

Funcom

Sektor: Gaming

Turnaround laddar för nya höjder

Med ett nytt ledarskap och ett kommersiellt framgångsrikt storspel i ryggen, har Funcom skapat sig ett bra utgångsläge för att skala upp verksamheten med en bättre diversifiering i produktportföljen. Då de större potentiella värdedrivarna ligger ett år bort har det uppstått en intressant möjlighet i den attraktivt värderade aktien.

Mer än "Conan"

Under det senaste decenniet har Fucoms största spel båda baserats på varumärket Conan Barbaren. Med en förstärkt finansiell position har bolaget påbörjat diversifieringen av verksamheten. Funcom har startat en ny förläggarverksamhet som kommer lansera tre spel under en 12-månadersperiod. Under 2020-2021 kommer dessutom bolaget lansera tre egenutvecklade spel, inom lika många olika genrer. Med ett starkt IP-ägande får Funcom ytterligare konkurrensfördelar att skörda frukter framöver.

Snabbväxande segment

Funcom skapade sig en fördelaktig position inom onlinespel tidigt, i samband med releasen av "Anarchy Online" för 15 år sedan. För drygt 10 år sedan var deras storspel "Age of Conan" det största onlinebaserade PC-spelet som släpptes det året. För två år sedan lyckades Funcom igen, då bolaget släppte sitt mest lönsamma spel genom tiderna, Conan Exiles. Ett redan bevisat track-record ökar sannolikheten för att bolaget skall lyckas med deras nästa större onlinespel.

Goda förutsättningar och attraktiv värdering

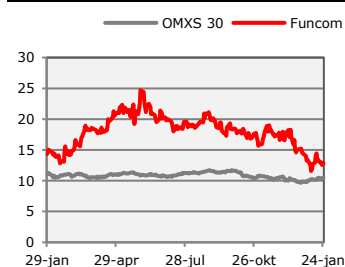
Vi tror att VD Rui Casias och övriga nyckelpersoner kommer att lyckas leverera nya kommersiella framgångar. Alla tre nya egenutvecklade spel som ligger i deras pipeline har goda förutsättningar att bli lönsamma. Med Funcom's position inom nishen open world survival, ser vi dock det spel som väntas släppas 2021 som den största potentiella värdedrivaren. Med en förväntad genomsnittlig tillväxt på 22 procent de närmaste tre åren och en EBIT-marginal på runt 25 procent ser värderingen i Funcom-aktien aptitlig ut. Vårt värderingsintervall är 8-31 norska kronor med ett base case på 18 norska kronor.

NYCKELTAL (MUSD)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
Net sales	7	23	33	28	42	58
EBITDA	0	10	17	12	24	38
EBIT	-2	7	10	5	11	16
EPS (adj.)	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
EV/Sales	0.5	-0.2	3.0	4.0	2.6	1.8
EV/EBITDA	14.5	-0.4	6.0	9.3	4.6	2.7
EV/EBIT	-2.1	-0.6	10.3	21.4	10.2	6.5
P/E	0.0	0.0	20.9	29.4	13.8	9.7

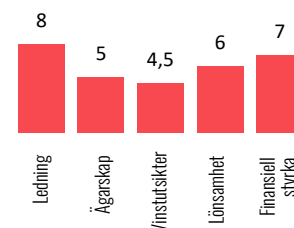
FAIR VALUE RANGE

BEAR	BASE	BULL
8.0	18.0	31.0

FUNCOM.OL VERSUS OMXS30



REDEYE RATING



FAKTA

Ticker	FUNCOM.OL
Lista	Oslo Börs
Aktiekurs (NOK)	12.6
Börsvärde (MUSD)	122
Nettokassa 19E (MUSD)	11
Free Float	70 %

ANALYTIKER

Tomas Otterbeck
 tomas.otterbeck@redeye.se
 Kristoffer Lindstrom
 kristoffer.lindstrom@redeye.se

Innehåll

Investment Thesis	3
Om bolaget	5
Strategi	8
Ledning	10
Kaptenen	12
Conan Exiles	13
Conan Exiles väg till framgång	13
Marknaden för "Open World Survival"	14
Regelbundna intäkter från Conan Exiles	14
Spelprojekt	16
Mutant Chronicles	16
Conan – Single Player	16
Nästa storspel.....	16
Förläggarverksamhet	18
Mutant Year Zero	20
Conan Unconquered	20
The Secret World (The Park).....	20
Finansiella prognoser	21
Värdering	25
Peer värdering	26
Appendix	27

Investment Thesis

Funcom avslutade sin "turnaround" 2017 och har nu påbörjat sin tillväxtresa. Detta är en tillväxtresa vi väntar oss kommer ske med god lönsamhet, där Funcoms kommande "Open World Survival" spel ses som den största värde drivaren. Vi räknar samtidigt med att riskprofilen i bolaget kommer att minska de närmaste två åren i takt med att minst fem spel väntas lanseras.

VD är en nyckelperson för fortsatta framgångar- Conan Exiles är spelet som räddade bolaget från en finansiell kris med Rui Casias i spetsen. Rui uppvisar två lovande färdigheter, han är lika snål som Lars Wingefors (THQ Nordic) och har på många vis samma förståelse för spel som Fredrik Wester (Paradox Interactive).

Diversifieringen börjar nu - Under Q4 2018 släppte Funcom sitt första spel inom dess nystartade förläggardel. Under 2019 väntas två nya förläggartitlar lanseras. Under 2020-2021 väntas bolaget dessutom släppa minst tre nya egenutvecklade spel. Målet för bolaget är att lansera ett egenutvecklat spel och minst två förläggartitlar per år.

Kostnadseffektivitet och starkt risktänkande- Trots att Funcom tänker stort när det gäller bolagets framtid tänker VD smått när det gäller kostnader. Nästan alla led i spelproduktionerna sker internt inom mycket små strömlinjeformade team. Att utveckla spel som kan visa lönsamhet i ett tidigt skede är av högsta prioritet. I den nystartade förläggarverksamheten satsar Funcom i nuläget på relativt små produktioner som ytterligare begränsar den potentiella risken samtidigt som den väntade höga kvaliteten i produkterna ger en god potentiell uppsida.

Kraftig hävstångseffekt- Funcom har redan bevisat att bolaget kan uppvisa en stark lönsamhet med en EBIT-marginal på runt 35 procent under det senaste kvartalet. Den starkaste lönsamheten uppnås i egenutvecklade spel där det kommande hemliga onlinerollspelet som släpps tidigast 2020 kan få bolaget att lyfta till nästa nivå.

2019 blir ett mellanår- Detta bör dock redan vara inprisat i aktiekursen. Vi tror att det kommande spelet Conan Unconquered kan överträffa förväntningarna redan under Q2 2019, då spelstudion som utvecklat spelet anses vara en av de främsta inom så kallade realtidsstrategispel. Under 2019 bör även investerare börja blicka framåt, då 2020 återigen kan bli ett år med explosiv tillväxt.

Attraktiv värdering: Funcom handlas till attraktiva multiplar, speciellt om man tittar på våra finansiella prognoser för 2020 med ett EV/EBIT på 7,5. Med bolagets rådande strategi och affärsmodell har Funcom goda möjligheter att nå en aggressiv tillväxt kommande år med god kostnadskontroll.

En bonus- Funcom äger också 50 procent av Heroic Signatures som har spelrättigheterna till Conan Barbaren och diverse andra större liknande varumärken. Värdet av detta är något som vi endast har tagit i beaktning vad gäller prognotiserade intäkter från bolagets egna spel baserat på dessa karaktärer. Vi ser att dessa IPn kan gangna Funcom även på oanade vis, exempelvis finns det rykten om att Conan kan komma att gästspela i Marvels universum.

Counter Thesis

Fortsatt låg diversifieringen större delen av 2019- Onlinespelet Conan Exiles står i dagsläget för 80-90 procent av bolagets intäkter. Vi räknar med att intäkterna från det två år gamla spelet kommer att sjunka under 2019. Då bolagets tre kända förläggartitlar kommer vara relativt nischade produkter räknar vi med en negativ tillväxt under 2019 och ett fallande rörelseresultat.

Svår målgrupp att tillfredsställa- Precis som det nyligen lanserade Mutant Year Zero är Funcom's kommande förläggartitel "Conan Unconquered" en titel inom en relativt liten nisch. Målgruppen för denna typ av strategispel får även anses vara krävande. Detta kräver att spelet är av hög kvalitet samt tillräckligt nyskapande för att kunna leverera stort kommersiellt.

Ägarbilderna är inte optimal- Rui Casias är en nyckelperson som enligt vår ratingmodell har ett för litet ägande i Funcom. Detta är en av anledningarna att vårt avkastningskrav (WACC) ligger på 11,2 procent. En positiv nyhet skulle enligt oss vara att Rui får mer optioner och helst även köper mer aktier privat. Det är dock positivt att Fredrik Malmberg som äger 50 procent av Heroic Signatures även är storägare i Funcom.

Catalysts

Conan Unconquered- I slutet av 2018 visades den första trailern till allmänheten. Däremot har det än så länge inte visats något gameplay. Vi väntar oss att se gameplay under Q1 och räknar med att spelet släpps i april-maj 2019. Trots att investeringen i spelprojektet är förhållandevis liten så är det utvecklat av ett erfaret team, vilket gör att förväntningar sannolikt kommer byggas upp inför release.

The Secret World (The Park)- Vi tror att det hemliga spelet som utvecklas av Rock Pocket Games är en titel baserat på Funcoms helägda IP "The Secret World". Vi tror att sannolikheten att det baseras på dess spin off "The Park" är relativt stor. Avslöjandet sker senast under Q2. Gameplay och lanseringen av detta spel (som sker runt Halloween) är en given katalysator för aktien.

Mutant Chronicles- Häften av Funcoms medarbetare sitter på deras amerikanska kontor och utvecklar en co-op shooter. Spelet baseras på ett varumärke från den delägda IP-portföljen "Heroic Signatures". Enligt oss talar mycket för att detta är ett spel baserat på "Mutant Chronicles". Spelet är en större investering än Funcom's förläggartitlar. Mer information om detta spel kommer påverka aktiekursen.

Funcom's nya storspel- Det kommande spel som har högst potential är den spirituella uppföljaren till Conan Exiles. Mer information runt denna titel kommer uppenbart att påverka aktiekursen. Funcom har inte gått ut med information om att detta kommer vara ett IP från Heroic Signatures (exempelvis Conan), vilket gör att det kan vara ett spel som bygger på Funcoms första storspel "Anarchy Online".

Conan Exiles: aktiva spelare och försäljning

Majoriteten av bolagets intäkter under 2019 kan även fortsättningsvis komma från Conan Exiles. Detta gör antal aktiva spelare (CCU), så kallade "Free Weekends" och släpp av nytt innehåll (DLC) viktigt för att kartlägga bolagets förväntade kassaflöde.

Om bolaget

Funcom grundades 1993 och utvecklade konsolspel fram till 1999 då bolaget lanserade sitt första PC-spel. Funcom var en av pionjärerna vad gäller multiplayerbaserade onlinerollspel (så kallade MMORPG) då bolaget nådde framgångar med "Anarchy Online" när det lanserades 2001. År 2008 släppte Funcom sin största spelproduktion någonsin, ett spel som hade potential att bli en allvarlig utmanare till det största MMORPG-spelet någonsin nämligen "World of Warcraft". På grund av tekniska problem vid start samt andra spelmässiga tillkortakommanden blev spelet "Age of Conan" aldrig den enorma framgång som många investerare hoppades på. Trots att spelet inte levde upp till hypen i aktiekursen var det en stor framgång försäljningsmässigt. Age of Conan var det näst största PC-spelet år 2008 och det absolut populäraste onlinespelet som släpptes det året. Spelet var lönsamt och hade som mest över 4 miljoner spelare. Vi kan även tillägga att inget MMORPG-spel någonsin har överträffat "World of Warcraft".

Kulturell och finansiell kris i Funcom

År 2015-2016 var Funcom's ekonomiska situation kritisk och bolaget befann sig i en förtroendekris bland investerare. Funcom hade utvecklat ett antal spelprojekt som inte uppnått lönsamhet. Det senaste i raden var "Lego Minifigures" ett spel som troligtvis inte var ett drömprojekt för någon anställd och dessvärre blev resultatet därefter. Bolaget hade tagit uppdraget för att förstärka kassan men spelet var av en sådan låg kvalitet att situationen bara blev sämre. Förutom att pengarna var slut hade man anledning att oroa sig över att den kreativa energin i bolaget var slut.

Som om detta inte var tillräckligt hade den tidigare VDn, vice ordförande, finanschefen och marknadschefen i den tidigare ledningen blivit åtalade för marknadsmanipulation och insiderhandel 2014. Samtliga hade under olika perioder 2012 sålt större mängder aktier inför lanseringen av bolagets storsatsning "The Secret World". Enligt uppgift hade de insiderinformation som talade för att spelet skulle sälja mindre än vad som var förväntat och kommunicerat till marknaden. Det var inte förrän 2017 som de anklagade fick en dom. Marknadschefen friades från anklagelserna. Ingen av de övriga tre fick en dom gällande marknadsmanipulation och det gick heller inte att bevisa att någon av dem hade insiderinformation gällande dålig förväntad försäljning av spelet. Däremot dömdes de för insiderhandel där den tidigare VDn fick ett fängelsestraff på 11 månader, tidigare vice ordförande fick ett fängelsestraff på 12 månader och den tidigare finanschefen fick ett lindrigare straff på 85 dagar. Samtliga dömda överklagade domen och en ny rättegång började under januari 2019. Viktigt att poängtera är att denna rättegång är riktad mot dessa personer privat, vilket betyder att rättegången är helt frånkopplad Funcom som bolag.

Vändningen

Rui Casais som hade jobbat som programmerare och teknisk chef på Funcom fick förtroendet att axla uppdraget som VD och få bolaget att hamna på rätt köl igen år 2015. Funcom lyckades till sist hitta en finansiär år 2016 och "Conan Exiles" (ett spel inom genren "Open World Survival") utvecklades på mindre än 12 månaders tid med knappa resurser. Vi kan tillägga att det är en stor bedrift att kunna skapa ett någorlunda spelbart rollspel inom denna genre på så kort tid.

Spelet blev ett lönsamt projekt och såldes i 480 000 exemplar på 28 dagar med en budget på knappt 5 miljoner dollar. Vi kan därmed konstatera att en "turnaround" var ett faktum och Rui Casais får ses som en hjälte. Funcom har sedan framgången fortsatt att driva verksamheten på ett kostnadseffektivt sätt samtidigt som bolaget har förbättrat sina kassaflöden och sin lönsamhet genom att förbättra upplevelsen i Conan Exiles samtidigt som mer innehåll har släppts enligt affärsmodellen "Game as a Service".

Under tiden har Funcom skalat upp verksamheten och satt upp ett antal strategiska initiativ:

- Funcom har gått över till en multiprojektsmodell
- Funcom agerar numera förläggare med minst 3 spellanseringar i pipeline
- Funcom äger nu 50 procent av spelrättigheterna från Cabinet Groups IP-portfölj

Funcom har idag 140 medarbetare (under 2012 jobbade som mest 650 personer på Funcom). Bolaget består av två separata spelstudios, där hälften arbetar på huvudkontoret i Oslo och den andra delen på kontoret i North Carolina, USA.

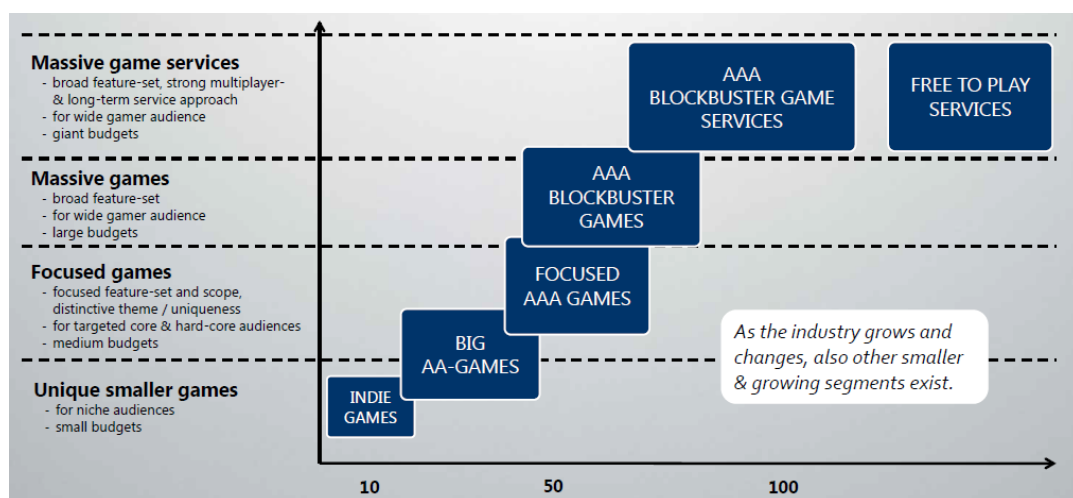
Funcom har likt många andra bolag i branschen dragit ned på utvecklingstiden i sina spelprojekt från 4-5 år till 1-2 år. Bolaget utvecklar för närvarande tre spel och har ytterligare tre spelprojekt i pipeline inom deras förläggarverksamhet. Funcom kommer i fortsättningen att lansera sina spel på både PC och konsol. Bolaget är skuldfritt sedan den 4 oktober 2018.

Heroic Signatures

Robert E. Howard skapade ett antal kommersiella framgångar inom serietidningsvärlden. De mest populära är "Conan Barbarian" och "Kull of Atlantis". Denna portfölj ägdes under en lång tid till stor del av Fredrik Malmberg via det svenska börsnoterade bolaget "Paradox Entertainment". Bolaget köptes dock ut från börsen av just Fredrik Malmberg efter ett antal mindre lyckade spel- och filmproduktioner. Idag heter samma bolag Cabinet Group. I december 2017 utannonserade Funcom en riktad nyemission där Swedbank Robur blev delägare med ett kapitaltillskott på 88 miljoner kronor. Cabinet Group och Funcom startade ett joint venture, där båda parter äger 50 procent vardera, som äger spelrättigheterna till alla karaktärer i Robert E. Howards universum. IP-portföljen innehåller även spelrättigheterna de svenska klassiska brädspelen från Target Games där bland annat Mutant Chronicles och Mutant: Year Zero ingår. Samarbetsbolaget fick namnet "Heroic Signatures".

Affärsmodell

De närmaste två åren kommer Funcom att skapa en diversifierad spelportfölj med i huvudsak två olika affärsmodeller (Game as a Service och Full game) inom tre olika spelsegment (Premium Indie, Big AA-games och Online Multiplayer).



Game as a Service (Online games)

Runt 2011 började spelvärden förändras radikalt, många mobilspel blev gratis att spela men utvecklarna/förläggarna tjänade stora pengar ändå. Digital spelförsäljning på konsol och PC växte lavinartat.

Som i alla branscher är det dock en mognadsprocess att anpassa sig till förändringar. Den ökade digitala försäljningen gjorde att expansioner blev allt mer vanligt på PC/konsol där större innehållstillägg gick att köpa för omkring 100-200 kr. Många onlinespel har tagit detta fenomen ett steg längre och utvecklar många mindre tillägg som släpps med jämna mellanrum ofta 1-2 per kvartal. Affärsmodellen har fått namnet "Game as a Service" och är i nuläget Funcom's huvudfokus med Conan Exiles.

I denna affärsmodell är det kritiskt att bygga en stor användarbas med lojala och återkommande spelare. Detta förbättrar nämligen förutsättningarna för att sälja DLC-tillägg som är väsentligt för att säkerställa återkommande intäkter.

På både PC och Xbox kan utvecklaren erbjuda så kallade "free weekends" vilket är ett av de bästa tillfällena att bygga ut sin spelarbas.

Funcoms dominerande spel Conan Exiles använder sig av denna affärsmodell. Vi kommer senare i avsnittet "Conan Exiles" ge er en case study för hur affärsmodellen fungerar i praktiken. Andra framgångsrika spel som använder sig av denna intäktsmodell är Rainbow Six: Siege, GTA 5 och Payday 2. Samtliga spel har gett återkommande intäkter, ofta med en god årlig tillväxt i 3-5 år.

"Full game"

Denna affärsmodell är den mest traditionella i spelbranschen och går ibland under namnet "Premium Business Model". Konsumenten köper ett fullständigt spel. Om spelet visar sig vara framgångsrikt kan utvecklaren och förläggaren välja att släppa nytt innehåll (DLC= Downloadable Content) som säljes separat. Cirka 70 procent av försäljningen brukar vanligtvis ske de första 1-3 månaderna. Efter denna period brukar spelet sänkas i pris i takt med att efterfrågan blir lägre. Ett spel med en högre budget (så kallad AAA-titel) kostar vanligtvis mellan 50-70 dollar för konsumenten. Inom detta segment fokuserar dock Funcom i dagsläget på "Big AA-games" och "Premium Indie games". Dessa spel kostar vanligtvis mellan 20-40 dollar för konsumenten.

Strategi

	ADDITIONS / YEAR	INVESTMENT SIZE	MARGIN	STRATEGIC VALUE
INTELLECTUAL PROPERTY LICENSES	+1 - 4	VERY LOW	VERY HIGH	<ul style="list-style-type: none"> IP control Value creation by IP development Additional revenue sources
NEW PUBLISHING GAMES	+2 - 3	LOW-MID	MEDIUM	<ul style="list-style-type: none"> Frequent releases Low fixed employee cost impact Finding long term partners
NEW INTERNALLY DEVELOPED GAMES	+1	MID-LARGE	HIGH	<ul style="list-style-type: none"> Large upside Build and leverage competitive advantages
GAMES IN OPERATION & BACK CATALOGUE	+3	VERY LOW	HIGH	<ul style="list-style-type: none"> Baseline cash contribution IP Value maintenance Strengthen community

Internutveckling av spel

Funcom gör sina största investeringar i intern spelutveckling. Bolaget har som målsättning att lansera ett spel om året. Spelutveckling tar lån tid och är därmed kostsamt, men Funcom arbetar hårt med att kostnadseffektivisera vilket innebär att målbilden på ett egenutvecklat spel ligger på 8-12 miljoner dollar. Detta sänker naturligtvis den finansiella risken i bolaget om ett enskilt spel skulle bli en kommersiell besvikelse, samtidigt som vägen till lönsamhet i varje projekt är kortare. Om ett nytt egenutvecklat spel skulle bli en framgång finns givetvis också en möjlighet att släppa så kallade DLC samt möjligtvis en till flera uppföljare.

Förläggartitlar

Funcoms förläggarverksamhet är endast runt ett år gammal. Under denna period har bolaget tecknat 3 nya avtal, som alla kan klassas om "premium indie" spel. Målbilden är att Funcom investerar mellan 2,5-5 miljoner dollar i ett enskilt projekt. Först ut var Mutant Year Zero som lanserades den 4 december som får ses som en indie-pärla med ett högt så kallat metascore och starka försäljningssiffror. Funcom med VD Rui i spetsen tycks ha en näsa för bra och konkurrenskraftiga spel vilket bådär gott inför framtiden inom detta affärsområde.

Underhåll av spel och IPn

Funcom har 8 spel som är "aktiva" i sin spelportfölj. Deras senaste spel Conan Exiles är det som kräver mest underhåll för tillfället där nya innehållstillägg, optimering och drift tar mest tid i anspråk vad gäller spelutveckling. Marknadsföring, underhåll av spelarcommunity och administration är tre andra områden som tar tid i anspråk när det kommer till drift och underhåll av spel. Idag är det framförallt Conan Exiles som tar tid och resurser i anspråk för Funcom. Bolaget har två större onlinespel som är "free to play", dessa är de två gamla fullprisspelen Age of Conan och The Secret World. Funcom äger också ett antal IPn där en större del består av de varumärken bolaget sedan ett år tillbaka har tillsammans med Cabinet Group i form av joint venture bolaget "Heroic Signatures".

Långsiktig strategi

Vi tror att Funcom kommer att skala upp sin verksamhet i framtiden. Bolaget kommer troligtvis framförallt investera i fler förläggartitlar. För tillfället gör Funcom endast investeringar som ligger omkring 2 – 5 miljoner dollar. Om flertalet investeringar inom de närliggande förläggarprojekten visar sig vara lönsamma kommer riskviljan i lovande projekt rimligtvis att öka. Funcom arbetar opportunistiskt i sitt sökande efter nya investeringsobjekt.

Vardera nytt potentiellt projekt avgörs på framförallt spelidé, team och erfarenhet. Funcom jobbar med andra ord opportunistiskt med att hitta spel med "det lilla extra" inom kategorin PC- och konsolspel med en "Premium modell" det vill säga fullprisspel.

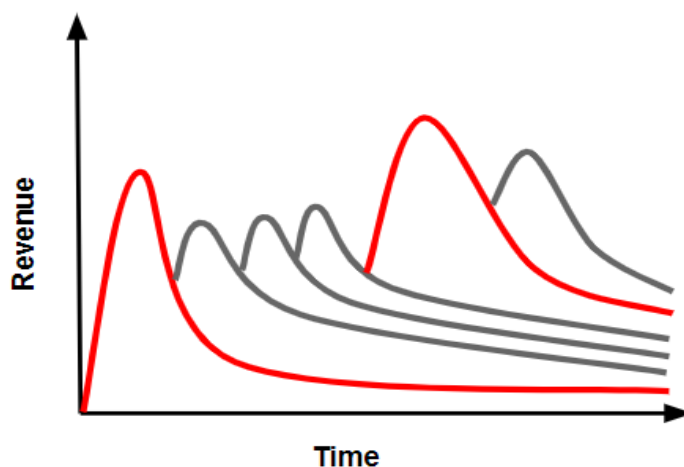
Intern spelutveckling kommer troligtvis fortsätta att vara bolagets primära fokus. Funcom har skapat sig ett namn för sina onlinespel sedan i början av 2000-talet vilket gör att vi förutsätter att de kommer lägga merparten av sina investeringar i internspelutveckling på just onlinespel, gärna inom kategorin "Open World Multiplayer". Att bolaget för tillfället utvecklar två spel inom actiongenren varav ett av dem är ett så kallat FPS-spel visar dock att man även här arbetar opportunistiskt och är mer än villiga att diversifiera sina produkter efter hjärta och hjärna.

Om man beaktar marknadens nuvarande trender blir abonnemangstjänster, "Game as a Service" och "free to play" alltmer tongivande i hela industrin. Underhåll av spel blir därmed en allt större industri sig, då merparten av intäkterna i branschen genereras först efter konsumenten har köpt eller laddat ned ett nytt spel. Funcom kommer därmed sannolikt allokera mer tid och resurser inom underhåll, marknadsföring och drift i framtiden. Vad gäller den IP-portfölj bolaget förvaltar kommer troligtvis allt fler titlar läggas ut på externa studios där Funcom agerar förläggare.

Potential att skapa jämna intäktsflöden

En mer diversifierad affärsmodell i kombination med bolagets långsiktiga strategiska mål skall kunna ge bättre möjligheter till jämna och stigande intäkter över tid. Något som vi exemplifierar i bilden nedan.

Exemplification of Funcoms revenue streams



Source: Redeye Research

Detta är givetvis bara en målbild för hur det skulle kunna se ut. De röda större "vågorna" i diagrammet visar hur den typiska livcykeln för egenutvecklade spel ser ut, där majoriteten av intäkterna kommer i början av livcykeln. Som vi har beskrivit tidigare så är det dock en stor skillnad mellan klassiska fullprisspel och "Game as a Service" (Gaas) spel. Klassiska fullprisspel genererar nästan alltid majoriteten av intäkterna de första tre månaderna medan Gaas-spel kan visa en positiv tillväxt på årsbasis. De mindre gråa "vågorna" visar hur livcykeln ser ut för förläggartitlar, där Funcom tar runt 50-100 procent av intäkterna, därav mindre "vågor". Verkligheten är däremot inte så här enkel. Fler lanserade spel bör givetvis öka intäkterna men det behöver nödvändigtvis inte betyda bättre lönsamhet. Spelbranschen är som man brukar säga en "hit driven business" där spel kan gå betydligt bättre och sämre än väntat.

Ledning

Rui Casais – VD

Rui Casais på Funcom sedan 2004, Rui jobbade först som junior programmerare för spelet Age of Conan. Under 2006 blev Rui ledande programmerare för spelet. Age of Conan släpptes år 2008 och vid lanseringen blev Rui befordrad till Chief Technology Officer (CTO). Under 2009 flyttade han till Montreal för att starta Funcom Games Canada. Rui blev VD för Funcom 2015 och jobbar på huvudkontoret i Oslo.

Ole Schreiner – COO

Ole Schreiner har jobbat på Funcom i 17 år och har varit COO sedan 2008. Ole har även jobbat som VD för Funcom Games Canada och Chief Representative Beijing. Innan Ole började jobba på Funcom jobbade han som affärsutvecklare för Telenor.

Stian Drageset – CFO

Stian jobbar som CFO för Funcom och har gjort det sedan augusti 2017. Innan han anslöt sig till Funcom, arbetade han för Telenor inom M&A, digital strategi och internationell expansion.

Erling Ellingsen – CMO

Erling började jobba på Funcom år 2006, då som Product Manager för spelet Age of Conan. Under 2009 bytte han position till Director of Communications där han fick jobba på alla av Funcoms speltitlar. I nuläget jobbar Erling som CMO. Tidigare i sin karriär jobbade Erling som journalist på Norges största nyhetsblad, Verdens Gang.

Lawrence Poe – CPO

Lawrence har 19 års erfarenhet inom spelbranschen. Hans karriär började med spelet EverQuest år 1999. Mellan 2000 och 2003 jobbade Lawrence på Sony Online Entertainment där han var Game Designer. År 2006 flyttade Lawrence till Norge för att börja jobba på Funcom. Lawrence har haft många titlar under sina år på Funcom, han har varit Designer, Design Director, Director of Publishing, Executive Producer och han nuvarande roll är CPO.

Christian Olsthoorn- Managing Director

Christian har varit Managing Director på Funcom sedan i mars 2017. Han var finanschef på Funcom mellan november 2014 och juli 2017. Christian jobbar på konsultbasis genom bolaget Temmes Management Services Monaco, där Pieter van Tol som har en lång bakgrund på Funcom är partner. Christian har varit revisor och finansiell konsult på Mazars i Amsterdam, KPMG i Frankrike och PwC i Monaco.

Funcom är formellt ett holländskt bolag. Bolaget har en styrelse på två nivåer en "Supervisor Board" som kan liknas med en vanlig svensk styrelse och en "Management Board" som är mer operationell. I denna "Management Board" sitter Rui Casais (VD) och Christian Olsthoorn (Managing Director).

Styrelse

Ole Gladhaug – Styrelseordförande

Ole har haft seniora ledande positioner inom frakt, olja, banker och annan tillgångsförvaltning. Ole har varit med i Funcoms styrelse under 2 perioder, 24 april 2013 till 11 augusti 2015 då han var en styrelsemedlem. Ole kom sedan tillbaka den 5 oktober 2016 då han blev styrelseordförande.

Andreas Arntzen- Styrelseledamot

Andreas är Investment Director på Jepsen Asset Management. Tidigare har han varit strategikonsult på Arkwright i 15 år där han också var styrelseledamot på deras Corporate Finance avdelning. Han har under sina år främst inriktat sig på olja, gas, industri och teknologi. Han har suttit i Funcoms styrelse sedan den 10 juli 2018.

Fredrik Malmberg – Styrelseledamot

Fredrik har en bakgrund som en lyckad entreprenör inom film, television, förläggarverksamhet, brädspel och tv-spel. Fredrik var med och främjade finansieringen och köpen av Conan the Barbarian karaktären och andra titlar från författaren Robert E. Fredrik har också varit med och grundat Paradox Entertainment och företaget Target Games som lades ned år 1999. Fredrik har suttit i Funcoms styrelse sedan den 5 oktober 2016.

Egil Kvannli – Styrelseledamot

Egil är VD på Quickflange, där han tidigare var finanschef. Tidigare i sin karriär var han finanschef på de norska bolagen Fabricom, Sevan Marine och REC Site Services. Egil har suttit i Funcoms styrelse sedan den 5 oktober 2016.

Susana Meza Graham – Styrelseledamot

Susana har en lång bakgrund inom spelbranschen och har haft många roller inom spelföretaget Paradox Interactive. Hennes mest prominenta roll var som COO på Paradox där hon hjälpte bolaget att ta fram visioner, strategier och mål. Susana har suttit i Funcoms styrelse sedan den 14 september 2018.

Funcom: Ownership		
Name	Stocks	Stock options
Management		
Rui Casais	40 000	389 291
Ole Schreiner	14 004	266 000
Stian Drageset	20 000	135 000
Erling Ellingsen	0	188 888
Law erence Poe	0	192 083
Directors		
Ole Gladhaug	0	141 000
Christian Olsthoorn	0	95 500
Andreas Arntzen	0	38 000
Fredrik Malmberg	4 500 000	88 000
Egil Kvannli	0	88 000
Susana Meze-Graham	150 000	38 000
Total	4 724 004	1 659 762

Kaptenen

För att förstå kvaliteten i både kreativitet och affärsmannaskap i spelstudios är det väsentligt att förstå personen som driver företaget. Till viss del kan man säga att Funcom grundades i maj 2015 då Rui Casais tog kommandot som VD och gjorde om bolaget från grunden.

Rui hade vid denna tidpunkt jobbat på Funcom sedan 2004 då han flyttade från sitt hemland Portugal för att ta sig an ett jobb som "junior AI programmer" på Funcom i Oslo. Rui hade redan ett brinnande intresse för spel, vilket gjorde att jobbet passade honom perfekt. Rui hade också precis lämnat in sin master-uppsats som datoringenjör, som handlade om just Artificiell intelligens i online spel. Han började direkt jobba med Funcom storspel "Age of Conan" som 350 personer jobbade med mot slutet av utvecklingen. Rui klättrade snabbt i karriärstegen för att fyra år senare bli CTO i samband med att Age of Conan lanserades 2008. Age of Conan var en väldigt stor produktion, som satte ett avtryck hos spelarcommunityt. Trots ett tilltalande grafiskt utseende, var spelvärden de hade byggt upp relativt tom, samtidigt som spelet hade en hel del tekniska problem vid lanseringen. Age of Conan blev ingen lönsam historia för Funcom. Det blev inte heller Funcom efterföljande stortitlar "The Secret World" och "Lego Minifigures". Rui fick förtroendet att vända bolaget 2015. Då han tillträdde som VD.

Som person är Rui, precis som exempelvis Fredrik Wester på Paradox Interactive en äkta gamer, vilket är avgörande för att en spelstudio som Funcom skall kunna drivas framåt på rätt sätt. Rui är väldigt involverad i den interna spelutvecklingen samtidigt som han bestämmer vilka förläggartitlar som Funcom skall investera i. Rui är även väldigt dedikerad till företaget efter en lång och trogen tjänst på 14 år, samtidigt som han på senare år har varit flitig på att köpa aktier i Funcom.

Stort kostnadsfokus

Funcom har sedan Rui tog över drivits med ett väldigt tydligt kostnadsfokus. Under vårt besök på kontoret i Oslo berättar han stolt om hur man har hittat ett perfekt benäget kontor som ligger nära centrala Oslo, samtidigt som priset på hyran är väsentligt lägre än några kvarter därifrån. När vi går omkring på det relativt lilla kontoret visar det sig att hela Conan Exiles projektet drivs från ett antal rum på kontoret. Exempelvis ser vi att studion för all ljudproduktion ligger i stort sätt vägg i vägg med rummet där marknads- och community teamet sitter, vilket består av runt 10 personer. Eftersom "Game as a Service" verksamheten runt "Conan Exiles" är majoriteten av intäkterna i bolaget så uppvisar Funcom i nuläget den högsta lönsamheten i bolagets historia med en EBITDA-marginal på 62 procent. (EBIT-marginal på 38 procent).

Funcom planerar att anställa 30 personer till i närtid. För att behålla den goda kostnadskontrollen har man dock ambitionen att inte växa för mycket för snabbt.

Investerar i indieteam och talanger

Funcom investerar för tillfället endast i mindre indieteam som består av kreativa själar och veteraner som hoppat av större spelstudios. Detta görs genom bolagets förläggarverksamhet där en investering rör sig mellan 2-5 miljoner dollar. Rui har en god känsla för de övergripande trenderna i ett spel samtidigt som han har en detaljkunskap i spelskapande.

Detta kombinerat med han själv spelar mycket spel men helst inte betalar för mycket gör honom till fulländad förläggare av indiespel enligt oss. Rui uppvisar därmed två mycket lovande färdigheter, han är på sätt och vis lika snål som Lars Wingefors (THQ Nordic) och lika mycket en spelnörd som Fredrik Wester (Paradox Interactive).

Conan Exiles

Conan Exiles utvecklades på knappt 12 månader och kostade 4,5 miljoner dollar. Funcom hade en målsättning om att spelet skulle säljas i 487 000 exemplar på 12 månader. På drygt en månad hade bolaget nått detta försäljningsmål. Spelet var lönsamt redan 7 dagar efter lanseringen på PC. Conan Exiles lämnade så kallad "Early Access" i maj 2018 och släpptes då samtidigt på PS4 och Xbox One. Efter att spelet lämnade Early Access i vårtas har Funcom släppt fyra stycken DLCs. Vi väntar oss att 2-4 DLCs släpps under 2019.

Conan Exiles väg till framgång

Trots att Funcoms tidigare onlinespel "Age of Conan" inte var ett lönsamt projekt så var det under en period ett mycket populärt spel som satta Funcom på kartan hos spelarcommunityt. När sedan Conan Exiles släpptes så var konkurrensen inom denna nisch begränsad. Det dominerande spelet var då, och är fortfarande ARK. Men de spelare som söker en annorlunda upplevelse inom genren "Open World Survival" har inte särskilt många bra alternativ.

Conan Exiles skapade från start precis en sådan viral effekt på framförallt Youtube som ett spel av denna typ behöver. Precis som man brukar säga så är "sex och våld" det som säljer bäst och Conan Exiles kunde från början leverera på båda dessa punkter.

Det största samtalsämnet från start var att Funcom erbjöd något annorlunda möjligheter när spelaren skapar sin avatar/spelkaraktär. Om du valt en kvinnlig karaktär så kan du reglera bröststorleken och om du valt en manlig karaktär kan du istället ändra på något som heter "endowment" varvid ditt "paket" mellan benen ändrar storlek. Detta är en liten rolig detalj som troligtvis gjorde stor skillnad för att skapa den uppmärksamhet ett nytt socialt spel behöver till en början. När spelet senare lanserades till konsol togs denna detalj bort, för att plattformssägarna tycket att detaljen var onödig.

Conan Exiles hade tydliga tekniska problem när det först släpptes till den digitala plattformen "Steam" till PC. Trots detta köpte som vi tidigare har nämnt omkring en halv miljon konsumenter spelet inledningsvis till ett pris på 30 dollar. Funcom jobbade de första månaderna hårt med att ta bort de mest väsentliga buggarna. I en recension från en av de branschledande speltidningarna "Pylogon" fascinerar skribenten av stabiliteten i Conan Exiles och kallar spelet för "veteranen bland alla survival-spel" som släppts de senaste sex åren. Bakgrunden till detta euforiska uttalande är att online-spel av den här typen är kända för att inte fungera särskilt bra, då servrar ofta strular vilket gör att spelupplevelsen oftast försämras avsevärt. Skribenten testade som vi förstått det spelet på konsol. När vi tittar vidare på andra användare som uttalar sig om spelet är uppfattningen gällande stabiliteten i spelet varierande. Vi kan därmed konstatera att upplevelsen självklart kan beskrivas som subjektiv samtidigt som stabiliteten kan tänkas variera beroende på vilken server på samt vilken plattform (PC, Playstation, Xbox).

Marknaden för "Open World Survival"

Open World Survival Games är en genre av spel som har vuxit fram i en snabb takt de senaste åren. Spel i denna genre går ofta ut på att spelaren vaknar upp i en fientlig värld utan någon riktig utrustning, vilket gör att hen själv måste bygga och leta efter föremål för att kunna överleva. Det absolut största spelet i denna genre är Minecraft. Genren är en av de populäraste i spelbranschen, där användarbasen är stor och lojal. I tabellen nedan listar vi de sex mest inkomstbringande spelen inom genren "Open World Survival" på Steam under 2018.

Game	Game age	Owners*	Daily CCU*	Revenue 2018*	Units sold 2018*	Rank**
ARK	3.5 years	6 million	52 000	50 million	82 000	5
ATLAS	1 month	1 million	38 000	28 million	546 000	3
Raft	6 months	1 million	3 000	23 million	752 000	3
The Forest	8 months	4 million	18 000	23 million	296 000	4
Conan Exiles	2 years	1 million	9 000	20 million	200 000	3
Rust	5 years	7 million	77 000	10 million	316 000	2

* Redeye estimates on data from Steam (digital PC platform) and Console

**Monetization Rank: Estimated Steam Revenue 2018/Estimated weekly unique CCU

Source: Steam.com, Steam DB

Vi kan utefter uppgifterna i denna tabell dra följande slutsatser:

- De två äldsta spelen har flest aktiva dagliga spelare. De äldsta spelen har även sämst monetarisering per aktiv användare.
- "Content is King", relativt nya spel och spel som har fått större uppdateringar har bäst monetarisering per aktiv användare.
- De äldsta spelen med störst användarbas har de mest uthålliga konkurrensfördelarna.

Conan Exiles lämnade under maj 2018 så kallad "Early Access" vilket gör att det spelet fick en större försäljningsökning under året. Detta kanske främst på grund av Funcom har släppt fyra DLCs på 7 månader.

ARK: Survival Evolved kan enligt våra estimat ha haft intäkter på 30-35 miljoner dollar på Steam under 2018. ARK har både en stor spelarbas och höga intäkter per spelare trots sin relativt långa livslängd. Spelet har exempelvis tre gånger högre intäkter per spelare än Rust enligt våra estimat. Utvecklaren och förläggaren till ARK lanserade nyligen spelet ATLAS som direkt tog sin in i toppskiktet gällande popularitet i genren. Detta visar hur stark ställning redan etablerade spelstudios har inom en specifik nisch. ATLAS är nämligen fullt av buggar och tekniska problem.

Både ARK och Conan Exiles är dock populärt på konsol där vi räknar med att spelen genererar ytterligare intäkter som är jämförbara med dem på Steam. Detta betyder att alltså omkring hälften av dess intäkter i tabellen ovan kommer från konsol. De övriga spelen i tabellen finns för tillfället endast på PC varför våra estimat endast bygger på försäljningsdata från den erkända sajten Steamspy.

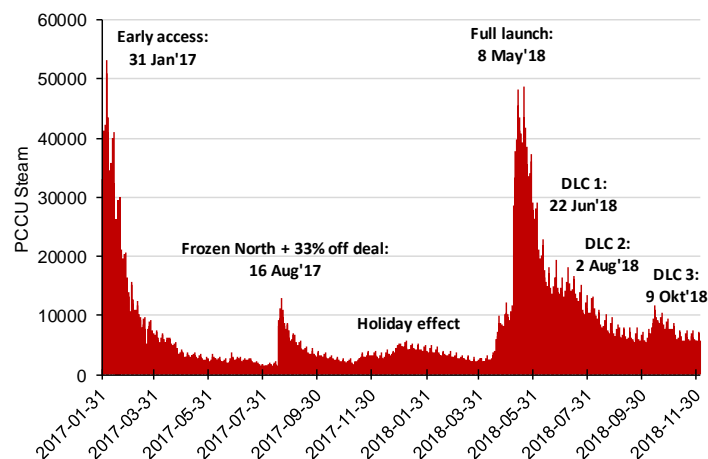
Regelbundna intäkter från Conan Exiles

Runt 80-90 procent av bolagets intäkter kommer idag från Conan Exiles. Den 5 juni 2018 strax efter den slutgiltiga lanseringen meddelade Funcom att Conan Exiles hade sålts i 1,4 miljoner enheter.

Conan Exiles lanserades den 31 januari 2017 som early access och full lansering skedde den 8 maj 2018. Som vi har beskrivit förut så följer spelet en Game-as-a-Service (GaaS) model där man lanserar nytt innehåll genom DLC:s.

I diagrammet nedan syns Peak-concurrent-users (PCCU) per dag på Steam. Störst mängd spelare är som alltid direkt efter lansering av nytt innehåll (DLC).

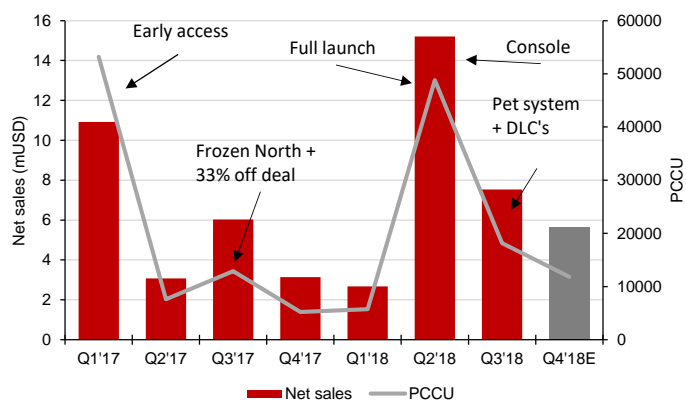
PCCU data for Conan Exiles



Source: Redeye Research, Steamspy

Intäkterna är starkt korrelerad till antalet aktiva spelare. I diagrammet nedan syns intäkter per kvartal samt topnotering för PCCU under samma period. Under Q2 2018 släpptes spelet på konsoler samt gick ur early access på Steam. Man ska tillägga att Funcom under denna period även fick intäkter från övriga spel, men det är som tidigare nämnt en relativt liten andel.

Conan Exiles PCCU per quarter and Funcom Games revenue



Source: Steamspy & Redeye Research

För traditionella fullprisspel står i i regel det första kvartalet för en stor andel av hela livstidsintäkten för titlen, i många fall hela 70 procent. För spel med en GaaS model ser det annorlunda ut då försäljningen håller i sig längre. Enligt diagrammet ovan kan man se att Conan Exiles har "lanserats" två gånger vilket de högre staplarna vad gäller intäkter visar. Då titlen har stått för merparten av intäkterna under de senaste två åren så kan vi exemplifiera hur intäktsflödet ser ut för ett GaaS spel och använda detta vid modellering av intäkterna för kommande spelsläpp.

Spelprojekt

Mutant Chronicles

Funcom utvecklar för tillfället ett FPS-spel (First Person Shooter) med ett varumärke från "Heroic Signatures". Givet att spelet innehåller skjutvapen, pekar det mesta på att det är ett "Mutant Chronicles" spel. Spelet är i full produktion och görs troligtvis till en relativt liten budget vilket gör att produktionen bör ta 1-2 år, vi räknar därmed att spelet tidigast släpps i slutet av 2019, men troligtvis först under 2020. Spelet kommer enligt bolaget ha en så kallad "premium business model". Vår uppskattning är att spelet kommer kosta omkring 30-40 dollar för konsumenten.

Mutant Chronicles skapades ursprungligen som ett rollspel utgivet av svenska "Target Games" 1993 på den tiden då rollspel var brädspel. Spelet har ett post-apokalyptiskt tema, vilket betyder att det utspelar sig i framtiden, där jorden består av en öken. Världen styrs inte längre av olika länder utan istället av globala bolag, så kallade "megakorporationer". Ett spel släpptes på Super Nintendo 1995 som kallades "Mutant Chronicles: Doom Troopes". 2008 kom det även en film med namnet "Mutant Chronicles". Både filmen och spelet av låg kvalitet vilket gjort att ingendera nådde någon kommersiell framgång. Däremot är varumärket kultförklarad och har troligtvis en lojal fanskara som längtar efter en medial produkt som är värd namnet.

Vi räknar med att spelets utvecklingsbudget ligger på omkring 10-12 miljoner dollar.

Conan – Single Player

Funcom har sedan utvecklingen av Conan Exiles planerat att släppa ett Conan-spel för en spelare, med ett så kallat "story mode". Detta blir troligtvis en så kallad "spin-off" på Conan Exiles där fokus ligger på action. Mycket av källkoden från Conan Exiles kan återanvändas i detta spel vilket gör att utvecklingskostnaderna kan hållas nere.

Vår åsikt är att spelmekaniken runt actionsekvenserna kommer att vara det som blir avgörande för spelets framgång. Det som är ett av nyckelelementen i Conans universum är våldet, vilket gör att känslan av att hugga huvudet av en skurk måste vara tillfredställande för att tilltala Conans mest trogna publik. Om Funcom lyckas väva in detta våld i en berättelse om hämnd eller något liknande som har fungerat i urminnestider tror vi att detta kan bli ett framgångsrikt spel.

Nästa storspel

Funcom är i konceptstadiet med ett nytt MMO-spel. Detta spel blir den spirituella uppföljaren till Conan Exiles. I detta spel har Funcom ett betydligt bättre utgångsläge än i Conan Exiles. Funcom har lärt sig av de misstag bolaget gjorde när man utvecklade Conan Exiles samtidigt som man inte längre måste jobba under tidspress.

Funcom har inte uppgett om spelet kommer bygga på något varumärke från "Heroic Signatures". Det kan med andra ord bli så att detta spel antingen blir ett helt nytt varumärke eller en uppföljare till spelet som lade grunden för Funcom's MMORPG-resa nämligen Anarchy Online.

Funcom utvecklar spelet på den dominerande licensierade grafikmotorn Unreal, i kombination med deras egna grafikmotor "DreamWorld-technology".

Bolaget upplevde en del brister gällande optimeringar för online- spelande under utvecklingen av Conan Exiles, vilket är en av de huvudsakliga anledningarna till att man kommer utveckla spelet på en kombinerad grafikmotor. Att spelstudios använder Unreal tillsammans med egen teknologi är relativt vanligt, vilket möjliggör konkurrensfördelar gentemot andra spel om det görs på rätt sätt.

Eftersom spelet fortfarande är i konceptfas alternativt tidig utveckling är affärsmodellen troligtvis inte bestämd än. Det mesta pekar på att det blir ett liknande upplägg som i Conan Exiles där spelaren betalar ett relativt lågt ingångspris för spelet till en början. Sedan släpps det nytt innehåll kvartalsvis som även det kostar pengar, vilket leder till stabila kassaflöden om Funcom lyckas erhålla en lojal spelarbas. Denna affärsmodell kallas inom industrin för "Game as a Service" som vi har förklarat tidigare.

Det ursprungliga spelet kan tänkas ha en utvecklingsbudget på 15-20 miljoner dollar enligt våra estimat.

Starka trender inom segmentet

Det mest tongivande och framgångsrika spelet 2018 har varit Fortnite. Spelet har under flertalet månader spelat in i genomsnitt 200 miljoner dollar per månad. Fortnite är det mest framgångsrika spelet inom "Battle Royale" genren. Anmärkningsvärt är att "Battle Royale" kan ses som en subgenre till "Open World Survival". Två av de saker som har varit utmärkande med Fortnite är att det är "free to play" och "cross platform".

Affärsmodellen "free to play" har blivit helt dominerande för mobilspel. I Asien är även majoriteten av de populäraste PC-spelen "free to play". För att nå framgång inom detta segment handlar det om att bygga upp en stor spelarbas som visar sig vara lojal genom att visa en hög frekvens av återbesök. Om detta uppnås ökar sannolikheten att spelaren köper kosmetiska objekt i spelet alternativt betalar för att spara tid.

Fortnite är även ett av få spel som är "cross platform" vilket betyder att spelare kan möta varandra i samma spel oberoende av vilken plattform de spelar på. En enskild spelare kan även byta plattform utan att förlora de framsteg som har gjorts i spelet. Sannolikt överväger Funcom dessa starka trender när de i nuläget bygger sitt kommande MMO-spel. Men givet att bolaget dessutom agerar kostnadsmedvetet tror vi inte att man först kan tänkas exekvera på något av alternativen när spelet är lanserad, lönsamt och har en tillräckligt stor användarbas.

Förläggarverksamhet

För drygt ett år sedan startade Funcom sin förläggarverksamhet. Detta är ett sätt för företaget att sprida sina risker genom att diversifiera sin spelportfölj. I dagsläget investerar Funcom endast i mindre spelprojekt, med en budget runt 2-5 miljoner dollar. Det närmaste 12 månaderna väntas de tre första spelen släppas, vi tar dem i turordning.

Mutant- Year Zero

Om spelet: Mutant- Year Zero är ett turordningsbaserat strategispel med starka influenser från den framgångsrika spelserien X-Com. Förutom att spelet är drivet av en berättelse finns det element av utforskning och "stealth". Spelet blev hyllat av både kritiker och spelare, med en genomsnittlig metacritic betyg på 77-81 och ett genomsnittligt användarbetyg på 79-83. Mutant Year Zero ligger i den delägda IP-portföljen "Heroic Signatures" och bygger på det svenska klassiska brädspelen "Mutant" från Target Games.

Om spelstudion : Detta spel är utvecklat av svenska "Bearded Ladies" som är en mycket liten studio på omkring 12-18 personer från Malmö. Studio är en blandning mellan unga och hungriga kreatörer och minst tre veteraner. Den kreative chefen för Payday-serien har haft en mer övergripande roll i produktionen medan två veteraner som bland annat jobbat med spelserien Hitman har drivit det dagliga arbetet.

Försäljning och budget: Vi räknar med att Funcom har investerat runt 2-2,5 miljoner dollar i produktionen. Ytterligare 0,2-0,5 miljoner dollar kan tänkas ha spenderats på marknadsföring. Spelet väntas ha sålts i omkring 100 000 exemplar på en månad.

Funcom skrev innan spelets lansering ett avtal med Microsoft som gjorde att spelet blev tillgängligt i Xbox Gamepass, en Netflix-liknande abonnemangstjänst exklusiv för Windowsbaserade plattformar. Den här typen av avtal har blivit allt vanligare i branschen det senaste halvåret, då Microsoft satsar stort på sin nya tjänst. I uppgörelser där ett nytt spel blir tillgängligt på Xbox Gamepass vid start kan förläggaren förhandla till sig relativt lukrativa avtal. Vi räknar med att detta avtal kan vara värt runt 1 miljon dollar. Funcom får omkring 50 procent av denna intäkt. Enligt våra estimat kan spelet därmed hitintills ha inbringat omkring 3 miljoner dollar till Funcom.

Game	Game age	Owners*
XCOM	24 years	5-6 million
XCOM 2	3 years	4-5 million
Mario+Rabbids	1.5 years	2 million
Jaged Alliance*	1 month-18 years	50 K -0.5 million
Phantom Doctrine	6 months	50-70 K
Mutant Year Zero	1 month	100 K

*Estimated sales per game in the game series

Redeye estimates on data from Steam (digital PC platform)

Turordningsbaserade strategispel inom denna subgenre är en relativt liten nisch. Den tydliga stjärnan är XCOM-serien som på många vis var genredifierande. XCOM 2 såldes i omkring 365 000 exemplar den första dagen och 0,5 miljoner exemplar den första veckan. Mario + Rabbids var liksom XCOM kritikerrosat och exklusivt för Nintendos Switch. Spelet var utvecklat av den franska storheten Ubisoft, uppbackad av den starka Mario licensen och en rejäl nypa charm.

Av de tre spel som lanserades inom denna genre under 2018 är det Mutant Year Zero som har de bästa förutsättningarna enligt oss. Jaged Alliance: Rage fick medelmåttiga betyg och har enligt våra estimat sålts i ungefär 50 000 exemplar. Phantom Doctrine fick bra recensioner från spelare och kritiker och har enligt våra uppskattningar sålts i 50-70 000 exemplar. Jaged Alliance har till skillnad från Phantom Doctrine ett starkt IP med en trogen fanskara.

Mutant Year Zero har enligt våra källor sålts i omkring 100 000 exemplar på en månad och ligger fortfarande på stabila listplaceringar bland Steams globala bästsäljare. Strategispel med hög kvalitet har en tendens att ge en god försäljning under en längre tid, något bland annat svenska Paradox är ett bevis på. Det är även kostnadseffektivt att släppa nytt innehåll i form av DLCs till denna typ av spel.

Spelet har även mycket goda förutsättningar att släppas på Nintendos Switch vilket har blivit den primära plattformen för många indiespel samt strategispel. Anledningen till detta är att denna plattform är bärbar samt att spel av denna typ inte är särskilt tekniskt krävande. Denna typ av spel säljer därmed generellt mycket bra till denna plattform. Vi räknar med att Mutant Year Zero släpps till Nintendo Switch under 2019, troligtvis redan till sommaren.

Vi tror att spelet kommer bli lönsamt i Q1 2019.

Conan- Unconquered

Om spelet: Conan Unconquered är ett realtidsbaserat strategispel (RTS) som enligt Funcom har ett antal nytänkande element som sannolikt kommer differentiera det från mängden. Spelet kommer endast släppas till PC till en början. Men om det skulle nå en större framgång kommer bolaget överväga andra plattformar. I nuläget har Funcom ingen uttalad strategi angående mobila plattformar. Strategispel lämpar sig dock relativt väl för mobila enheter vilket gör att det ändå alltid kommer vara en möjlighet som man kan tänkas överväga i framtiden.

Om spelstudion: Petroglyph Games grundades 2003 och består av ett antal veteraner från Westwood Studios. Totalt är det ett team på 15 personer som sitter i ett kontor i Las Vegas. Bolaget specialiserar sig på RTS (Real-Time Strategy) spel. Westwood Studios är framförallt kända för att ha utvecklat spelserien Command & Conquer. Westwood blev sedan uppköpta år 1998 av spelföretaget Electronic Arts, detta var något som senare fick de grundarna av Petroglyph att hoppa av.

Petroglyph följde i Westwood Studios fotspår och har specialiserat sig på RTS spel. Deras mest framgångsrika spel är "Star Wars: Empire at War" som släpptes år 2006. Spelet har sålt över 6,7 miljoner kopior. Petroglyph har varit aktiva sedan start men har börjat att fokusera på minde RTS indie-spel.

De tre grundarna:

Joe Bostic har mer än 27 års erfarenhet som spelutvecklare. Han hade en ledande roll i utvecklingen av Dune II som lade grunden för hela RTS-genren. Tillsammans med Brett Sperry skapade han även den omåttligt framgångsrika och genreddefinierande spelserien Command & Conquer. Joe Bostic var både huvudprogrammerare och designer för spelet medan Brett Sperry jobbade som kreativ chef för spelserien. Joe Bostic jobbar nu som Creative Director för Petroglyph.

Michael Legg har jobbat i spelbranschen i mer än 30 år. Michael är både VD och Senior programmerare för Petroglyph.

Steve Tall började sin karriär inom spelbranschen som programmerare på Tynesoft och The Bitmap Brothers. Han började sedan jobba på Westwood studios som Senior Software Engineer tills företaget blev uppköpta av EA. Steve jobbar nu som Technical Director på Petroglyph.

Försäljning och budget:

Funcom har gjort en trailer tillsammans med Goodbye Kansas, precis som man tidigare har gjort med både Conan Exiles och Mutant Year Zero. Enligt våra estimat har Funcom investerat mindre än 2 miljoner dollar. Funcom finansierar hela spelproduktionen.

Petroglyph games	Release	Owners*	Avg Price	Sales USD
Forged Battalion	2018	64 000	15 USD	672 000
8-bit Armies	2016	104 000	13 USD	946 400
Grey Goo	2015	330 000	18 USD	4 158 000
Star Wars: EaW	2006	1 400 000	13 USD	12 740 000

Redeye estimates on data from Steam (digital PC platform)

Vi räknar med att Conan-Unconquered har samma produktionsbudget och av samma kvalitet som Petroglyph's spel Grey Goo. Spelet väntas även ligga runt samma prisnivå på omkring USD 30 för konsumenten. Till skillnad från exempelvis "Grey Goo" är Conan ett välkänt varumärke vilket sannolikt kommer förbättra den inledande försäljningen. Om vi jämför med liknande spel som släpptes 2018 inom den så kallade RTS-genren (Real Time Strategy) sålde "There are Billions" och "Northgard" i 740 000 exemplar respektive 775 000 exemplar vilket genererade runt 13 miljoner dollar respektive 10 miljoner dollar efter plattformskostnader. Detta siffror baseras som vanligt på Steam Spy som visar försäljningsestimat från den dominerande digitala PC-plattformen Steam. Vi har relativt konservativa estimat vad gäller försäljningen under 2019 och lägger oss på runt 4 miljoner dollar i intäkter för Conan-Unconquered.

The Secret World (The Park)

Vi tror att det hemliga spelet som utvecklas av Rock Pocket Games är en titel baserat på Funcoms helägda IP "The Secret World". Vi tror att sannolikheten att spelet baseras på dess spin off "The Park" är relativt stor. Spelet planeras att släppas runt Halloween 2019.

Försäljning och budget:

Funcom finansierar enligt vår uppskattning 80-90 procent av spelutvecklingen i detta projekt. Rock Pocket Games är medfinansiär. Vi räknar med att Funcom har investerat runt 1,5 miljoner dollar i spelet. Då vi inte vet någonting om spelet samtidigt som Rock Pocket Games är en liten och ung studio räknar vi med att spelet genererar lägre intäkter än både Mutant Year Zero och Conan Unconquered.

Om ni vill läsa mer om "The Secret World" och dess spinoff "The Park" hänvisar vi till Appendix i slutet av rapporten.

Finansiella prognoser

Runt 80-90 procent av bolagets intäkter kommer idag från Conan Exiles. Med start i Q4 2018 kommer detta att ändras då Funcom's förläggarverksamhet blir en intäktsdrivare i och med lanseringen av Mutant Year Zero. Under 2019 kommer det adderas två nya intäktskällor, då två nya förläggarspel lanseras i Q2 och Q3. Age of Conan, Secret World och The Park står för resterande del av intäkterna.

Funcom largest titles

Game	YTD PCCU on steam
Conan Exiles	48819
Secret World Legends	1222
Age of Conan	381

Source: Redeye Research

Modell för spelförsäljning

Conan Exiles släpptes i Early Access under Q1'17. Spelet var en succé och drog in omkring 11 MUSD under release kvartalet (RQ). RQ stod för 47 procent av de totala intäkterna under de första 12 månaderna för spelet. Värt att notera är att spelet ökade sin försäljning under det andra året, på grund av full lansering och konsolsläpp.

Early access release Conan Exiles (mUSD)

Period	RQ	-1Q	-2Q	-3Q	Y1	Y2E	Y3E
Net sales	11	3	6	3	23	31	19
% of first year	47%	13%	26%	14%		134%	81%
Q/Q growth		-72%	96%	-48%		34%	-39%

Source: Redeye Research

Spelet släpptes alltså till fullpris och på konsoler under Q2'18, Funcom visade då intäkter på hela 15 MUSD under kvartalet. Vi räknar med att intäkterna stadigt sjunker under år 2 och 3.

Full launch Conan Exiles (mUSD)

Period	RQ	-1Q	-2QE	-3QE	Y1	Y2E	Y3E
Net sales	15	8	6	4	32	17	6
% of first year	47%	23%	17%	12%		53%	18%
Q/Q growth		-50%	-25%	-29%		-47%	-66%

Source: Redeye Research

Starbreeze storsäljare Payday 2 är också ett bra exempel på hur intäktsflödena kan se ut för ett Game-as-a-Service titel. Vi menar inte som en riktlinje på intäktsnivåer utan snarare hur flödena kan se ut i form av livslängd m.m.

Payday 2 launch (mSEK)

Period	RQ	-1Q	-2Q	-3Q	Y1	Y2	Y3
PD2 net sales	171	71	57	93	393	363	316
% of first year	44%	18%	15%	24%		92%	80%
Q/Q growth		-59%	-19%	62%		-8%	-13%

Source: Redeye Research

I följande tabell illustrerar vi indexerade intäktflöden i samband med spelsläppen. Generellt kommer aldrig intäktsnivåer tillbaka på samma nivåer som när det faktiska spelsläppet sker. De tre efterföljande kvartalen brukar ligga mellan 30-60 procent and intäkterna under release kvartalet. Sett till årssiffrorna är EA (Early Access) kan Conan Exiles ses som ett ovanligt lyckosamt spel. Under år 2 så uppgår intäkterna, på grund av nytt innehåll och DLCs, runt 70-90 procent av första årets försäljning för att sedan gå ned ytterligare under det tredje året.

Indexed income streams game launch							
Period	RQ	-1Q	-1Q	-1Q	Y1	Y2	Y3
EA Conan	100	28	55	29	100	134	81
Conan Exiles	100	50	37	26	100	53	18
Payday 2	100	41	34	54	100	92	80
Avg.	100	40	42	36	100	93	60

Source: Redeye Research

Försäljningsestimat för Games

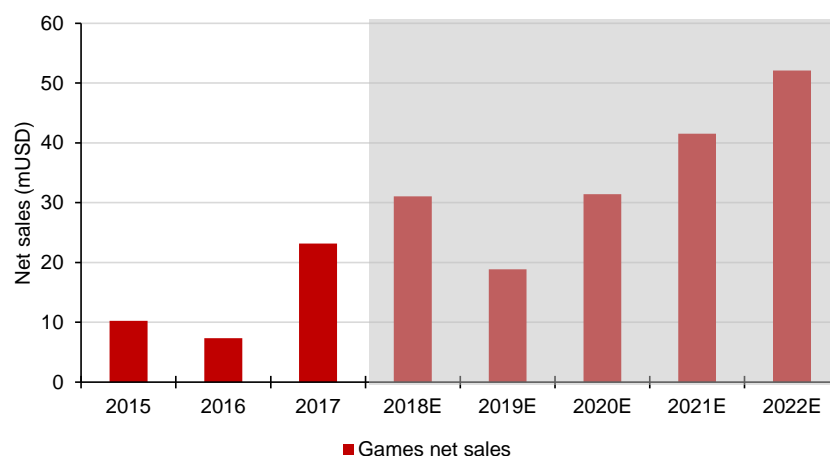
2019: Conan Exiles kommer enligt våra estimat fortsatt vara den primära drivande intäktsskällan under 2019. Vi räknar inte med att få se några nya spelsläpp under året från Funcoms interna spelstudios. Vi räknar dock med att Funcom fortsätter att leverera DLC's för deras huvudtitel. Då spelet är inne på sitt tredje år sedan Early Access släppet räknar vi med något sjunkande intäkter i linje med hur vi modellerar dessa typer av spel.

2020: Under 2020 räknar vi med att Mutant Chronicles släpps, det är möjligt att spelet kommer i slutet av 2019 men mest troligt kommer spelet 2020. Vi räknar även med att Conan Single Player kommer under 2020. Båda spelen kommer säljas som så kallade fullprisspel. Eftersom Mutant Chronicles kommer vara ett onlinebaserat co-op spel väntas vi oss att detta spel kommer säljas med en så kallas "GaaS" modell vilket leder till mer uthålliga intäkter över tid, om spelet visar sig vara lyckosamt vid release.

2021: Det stora MMORPG projektet som vi har gett namnet "Anarchy Exiles" räknar vi med lanseras under 2021, och kommer vara den största intäktsdrivaren under det året. Trots att Funcom har fått ett bra rykte i spelarcommunityt och har betydligt bättre förutsättningar med lansera en mer genomarbetad titel än Conan Exiles, räknar vi av konservativa skäl med lägre intäkter de inledande 12 månaderna.

2020: Här räknar vi med att ett hittills outannonserat spel lanseras.

Funcom: Games net sales

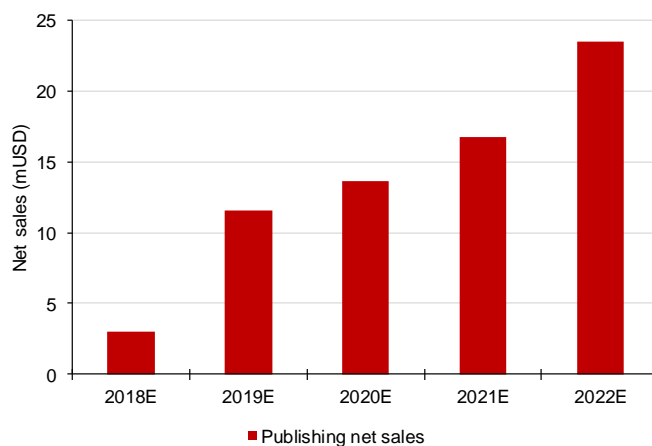


Source: Redeye Research

Försäljningsestimat för Publishing

Publishing är nyetablerat och hade sitt första spelsläpp under Q4'18 med Mutant Year Zero. Förläggarverksamheten kommer ha en rivstart då både Conan Unconquered och The Secret World (The Park) släpps under 2019. Utöver dessa projekt har vi ingen insyn i pipelinen för Publishing, men vi förväntar oss att segmenten kommer släppa 2-3 spel per år de närmaste åren av varierande budgetstorlek.

Funcom: Publishing net sales



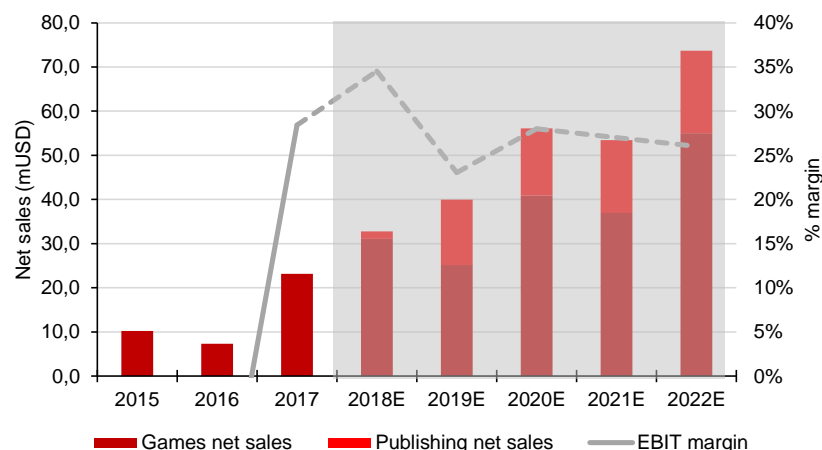
Source: Redeye Research

Försäljning för gruppen och marignal estimat

Sett till olika kvartal så kan Funcoms marignal variera kraftigt, då den starkt påverkas utav spelsläpp. Efter att diverse kostnader för distribution har dragits samt eventuella royalties så är kostnadsmassan relativt trögrörlig.

Ett exempel: När Conan Exicles lanserades i Early Access, Q1'17, landande EBIT marginalen på hela 55 procent, samtidigt under Q4 samma år kom den in på -16 procent.

Funcom: Games net sales, Publishing net sales & EBIT margin



Source: Redeye Research

Intäkter från förläggarverksamheten kommer bli en viktig del av Funcom och skapa jämnare intäktsflöden för bolaget. Det kommer också leda till något lägre marginaler då Funcom betalar royalties till utvecklare och partners. Vi bedömer att bolaget kommer leverera EBIT marginaler på omkring 25 procent de kommande åren.

Funcom: Estimate annual						
mUSD	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
Net sales	7	23	33	29	45	58
<i>of which Games</i>	7	23	30	18	31	41
<i>Publishing</i>			3	12	14	17
OPEX	-7	-13	-16	-17	-19	-24
EBITDA	0	10	17	12	26	34
D&A	-2	-4	-7	-7	-14	-19
EBIT	-2	7	10	5	12	16
Net sales growth	-28%	216%	42%	-10%	51%	30%
EBITDA margin	3%	45%	51%	41%	57%	59%
EBIT margin	-22%	28%	29%	19%	26%	27%

Source: Redeye Research

Summering av våra finansiella prognoser

Vi räknar med en negativ tillväxt under 2019 med ett nästan halverat rörelseresultat jämfört med året innan. Detta då vi väntar oss att det två år gamla Conan Exiles får ett intäktstapp på 40 procent på helårsbasis. Diversifieringen kommer dock bli mycket bättre där 40 procent av de totala intäkterna väntas komma från bolagets tre nya förläggartitlar. Under 2020-2021 väntas intäkterna och framförallt rörelseresultatet öka kraftigt då Funcoms egentutvecklade spel väntas generera majoriteten av de totala intäkterna.

Värdering

Antaganden i Base-case:

- Försäljnings CAGR de kommande 10 åren på 19 procent
- Vi räknar med en genomsnittlig EBIT marginal under de närmaste 10 åren på 25 procent
- Terminal (2027-->) tillväxt på 2 procent
- Terminal EBIT marginal om 23 procent
- WACC om 11,2 procent, uträknat genom Redeye Rating

Funcom är ett bolag som genomfört stora förändringar i både hur företaget drivs och hur deras spelportfölj ser ut. Vi anser att Funcom har nu påbörjat sin tillväxtresa och kommer uppvisa hög tillväxt under god lönsamhet de närmaste åren, drivet av de pågående spelprojekten, ännu ej annonserade projekt och den nya Publishing enheten. Den pågående diversifiering av spelportföljen, fokuset på kostnadseffektivitet, sunt risktänkande och det starka ledarskapet är något som marknaden ännu inte har uppmärksammat fullt ut enligt vår bedömning. I vårt Base-case värderar vi Funcom till **18 NOK** per aktie.

Bear Case 8 NOK

Antaganden i Bear-case:

CAGR på 9 procent
Snitt EBIT marginal 18 procent
Terminal FCF tillväxt på 2 procent
EBIT marginal om 18 procent

I vårt Bear-case antar vi en klart svagare utveckling för det nyetablerade Publishing samt att de nya projekten inom Games inte aldrig blir en lika stor succé som Conan Exiles blev. Den svagare utvecklingen för spelportföljen leder också till en sämre EBIT marginal. I detta scenario antar vi vidare att bolaget fortsätter investera i nya projekt, men att dessa bara blir måttliga framgångar.

Base Case 18 NOK

Antaganden i Base-case:

CAGR på 19 procent
Snitt EBIT marginal 25 procent
Terminal FCF tillväxt på 2 procent
EBIT marginal om 23 procent

I Base-case räknar vi med att ett starkt bidrag från Publishing de närmaste åren och att enheten står för runt 30 procent av intäkterna när vi når år 2021. Vidare modellerar vi att det nya open world survival spelet når något sämre framgångar än Conan Exiles dock skapar det goda long-tail intäkter. Conan Single Player och Mutant Chronicles blir relativt sett mindre spelsläpp. I detta scenario räknar vi med stabila marginaler i linje med peers inom gaming-industrin.

Bull Case 31 NOK

Antaganden i Base-case:

CAGR på 24 procent
Snitt EBIT marginal 28 procent
Terminal FCF tillväxt på 2 procent
EBIT marginal om 25 procent

I Bull-case modellerar vi med klara framgångar för alla de nya spelprojekten inom Games samt att Publishing överlevererar och skapar mycket goda intäkter genom flertalet nya projekt som initieras under 2020–2024. I detta scenario räknar vi med en högre marginal tack vare den goda utvecklingen inom Games.

Peer värdering

Som ett komplement till vår DCF använder vi alltid en peer värdering som baseras på jämförbarabolag och de multiplar de handlas till. Gaming scenen i Europa är stor där det finns en rad noterade bolag i Norden, England och i mellan Europa. Vi har exkluderat diverse mobilutvecklare och en rad av industrins giganter då dessa ändå skiljer sig från en mindre utvecklare/förläggare som Funcom i form av riskbild, IP styrka och likviditetsrisk i aktien etc.

Peer valuation										
Company	EV (mSEK)	EV/Sales		EV/EBIT			SALES CAGR 17-20E	EBIT margin		
		18E	19E	18E	19E	20E		18E	19E	20E
Gaming										
CD Projekt	36 657	39.1x	15.6x	27.1x	21.2x	16.4x	66%	39%	61%	70%
Paradox Interactive	14 968	10.6x	8.6x	36.0x	24.0x	19.7x	43%	29%	36%	32%
THQ Nordic	13 908	2.9x	2.5x	26.6x	14.7x	11.9x	128%	11%	17%	19%
Team17	3 356	7.8x	6.7x	22.8x	21.4x	20.3x	18%	34%	31%	31%
Codemasters	2 703	3.3x	2.9x	17.1x	13.8x	11.6x	22%	20%	21%	23%
Focus Home Interactive	1 271	1.3x	1.1x	11.2x	8.6x	8.4x	19%	12%	13%	12%
Remedy	784	3.7x	2.2x	n.m.	7.6x	6.4x	29%	-5%	29%	33%
CI Games	377	5.1x	1.5x	n.m.	5.0x	n.m.	-33%	-3%	30%	-20%
Median	3 030	4.4x	2.7x	25x	14x	12x	25%	16%	29%	27%
Funcom (mUSD)	94	2.9x	2.9x	8x	12x	8x	22%	35%	24%	29%
at Base-case		4.1x	4.2x	12x	18x	11x				

Source: Bloomberg & Redeye Research

Vi använder oss av primärt EV/EBIT som värderingsmultipl för peer värdering då denna tar hänsyn till både CAPEX och skuldsättningsgrad. I vår peer grupp har vi valt ut de Gamingbolag som mest efterliknar Funcoms affärsmodell och storlek, med de sagt så är CD Projekt, Paradox Interactive och THQ Nordic långt mycket större.

Enligt vår prognos förväntas Funcom uppnå en CAGR på 22 procent de närmaste tre åren samt en EBIT marginal mellan 24–35%, med andra ord förväntas bolaget prestera i höjd med medianen för peer gruppen gällande framtida finansiell utveckling. Vi menar därför att Funcom även borde värderas i höjd med de övriga gamingbolagen sett till vinstmultiplar. Vår prognos indikerar en EV/EBIT_{2020E} om 8x, vårt Base-case skulle implicera en multipl på 11x. Vi anser således att Funcom både ser attraktivt ut i ett relativperspektiv och vår DCF värdering om 17 NOK per aktie understöds av peer värderingen.

Appendix

Funcom's tidigare större speltitlar:

Anarchy Online

Anarchy Online är ett MMORPG med ett science fiction-tema. Anarchy Online lanserades 2001 och fick ett mediokert mottagande. Spelet var fullt med buggar vid lanseringen. Funcom spenderade ungefär 6 månader efter den första lanseringen med att försöka laga spelet. När utvecklarna var klara med finslipningen gick de ut till spelkritiker för att låta dem testa spelet igen. Spelets popularitet tog fart igen då man i samband med detta erbjöd en gratis provperiod. Anarchy Online har fått kultstatus från äldre fans av MMORPG.

Age of Conan

Age of Conan var Funcoms andra stora MMORPG spel. Age of Conan hade också en svår lansering med två stora förseningar. Spelet skulle lanseras i januari 2008 men blev sedan uppskjutet till maj 2008. Spelet hade en större skara av fans och redan innan lanseringen hade 500 000 personer skrivit upp sig till att ta del av betan.

Age of Conan utspelar sig efter händelserna i Robert E. Howards kända Conan novell. Både boken och spelet utspelar sig i en fantasyvärld där svart magi och grymhet styr. Det har också gjorts många filmer på varumärket Conan men den allra kändaste av filmerna är Conan the Barbarian som släpptes år 1982. Filmen blev en succé med intäkter på 123 miljoner dollar. Budgeten var på mer blygsamma 20 miljoner dollar. Filmen klassas idag som en kultklassiker med en stark fanbase.

The Secret World

Funcoms tredje stora MMORPG var The Secret World som släpptes till PC år 2012. The Secret World utspelar sig i den moderna världen med en stor skillnad, världen attackeras av ockulta monster. Man kan till exempel slåss mot vampyrer i London och mumier i Egypten. The Secret world skiljer sig från många andra MMORPG med strider som utspelar sig i realtid.

The Secret World sålde ungefär 200 000 kopior, detta var under Funcom förväntningar och efter 6 månader så bytte företaget till en pay-to-play modell där nya spelare bara behövde köpa spelet utan några abonnemangstjänster. Dock så kunde spelare köpa abonnemangstjänster för att få bonusar.

The Secret World lanserades på nytt 2017 som Secret World Legends för att locka både nya och gamla spelare. Spelet är gratis att spela och fick sitt senaste tillägg den 14 november 2018 kallad Dark Agatha.

Sammanfattning Redeye Rating

Redeyes Rating utgörs av fem värderingsnycklar. Varje värderingsnyckel består av en sammanvägning av ett antal faktorer som värderas på en betygskala från 0 till 2p. Maxpoängen för en värderingsnyckel är 10 poäng.

Management: 8.0

The new management with Rui Casias as the leading man has long experience with good understanding of the gaming industry and games in particular. The leadership has accomplished a turnaround and have a solid strategy for the company's next phase. The company has still very good cost control and with a diversified portfolio of games in the pipeline. It is a clear link between performance and compensation.

Ownership: 5.0

The ownership is not optimal. Rui Casias owns too little of Funcom, according to our rating model. This is one of the reasons for setting our WACC for the company at 11.2%. We would regard it as encouraging if he were awarded a more generous option program and, preferably, were also to buy more shares privately. However, it is positive that Fredrik Malmberg, who owns 50% of Heroic Signatures, is also a major shareholder in Funcom.

Profit Outlook: 4.5

In-house game development will remain the company's primary focus. Funcom has been creating a name for itself in online games since the beginning of the 2000s, which means that we assume it will dedicate most of its investments to in-house development of these online games, particularly in the Open World Multiplayer category. However, the fact that the company is currently developing two games in the action genre, one of which is a first-person shooter (FPS), shows that it is also opportunistic here and is more than willing to diversify its products as it sees fit. We believe Funcom will scale up its publishing business in the future, and will probably invest mainly in more publishing titles. At the moment, Funcom is only making investments in the range of USD 2 –5 million. If the majority of its investments in the forthcoming publishing projects prove to be profitable, its willingness to take risks on promising projects will probably increase.

Profitability: 6.0

Funcom has now begun its growth journey and will show high growth under good profitability over the next few years, driven by the ongoing gaming projects, not yet announced projects and the new Publishing business unit. The ongoing diversification of the gaming portfolio, the focus on cost efficiency, healthy risk thinking and strong leadership is something that most likely will lead to a high EBIT-margin.

Financial Strength: 7.0

Funcom has a strong cash position of approximately USD 19 million and is debt free. The company operates in a non-cyclical business. The games portfolio will be more diversified in the next coming years.

RESULTRÄKNING	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Omsättning	7	23	33	28	42
Summa rörelsekostnader	-7	-13	-16	-16	-18
EBITDA	0	10	17	12	24
Avskrivningar materiella tillg.	0	0	0	0	0
Avskrivningar immateriella tillg.	-2	-3	-7	-6	-13
Goodwill nedskrivningar	0	0	0	0	0
EBIT	-2	7	10	5	11
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	-1	0	-2	0	0
Valutakursdifferenser	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	-3	7	8	5	11
Skatt	1	-2	-2	-1	-2
Nettoreultat	-2	5	6	4	9

BALANSRÄKNING	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Tillgångar					
<i>Omsättningsstillgångar</i>					
Kassa och bank	4	8	22	11	10
Kundfordringar	1	2	3	3	4
Lager	0	0	0	0	0
Andra fordringar	0	0	0	0	0
Summa omsättn.	5	10	26	14	14
<i>Anläggningsstillgångar</i>					
Materiella anl. tillg.	0	0	1	1	2
Finansiella anl. tillg.	0	0	0	0	0
Övriga finansiella tillg.	0	0	7	7	7
Goodwill	0	0	0	0	0
Imm. tillg. vid förväv	0	0	0	0	0
Övr. immater. tillg.	7	10	17	33	43
Övr. anlägg. tillg.	0	1	1	1	1
Summa anlägg.	7	11	26	41	52
Uppsk. skatteford	1	0	0	0	0
Summa tillgångar	13	20	51	55	66
Skulder					
<i>Kortfristiga skulder</i>					
Levantörsskulder	0	3	0	0	0
Kortfristiga skulder	2	3	5	4	6
Övriga kortfristiga skulder	0	0	0	0	0
Summa kort. skuld	2	6	5	4	6
Räntebr. skulder	7	0	0	0	0
L. icke ränteb. skulder	0	0	0	0	0
Konvertibler	0	0	0	0	0
Summa skulder	9	6	5	4	6
Uppskj. skatteskuld	0	1	1	1	1
Avsättningar	0	0	0	0	0
Eget kapital	4	14	46	50	59
Minoritet	0	0	0	0	0
Minoritet & E. Kap.	4	14	46	50	59
Summa skulder och E. Kap.	13	20	51	55	66

FRITT KASSAFLÖDE	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Omsättning	7	23	33	28	42
Sum. Rörelsekostnader	-7	-13	-16	-16	-18
Avskrivningar	-2	-3	-7	-7	-13
EBIT	-2	7	10	5	11
Skatt på EBIT	0	0	0	0	0
NOPLAT	-2	7	10	5	11
Avskrivningar	2	3	7	7	13
Bruttokassaflöde	0	10	17	12	24
Föränd. i rörelseskap	1	0	1	0	1
Investeringar	-8	-8	-18	-22	-24
Fritt kassaflöde	-8	3	0	-11	1

KAPITALSTRUKTUR	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Soliditet	30%	67%	89%	91%	89%
Skuldsättningsgrad	187%	26%	0%	0%	0%
Nettoskuld	3	-4	-22	-11	-10
Sysselsatt kapital	7	9	23	39	49
Kapit. oms. hastighet	0.6	1.1	0.6	0.5	0.6

TILLVÄXT	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Försäljningsstillväxt	0%	216%	42%	-15%	52%
VPA tillväxt (just.)	0%	-392%	14%	-29%	113%

DCF VÄRDERING		KASSAFLÖDEN, MUSD	
WACC (%)	11.2 %	NPV FCF (2018-2020)	-18
		NPV FCF (2021-2027)	59
		NPV FCF (2028-)	100
		Rörelsefrämmande tillgångar	8
		Räntebärande skulder	-4
		Motiverat värde MUSD	145
Antaganden 2017-2023 (%)			
Genomsn. förs. tillv.	22.5 %	Motiverat värde per aktie, NOK	18
EBIT marginal	25.6 %	Aktiekurs, USD	13.3

LÖNSAMHET	2016	2017	2018E	2019E	2020E
ROE	0%	57%	20%	9%	16%
ROCE	-29%	47%	31%	11%	20%
ROIC	0%	93%	102%	22%	28%
EBITDA marginal	3%	43%	51%	43%	58%
EBIT marginal	-22%	29%	29%	19%	26%
Nettomarginal	-23%	21%	18%	15%	21%

DATA PER AKTIE	2016	2017	2018E	2019E	2020E
VPA	-0.02	0.07	0.08	0.05	0.11
VPA just.	-0.02	0.07	0.08	0.05	0.11
Utdelning	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Nettoskuld	0.04	-0.06	-0.29	-0.14	-0.12
Antal aktier	74.98	74.98	77.01	77.01	77.01

VÄRDERING	2016	2017	2018E	2019E	2020E
EV	3.4	-4.2	99.2	110.8	112.1
P/E	0.0	0.0	20.9	29.4	13.8
P/E diluted	0.0	0.0	20.9	29.4	13.8
P/Sales	0.0	0.0	3.7	4.4	2.9
EV/Sales	0.5	-0.2	3.0	4.0	2.6
EV/EBITDA	14.5	-0.4	6.0	9.3	4.6
EV/EBIT	-2.1	-0.6	10.3	21.4	10.2
P/BV	0.0	0.0	2.7	2.4	2.1

AKTIENS UTVECKLING		TILLVÄXT/ÅR	16/18E
1 mån	11.7 %	Omsättning	111.6 %
3 mån	-37.6 %	Rörelseresultat, just.	◆
12 mån	18.1 %	V/A, just	◆
Årets början	11.7 %	EK	248.5 %

ÄGARSTRUKTUR %	KAPITAL	RÖSTER
KGJ Investments S.A.	25.2 %	25.2 %
Avanza Pension	10.4 %	10.4 %
Swedbank Robur Fonder	9.6 %	9.6 %
Tranicos LLC	5.9 %	5.9 %
Nordnet Pensionsförsäkring	5.4 %	5.4 %
KGJ Capital AS	3.8 %	3.8 %
Asp Invest Atle Pedersen	1.5 %	1.5 %
Nordnet Livsförsäkring AS	1.1 %	1.1 %
Dimensional Fund Advisors	0.9 %	0.9 %
Gjestoy AS	0.8 %	0.8 %

AKTIEINFORMATION	
Reuterskod	FUNCOM.OL
Lista	Oslo Börs
Kurs	13.3
Antal aktier, milj.	77.0
Börsvärde, MUSD	121.6

BOLAGSLEDNING & STYRELSE	
VD	Rui Casais
CFO	Stian Drageset
IR	Ole Schreiner (COO)
Ordf	Ole Gladhaug

NÄSTKOMMANDE RAPPORTDATUM	
FY 2018 Results	February 26, 2019

ANALYTIKER	
Redeye AB	
Tommas Otterbeck	Mäster Samuelsgatan 42, 10tr
tomas.otterbeck@redeye.se	111 57 Stockholm

Kristoffer Lindstrom
kristoffer.lindstrom@redeye.se

Redeye Rating: Bakgrund och definition

Avsikten med Redeye Rating är att hjälpa investerare att identifiera bolag med en hög kvalitet och attraktiv värdering.

Company Qualities

Avsikten med Company Qualities är att den ska ge en strukturerad och god bild av ett bolags kvalitet (eller verksamhetsrisk) – dess chans att överleva och förutsättningar att uppnå långsiktigt stabil vinsttillväxt.

Vi klassificerar bolagets kvalitet utifrån en tiogradig skala baserad på fem värderingsnycklar; 1 – Ledning (Management), 2 – Ägarskap (Ownership), 3 – Vinstutsikter (Growth Outlook), 4 – Lönsamhet (Profitability) och 5 – Finansiell styrka (Financial Strength).

Varje värderingsnyckel utvärderas utifrån ett antal kvantitativa och kvalitativa nyckelfrågor som viktas olika utifrån hur viktiga de anses vara. Varje nyckelfråga tilldelas ett antal poäng utifrån sitt betyg. Det är det sammanlagda antalet poäng från de enskilda frågorna som ligger till grund för bedömningen av varje värderingsnyckel. Betygsskalan sträcker sig från 0 till +10 poäng.

Det sammanlagda betyget för varje värderingsnyckel visualiseras genom storleken på dess stapelkropp. Den relativa storleken mellan staplarna beror därmed på betygsfördelningen mellan de olika värderingsnycklarna.

Ledning

Vår rating av Ledning representerar en bedömning av styrelsens och ledningens förmåga att förvalta bolaget med aktieägarnas bästa för sina ögon. En duktig styrelse och ledning kan göra en medioker affärsidé lönsam, och en dålig kan försätta till och med ett starkt bolag i kris. De faktorer som utgör bedömningen av Ledning är; 1 – Exekvering, 2 – Kapitalallokering, 3 – Kommunikation, 4 – Erfarenhet, 5 – Ledarskap, och 6 – Integritet.

Ägarskap

Vår rating av Ägarskap representerar en bedömning av utövat ägarskap för ett mer långsiktigt värdeskapande. Ägarengagemang och kompetens är avgörande för bolagets stabilitet och för styrelsens handlingskraft. Bolag som har spridd ägarstruktur utan tydlig huvudägare har historiskt sett gått betydligt sämre än börsens index över tiden. De faktorer som utgör bedömningen av Ägarskap är; 1 – Ägarstruktur, 2 – Ägarengagemang, 3 – Institutionellt ägande, 4 – Maktmissbruk, 5 – Renommé, och 6 – Finansiell uthållighet.

Vinstutsikter

Vår rating av Vinstutsikter representerar en bedömning av bolagets förutsättningar att uppnå långsiktigt stabil vinsttillväxt. På lång sikt följer aktiekursen ungefär bolagets resultatutveckling. Ett bolag som inte växer kan vara en god kortsiktig placering, men är det sällan på lång sikt. De faktorer som utgör bedömningen av Vinstutsikter är; 1 – Affärsmodell, 2 – Försäljningspotential, 3 – Marknadstillväxt, 4 – Marknadsposition, och 5 – Konkurrenskraft.

Lönsamhet

Vår rating av Lönsamhet representerar en bedömning av hur effektivt bolaget historiskt har utnyttjat sitt kapital för att skapa vinst. Bolag kan inte överleva om de inte är lönsamma. Bedömningen av hur lönsamt ett bolag varit baseras på ett antal nyckeltal och kriterier under en period på upp till fem år tillbaka i tiden; 1 – Avkastning på totalt kapital (Return on total assets; ROA), 2 – Avkastning på eget kapital (Return on equity; ROE), 3 – Nettomarginal (Net profit margin), 4 – Fritt kassaflöde, och 5 – Rörelseresultat (Operating profit margin, EBIT).

Finansiell styrka

Vår rating av Finansiell styrka representerar en bedömning av bolagets betalningsförmåga på kort och lång sikt. Basen i ett bolags finansiella styrka är balansräkningen och dess kassaflöden. Om inte balansräkningen klarar av att finansiera tillväxten är inte ens den bästa potentialen till någon nytta. Bedömningen av ett bolags finansiella styrka baseras på ett antal nyckeltal och kriterier; 1 – Räntetäckningsgrad (Times-interest-coverage ratio), 2 – Skuldsättningsgrad (Debt-to-equity ratio), 3 – Kassalikviditet (Quick ratio), 4 – Balanslikviditet (Current ratio), 5 – Omsättningsstorlek, 6 – Kapitalbehov, 7 – Konjunkturkänslighet, och 8 – Kommande binära händelser.

Redeye Equity Research team

Management

Björn Fahlén

bjorn.fahlen@redeye.se

Håkan Östling

hakan.ostling@redeye.se

Technology Team

Jonas Amnesten

jonas.amnesten@redeye.se

Henrik Alveskog

henrik.alveskog@redeye.se

Dennis Berggren

dennis.berggren@redeye.se

Havan Hanna

havan.hanna@redeye.se

Kristoffer Lindström

kristoffer.lindstrom@redeye.se

Fredrik Nilsson

fredrik.nilsson@redeye.se

Tomas Otterbeck

tomas.otterbeck@redeye.se

Eddie Palmgren

eddie.palmgren@redeye.se

Viktor Westman

viktor.westman@redeye.se

Editorial

Jim Andersson

jim.andersson@redeye.se

Eddie Palmgren

eddie.palmgren@redeye.se

Ludvig Svensson

ludvig.svensson@redeye.se

Life Science Team

Anders Hedlund

anders.hedlund@redeye.se

Arvid Necander

arvid.necander@redeye.se

Klas Palin

klas.palin@redeye.se

Mathias Spinnars

mathias.spinnars@redeye.se

Erik Nordström (Trainee)

erik.nordstrom@redeye.se

Jakob Svensson (Trainee)

jakob.svensson@redeye.se

Disclaimer

Viktig information

Redeye AB ("Redeye" eller "Bolaget") är en specialiserad finansiell rådgivare inriktad mot små och medelstora tillväxtbolag i Norden. Vi fokuserar på sektorerna Technology och Life Science. Vi tillhandahåller tjänster inom Corporate Broking, Corporate Finance, aktieanalys och investerarrelationer.. Våra styrkor är vår prisbelönta analysavdelning, erfarna rådgivare, ett unikt investerarnätverk samt vår kraftfulla distributionskanal redevye.se. Redeye grundades år 1999 och står under Finansinspektionens tillsyn sedan 2007.

Redeye har följande tillstånd: mottagande och vidarebefordran av order avseende finansiella instrument, investeringsrådgivning till kund avseende finansiella instrument, utarbete, sprida finansiella analyser/rekommendationer för handel med finansiella instrument, utförande av order avseende finansiella instrument på kunders uppdrag, placering av finansiella instrument utan fast åtagande, råd till företag samt utföra tjänster vid fusion och företagsuppköp, utföra tjänster i samband med garantigivning avseende finansiella instrument samt bedriva Certified Advisory-verksamhet (sidotillstånd).

Ansvarsbegränsning

Detta dokument är framställt i informationssyfte för allmän spridning och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analysen är baserad på källor som Redeye bedömer som tillförlitliga. Redeye kan dock ej garantera riktigheten i informationen. Den framåtblickande informationen i analysen baseras på subjektiva bedömningar om framtiden, vilka innehåller en osäkerhet. Redeye kan inte garantera att prognoser och framåtblickande estimat kommer att bli uppfyllda. Varje investeringsbeslut fattas självständigt av investeraren. Denna analys är avsedd att vara ett av flera redskap vid ett investeringsbeslut. Varje investerare uppmanas att komplettera med ytterligare relevant material samt konsultera en finansiell rådgivare inför ett investeringsbeslut. Redeye fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av analysen.

Potentiella intressekonflikter

Redeyes analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att undvika intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. Bland annat gäller följande:

- För bolag som är föremål för Redeyes analys gäller bl.a. de regler som Finansinspektionens har uppställt avseende investeringsrekommendationer och hantering av intressekonflikter. Vidare gäller för bolagets anställda handelsstopp i finansiella instrument för bolaget från 30 dagar innan det att det bevakade bolaget kommer med ekonomiska rapporter, såsom delårsrapporter, bokslutskommunikéer eller liknande, till det datum Redeye offentliggör sin analys plus två handelsdagar efter detta datum.
- En analytiker får inte utan särskilt tillstånd från ledningen medverka i corporate finance verksamhet och får inte erhålla ersättning som är direkt kopplad till sådan verksamhet.
- Redeye genomför analyser på uppdrag av, och mot en ersättning från, det bolag som belyses i analysen alternativt ett emissionsinstitut i samband M&A, nyemission eller en notering. Läsaren bör känna till att Redeye har erhållit eller kommer att erhålla betalning för utförandet av finansiella rådgivningstjänster från bolaget/bolag nämnt i rapporten. Ersättningen är ett på förhand överenskommet belopp och är inte beroende av innehållet i analysen.

Angående Redeyes analysbevakning

Redeyes analys präglas av case-baserad analys vilket innebär att frekvensen av analysrapporter kan variera över tiden. Om annat inte uttryckligen anges i analysen uppdateras analysen när Redeyes analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till analyserad emittent/analyserat finansiellt instrument.

Rating/Rekommendationsstruktur

Redeye utfärdar ej några investeringsrekommendationer för fundamental analys. Däremot så har Redeye utarbetat en proprietär analys och ratingmodell, Redeye Rating, där det enskilda bolaget analyseras, utvärderas och belyses. Analysen ska ge en oberoende bedömning av bolaget, dess möjligheter, risker mm. Syftet är att ge ett objektivt och professionellt beslutsunderlag för ägare och investerare.

Redeye Rating (2019-01-31)

Rating	Ledning	Ägarskap	Vinstutsikter	Lönsamhet	Finansiell styrka
7,5p - 10,0p	47	46	19	11	21
3,5p - 7,0p	91	86	120	40	53
0,0p - 3,0p	13	19	12	100	77
Antal bolag	151	151	151	151	151

Mångfaldigande och spridning

Detta dokument får inte mångfaldigas för annat än personligt bruk. Dokumentet får inte spridas till fysiska eller juridiska personer som är medborgare eller har hemvist i ett land där sådan spridning är otillåten enligt tillämplig lag eller annan bestämmelse. Copyright Redeye AB.

Intressekonflikter

Tomas Otterbeck äger aktier i bolaget: Nej
Kristoffer Lindström äger aktier i bolaget: Nej

Redeye utför/har utfört tjänster för Bolaget och erhåller/har erhållit ersättning från Bolaget baserat på detta.