (se sammanfattande tabell intill).

Aktien har behandlats styvmoderligt under det senaste året. Höga förväntningar fanns inbakade i aktien i samband med lanseringen av PD3. Prognoser har justerats ned och det har tagit tid för marknaden att hitta en ny stadig grund under fötterna. På rapportdagen handlas aktien ned runt 8 procent och börsvärdet har krympt till 428 mkr. Implicit innebär det att marknaden värderar rörelsen till knappt 184 mkr utöver nettokassan på 245 mkr (ink leasing). Det är tydligt att marknaden ifrågasätter möjligheterna hos spelbolaget.

Starbreeze har som bekant ambitionen att lansera flera spel med liknande budget som PD3 under 2026 och 2027. Baserat på våra prognoser bedömer vi att Starbreze efter några utvecklingsintensiva år kan generera runt 300 mkr i ebitdaresultat per år. Att avkastningskrav på 12% och en värdering på 4x rörelseresultatet (i linje med jämförbara bolag) skulle motivera en kurs uppemot 0,4 krono per aktie. Det stöds även av vår kassaflödesmodell (se sammanfattande tabell intill).

Förväntningarna har justerats ned och spelet har löpande förbättrats snart under ett års tid. Ett tilltagande intresse under Q3 och i synnerhet under Q4 skulle mest troligt lätta på trycket för aktien.

Estimatrevideringar

Förändring estimat 2024-2026p.

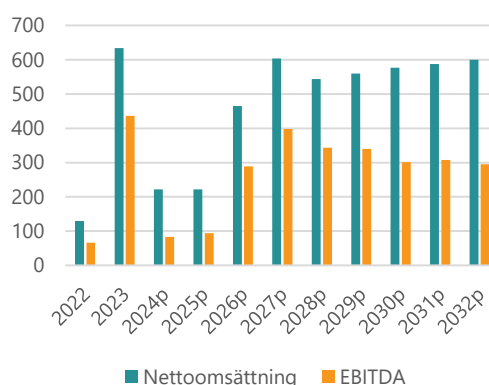
	Ny	2024p	2025p	2026p
Omsättning		203	199	465
Ebitda		86	71	289
Ebit		-123	-15	-68
Nettoresultat		-119	-15	-68

	Gammal	2024p	2025p	2026p
Omsättning		199	207	465
Ebitda		65	80	289
Ebit		-97	1	1
Nettoresultat		-92	1	-31

Källa: Analysguidens prognos

Långsiktig EBITDA ~300 mkr

Nettoomsättning (stapel, grön) EBITDA (stapel, orange) 2022 – 2032p.



Källa: Bolaget

Motiverat värde sätts vid 0,4 kr

Sammanställning av Analysguidens kassaflödesmodell.

WACC	12%
Snitttillväxt 2023-2027	36%
Snitttillväxt 2028-2032	2%
Evig tillväxttakt	2%
Rörelsemarginal snitt 2023-2027	-11%
Rörelsemarginal snitt 2028-2032	36%
Enterprise value, SEKm	341
Nettokassa, ink leasing	-246
Börsvärde, SEKm	587
Antal utestående aktier, milj	1477
Motiverat värde per aktie, SEK	0,4 kr

Källa: Bolaget

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.

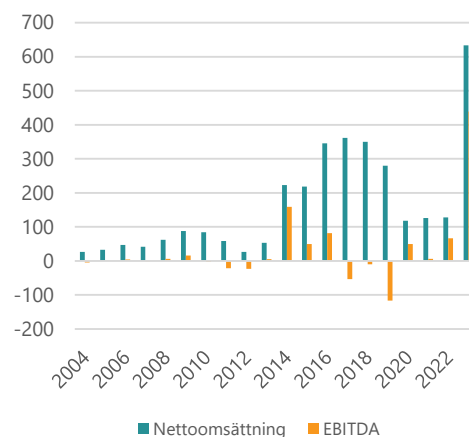
En av Europas första spelutvecklare



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	5,9%
Fjärde AP-fonden	2,8%
Norges Bank	2,4%
Handelsbanken Fonder	2,3%
Nordnet Pensionsförsäkring	2,1%
Swedbank Försäkring	1,8%
Nordnet Livsförsäkring AS	1,0%
SEB Fonder	0,7%
Jon Laurin	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