

Högintressant H2 väntar

Kraftig förvärvsdriven tillväxt under kvartalet

Nettoomsättningen i Q2 uppgick till 19,1 mkr (8,1), motsvarande en tillväxt på 136% i årstakt drivet av de förvärvade bolagen Nukklear och Funatics som bidrog med 12,5 mkr. Rörelseförlusten fortsätter minska och kom in på 3,4 mkr (4,1) där förvärvade bolag bidrog med 2,8 mkr i rörelseresultat under perioden. Resultatförbättringen förklaras av en god kostnadskontroll kombinerat med ökade intäkter från förvärvade bolag. Efter kvartalet erhöll dotterbolaget gameXcite 1,2 meur i finansiering från det tyska bidragsprogrammet, BMVI, avseende utvecklingen för Galactic Journeys. Spelet har en budget om 26,7 mkr, där hälften betalas av förläggaren Daedalic och hälften från BMVI. Projektet är Jumpgates största och i samband med att bidraget godkändes kan bolaget starta storskalig produktion av spelet. Lejon delen av utvecklingsbudgeten kommer betalas ut från Q3 2023 i samband med uppnådda milstolpar fram till lansering. Därefter fördelas spelintäkterna, vilket ger Jumpgate en betydande uppsida.

Tyskt förvärv adderar kompetens till spelkoncernen

Jumpgate förvärvade den tyska spelutvecklaren Nukklear för 6,5 meur, vilket dels finansieras kontant, dels genom en nyemission. Nukklear är ett lönsamt bolag som vid förvärvstillfället hade 5,15 meur i kontrakterade intäkter för 2023. Den erfaren spelutvecklaren har en lång erfarenhet och är skickliga inom utveckling av multiplayer-spel. Det adderar värdefull och högt efterfrågad kompetens till koncernen. Idag lutar Nukklear mycket på sitt samarbetsavtal där de stödjer Funcom i deras del av utvecklingen av ett AAA-spel baserat på varumärket Dune. Långsiktigt är ambitionen dock att vidareutveckla dotterbolaget och ta sig an fler likartade projekt. I samband med förvärvet guidade ledningen att den nya koncernen kommer omsätta mellan ~100–130 mkr med ett rörelseresultat mellan ~10–20 mkr för 2023. Beaktat orderboken för Nukklear samt tidigare prognoser för Jumpgate framstår guidningen rimlig.

Hög risk kortsiktigt men långsiktig potential

Framåt är utsikterna något svårbedömda eftersom förvärven utgör majoriteten av den nya koncernen. Därtill har skuldsättningen ökat och summeras till 65 mkr, dock inkluderat 21 mkr i betalningar i form av eget kapital vilket inte är kassaflödespåverkande. Dessutom utgörs en betydande del av förväntade framtida betalningar av tilläggsköpskillningar. I kvartalsrapporten skriver bolaget även att lönsamhet nu är i fokus och framåt ska skuldsättningen minska. Bolaget uppger redovisa positivt rörelseresultat under juli månad och framåt förväntas resultatet gradvis förbättras. Sammantaget är förvärven intressanta och den adderade kompetensen gör Jumpgate till en attraktiva partner för utvecklingsuppdrag. Framåtblickande framstår Jumpgate som en större aktör med klart förbättrad lönsamhet. Vår kassaflödesmodell indikerar ett motiverat värde vid 0,4 kronor. Men risken förefaller hög tills dess att den nya koncernstrukturen har bevisat sig, lönsamheten tilltagit och skuldsättningen minskat.

Jumpgate

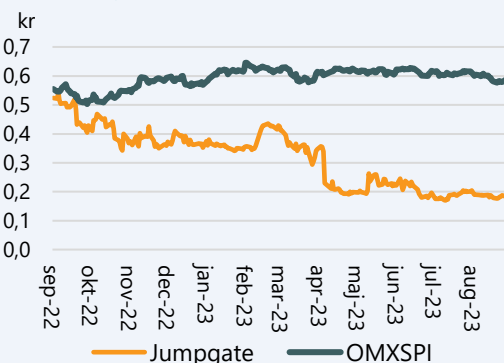
Rapportkommentar Q2 - 2023

Datum 11 september 2023
Analytiker Oliver Uusitalo

Basfakta

Bransch	Spel
Styrelseordförande	Viktor Modigh
Vd	Harald Riegler
Noteringsår	2016
Listning	NGM Nordic SME
Ticker	GATE
Aktiekurs	0,17 kronor
Antal aktier, milj.	472,6
Börsvärde, mkr	80
Nettoskuld, mkr	-7,4
Företagsvärde (EV), mkr	87,4
Webbplats	www.jumpgategames.se

Kursutveckling senaste året



Källa: Refinitiv

Prognoser & Nyckeltal, mkr

	2022	2023p	2024p	2025p
Omsättning	28	96	122	140
Ebitda-resultat	-9	16	38	44
Rörelseresultat	-24	7	28	34
Nettoresultat	-30	-4	18	26
Vinst per aktie	-0,06 kr	-0,01 kr	0,04 kr	0,05 kr
Omsättningsstillväxt	38%	247%	27%	15%
Ebitda-marginal	-22%	14%	29%	29%
Rörelsemarginal	-61%	6%	21%	23%
P/e-tal	neg	neg	4,6	3,3
EV/ebit	neg	11,6	2,7	2,3
EV/ebitda	neg	4,9	2,0	1,8
EV/omsättning	2,8	0,8	0,6	0,6

Källa: Bolaget, Analysguiden

Investeringstes

Konsolidering av förvärv & fokus på organisk tillväxt

Förvärv har varit en väsentlig del av Jumpgates tillväxtstrategi. 2020 förvärvades Tivola Games, en internationell förläggare och utvecklare med en bred IP-portfölj, för 20 mkr och under de sju första månaderna bidrog Tivola med ~10 mkr i omsättning till koncernen. Därefter köptes den tyska spelstudion Funatics, som adderade erfarenhet och kompetens, för 0,6 meur. Prislappen kan ställas mot en omsättning om 0,4 meur 2022. Nu senast tillträdde Nukklear koncernen. Även det genomfördes mot attraktiva multiplar om 1,1x budgeterad försäljning för 2023. Ledningen har sökt erfarna utvecklingsteam och spel med stabila kassaflöden och organisk tillväxtpotential. Förvärvshistoriken är kort men det är betryggande att prislapparna hållits nere. Framåt är förväntningarna att ledningen kan dra nytta av den adderade kompetensen och bli en alltmer attraktiv partner för utvecklingsarbeten. Genom att säkra upp tredjepartsfinansierade nya spelprojekt skapas förutsättningar för fortsatt tillväxt genom expansion av befintliga utvecklingsteam till reducerad risk. I det rådande marknadsklimatet finns även möjlighet att addera nya team till redan finansierade projekt, utan behov av kostsamma förvärv.

Erfaren ledning med brett kontaktnät

En stor styrka är Jumpgates meriterade ledning och styrelse. Vd sedan 2021 är Harald Riegler, med lång bakgrund som spelentreprenör. Riegler har tidigare framgångsrikt grundat och lett bolag som Sproing Interactive, Neopica samt Purple Lamp Studios. Det sistnämnda såldes till Embracer i november 2020. Utöver Riegler finns numer erfarna Florian Bohn med bakgrund som bland annat vd för Travian Games i ledningsgruppen. I styrelsen finns omfattande erfarenhet från spelbolag som Paradox Interactive och King Digital samt spelinvesteraren Nordisk Games (Egmont). Det skapar en förtroendeingivande ledning med god kunskap inom spelbranschen. Därtill finns även ett brett nätverk som kan användas för att hitta nya samarbetspartners. Slutligen noteras även ett insynägnande som sammanlagt överstiger 25% av kapitalet.

Spännande pipeline & kliv mot PC-/konsolspel

De senaste åren har intäkterna från den egna spelportföljen stått och stampat. Nu vittnar en spännande lanseringsplan om att trenden kan vända. De senaste spelsläppen har mottagits bra av marknaden, vilket är en positiv indikation som bekräftar bolagets förmåga att utveckla spel. Nu stundar intressanta projekt däribland Asterix Heroes som lanseras på konsol under 2023. Dessutom finns en ambition att flytta fokus från att utveckla mobilspel mot spel för konsol och PC. Bland annat lanseras spel för nya plattformar under 2023 och 2024 och i samarbetsavtalet med Daedalic avser parterna lansera ett stort konsolspel under 2024. Senaste tidens förvärv signalerar även strategiska kliv mot att öka kompetensen och kapaciteten för att möjliggöra utvecklingen av just större spelprojekt för konsol och PC. Mobilspelsmarknaden är hårt konkurrensutsatt och andelen mobilspel som blir en kommersiell framgång är försvinnande liten. Vi är positiva till diversifieringen bort från mobilspelsmarknaden och bedömer att det möjliggör för högre marginaler på sikt.

Samlar kompetens inom koncernen

Bild över dotterbolag som ingår i koncernen.



Källa: Analysguidens prognoser, bolaget

Högt ägande bland insynspersoner

Ägarandel i % av kapital bland personer inom Jumpgates styrelse & ledning, Q2 2023.

Namn	Befattning	Ägarandel
Viktor Modigh & Marcus Jacobs (via gemensamt bolag)		5,1%
Andras Vajlok	Styrelseledamot	4,3%
Kirk Lenke	Studiochef Nukklear	4,3%
Harald Riegler	VD / Styrelseledamot	2,1%
Marcus Jacobs	Styrelseledamot	2,1%
Thomas Friedmann	Studioledning Funatics	1,4%
Thomas Häuser	Studioledning Funatics	1,4%
Thorsten Kneisel	Studioledning Funatics	1,4%
Viktor Modigh	Styrelseordförande	0,9%
Patrick Streppel	CPO / Studiochef	0,7%
Florian Bohn	COO / CFO	0,6%
Martin Ekdal	Styrelseledamot	0,4%
Don Geyer	CBDO	0,1%
Håkan Mattson	CTO	0,1%
Oliver Ortlepp	Studiochef Tivola	0,1%
Nora Kluzny	Studiochef Tivola	0,0%
Alexander Nikolic	Finanskonsult	0,0%
Summa insynägnande:		25%

Källa: Bolaget

Kommande spellanseringar 2023

Tabell över planerade spellanseringar under 2023.

Titel:	Bolag:
Horse Village	Tivola Games
Animal Hospital	Tivola Games & NACON
Asterix & Obelix: Heroes	gamXcite & NACON
Nytt Wildshade-baserat spel	Tivola Games
Wildshade: Unicorn Champions	Tivola Games & NACON

Källa: Analysguidens prognoser, bolaget

Utsikter & värdering

Spännande förvärv som lyfter spelkoncernen

Nukklear är ett bra tillskott till koncernen som bidrar med ny kompetens inom utveckling av multi-player spel samt erfarenhet inom storskalig spelutveckling på konsol. Nukklear stödjer dessutom utvecklingen av ett AAA-spel, varför förvärvet ligger i linje med ledningens ambition att öka fokus mot storskalig spelutveckling på konsol.

Nukklears målsättning är att nå en omsättning om 5–6 meur, med en rörelsevinst på 1,5–2,0 meur och i samband med förvärvet guidade Jumpgate att den nya koncernen förväntas omsätta mellan 9–11 meur under 2023 med ett rörelseresultat mellan 1,0–1,5 meur. Ledningens guidning ter sig rimlig. Med nuvarande omsättning från den egna spelportföljen samt redan ingångna utvecklingsuppdrag är möjligheterna goda att leverera på den kommunicerade guidningen. Vi är dock något mer återhållsamma i prognosmakandet och lägger oss precis under ledningens guidning för både omsättning och resultat.

Överdriven värderingsrabatt skapar uppsida i aktien

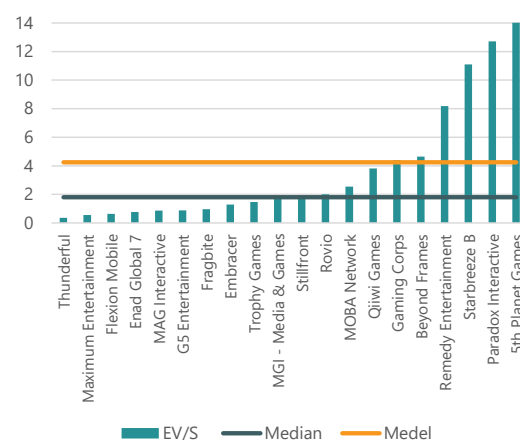
Efter rapporten gör vi vissa prognosjusteringar och ökar försäljningsprognoserna för hela prognosperioden (se tabellen till höger). Justeringen görs för att återspegla de förvärvade verksamheterna. Vi förväntar oss ett kraftigt resultatlyft framåt baserat på att Jumpgate har nått en lämplig storlek på organisationen och förväntas vinna större utvecklingsprojekt framåt, vilket ger skalfördelar som estimeras lyfta resultatet. Om bolaget levererar på sina tillväxtambitioner, vinner ett antal större orders och befäster en stabil position på marknaden för spelutveckling, bedömer Analysguiden att Jumpgate på lite längre sikt omsätter mellan 150–200 mkr per år till en rörelsemarginal kring 25%. Med låga investeringsbehov kan det generera runt 50 mkr i fritt kassaflöde per år. Analysguiden kassaflödesmodell (sammanfattas i tabellen nedan) indikerar ett motiverat värde vid 0,4 kronor.

Sett till jämförbara bolag handlas dessa inom ett brett intervall. I genomsnitt värderas spelbolagen till en Ev/sales multipel strax över 4x på rullande 12 månader. Det är högt och förvrids av några uppstickare som belönats med höga multiplar. Rensat för extremfallen faller genomsnittsvärderingen till 2,2x, vilket ligger i linje med medianvärderingen på 1,8x. Mot våra prognoser för nästa års nettoomsättning och en försäljningsmultipel i linje med marknaden, torde Jumpgate värderas inom intervallet ~200–240 mkr. Det får dagens börsvärde runt 85 mkr att framstå som klart blygsamt.

Dagens aktiekurs runt ~0,18 kronor kan tolkas som att marknaden åsätter en högre riskpremie på spelkoncernen. Inte orimligt med tanke på osäkerheten kopplat till förvärven samt att skuldsättningen har ökat. Dock är 21 mkr inte kassaflödespåverakande då det ska regleras genom eget kapital. Övriga 44 mkr består av 21 mkr i räntebärande skulder och resterande är tilläggsköpeskillningar kopplat till förvärven, vilka löper över flera år. Sammantaget är balansräkningen ansträngd men inte alarmerande. Marknadens oro framstår som överdriven och i takt med att Jumpgate kommunicerar nya utvecklingsuppdrag och presenterar nya kvartalsrapporter med förbättrad lönsamhet och minskad skuldsättning, bedömer Analysguiden att värderingsgapet bör minska.

Spretig värdering bland spelbolagen

Ev/Sales R12 (grön, stapel), medianvärdering (orange. Linje), genomsnittsvärdering (mörkgrön, linje).



Källa: Borsdata

Analysguidens prognoser 2023–25

I miljoner kronor.

	2022	2023p	2024p	2025p
Omsättning	28	96	122	140
Ebitda-resultat	-9	16	38	44
Rörelseresultat	-24	7	28	34
Nettoresultat	-30	-4	18	26
Vinst per aktie	-0,06 kr	-0,01 kr	0,04 kr	0,05 kr
Omsättningsstillväxt	38%	247%	27%	15%
Ebitda-marginal	-22%	14%	29%	29%
Rörelsemarginal	-61%	6%	21%	23%
P/e-tal	neg	neg	5	3
EV/ebit	neg	12	3	2
EV/ebitda	neg	5	2	2
EV/omsättning	3,0	0,9	0,7	0,6

Källa: Analysguidens prognoser

DCF-modell indikerar uppsida

Analysguidens huvudscenariopå 12 månaders sikt.

Snittillväxt 2023-2027	16%
Snittillväxt 2028-2032	4%
Långsiktig ebit-marginal	26%
Evig tillväxttakt	2%
Avkastningskrav	13%
Enterprise value, SEKm	159
Nettoskuld	-7
Börsvärde, SEKm	166
Antal utestående aktier, milj	472,6
Motiverat värde per aktie, SEK	0,4 kr

Källa: Analysguidens prognoser

Om Jumpgate

Svensk spelstudio med internationellt fäste

Jumpgate, tidigare Three Gates, är en spelkoncern bestående av den Visbybaserade spelstudion TableFlip Entertainment, Tivola Games och gameXcite från Hamburg samt de nyligen förvärvade enheterna Funatics och Nukklear. Bolaget grundades år 2011 och börsnoterades i september 2016 på NGM Nordic MTF. Koncernen producerar egna spel samt utvecklar spel och andra digitala produkter på uppdrag av externa företag. Bolaget verkar internationellt och distribuerar sina spel globalt. Jumpgate har en bred IP-portfölj samt etablerade samarbeten med ett antal starka industripartners, däribland NACON och Daedalic. År 2020 förvärvades spelutvecklaren och förläggare Tivola Games, vilket blev starten på en förvärvsresa som därefter har lyft omsättningen över 20% i genomsnitt per år.

Breda kompetenser & stor branscherfarenhet

En stor styrka i bolaget är den meriterade ledningen och styrelsen. Vd sedan 2021 är Harald Riegler, med lång bakgrund som spelentreprenör. Harald grundade och ledde Sproing Interactive under många år till att bli Österrikes största spelstudio. Han var senare medgrundare till den belgiska spelstudion Neopica, som såldes till NACON i oktober 2020, och grundare och vd för österrikiska Purple Lamp Studios, som såldes till Embracer i november 2020. Inom styrelsen återfinns kompetens inom allt från finansiering till produktutveckling och erfarenhet från bland annat den svenska spelframgången Paradox Interactive genom bolagets tidigare finanschef och numera styrelseledamot Andras Vajlok. Styrelsen innehåller bland annat Marcus Jacobs, en välmeriterad industriveteran och investerare. Han har tidigare, 2012–2019, ingått i exekutiva ledningsgruppen på King Digital och var bland annat ansvarig för Candy Crush-studion och var med om hela den explosiva tillväxtresan som avslutades med ett uppköp från ActivisionBlizzard för 6 miljarder USD år 2016.

Stor IP-portfölj med lyckade lanseringar i bagaget

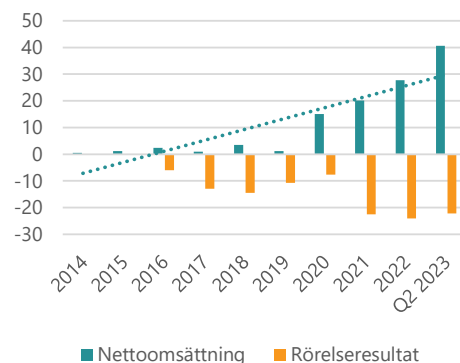
Antalet spel i portföljen överstiger 30 och sammantaget har spelen laddats ned över 133 miljoner gånger. Spelstudiorna i gruppen har en mängd spelsläpp i bagaget, där noterbara titlar är My Animal Hospital, Asterix & Friends, Horse World Show Jumping och nu senast Wildshade, vilket sex månader efter lansering nådde över 1 miljon nedladdningar och har erhållit goda recensioner från spelarna.

Förvärv har varit en viktig del i tillväxten

Tillväxten i bolaget kan tillskrivas epitetet förvärvad. I början av 2020 genomfördes förvärvet av Tivola Games, vilka har en etablerad spelportfölj med totalt över 125 miljoner nedladdningar. Förvärvet av gameXcite möjliggjorde för fler lanseringar baserat på det välkända Asterix IPT och TableFlip kan med sin närhet till Uppsala universitet möjliggöra för god kompetensrekrytering. Slutligen förvärvades de tyska spelstudiorna Funatics och Nukklear. Förvärven bidrar med god kompetens inom spelbranschen och i synnerhet för utveckling av större projekt. Framåt förväntar vi oss konsolidering av genomförda förvärv och ökat fokus på organisk tillväxt.

God förvärvsdriven tillväxt

Omsättning mkr (grön, stapel), rörelseresultat mkr (orange, stapel). 2014-Q1 2023.



10 största aktieägarna, % av kapital

Avanza Pension	9,6%
Clearstream Banking S.A	6,5%
Infundo AB	5,1%
Andras Vajlok	4,3%
Kirk Lenke	4,3%
Jimmy Jönsson	3,6%
F1 Funds As	3,2%
Nordnet Livsforsikring AS	3,0%
Stefan Wennergren	2,7%
Minotaurus Energi AS	2,3%
Summa 10 största ägarna	45%

Källa: Bolaget

Ett axplock av Jumpgate-titlar

Bolaget har publicerat flertalet populära titlar däribland Wildshade, Asterix & Friends (i bild) och Busters journey (i bild).



Källa: Bolaget

Risker

Binära utfall vid spellansering skapar osäkerhet

En spellansering är svårprognostiserad materia och det är aldrig säkert hur utfallet av en enskild lansering kommer bli. En lyckad lansering innebär skalbara intäkter under en period och vice versa står bolaget inför stora nedskrivningar med negativ resultatpåverkan om lanseringen inte blir en kommersiell framgång. Jumpgate har idag en portfölj på över 30 spel men lejon delen av intäkterna kommer från ett mindre antal väl presterande spel. Bolaget tar dock ett antal åtgärder för att minska risken, däribland genom en bred lanseringspipeline, vilket skapar fler chanser för ett kommersiellt genombrott.

Evigt föränderlig marknad med hård konkurrens

Spelbranschen kännetecknas av snabba förändringar i konsumentbeteenden och efterfrågan. Det spel som ena dagen är bäst presterande och hög-lönsamt kan andra dagen vara en fluga. Detta ställer stora krav på spelutveckling och att bolaget alltid måste vara snabbbrörliga och "ha örat mot rälsen" för att se vart efterfrågan finns. Detta innebär en föränderlig marknad som kräver stora investeringar i spelutveckling för att kunna leverera mot efterfrågan. Dessutom är det en mycket tuff konkurrens på marknaden. Idag kan majoriteten av intäkterna från den totala spelmarknaden härledas från mobilspel. Mobilspelsmarknaden är oerhört tuff och det är en försvinnande liten andel spel som blir kommersiellt lönsamma. För Jumpgates del vitnar dock det senaste kvartalets strategiska initiativ, vilka inkluderar omporteringar där mobilspel omlanseras på konsol samt senaste förvärvet av Nuklear, om en ambition att förflytta sig mot den mer lönsamma marknaden för PC- & konsolspel.

Beroende av enstaka aktörer

Jumpgate är fortfarande ett litet bolag vilket kan skapa ett beroende av enskilda nyckelpersoner med kunskap och erfarenheter inom branschen, spelutveckling eller ett brett kontaktnät. Försvinner nyckelkompetenser ur verktygslådan kan det ha negativa konsekvenser på utvecklingen. Bolaget är också ofta beroende av underleverantörer för distribution av spel, mest noterbart exempelvis Appstore för iPhoneanvändare. Stiger plattformsavgiften gentemot spelleverantörer får det negativ effekt på lönsamheten.

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.

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

Ansvariga analytiker:

Oliver Uusitalo