

Starbreeze

Sektor: Gaming

Turn Around går in andra halvlek

Värdet i Payday kan likställas med aktievärdet i Starbreeze

Payday 2 har inbringat nettointäkter på SEK 1,1 miljarder kronor till Starbreeze på mindre än åtta år. En intressant aspekt är att Payday 2 endast inbringade cirka 10% av detta belopp de första 4-5 månaderna. Payday 2 har över 7 miljoner medlemmar på Steam och växte sin medlemsbas med 10% förra året. Under Q1 2021 har spelet haft 142 000 dagliga användare i genomsnitt, vilket i ett historiskt perspektiv är höga nivåer. Idag kan aktievärdet i Starbreeze i stort likställas med värdet i Payday-varumärket enligt oss.

Stärkta kassaflöden och ett stabilt Q2

Vi räknar med att spelförsäljningen av Payday 2 kommer att öka under Q2 då bolaget har släppt nytt spelinnehåll vilket ökat spelaraktiviteten med 30-40% under kvartalet. Steam har även haft sin årliga vårrea vilket brukar öka försäljningen av Payday 2. Framåt hösten räknar vi med att Koch Media kommer bidra med stärkta kassaflöden till Starbreeze när Payday 3 går i full produktion. Enligt våra estimat betyder detta SEK 25-30 miljoner kronor extra på kvartalsbasis.

En efterlängtnad uppföljare

Payday 3 släpps på fler plattformar än PC redan vid release olikt sin föregångare vilket väntas öka försäljningen. Andra givna drivkrafter till en högre försäljning är varumärkets ökade styrka sedan 2013, en högre utvecklings- och marknadsföringsbudget, samt en betydligt större spelmarknad.

När alla direkta kostnader är tagna räknar vi med att Payday 3 ger en bruttovinst på cirka SEK 400 miljoner under 2023. Om Starbreeze lyckas bibehålla höga återkommande intäkter de kommande åren efter lanseringen kommer detta att skapa goda aktieägarvärden trots en betydligt högre kostnadskostym och större betalningsåtaganden än vid lanseringen av Payday 2.

Värdering

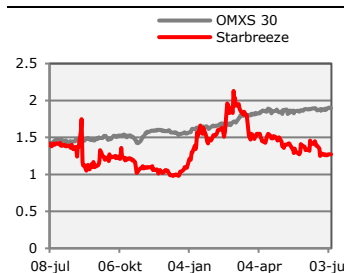
Starbreeze har en stabil grund att stå på efter att bolaget förstärkt kassapositionen genom sina största ägare och har säkrat ett bra förläggaravtal tillsammans med Koch Media.

Vårt nya värderingsintervall är SEK 0.8-5 per aktie (SEK 0.4-2.5) med ett base case på SEK 2.2 per aktie.

FAIR VALUE RANGE

BEAR	BASE	BULL
0.8	2.2	5.0

STAR.ST VERSUS OMXS30



REDEYE RATING



FAKTA

Ticker	STAR.ST
Lista	Nasdaq OMX
Aktiekurs (SEK)	1.3
Börsvärde (MSEK)	915
Nettoskuld 21E (MSEK)	163

ANALYTIKER

Tomas Otterbeck
tomas.otterbeck@redeye.se

I väntan på Payday 3

Koch Media delar på potentialen och risken

När det delade förläggaravtalet (co-publishing) med Koch Media annonserades uppgavs det att Koch Media skulle investera upptill SEK 500 miljoner (EUR 50 miljoner) i Payday 3 fram till 18 månader efter release. Vi räknar med att klar majoritet av utvecklingskostnaderna fram till releasen 2023 kommer att finansieras av Koch Media.

Payday 3 kan fortfarande antas vara i ett tidigt skede av utvecklingsprocessen. När nu ett förläggaravtal finns på plats räknar vi med att bolaget kommer att accelerera sina investeringar i spelet och att spelet går in i full produktion i höst. Eftersom Payday 3 uppges att vara ett fokuserat multiplayer-spel räknar vi med en så kallad AA-budget på omkring SEK 250-300 miljoner. Grovt räknat hamnar då utvecklingsbudgeten på SEK 30-38 miljoner på kvartalsbasis fram till releasen år 2023. Vi förväntar oss att Koch Media kommer betala SEK 25-30 miljoner kronor av utvecklingen på kvartalsbasis framåt hösten detta år.

Av dessa SEK 500 miljoner kommer därmed cirka SEK 250 miljoner investeras i Payday 3 inför lanseringen och ytterligare runt SEK 150 miljoner kronor efter lanseringen enligt våra estimat. Spelet har liksom dess föregångare en så kallad "Game as a Service" affärsmodell vilket betyder att nytt innehåll släpps kontinuerligt även efter release. Omkring SEK 100 miljoner kronor väntas läggas på marknadsföring av Payday 3.

Digital Bros har ett stort intresse i Starbreeze

I samband med att Starbreeze köpte Digital Bros andel av varumärket Payday gick bolaget med på att 505 Games skulle erhålla 33% av Starbreeze nettointäkter från Payday 3 tills man nådde ett tak på cirka 340 miljoner kronor (USD 40 miljoner).

Digital Bros har även ett konvertibelt lån till Starbreeze på cirka SEK 215 miljoner kronor. Mot slutet av rekonstruktionen i Starbreeze förlängde de båda parterna detta lån med fyra år till 2024, till en avgift som beräknades till omkring SEK 160 miljoner kronor (credit USD 15.9 million). Dessa pengar skall betalas tillbaka från det potentiella fria kassaflöde som Starbreeze genererar. Enligt våra beräkningar kan Starbreeze betala tillbaka detta lån omkring lanseringen av Payday 3, men givet att de inte har någon ränta på denna skuld kommer de mindre fördelaktiga lånen att betalas först troligtvis.

Digital Bros har även en rätt att konvertera det konvertibla lånet till 131,9 miljoner B-aktier i Starbreeze. Detta skall då göras till ett pris per aktie på SEK 1.63 kr (detta blir samma summa som det konvertibla lånet på SEK 215 miljoner). Utspädningen vid en sådan konvertering av aktierna skulle bli cirka 15,4% utifrån dagens antal aktier i bolaget.

Digital Bros är idag den näst största aktieägaren i Starbreeze, efter Swedbank Robur Fonder. Digital Bros äger nästan 12% av kapitalet och har närmare 29% av rösterna, då merparten av deras aktieinnehav är A-aktier. Om Digital Bros konverterar alla sina aktier enligt villkoren i det konvertibla lånet uppstår en budplikt där bolaget måste erbjuda ett pris per aktie till samtliga ägare i Starbreeze. Detta uppstår när en aktieägare har 30% av rösterna i ett bolag. Digital Bros kan dock välja att konvertera A-aktier till B-aktier om de vill utnyttja konvertibelns utan att utlösa en budplikt.

Finansiella Prognoser

Estimat 2021-2022

Q2 2021: Vi räknar med att spelförsäljningen av Payday 2 kommer att öka då bolaget har släppt nytt spelinnehåll vilket ökat spelaraktiviteten med 30-40% under kvartalet. Steam har även haft sin årliga vårrea vilket brukar öka försäljningen av Payday 2.

I den förra kvartalsrapporten skrev Starbreeze att bolaget kommer kostnadsföra spelutvecklingen av mobilspelet Payday Crimewar med SEK 70 miljoner under kvartalet då den fortsatta driften kommer att skötas av deras nya förläggare av spelet.

Spelet Geminose: Animal Popstars släpptes den 18 maj till Nintendo Switch. Vi räknar med relativt blygsamma royaltyintäkter från spelet.

Helåret 2021: Vi räknar med en stabil tillväxt för helåret, vilket bör ses som starkt då 2020 accelererade tillväxten på grund av COVID-19. Externa betalningar för att finansiera Payday 3 ökar mot slutet av året då Koch Media väntas betala cirka SEK 25-30 miljoner när Payday 3 sätts i full produktion. Detta har dock endast en kassaflödespositiv påverkan då dessa investeringar i spelproduktionen inte bokförs i resultaträkningen.

En så kallad soft launch av mobilspelet Payday Crimewar beräknas att släppas i Q4. Vi räknar med mer synbara royaltyintäkter från spelet 2022.

Helåret 2022: Spelförsäljningen av Payday 2 väntas fortsätta på stabila nivåer genom satsningar på nytt innehåll. Då Payday 3 är i full produktion under året estimerar vi intäkter på SEK 92,5 miljoner från Koch Media. Då kassaflödet sannolikt blir starkt under året räknar vi med att Starbreeze kommer att betala av delar av sina mer ofördelaktiga lån.

Vi har valt att ta en konservativ ståndpunkt vad gäller spelförsäljningen av Payday 2 under detta "mellanår" då troligtvis bolaget börjar marknadsföra Payday 3 mer på allvar. Detta kan givetvis öka försäljningen, då spelare laddar för uppföljaren, men det kan också göra att intresset minskar något då spelare istället drömmer om uppföljaren.

Helåret 2023: Lansering av Payday 3

Vi förväntar oss att Payday 3 släpps i samband med föregångarens 10-årsjubileum som mer exakt är den 13 augusti 2023. Starbreeze har tidigare indikerat att spelet kan komma att släppas tidigare under året, men vi räknar med att spelutvecklingen tar något längre tid än väntat.

Initial försäljning av Payday 3

Till skillnad från Payday 2 kommer Payday 3 släppas på fler plattformar än PC redan vid release. Detta är ett viktigt argument till varför spelet har en högre försäljningspotential redan vid lanseringen. Andra givna drivkrafter till en högre försäljning är varumärkets ökade styrka sedan 2013, en högre utvecklings- och marknadsföringsbudget, samt en betydligt större spelmarknad.

Det finns givetvis även risker som kan hämma försäljningen, vilket samtliga i slutändan handlar om spelets upplevda kvalitet. Spelkonceptet i Payday 3 upplevdes som nytt och annorlunda när det lanserades 2013, vilket inte behöver vara fallet när uppföljaren kommer 10 år senare. De flesta av de nyckelpersoner som utvecklade de två första spelen är inte verksamma inom Starbreeze längre vilket även det skapar viss osäkerhet gällande slutprodukten enligt oss.

Följande antaganden har tagits när vi gjort våra estimat på Payday 3.

Vi räknar med att Payday 3 säljer i 3 miljoner exemplar under 2023. Listpriset är USD 50 i USA, vi räknar med att spelet kommer ge Starbreeze intäkter på ett genomsnittspris på USD 40 när moms och internationella variationer i listpriset har dragits av under de inledande första månaderna.

På helåret inräknat en rabatt på cirka 10% på spelet under Q4 med dagens valutakurs blir det genomsnittliga listpriset SEK 325 vilket skulle ge Starbreeze intäkter på SEK 974 miljoner under 2023.

Payday 3 Sales Estimates			
SEKm	Q3E	Q4E	2023E
Steam Sales	672	302	974
Distribution	176	60	237
Net Sales	496	242	738
Engine Cost (3%)	15	7	22
Koch Recoup (Excl)	270	50	320
Sum	481	235	715
Koch Media (50%)	105	92	198
Net Net Sales	375	142	518
505 Games (33%)	40	40	80
Profit	335	102	438

Source: Redeye Research

Vi har räknat med cirka 26% i distributionskostnader enligt dagens "kostnadstrappa" från den digitala försäljningskanalen Steam, varifrån merparten av Starbreeze intäkter kommer ifrån idag. I nuläget har det så kallade plattformskriget mellan de största försäljningskanalerna inom spel påbörjats, vilket har satt igång en prispress. En distributionsavgift på 26% får därmed ses som ett relativt pessimistiskt scenario år 2024.

Efter distributionskostnader ger detta Starbreeze ett kassaflöde på SEK 738 miljoner. Efter återbetalning av investeringen (så kallad recoup) och licensavgifter från grafikmotorn återstår SEK 396 miljoner. Dock kostnadsförs inte recoup utan investeringen i spelutvecklingen från både Starbreeze och Koch Media ligger i balansräkningen. Detta bokförs som en avskrivning över en längre period. Vi räknar med att avskrivningen görs linjärt över en femårsperiod, då detta skall återspegla spelets beräknade livstid. Detta leder till en kvartalsvis avskrivning på SEK 35 miljoner (förutsatt att den initiala totala spelbudgeten är på SEK 420 miljoner).

Vi räknar med att Koch Media tar 50% av de återstående intäkterna vilket betyder att Starbreeze efter detta har kvar cirka SEK 518 miljoner i intäkter. Kassaflödet ligger dock enligt vår beräkning på SEK 198 miljoner efter att den initiala investeringen från Koch Media på SEK 320 miljoner har tagits.

Av återstående intäkter skall sedan Starbreeze betala 505 Games 33%. Detta görs dock efter löpande kostnader för spelutvecklingen för Payday 3 tagits. Vi räknar med att det blir en avgift på omkring SEK 80 miljoner under de första två kvartalen. Den slutgiltiga bokförda vinsten blir omkring SEK 438 miljoner för Payday 3 under 2023. Det positiva kassaflödet väntas då landa på SEK 118 miljoner.

Då det givetvis finns en hel del osäkerhetsmoment i dessa antaganden har vi exkluderat intäkterna från Payday 2 i våra estimat för 2023, omkring SEK 50-70 miljoner, givet att spelet fortsätter att inbringa SEK 20-40 miljoner på kvartalsbasis.

Starbreeze Group: Estimates 2021-2023							
SEKm	Q1	Q2E	Q3E	Q4E	2021E	2022E	2023E
Net Sales	27.9	44.4	30.5	32.3	135.1	126.7	974.4
Direct Cost	11.6	81.8	12.4	12.6	118.4	54.3	571.7
Gross profit	16.3	-37.4	18.1	19.7	16.7	72.4	402.7
Gross margin	59%	-84%	59%	61%	12%	57%	41%
Marketing Cost	2.4	2.9	2.6	3.0	10.9	11.5	33.0
Admin Cost	10.7	11.1	10.3	11.6	43.7	44.6	46.4
Other Revenue	4.9	5.0	5.0	5.0	19.9	15.4	13.6
EBIT	8.1	-46.4	10.2	10.1	-18.0	31.7	336.9
EBIT margin	29%	-105%	33%	31%	-13%	25%	35%
Financial expenses	12.5	12.3	12.2	12.4	49.4	32.4	28.6
Net Profit	-4.4	-58.7	-2.0	-2.3	-67.4	-0.7	308.3

Source: Redeye Research, Starbreeze

I vårt base case fortsätter Payday 3 att sälja bra under de nästkommande fem åren. Vi estimerar under perioden 2024-2028 en genomsnittlig försäljning på SEK 539 miljoner och ett genomsnittligt rörelseresultat (EBIT) på SEK 115 miljoner i Starbreeze. Detta ger en genomsnittlig rörelsemarginal på 14%.

Förklaring av intäkter och kostnadsposter i tabellen ovan

Net Sales: Intäkter från spelförsäljning

Direct Costs: Kostnader förknippade med spelutveckling och spelproduktion. Kapitaliserade utvecklingskostnader minus avskrivningar av dessa immateriella tillgångar.

Inom denna kostnadspost har vi även inkluderat distributionskostnader från plattformsägare såsom Steam. Under 2023 när Payday 3 släpps har vi även inkluderat kostnader relaterade till spelförsäljningen av Payday 3.

Marketing Cost inkluderar försäljningskostnader och marknadsföringskostnader, dessa består i huvudsak av personalkostnader. För 2023 inkluderas även kampanjkostnader relaterade till lanseringen av Payday 3.

Admin Cost är administrativa kostnader såsom hyresavgifter samt personallöner utanför de som arbetar med spelutveckling.

Other Revenue består idag främst av intäkter eller kostnader relaterade till valutaförändringar.

Financial Expenses: Finansiella kostnader kopplade till Starbreeze lån och skulder. Under Q1 2020 omförhandlades och förlängdes det konvertibla lånet, vilket resulterade i en bokförd kostnad på SEK 90,9 miljoner. Denna post ligger nu som en skuld i bolagets balansräkning. Denna kostnad är därmed till stor del tagen vilket betyder att SEK 70 miljoner (160-90) är kvar att kostnadsföras.

Investment Case

Starbreeze grundades under sent 90-tal och skapade ett namn i branschen med ett antal så kallade "work for hire" projekt såsom "Chronicles of Riddick". År 2012 förvärvade bolaget Overkill Software och dess ägda varumärke Payday. Detta var starten på bolagets nya strategi att finansiera utvecklingen av sina spel på egen hand. Satsningen blev en succé och Payday 2 var lönsamt redan före release på grund av alla förbokningar i augusti 2013. Spelet gav Starbreeze nettointäkter på SEK 120 miljoner kronor under de första fem månaderna. Sedan dess har spelet inbringat SEK 25-30 miljoner kronor på kvartalsbasis under åtta års tid.

Starbreeze bevisade med sitt spel "Payday 2" att man är ett av fåtal västerländska spelutvecklare som har förstått hur man genererar mångåriga intäkter kopplat till en enskild speltitel enligt affärsmodellen "Game as a service".

Payday är ett starkt varumärke. Payday 2 har inbringat nettointäkter på SEK 1,1 miljarder kronor till Starbreeze på mindre än åtta år. Ett intressant aspekt är att Payday 2 inbringade cirka SEK 120 miljoner i nettointäkter de första fyra och en halv månaderna, vilket visar hur väl spelet har åldrats med hjälp av kontinuerligt nytt innehåll.

Payday 2 har över 7 miljoner medlemmar på Steam och växte med 0,7 miljoner medlemmar år 2020. Det senaste året har spelet haft 40-45 000 simultana dagliga spelare i genomsnitt. Idag kan aktievärdet i Starbreeze i stort likställas med värdet i Payday-varumärket.

Starbreeze har skulder på omkring 340 miljoner kronor. Detta är inkluderat ett konveteribelt lån på SEK 215 miljoner kronor som innehas av Digital Bros. Vi räknar med att Digital Bros konveterar detta lån till aktier, vilket betyder att skulderna snarare uppgår till omkring SEK 125 miljoner. Vi räknar dock i nuläget med hela lånet som en skuld i vår DCF-modell av försiktighetskäl.

Värdering

I vår DCF-modell har vi en WACC på 9%. Detta avkastningskrav blir relativt lågt då Starbreeze har stora bokförda skulder i förhållande till börsvärdet.

Bear Case 0.8 SEK

I vårt bear-case uppnå Starbreeze en försäljning om runt 1 miljon enheter av Payday 3 under 2023.

Våra långsiktiga prognoser är enligt följande:

2024-2028

Average Net Sales	314
Average EBIT	27
Average EBIT margin	23

Terminal

Growth	2%
EBIT margin	15%

Base Case 2.2 SEK

I vårt base-case säljer Starbreeze omkring 3 miljoner enheter under 2023.

Våra långsiktiga prognoser är enligt följande:

2024-2028

Average Net Sales	539
Average EBIT	115
Average EBIT margin	14

Terminal

Growth	2%
EBIT margin	20%

Bull Case 5.0 SEK

I vårt bull-case säljer Starbreeze runt drygt 4-5 miljoner enheter av Payday 3 under 2023. Försäljningen fortsätter sedan kommande år att gå starkt. Våra långsiktiga prognoser är enligt följande:

2024-2028

Average Net Sales	1173
Average EBIT	310
Average EBIT margin	27

Terminal

Growth	2%
EBIT margin	25%

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 redeye.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 har Redeyes anställda inte tillåtelse att handla i finansiella instrument för det bevakade bolaget, från och med publiceringen plus en handelsdag 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 kan genomföra 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 av dessa rapporter kan anta 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 (2021-07-09)

Rating	Personal	Affärer	Nyckeltal
5p	19	15	3
3p - 4p	99	76	37
0p - 2p	6	33	84
Antal bolag	124	124	124

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: Ja

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