

PD3-lansering bekräftad

Omsättning & resultat högt över förväntningarna

Starbreeze rapporterade en stark omsättningstillväxt på 36% under Q2, främst drivet av ökad försäljning av PAYDAY 2. Nettoomsättningen uppgick till 43 mkr (32), vilket överträffade våra estimat med drygt 50%. Det i sin tur gjorde att rörelseresultatet på negativa 3 mkr kraftigt översteg våra förväntningar om en rörelseförlust på 17 mkr. Kostnadsposterna isolerat kom in i linje med våra prognoser, bortsett från att vi hade tagit höjd för högre marknadsföringskostnader om 10 mkr, jämfört med utfallet på 7,5 mkr. Analysguiden har räknat med en högre kostnadsbas i syfte att lanseringen av PAYDAY 3 ska bli så framgångsrik som möjligt. Lanseringen av och försäljning från PAYDAY 3 har fortsatt en mycket stor betydelse över utfallet av 2023.

Bekräftad lansering av PD3 & positiva omdömen

I juni tillkännagav Starbreeze att PAYDAY 3 lanseras på alla större plattformar den 21 september i år. Priset ligger runt 40 USD och Starbreeze kommer tillsammans med förläggaren PLAION och Xbox genomföra marknadsföringsaktiviteter inför och efter lansering. I samband med att lanseringsdatumet tillkännagavs bjöd Starbreeze in journalister och "influencers" som fick provspela det nya spelet och omdömena var över lag positiva. Intresset kring spelet är uppenbart och under en vecka i juni erbjöd Starbreeze PAYDAY 2 gratis via Epic Games Store. Kampanjen syftade delvis till att ytterligare lyfta intresset för uppföljaren. Det resulterade i mer än 12 miljoner nya nedladdningar av basspelet och en tydlig ökning av antalet månatliga unika spelare som nådde 1,5 miljoner, vilket är den högsta nivån på över två år. Analysguiden tolkar det som att intresse för PAYDAY 3 är stort och så här långt talar mycket för en framgångsrik lansering.

Exekverar i linje med den långsiktiga strategin

Starbreeze har slutfört en företrädesemission som övertecknades och tillförde 453 mkr före transaktionskostnader. Efter kvartalet påkallade Digital Bros konvertering av konvertibellånet om 215 mkr, till konverteringskursen 1,45 kronor, samt att tillhörande omförhandlingsskuld om 165 mkr har avbetalats. Regleringarna träffar böckerna under Q3 och ger Starbreeze en starkare balansräkning som möjliggör fortsatta investeringar. Ambitionen är att lansera ett nytt spel, med det interna arbetsnamnet BAXTER, tidigast under slutet av 2025 samt öka investeringarna inom tredjepartsförläggning. Efter rapporten gör vi förändringar i våra prognoser samt värdering. Försäljningsprognoserna för 2023 justeras upp med 61% och vi förväntar oss hög initial försäljning där 1,8 och 1,0 miljoner kopior säljs under Q3 respektive Q4. För 2024 och 2025 justeras försäljningsprognoserna ned. Ebitda-resultatet påverkas med 138, -19 och -58 procent för 2023, 2024 och 2025. Förändringarna härleder en nedjustering av vårt motiverade värde till 1,3 kronor (1,4–1,6). Den senaste månaden har aktien stigit ~30% och framstår som rimligt prissatt men en lansering av PAYDAY 3 som överträffar våra förväntningar anses vara nästa tydliga trigger som kan leda till prognosupjusteringar.

Starbreeze

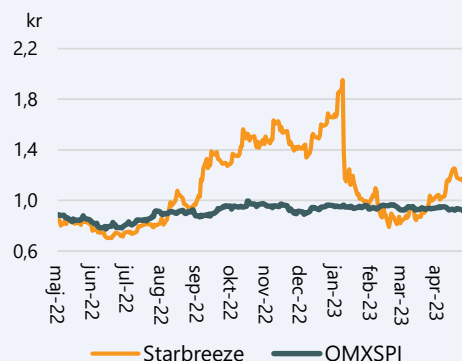
Rapportkommentar – Q2 2023

Datum 21 augusti 2023
Analytiker Oliver Uusitalo

Basfakta

Bransch Spel
Styrelseordförande Torgny Hellström
Vd Tobias Sjögren
Noteringsår 2000
Listning Small Cap Stockholm
Ticker STAR B
Aktiekurs 1,2 kronor
Antal aktier, milj. 1476,7
Börsvärde, mkr 1772
Nettoskuld, mkr -495
Företagsvärde (EV), mkr 1277
Webbplats www.starbreeze.com

Kursutveckling senaste året



Källa: Refinitiv

Prognoser & Nyckeltal, mkr

	2022	2023p	2024p	2025p
Omsättning	128	479	345	303
Ebitda-resultat	66	370	211	123
Rörelseres. (ebit)	7	205	1	19
Resultat f. skatt	-55	218	1	19
Nettoresultat	-66	218	1	19
Vinst per aktie	-0,04 kr	0,15 kr	0,00 kr	0,01 kr
Omsättningstillväxt	2%	276%	-28%	-12%
Ebitda-marginal	52%	77%	61%	41%
Rörelsemarginal	5%	43%	0%	6%
P/e-tal	neg.	8,1	2544	91,9
EV/ebit	190,6	6,2	1833	66,2
EV/ebitda	19,3	3,5	6,1	10,4
EV/omsättning	10,0	2,7	3,7	4,2

Källa: Analysguiden

Investeringstes

Efterlängtda uppföljare med betydande potential

Nu stundar en efterlängtda lansering av uppföljaren till succéspelet PAYDAY 2. Sagda spel sålde över 2 miljoner exemplar 12 månader efter lansering och varumärket har erhållit trogna användare. Tio år efter lanseringen är intresset för PAYDAY 2 fortfarande stort med över 500 000 månatligt unika aktiva spelare. Starbreeze har dessutom varit skickliga på att generera intäkter från intresset och sammantaget uppgår Starbreeze intäkter från PAYDAY 2 till över 1,1 miljarder kronor. Spelsläppet för PAYDAY 3 är bekräftat till 21 september och till skillnad från föregångaren lanseras uppföljaren på PC och konsol samtidigt, vilket gör lanseringsmarknaden dubbelt så stor. Utöver det bygger PAYDAY 3 på Unreals spelmotor, vilket gör att Starbreeze kan leverera tilläggs paket till både PC och konsol. Lägg därtill att Starbreeze även kommer möjliggöra för försäljningen inuti spelet. Analysguiden ser stor potential och en lyckad lansering utgör en trigger.

Erfaret ledningsteam, starka partners och fin ägarlista

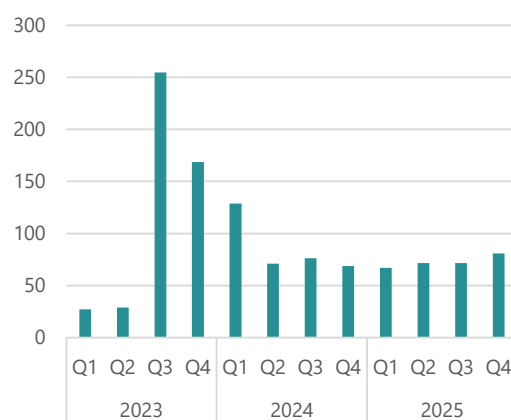
Efter rekonstruktionen under 2019 har ett nytt ledningsteam stått upp och arbetat fram en strategi för fortsatt värdeskapande. I bolagsledningen finner vi en bred samling av kompetenser och mångårig erfarenhet inom spelutveckling. Flera av ledningsmedlemmarna har arbetat på DICE med utveckling av Battlefield-franchiset, vars omfattande framgång validerar den samlade erfarenheten. Därtill har Starbreeze ingått samarbete med den Embracer-ägda spelförläggaren Plaion (tidigare KOCH Media). Plaion är en av Europas största spelförläggare med ett brett distributionsnät och genom samarbetsavtalet investerar bolaget 50 miljoner Euro i utveckling och marknadsföring av PAYDAY 3. Slutligen har Starbreeze en stabil ägarlista med stora institutioner. Insynägandet är dock lågt men vi ser alltjämt positivt på ökade insynsköp samt de långsiktiga kontantbaserade incitamentsprogram kopplat till en framgångsrik lansering av PAYDAY 3.

Nya titlar driver tillväxten från 2026 och framåt

Kortsiktigt hänger mycket på lanseringen av PAYDAY 3. Men ledningen har arbetat fram en långsiktig plan för hållbar tillväxt. 2022 aviserades återstarten av förlagsverksamheten där Starbreeze initialt avser agera förläggare för spelen The Tribe Must Survive samt Roboquest. Spelen förväntas lanseras under 2023. Tidigare erfarenhet som tredjepartsförläggare samt en utnämnd noggrannhet avseende projekt är förtroendeingivande och målsättningen är att lansera 2–3 spel årligen. Den senaste emissionen kombinerat med lanseringen av PAYDAY 3 tillskjuter kapital som möjliggör ökade investeringar i såväl förlagsverksamhet som spelutveckling. Ambitionen är att lansera ett spel baserat på ett licenserat varumärke under 2025 med det interna arbetsnamnet BAXTER, vilket ska baseras på ett välkänt IP och har utvecklingsbudget omkring 500 mkr. Starbreeze har ambitionen att vara både utvecklare och förläggare av spelet. 2027 ska Starbreeze ta ett nytt egenutvecklat spel till marknaden. Analysguidens prognoser bygger på att nya spel kommer utgöra en större del av omsättningen år 2026 och framåt. Att bredda intäktsbasen ger en välbehövad diversifiering och är en viktig del för vår långsiktiga investeringstes.

Tydlig försäljningsökning efter PD 3

Förväntad omsättning per kvartal i miljoner kronor, Q1 2023e – Q4 2025e



Källa: Analysguidens prognoser

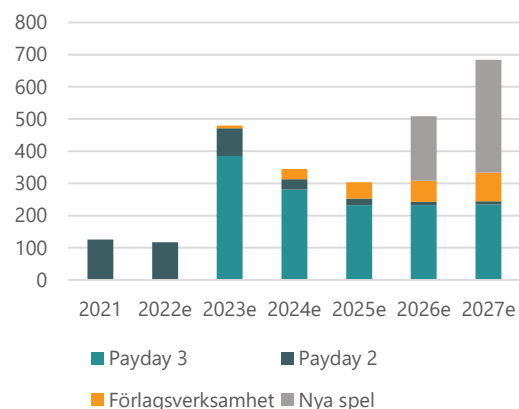
PAYDAY – ett värdefullt IP



Källa: Bolaget

Mer diversierad intäktsbas framåt

Aggregerad omsättning per intäktskälla, mkr. 2021-2027e.



Källa: Analysguiden

Utsikter & prognoser

Positiva engångseffekter i resultaträkningen

Över lag kommer rapporten in bättre än vad vi förväntat oss, främst drivet av en hög försäljning kopplat till PAYDAY 2. Vad som även är anmärkningsvärt i rapporten är att periodens resultat kom in på 24 mkr, vilket är 26 mkr högre än rörelseresultatet. Vad som orsakar avvikelsen är ett positivt finansnetto om 27 mkr. Det förklaras av att Starbreeze undkom en räntebetalning för konvertibellånet om 13 mkr och därmed återför en tidigare bokförd kostnad. Därtill erhöll Starbreeze en rabatt om 15 mkr relaterat till omförhandlingsskulden på 165 mkr. Skulden slutamorterades i juli för 150 mkr. Sammantaget ger det positiva resultateffekter på 28 mkr. Den på kallade konverteringen vid 215 mkr och den reglerade omförhandlingsskulden på 165 mkr innebär att Starbreeze under kvartalet har betalat av 380 mkr i skulder och är numera ett i stort sett skuldfritt bolag. Det bortser från bidrag till spelutveckling om 315 mkr från PLAION, vilket är ett amorteringsfritt lån som kommer avräknas i takt med att PAYDAY 3 lanseras och börjar generera intäkter.

Microsoft med i marknadsföringskampanjer för PD 3

I samband med att Starbreeze aviserade lanseringsdatumet för PAYDAY 3 framgick även att Microsoft, tillsammans med Starbreeze och PLAION, kommer genomföra gemensamma marknadsföringskampanjer för spelet. Därtill kommer spelet finnas tillgängligt på Xbox Games Pass, vilket är ett bibliotek tillhörande Xbox där användare får tillgång till hundratals spel för 100–200 kronor per månad. För detta kommer Microsoft betala ut en engångssumma till Starbreeze. Baserat på tidigare avtal uppskattar Analysguiden att ersättningen kan uppgå till ~50% av utvecklingsbudgeten för PAYDAY 3 och kommer betalas ut vid lanseringstillfället samt efterföljande 12 månader vid uppnådda milstolpar.

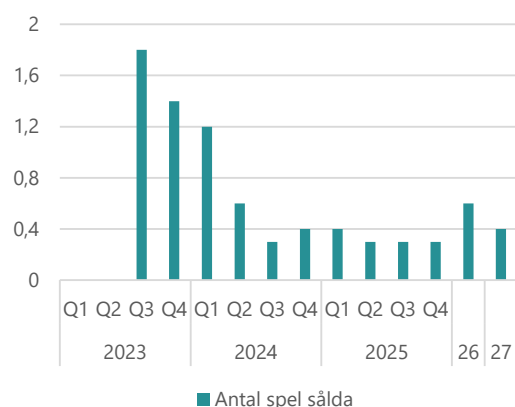
Prognosförändringar efter aviserat lanseringsdatum

Efter rapporten justerar vi våra prognoser nu när Starbreeze kommunicerat att PAYDAY 3 kommer lanseras under slutet av Q3. Det medför att våra försäljningsprognoser för 2023 justeras upp med 61%, eftersom vi förväntar oss ett stort intresse i samband med lanseringen. Vi förväntar oss att 1,8 och 1,0 miljoner kopior säljs i Q3 respektive Q4. Därefter förväntas den kvartalsvisa försäljningen avta. För 2024 och 2025 justeras försäljningsprognoserna ned med 26 respektive 31 procent. 2025 påverkas även av att vi förväntar oss en lansering av ett nytt spel under Q1 2026 snarare än i slutet av 2025. Följaktligen påverkas resultatet under samma tidsperiod och ebitda-resultatet justeras med 138, -19 och -59 procent för 2023, 2024 och 2025. Rörelseresultatet påverkas negativt av dels stora avskrivning för spelutveckling, dels avräkningen av bidragen från PLAION.

Under ett slutet betatest för PAYDAY 3 deltog 882 tusen spelare varpå recensionerna var positiva, vilket talar för god kvalitet. Men för att anta en mer återhållsam ställning har vi justerat ned försäljningsprognoserna och förväntar oss att 7,4 miljoner kopior (10,2) säljs mellan 2023–2027. Förändringen återspeglar nu en mer liknande relation mellan, samt försäljningsutvecklingen för, basspel och tilläggs paket i likhet med PAYDAY 2.

Hög initial försäljning från PD3

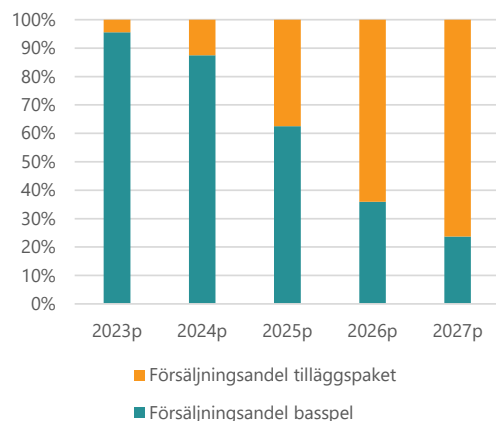
Prognoser för antal sålda kopior för PAYDAY 3 Q1 23-Q4 25 samt helåren 2026–2027.



Källa: Bolaget

Hög försäljning av basspel initialt

Andelen basspel (grön) respektive tilläggs paket (orange) av totala spelintäkter. 2023–2027p.



Källa: Analysguiden

Aktien – rimligt prissatt efter senaste kursuppgången

I tabellen nedan visas en sammanställning av våra justerade prognoser för Starbreeze fram till 2029. Efter prognosjusteringarna är det tydligt att variationen i lönsamhet blir slagig till följd av kommande spellanseringar och efterföljande avskrivningar. Det gör att en multipelvärdering kraftigt påverkas beroende på vilket år vi beaktar. Därmed har vi valt att byta värderingsansats till en kassaflödemodell där variationer mellan år inte blir lika påtagliga. En sammanställning av kassaflödesmodellen presenteras i tabellen intill.

Den senaste företrädesemissionen som övertecknades medförde att aktieantalet ökade till 1 328 miljoner aktier, vilket var högre än vad Analysguiden förväntat. Avvikelsen härleds till för optimistiska antagande rörande teckningskursen som sattes till 0,75 kronor snarar än 1,0–1,1 kronor som vi räknat med. Det kompenseras dock delvis av att vi hade räknat med samma konverteringskurs för Digital Bros, vilken senare sattes vid 1,45 kronor. På förhand räknade Analysguiden med att antalet aktier skulle öka till maximalt 1 404 miljoner, vilket var lägre än utfallet på 1 477 miljoner. Det har dock ingen anmärkningsvärd effekt på vårt motiverade värde.

Efter prognosjusteringar, utspädning och en ny värderingsansats justerar Analysguiden ner motiverat värde till 1,3 kronor (1,4–1,6). Den senaste månaden har aktien stigit ~30% och handlas i dagsläget strax under vårt motiverade värde. Efter kursuppgången framstår aktien som rimligt prissatt och en lyckad lansering av PAYDAY 3 verkar ligga i korten. En lansering som överträffar våra förväntningar framstår som nästa tydliga trigger och kan leda till prognosupjusteringar.

Resultaträkning (Mkr)

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Nettoomsättning	118	126	128	479	345	303	509	683	656	669
OPEX	109	189	140	116	135	180	205	228	238	248
Rörelseresultat (ebit)	11	-54	7	205	0	19	-5	16	155	223
Rörelsemarginal	9%	-43%	5%	43%	0%	6%	-1%	2%	24%	33%
Avskrivningar	39	60	60	165	210	104	309	439	263	198
Ebitda-resultat	50	6	66	370	210	123	304	455	418	421
Ebitda-marginal	42%	5%	52%	77%	61%	41%	60%	67%	64%	63%
Finansnetto	-141	-52	61	-13	0	0	0	1	1	1
Resultat före skatt	-130	-105	-55	218	0	19	-5	15	154	222
Skatt	0	-2	5	0	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat	-130	-104	-66	218	0	19	-5	15	154	222

Källa: Analysguidens prognoser

Motiverat värde sätts vid 1,3 kr

WACC	12%
Snittillväxt 2023-2027	40%
Snittillväxt 2028-2032	2%
Evig tillväxttakt	2%
Rörelsemarginal snitt 2023-2027	10%
Rörelsemarginal snitt 2028-2032	37%
Enterprise value, SEKm	1605
Est. nettokassa (-)	-350
Börsvärde, SEKm	1955
Antal utestående aktier, milj	1477
Motiverat värde per aktie, SEK	1,3 kr

Källa: Analysguidens prognoser

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.

Nu står ytterligare en uppföljare på tur. Bolaget har sedan 2020 kommunicerat att PAYDAY 3 kommer lanseras under 2023 och förväntningarna är högt ställda. Spelet lanseras i samarbete med Plaion, en av Europas största spelförläggare med ett brett distributionsnät. Genom samarbetsavtalet är spelet fullt finansierat och det planerade investeringarna uppgår sammanlagt till 500 miljoner kronor fram till 18 månader efter lansering.

Ambitionen är att bredda intäktströmmarna på sikt

Bortsett från den kommande lanseringen av PAYDAY 3 har ledningen även kommunicerat en "road map" för att generera tillväxt från nuvarande nivåer. Idag är PAYDAY 2 Starbreeze enda intäktskälla, vilket gör att bolaget är beroende av att kommande uppföljare.

Långsiktigt är ambitionen att bredda IP-portföljen samt utöka förlagsverksamheten. Dessutom möjliggör även välkända IP:n för transmediala partnerskap. Starbreeze avser att inte bara utveckla spel baserat på PAYDAY, utan även ingå partnerskap för att lansera exempelvis, TV-serier eller handelsvaror.

På längre sikt, 2025 och framåt, är målsättningen att ha en välutvecklad förlagsverksamhet så bolaget har möjlighet att ge ut sina spel i egen regi och därmed kontrollera en större del av värdekedjan. PAYDAY 3 kommer fortsatt vara under utveckling och nya tilläggs paket kommer att lanseras för att upprätthålla en god intäktsgenerering. Utöver det har Starbreeze avsikten att ha flera spel ute på marknaden och således ha en tätare lanseringsplan. Det i sin tur skapar ett jämnare intäktsslöde och minskar risken för varje enskilt spelsläpp.

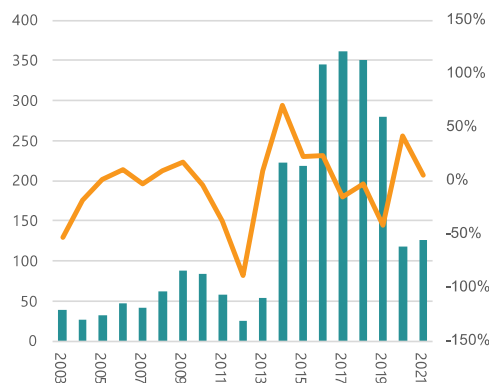
En av Europas första spelutvecklare



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	29,2%
Första AP-fonden	9,1%
Avanza Pension	6,8%
Swedbank Robur Fonder	6,7%
Nordnet Pensionsförsäkring	3,3%
Fjärde AP-fonden	2,8%
Deka Investments	0,9%
Nordnet Livsförsäkring AS	0,8%
SEB Fonder	0,5%
Handelsbanken Fonder	0,5%
Summa 10 största ägare	61%

Källa: Holdings

Risker

Spelsläpp tenderar att ge binära utfall

Den mest aktuella och betydelsefulla risken finner vi kopplat till lanseringen av PAYDAY 3. 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. Med enbart ett spel i pipelinen är lanseringsrisken påtaglig. Analysguiden bedömer dock att bolagets affärsmodell mildrar risken. 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 härleds 20% av intäkterna till nya spelare.

Ny tillväxtresa kräver bättre riskhantering

Vid en lyckad lansering av PAYDAY 3 har ledningen utlovat offensiva tillväxtambitioner i form av ytterligare spellanseringar samt satsningar inom förlagsverksamhet. Vi ser positivt på ambitionen att bredda intäcksströmmarna och ser det som nödvändigt för bolagets fortlevnad. Men det kommer kräva ökade investeringar för att växa organisationen vilket i sin tur gör att bolagets totala kostnader kommer öka. 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.

Normaliserad dollarkurs kan tynga intäkterna

Under det senaste kvartalet har Starbreeze levererat positiv tillväxt, men en stark intäktsdrivare har varit valutamedvind. Analysguiden lyfter därmed varningens finger för den valutarelaterade risken som eventuellt kan hämma intäcksutvecklingen. På rullande 12 månader har växelkursen USD/SEK stigit, vilket har gynnat Starbreeze eftersom deras spel främst säljs i dollar. I skrivande stund står växelkursen omkring 11 kronor vilket ur ett historiskt perspektiv för ses som höga nivåer. Fastän valutaeffekter över tid är ett nollsummespel skulle en normaliserad växelkurs ha en kortsiktigt negativ effekt på intäkterna. I våra prognoser har vi tagit viss höjd för en fallande dollar och räknat med en växelkurs på 10 kronor per dollar.

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