

Preliminära Q1-siffror & kraftig kapitalinjektion

Tar in tillväxtkapital & stärker balansräkningen

Den 28:e april kommunicerade Starbreeze avsikten att ta in högst 450 mkr genom en nyemission. Det externa kapitalet ska i första hand användas för att stärka bolagets snäva finansiella ställning genom att reglera omförhandlingsavgiften om 150 mkr till storägaren Digital Bros. Återstående del kommer därefter användas för att accelerera tillväxttakten och diversifiera intäktbasen genom investeringar i spelutveckling samt tredjepartsförläggning. Emissionen är garanterad till ~56% av bolagets befintliga ägare, däribland Digital Bros samt Första & Fjärde AP-fonden. Emissionsvillkoren är än inte kommunicerade och teckningskursen, tillsammans med andra storheter som ökningen av antalet aktier, förväntas offentliggöras omkring den 23:e maj. Teckningsperioden är däremot fastslagen mellan den 1 juni till och med den 15 juni 2023.

Lånet blir till aktier & balansräkningen är skuldfri

Dessutom har storägaren Digital Bros åtagit sig att konvertera sitt konvertibla lån på 215 miljoner kronor till B-aktier. Konverteringskursen är tidigare fastställd till 1,64 kronor, vilket kommer resultera i en utspädningseffekt strax under 20%. Analysguiden bedömer dock det som uppmuntrande nyheter, eftersom det innebär att balansräkningen i stort sett kommer vara skuldfri. Konverteringen är dessutom helt enig med Analysguidens huvudscenario. I samband med aviseringen om kapitalinjektionen offentliggjorde Starbreeze även preliminära siffror för Q1-2023. Nettoomsättningen och EBITDA-resultatet uppgick till 26,7 mkr (23,5) respektive 4,1 mkr (4,6). Såväl omsättningen som resultatet var dessvärre lägre än våra prognoser. Vid utgången av kvartalet uppgick bolagets likvida medel till 78 mkr.

Kraftigt negativ kursreaktion men långsiktigt positivt

Marknadens initiala reaktion var klart negativ och kursen föll över 20% under öppningen på fredagsmorgonen. Sannolikt kommer utspädningseffekten bli klart kännbar men på längre sikt bedömer Analysguiden att emissionen är en positiv nyhet. Vi har tidigare påpekat att den smala intäktbasen och svaga balansräkningen utgör överhängande risker. Genom att stärka balansräkningen och intensifiera satsningar för att bredda intäktbasen ser riskprofilen mer lovande ut. Att aktien dessutom stigit >100% sedan vår initieringsanalys (publicerad 12:e december) ger Starbreeze bättre förutsättningar för att ta in pengar till gynnsammare villkor och således minska utspädningseffekten bland befintliga ägare. Kapitalet kan dessutom utgöra en form av "krockkudde" ifall lanseringen av PAYDAY 3 inte lever upp till förväntningarna. Ledningen har då på förhand tagit in nödvändigt kapital när aktiekursen står på höga nivåer.

Analysguiden återkommer med prognosjusteringar och en mer detaljerad helhetsbedömning efter Q1-rapporten som presenteras 8:e maj.

Starbreeze

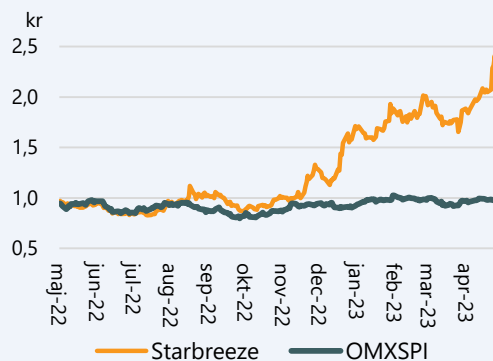
Kommentar

Datum 2 maj 2023
Analytiker Oliver Uusitalo

Basfakta

Bransch Spel
Styrelseordförande Torgny Hellström
Vd Tobias Sjögren
Noteringsår 2000
Listning Small Cap Stockholm
Ticker STAR B
Aktiekurs 1,6 kronor
Antal aktier, milj. 724,6
Börsvärde, mkr 1225
Nettoskuld, mkr 278
Företagsvärde (EV), mkr 1503
Webbplats www.starbreeze.com

Kursutveckling senaste året



Källa: Refinitiv

Investeringsstes

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 till över 1,1 miljarder kronor. Sedan 2020 har ledningen kommunicerat att en uppföljare förväntas lanseras under 2023. Utöver det vet vi inte mycket, men de väsentliga skillnaderna från föregångaren är att PAYDAY 3 lanseras på PC och konsol samtidigt. Det gör lanseringsmarknaden dubbelt så stor. Utöver det kommer PAYDAY 3 utvecklas 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 vilket ytterligare ökar potentialen för intäkts generering. Sammantaget ser vi stor potential i lanseringen av PAYDAY 3 och en lyckad lansering kan utgöra en trigger för aktien.

Erfaret ledningsteam, starka partners och fin ägarlista

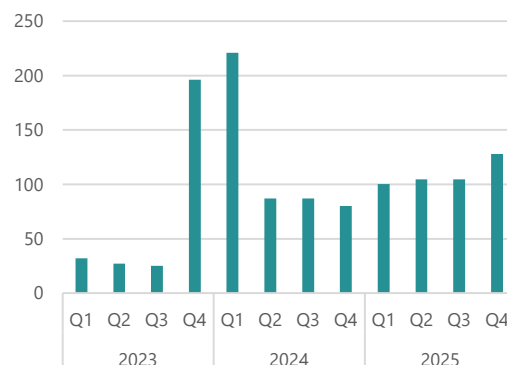
Efter rekonstruktionen under 2019 har ett nytt ledningsteam städad upp och arbetat fram en strategi för fortsatt värdeskapande. I bolagsledningen finner vi en bred samling av kompetenser och en mångårig erfarenhet inom spelutveckling. Flera av ledningsmedlemmarna har arbetat på DICE med utveckling av Battlefield-franchiset, vars omfattande framgång kan validera den samlade erfarenheten i ledningsgruppen. 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 den senaste tidens ökade insynsköp samt bolaget långsiktiga kontantbaserade incitamentsprogram kopplat till en framgångsrik lansering av PAYDAY 3.

Nya titlar driver tillväxten från 2025 och framåt

Kortsiktigt hänger mycket på lanseringen av PAYDAY 3. Men nya ledningen har arbetat fram en långsiktig plan för fortsatt värdeskapande. Under Q4 2022 aviserade bolaget om återstarten av förlagsverksamheten. Starbreeze har en god erfarenhet som tredjepartsförläggare, vilket är förtroendeingivande. Därtill skulle en lyckad lansering av PAYDAY 3 göra Starbreeze kassaflödespositivt och generera resurser för utveckling av nya speltitlar. Informationen rörande nya spel är dock begränsad, vilket ökar osäkerheten. Ambitionen är att lansera ett spel baserat på ett licenserat varumärke under 2025. 2027 ska Starbreeze att ta ett nytt egenutvecklat spel till marknaden. Analysguidens prognoser bygger på att nya spel kommer utgöra en större del av omsättningen år 2027 och framåt. Att bredda spelportföljen och addera tredjepartsförläggning är en viktig del i vårt långsiktiga investeringscase och det skulle dessutom ge Starbreeze en välbehövlig diversifiering av intäktsbasen.

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

Analysguiden summerar

Tre plus

- Kommande lansering med betydande potential
- Kompetent ledning med relevant erfarenhet
- Lyckosam lansering borgar för höga vinster

Tre minus

- Spellansering är förknippat med hög risk
- Beroende av PD3s marknadsmottagande
- Svag finansiell situation

Källa: Analysguiden

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.

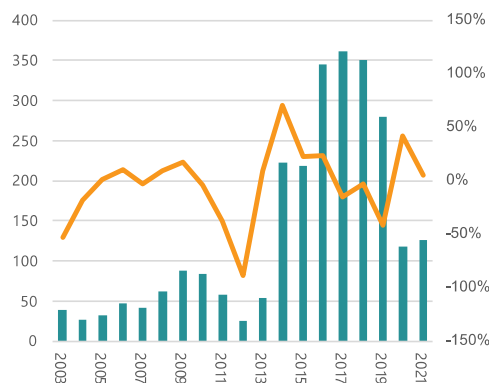
En av Europas första spelutvecklare



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

Swedbank Robur Fonder	14,8%
Digital Bros	12,0%
Första AP-fonden	10,2%
Avanza Pension	6,4%
Fjärde AP-fonden	3,1%
Nordnet Pensionsförsäkring	2,1%
Deka Investments	1,0%
Swedbank Försäkring	0,9%
Nordnet Livsförsäkring AS	0,6%
Bengt Göran Westman	0,6%
Summa 10 största aktieägarna	51,6%

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 tilläggs paket 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.

Misslyckad lansering kan bli svår att hantera

En mindre lyckad lansering av PAYDAY 3 innebär en betydande mängd uteblivna intäkter. Givet bolagets befintliga kassa runt 80 mkr skulle det försätta bolaget i en trång finansiell sits. I ett sådant scenario är det troligt att bolaget behöver vända sig utåt mot extern finansiering, troligt genom en nyemission vilket skulle innebära en betydande utspädning. Den aviserade nye

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 intäktsströmmarna 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 lyfter man på huvan noterar vi att den primära intäktsdrivaren har varit valutamedvind. Analysguiden lyfter därmed varningens finger för den valutarelaterade risken som eventuellt kan hämma intäktsutvecklingen. 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 10,5 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.

Huvudscenariot bygger på osäkra prognoser

Analysguiden bedömer att riskprofilen hos Starbreeze är hög. I ett scenario där våra prognoser inte spelar ut sig, kan vårt huvudscenario visa sig väl optimistiskt.

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