

Stärker balansräkningen & säkrar upp tillväxtkapital

Bygger upp organisationen inför lanseringen av PD3

Nettoomsättningen uppgick till 26,6 mkr, vilket summerade en tillväxt på ~14% på årsbasis. Valutaförändringar putsade siffrorna med 2,2 mkr, men framför allt drevs försäljningen av att Starbreeze erhöll en högre andel av intäkterna från Steam, 80% (75). Ebitda kom in 4,1 mkr (4,5) vilket är en minskning på årsbasis. Den lägre lönsamheten förklaras av ökade investeringar i marknadsföring samt personal inför lanseringen av PAYDAY 3. Analysguiden hade tagit höjd för ökade operativa kostnader och vi förväntade oss att nettoomsättningen och ebitda skulle uppgå till 33 respektive 4,5 mkr. Sett till omsättningen är dock Q1 ett säsongsmässigt svagare kvartal, vilket Analysguiden inte tagit tillräcklig hänsyn till. Dessutom var direkta kostnader ~25% lägre än våra prognoser, vilket förklaras av att ökade aktiveringar i spelutveckling minskade de direkta kostnaderna under kvartalet.

Stärkt balansräkning & tilltagande tillväxtingsatsningar

Efter kvartalet aviserade Starbreeze avsikten om att ta in högst 450 mkr genom en nyemission. Pengarna ska användas för att betala tillbaka omförhandlingsskulden om 165 mkr till storägaren Digital Bros och därefter förväntas resterande medel användas för att öka investeringstakten i spelutveckling samt förlagsuppdrag. Dessutom avser Digital Bros att konvertera det konvertibla lånet om 215 mkr till b-aktier, vilket gör att Starbreeze får en mycket starkare balansräkning med en nettokassa. Teckningsvillkoren är dock inte offentligtgjorda vilket gör teckningskursen och den efterföljande utspädningen är svårbedömd. Vi ser däremot positivt på emissionen då en stärkt balansräkning och breddad intäktsbas drar ned på risken framåt och är i linje med vårt huvudscenario. Teckningsvillkoren förväntas publiceras den 23:e maj.

Viktiga kortsiktiga datapunkter att bevaka

Efter nyheten om emissionen handlades aktien ner ~25%, och har därefter återhämtat sig något och står nu runt ~1,4 kr. Sannolikt har marknaden svårt att prissätta aktien när kommande utspädningseffekt ännu inte är klarlagd. Givet rådande investeringsklimat bedömer Analysguiden att sannolikheten för en rabatterad teckningskurs är hög. Frågan handlar snarare om hur stor rabatten blir. Analysguiden skissar på ett scenario där teckningskursen fastställs till 1,0–1,1 kr, vilket innebär en rabatt om 25–35% mot den volymvägda genomsnittskursen från att emissionen aviserades. Givet full teckning ger det en utspädningseffekt mellan ~45–48%. Efter rapporten gör vi vissa prognosjusteringar och givet nämnda utspädning justeras vårt motiverade värde till 1,4–1,6 kr. Osäkerheten är hög samt svårprognostiserad och bör tolkas som en fingervisning av vad den kortsiktiga effekten kan bli. På kort sikt är teckningsvillkoren samt lanseringen av PAYDAY 3 viktiga datapunkter för aktiens utveckling.

Starbreeze

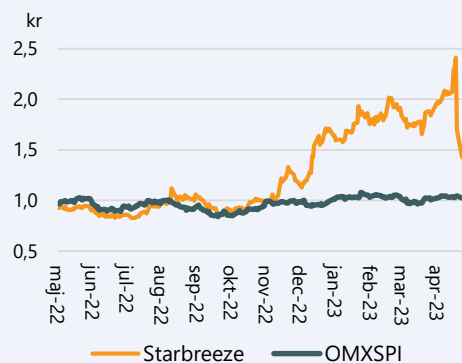
Rapportkommentar – Q1 2023

Datum 10 maj 2023
Analytiker Oliver Uusitalo

Basfakta

Bransch Spel
Styrelseordförande Torgny Hellström
Vd Tobias Sjögren
Noteringsår 2000
Listning Small Cap Stockholm
Ticker STAR B
Aktiekurs 1,4 kronor
Antal aktier, milj. 724,6
Börsvärde, mkr 1014
Nettoskuld, mkr 456
Företagsvärde (EV), mkr 1470
Webbplats www.starbreeze.com

Kursutveckling senaste året



Källa: Refinitiv

Prognoser & Nyckeltal, mkr

	2022	2023p	2024p	2025p
Omsättning	128	298	475	438
Ebitda-resultat	66	155	258	198
Rörelseres. (ebit)	7	91	178	118
Resultat f. skatt	-55	49	174	113
Nettoresultat	-66	49	136	88
Vinst per aktie	-0,09 kr	0,07 kr	0,19 kr	0,12 kr
Omsättningstillväxt	2%	134%	59%	-8%
Ebitda-marginal	52%	52%	54%	45%
Rörelsemarginal	5%	30%	37%	27%
P/e-tal	-15,3	20,7	7,5	11,6
EV/ebit	219,5	16,2	8,3	12,5
EV/ebitda	22,2	9,5	5,7	7,4
EV/omsättning	11,5	4,9	3,1	3,4

Källa: Analysguiden

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

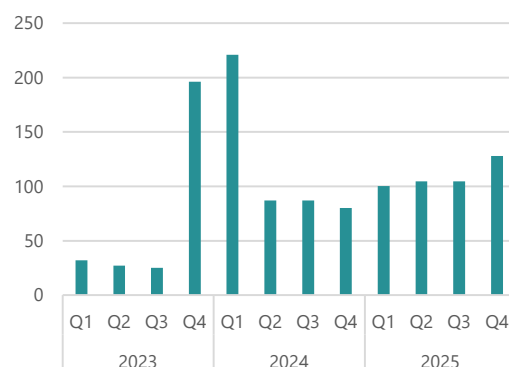
Efter rekonstruktionen under 2019 har ett nytt ledningsteam städad upp och arbetat fram en strategi för fortsatt värdeskapande. I bolagsledningen finner vi en bred samling av kompetenser och en mångårig erfarenhet inom spelutveckling. Flera av ledningsmedlemmarna har arbetat på DICE med utveckling av 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 välbehövad 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

Stort intresse bland spelarna

Månatliga unika spelare (MAU) för PAYDAY 2, Q2 2021-Q1 2023



Källa: Analysguiden

Utsikter & prognoser

Sätter en inbromsande spelmarknad käppar i hjulen?

Det har varit en mycket volatil period och emellertid framstår det som att marknaden har svårt att prissätta spelbolaget. Den aviserade kapitalinjektionen sätter med all säkerhet press på aktien. Men därtill bedömer Analysguiden att spelmarknaden ser förhållandevis svag ut, vilket kan ge bränsle till elden.

Under kvartalet har den organiska tillväxten bland svenska spelbolag på sina håll varit låg. Det förklaras delvis av en svagare spelmarknad, vilket sannolikt beror på en fattigare konsument. Utvecklingen framåt är svår att sia om men vi bedömer att spelmarknadens sättning är temporär. Det senaste kvartalets utveckling är dock förvånande då vi i vår initieringsanalys påpekade att spelmarknaden historiskt haft en stark motståndskraft när ekonomin står i ett nedstall.

Uppmuntrande nog är att försäljningen av basspelet och DLCs för PAYDAY 2 växte med 24% på årsbasis, 16% givet fast intäktsfördelning, via plattformen Steam. Inför lanseringen av PAYDAY 3 har Starbreeze under samma period ökat investeringarna i marknadsföring med ~70%. Att investeringarna inför PAYDAY 3 bemöts av ett växande intresset kring dess föregångare är positivt och indikerar att PAYDAY är ett starkt varumärke med många aktiva spelare som har spelserien högt prioriterad. I tider av tuffare ekonomisk utveckling är det klart åtråvärt att tillhöra de spel som återfinns högt uppe på konsumenternas önskelistor. Därmed kan argumenteras för att den kommande lanseringen blir mindre påverkad av en svalare spelmarknad. På risksidan återfinns dock konkurrerande titlar som kan stjåla konsumenternas uppmärksamhet och betalningsvilja, vilket kan hämma marknads mottagning av PAYDAY 3.

Kapitalinjektion – utspädning & investeringsutrymme

Avsikten att ta in 450 mkr genom en nyemission kommer som bekant medföra en kraftig utspädning. Som investerare är vår bedömning att man huvudsakligen bör ta med sig två saker 1) Den kortsiktigt negativa utspädningseffekten 2) Det långsiktiga möjligheterna som kapitaltillskottet medför.

Som ett försök att illustrera utspädningen antar vi en teckningskurs med 30% rabatt på den volymviktade genomsnittskursen, vid ~1,5 kr, sedan nyheten aviserades. Det motsvarar en potentiell teckningskurs vid 1,05 kr. Givet full teckning trycks 429 miljoner nya aktier, vilket leder det nya totala aktieantalet till ~1,15 miljarder.

Därefter ska konvertibelkursen omräknas, vilket vi konservativt gör baserat på en initial utspädning om ~37%. Det motiverar en ny konverteringskurs vid 1,0 kronor. Givet lånets storlek på 215 mkr trycks 209 miljoner nya aktier, vilket för det totala antalet nya aktier till ~1,36 miljarder. Det ger en total utspädningseffekt om ~47%. Tabellen intill höger visar några potentiella utfall för emissionen. Beroende på hur teckningsvillkoren fastställs och hur hög teckningsgraden blir kan utfallet variera åt såväl den positiva som negativa riktningen. Osäkerheten är hög och svårbedömd varför ovan illustration bör tolkas som en fingervisning av vad den kortsiktiga effekten kan bli.

Kortsiktig utspädning att vänta

Illustration av potentiell utspädningseffekt

Antal aktier	724,6 milj
Volymviktat snittpris sedan 28:e april	1,5 kr
Belopp att ta in vid full teckning	450 mkr
Teckningskurs givet 25-35% rabatt	1,0-1,1 kr
Antalet nya aktier	400-462 milj
Omräknad teckningskurs konvertibellån	1,0-1,1 kr
Konvertibellån	215 mkr
Nya aktier från konvertibellån	203-215 milj
Totalt nya akiter	1328-1401 milj
Total utspädningseffekt	45-48 %

Källa: Analysguidens prognoser

Efter senaste rapporten toppar Digital Bros ägarlistan och kontrollerar ~29% av rösterna. I kommande emission avser huvudägaren att teckna sin pro-rata andel vilket gör att ägarandelen inte kommer överstiga 30% om emissionen fulltecknas. Därmed kommer ägarandelen inte triggas budplikt. Däremot har Digital Bros dessutom åtagit sig att konvertera det konvertibla lånet om 215 mkr, vilket gör att ägarandelen kommer överstiga budpliktsgränsen. Vi har tidigare lyft scenariot i vår initieringsanalys och påpekade då att huvudägaren kan konvertera en del aktier från serie A till serie B och således inte överstiga 30% av rösterna.

Om emissionen inte fulltecknas och Digital Bros tar sitt garantiåtagande, som uppgår till 100 mkr, kan såväl andelen röster som kapital överstiga 30%. Det i sin tur kan göra huvudägaren behöver sälja av delar av innehavet.

När det kortsiktiga tumultet har lagt sig, ser dock Starbreeze ut att komma ur starkare. Balansräkningen blir i stort sett skuldfri då erhållen spelfinansiering från Plaion utgör i stort sett hela skuldsidan. Skulden kommer avräknas mot framtida spelintäkter från PAYDAY 3 och är således inte kassaflödespåverkande.

Dessutom frigörs ett enormt investeringsutrymme. Vid utgången av Q1-2023 uppgick likvida medel till 103 mkr, inkluderat en sen inbetalning från spelfinansiering om 25 mkr. Givet en fulltecknad emission, emissionskostnader på 10% samt regleringen av omförhandlingsskulden om 150 mkr till Digital Bros, adderar det 255 mkr till kassan. På grund av att storägaren dessutom åtagit sig att konvertera det konvertibla lånet till aktier undkommer Starbreeze dessutom en amortering om 220 mkr, exklusive framtida räntekostnader, under december 2024. Sammantaget innebär det att Starbreeze frigör ett investeringsutrymme uppemot ~475 mkr. Mot rådande intäkter och kostnadsbas får det externa kapitalet anses nödvändigt för att inleda en ny tillväxtresa, växa organisationen och leverera i linje med den kommunicerade strategin.

Efter rapporten gör vi vissa prognosjusteringar och höjer våra kortsiktiga förväntningar på PAYDAY 2. Antagandena kring finansiella kostnader justeras ner kraftigt efter lösen av konvertibellånet samt omförhandlingsskulden till Digital Bros. Vi justerar upp antalet aktier till intervallet 1328–1401 miljoner i syfte att återspegla den kommande emissionen. Vi uppskattar att Starbreeze kommer ha en robust nettokassa om ~350 mkr efter emissionen. Sammantaget härleder det ett motiverat värde om 1,4–1,6 kr.

Ägarandel nära 30% av rösterna

Största aktieägarna, % av röster

Digital Bros	29,2%
Swedbank Robur Fonder	12,8%
Första AP-fonden	9,7%
Fjärde AP-fonden	9,7%
Avanza Pension	3,9%
Michael Hjorth	1,3%
Nordnet Pensionsförsäkring	1,2%
Allba Holding AB	1,1%
Bengt Göran Westman	0,7%
Nicklas Rydje	0,5%
Summa 10 största ägare	70%

Källa: Holdings

Analysguidens huvudscenario

	2027
Nettoomsättning, mkr	530
Rörelseresultat (ebit), mkr	175
Rörelsemarginal	33%
Antagen EV/ebit-multipel	14
Företagsvärde, mkr	2 453
Nettoskuld	-350
Börsvärde, mkr	2 803
Antal aktier, ink utspädning, i miljoner	1328-1401
Avkastningskrav	12%
Motiverat värde dec. 2023	1,4-1,6

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 tilläggspaket 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.

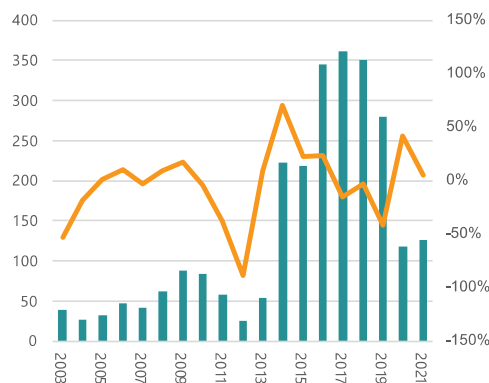
En av Europas första spelutvecklare



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	13,7%
Digital Bros	12,0%
Första AP-fonden	10,2%
Avanza Pension	6,5%
Fjärde AP-fonden	3,1%
Nordnet Pensionsförsäkring	2,2%
Deka Investments	1,0%
Nordnet Livsförsäkring AS	0,7%
Bengt Göran Westman	0,6%
SEB Fonder	0,6%
Summa 10 största ägare	50%

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 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 som vid utgången av Q4 2022 uppgick till 108 miljoner kronor skulle det försätta bolaget i en trång finansiell sits, med höga skulder och kostnader som överstiger intäkterna. I ett sådant scenario är det troligt att bolaget behöver vända sig utåt mot extern finansiering, troligt genom en nyemission vilket sannolikt skulle innebära en betydande utspädning.

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 huvudet 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