

Spelarintresset är nyckeln

Låg spelaraktivitet pressade nettoomsättningen

Q4-rapporten kom in under Analysguidens förväntningar. Nettoomsättningen kom in på 69 mkr, motsvarande en tillväxt över 100% i årstakt. Men i spåren av lanseringen av PAYDAY 3 förväntade vi oss en nettoomsättning vid 108 mkr, där PAYDAY 3 ensamt skulle stå för 63 mkr. Försäljningen för PAYDAY 2 nådde inte heller upp till våra förväntningar. I den positiva vågskålen överraskade dock intäkterna från tredjepartspubliserad positivt med 14 mkr i nettoomsättning, jämfört med förväntade 5 mkr. De låga spelintäkterna förklaras av ledningen att sentimentet kring PAYDAY 3 är lägre än väntat. Spelarbasen efterfrågar uppdateringar och Starbreeze arbetar med att säkerställa att PAYDAY 3 lever upp till förväntningarna.

Rustat för fortsatta investeringar i spelutveckling

På kostnadssidan var det inga större överraskningar. Resultatet i Q4 pressas dock av de låga intäkterna samt de höga planenliga avskrivningarna. I Q4 uppgick rörelseresultatet till -95 mkr, -20 justerat för avskrivningar. För helåret uppgick resultatet till 439 och 190 mkr på ebitda- respektive ebitnivå. Det var något lägre än våra prognoser på 444 och 206 mkr. Avvikelsen kan förklaras av att det fjärde kvartalet dels belastades av en lägre än väntat försäljning, dels väsentligt högre kostnader för externa spelservitjänster kopplat till lanseringen av PAYDAY 3. Starbreeze fortsätter att investera i spelutveckling. Med en robust nettokassa över 500 mkr (inklusive en utställd fordran för PAYDAY 3 på 157 mkr) framstår Starbreeze som ett välkapitaliserat bolag fastän spelintäkterna haltar något.

Avslutar ett högintensivt 2023

Starbreeze kan lägga ett högintensivt år bakom sig. Under 2023 har spelbolaget genomfört en stor övertecknad emission, betalat av och amorterat skulden till Digital Bros, skalat upp förlagsverksamheten, lanserat PAYDAY 3 och aviserat att nästa spel kommer baseras på det välkända varumärket Dungeons and Dragons. Framgent är ambitionen fortsatt att bredda intäktströmmarna bortom PAYDAY. Kortsiktigt bygger dock mycket på att Starbreeze lyckas vända den negativa spelartrenden. Misslyckas bolaget med detta står man sannolikt utan betydande intäkter fram tills lanseringen av Dungeons and Dragons år 2026. Den svaga försäljningen föranleder negativa prognosjusteringar. I nuläget är det svårt att finna en katalysator för aktien. En spelartrend som vänder uppåt skulle utgöra trigger men i dagsläget är det svårt att motivera. Starbreeze har dock lanserat ett åtgärdsprogram "Operation Medic Bag" med syfte att lyssna till vad spelarna efterfrågar för få PAYDAY 3 tillbaka på banan under 2024. Efter prognosjusteringarna motiverar vår kassaflödesmodell en aktiekurs runt 0,5 kronor (0,8). Aktien är pressad men risken förefaller hög i dagsläget och för att se en tydlig uppsida krävs det att bolaget lyckas vända på det låga spelarintresset. Men ett skuldfritt bolag som äger ett välkänt ip, en pressad aktiekurs och en svag krona. För den spekulativa investeraren skulle Starbreeze kunna utgöra en uppköpskandidat.

Starbreeze

Rapportkommentar – Q4 2023

Datum	20 februari 2024
Analytiker	Oliver Uusitalo
Basfakta	
Bransch	Spel
Styrelseordförande	Torgny Hellström
Vd	Tobias Sjögren
Listning	Small Cap Stockholm
Ticker	STAR B
Aktiekurs	0,33 kronor
Antal aktier, milj.	1477
Börsvärde, mkr	443
Nettoskuld, mkr	-346
Företagsvärde (EV), mkr	97
Motiverat värde	0,5 kronor
Nästa rapport	2024-05-14

Kursutveckling senaste året



Källa: Refinitiv

Prognoser & Nyckeltal, mkr

	2022	2023p	2024p	2025p
Omsättning	128	634	198	207
Ebitda-resultat	66	439	62	75
Rörelseres. (ebit)	7	190	-43	-13
Resultat f. skatt	-55	207	-43	-13
Nettoresultat	-66	207	-43	-13
Vinst per aktie	-0,04 kr	0,14 kr	-0,03 kr	-0,01 kr
Omsättningstillväxt	2%	397%	-69%	4%
Ebitda-marginal	52%	69%	31%	36%
Rörelsemarginal	5%	30%	-22%	-7%
P/e-tal	-22	2,5	-12	-38
EV/ebit	184	0,9	-4	-13
EV/ebitda	19	0,4	2,8	2,3
EV/omsättning	10	0,3	0,9	0,8

Källa: Analysguiden

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

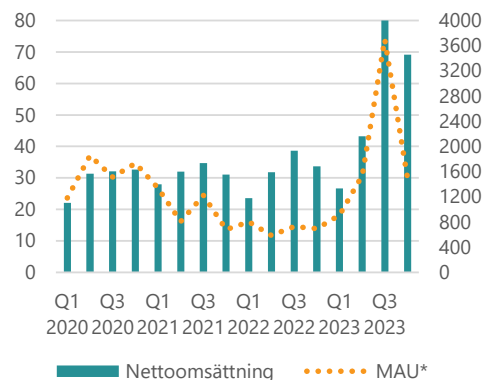
De kontinuerliga intäktströmmarna landar sen i händerna hos en erfaren ledning. Majoriteten av ledningsgruppen tillträdde under 2019 efter rekonstruktionen. Analysguiden bedömer att bolagsledningen har en hög kompetens och mångåriga erfarenheter inom spelutveckling. Flera har arbetat på DICE med utveckling av Battlefield-franchiset, vars omfattande framgång validerar den samlade kompetensen. Efter sommarsens övertecknade emission är bolaget nu dessutom skuldfritt med ett en stadig nettokassa över 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 – Q4 2023



Källa: Analysguidens prognoser

* MAU=månatligt unika spelare

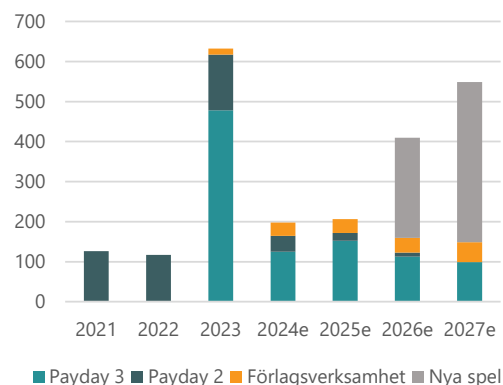
PAYDAY – ett värdefullt IP



Källa: Bolaget

Nya titlar driver tillväxten framåt

Omsättning i miljoner kronor 2022-2032p.



Källa: Analysguiden

Utsikter & prognoser

Tredjepartspubliserad överraskar på ovansidan

Spelbolaget Starbreeze rapporterade ett bokslut under Analysguidens förväntningar. Nettoomsättningen kom in på 69 mkr, motsvarande en tillväxt över 100% i årstakt. Men i spåren av lanseringen av PAYDAY 3 förväntade vi oss en högre nettoomsättning vid 108 mkr, där PAYDAY 3 ensamt skulle stå för 63 mkr. Försäljningen för PAYDAY 2 nådde inte heller upp till våra förväntningar.

Intäkterna från tredjepartspubliserad överraskade dock positivt med 14 mkr i nettoomsättning, jämfört med förväntade 5 mkr. Det är främst drivet av en bra lansering av Roboquest 1.0. Det är positivt och breddar intäktbasen något. Utöver det lanserades Turtle vs Turtle och framgent avser Starbreeze lansera The Tribe Must Survive som early access på Steam den 22 februari samt GodsTV under 2026.

Att spelintäkterna inte nådde förväntningarna är ett minus då det är Starbreeze viktigaste inkomstkälla. Det svaga försäljningssiffrorna förklaras av ledningen att sentimentet kring spelet är lägre än väntat. Spelbasen efterfrågar uppdateringar och Starbreeze arbetar med att säkerställa att PAYDAY 3 lever upp till förväntningarna. Under kvartalet har bolaget lanserat ett första tilläggspaket samt två gratispaket med banor och buggfixar. Starbreeze har även lanserat ett program "Operation Medic Bag" med syfte att lyssna till vad spelarna efterfrågar för få PAYDAY 3 tillbaka på banan under året. Initialt syftar programmet bland annat till att åtgärda spelets prestanda, servrar och enspelarläge.

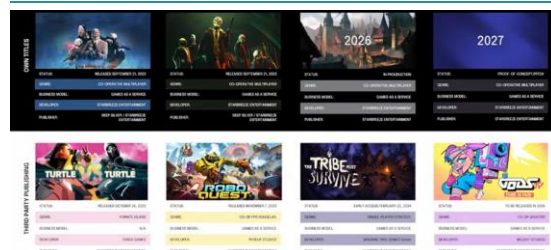
Inga större överraskningar på kostnadssidan

På kostnadssidan var det inga större överraskningar. Avskrivningar, direkta kostnader, och försäljningskostnader kom in i linje med våra estimat. Administrationskostnader kom in 15% lägre än väntat och övriga kostnader kom in högre än väntat. Övriga kostnader påverkas negativt med 18 mkr på grund av en svagare dollar mot svenska kronan. Resultatet i kvartalet pressas på grund av de låga intäkterna samt de höga planerliga avskrivningarna. I Q4 uppgick rörelseresultatet till -95 mkr, -20 mkr justerat för avskrivningar.

För helåret 2023 kom operativa kostnader in på 456 mkr, jämfört med förväntade 448 mkr. Resultatet uppgick till 439 och 190 mkr på ebitda- respektive ebitnivå. Det var något lägre än våra prognoser på 444 och 206 mkr. Avvikelsen kan förklaras av att det fjärde kvartalet dels belastades av en lägre än väntat försäljning, dels väsentligt högre kostnader för externa spelservertjänster kopplat till lanseringen PAYDAY 3. Under 2024 räknar vi med att Starbreeze minskar kostnaderna en aning. 2023 var ett viktigt år och lanseringen av PAYDAY 3 drog givetvis upp kostnadsbasen.

Kassaflödet från den löpande verksamheten var positivt med 115 mkr för 2023 och Starbreeze investerade 202 mkr främst i spelutveckling och förlagsprojekt. Den höga investeringstakten förväntas bestå då Starbreeze löpande investerar i utveckling för PAYDAY 3 samt ökar investeringarna inför nästa spelprojekt. Med en robust nettokassa över 500 mkr (inklusive en utställd fordran för PAYDAY 3 på 157 mkr) framstår Starbreeze som ett välkapitaliserat bolag.

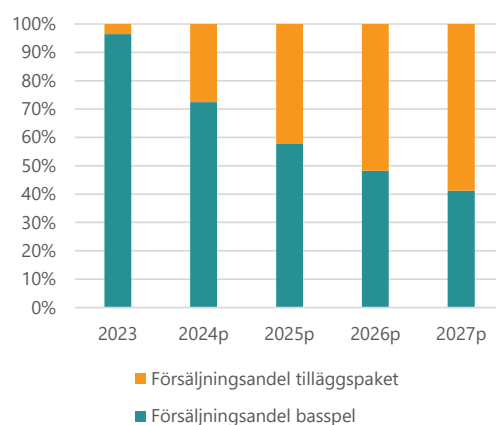
Ambition att bredda spelportföljen



Källa: Bolaget

Tilläggspaket - viktig intäktskälla

Andelen basspel (grön) respektive tilläggspaket (orange) av totala spelintäkter. 2023-2027p.



Källa: Analysguiden

Avslutar ett högintensivt 2023

Starbreeze kan lägga ett högintensivt år bakom sig. Under 2023 har spelbolaget genomfört en stor övertecknad emission, betalat av och amorterat skulden till Digital Bros, skalat upp förlagsverksamheten, lanserat PAYDAY 3 och aviserat att nästa spel kommer baseras på det välkända varumärket Dungeons and Dragons.

Framgent är ambitionen fortsatt att bredda intäktströmmarna bortom PAYDAY. Men kortsiktigt bygger mycket på att vända den negativa spelartrenden för PAYDAY 3. I december hade PAYDAY 2 omkring 400 000 månatligt unika spelare, jämfört med PAYDAY 3 ~700 000. Att inledningsvis konvertera spelarna från PAYDAY 2 torde vara ett effektivt sätt att återuppliva och höja intresset kring dess efterföljare. Misslyckas bolaget med detta står man sannolikt utan betydande intäkter fram tills lanseringen av Dungeons and Dragons år 2026.

Ledningen lyfter dock styrkan i bolagets affärsmodell, GaaS, som handlar om att uppdatera och förnya spelen genom tilläggs paket. Det var ett recept som fungerade bra för PAYDAY 2. Att spelintäkterna haltar emellertid är inget ovanligt och med Starbreeze spelarbas med över 6 miljoner användare ligger bolaget nära spelarna och kan uppdatera utefter deras behov.

Den svaga försäljningen föranleder dock negativa prognosjusteringar. Vi sänker försäljningsprognoserna för PAYDAY 3, vilket påverkar försäljningsprognoserna negativt med 19% i genomsnitt för nästkommande femårsperiod. Det pressar följaktligen våra vinstprognoser vilka justeras ned 30% i genomsnitt för samma period. Vi räknar med att lönsamheten gradvis förbättras i takt med att nettoomsättningen stabiliseras och avskrivningarna minskar.

Vi räknar med ett positivt kassaflöde från den löpande verksamheten och att överskottet fortsatt investeras i spelutveckling och nya förlagsprojekt. Tack vare en robust nettokassa och ny spelfinansiering framstår Starbreeze som ett välkapitaliserat bolag.

I nuläget är det dock svårt att finna en katalysator för aktien. En spelartrend som vänder uppåt skulle utgöra en trigger men i dagsläget är det svårt att motivera. Efter prognosjusteringarna motiverar vår kassaflödesmodell en kurs runt 0,5 kronor (se sammanfattande tabell intill). Aktien är pressad men risken förefaller hög i dagsläget och för att se en tydlig uppsida krävs det att bolaget lyckas vända på det låga spelarintresset. Men ett skuldfritt bolag som äger ett välkänt ip, en pressad aktiekurs och en svag krona. För den spekulativa investera- ren skulle Starbreeze kunna utgöra en uppköpskandidat.

Motiverat värde sätts vid 0,5 kr

WACC	12%
Snitttillväxt 2023-2027	36%
Snitttillväxt 2028-2032	2%
Evig tillväxttakt	2%
Rörelsemarginal snitt 2023-2027	3%
Rörelsemarginal snitt 2028-2032	34%
Enterprise value, SEKm	436
Nettokassa	-347
Börsvärde, SEKm	783
Antal utestående aktier, milj	1477
Motiverat värde per aktie, SEK	0,5 kr

Källa: Analysguidens prognoser

	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Nettoomsättning	634	198	207	465	604	543
OPEX	444	241	220	443	545	353
Rörelseresultat (ebit)	190	-43	-13	22	59	190
Rörelsemarginal	30%	-22%	-7%	5%	10%	35%
Avskrivningar	249	105	88	293	345	153
Ebitda-resultat	439	62	75	315	404	343
Ebitda-marginal	69%	31%	36%	68%	67%	63%
Finansnetto	-17	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	207	-43	-13	22	59	190
Skatt	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat	207	-43	-13	22	59	190
KF. Löpande verksamhet	114	101	85	105	264	293
Fritt kassaflöde	-87	-113	-129	-129	30	124
Kassa	348	220	176	132	148	257

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.

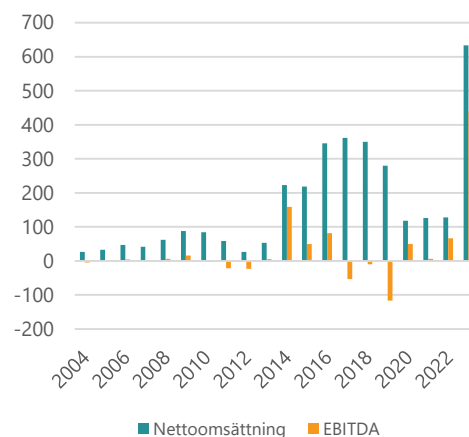
En av Europas första spelutvecklare



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	7,0%
Första AP-fonden	5,1%
Fjärde AP-fonden	2,8%
Handelsbanken Fonder	2,4%
Nordnet Pensionsförsäkring	2,2%
Norges Bank	1,3%
Swedbank Försäkring	1,0%
Nordnet Livsförsäkring AS	0,9%
SEB Fonder	0,7%
Summa 10 största ägare	44%

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