

STARBREEZE

KURS (SEK): 14,80

NASDAQ OMX First North

- Q1 över estimat
- Integrering och utveckling
- Estimatjusteringar

Q1 över estimat. Då inga nya spel låg för lansering under Q1 (juli-sept) hade vi räknat med PAYDAY 2-intäkter något under det starka fjärde kvartalet med konsolsläpp. Omsättningen kom också in på 49,9 MSEK (30). Av dessa var 48,4 MSEK (28,3) hänförliga till PAYDAY2. Tillsammans med aktiveringar om 24,7 MSEK (0) var de totala intäkterna 75,9 MSEK (31,8). I det förvärvsintensiva Q4 ökade rörelsekostnaderna rejält men bolaget flaggade för att dessa skulle komma ned något därefter, vilket de också gjorde i Q1. Dessa uppgick till -67,5 MSEK (-23,3). Här ingår dock även 3,7 MSEK i rådgivningskostnader hänförligt förvärven. Även ojusterat för dessa kom rörelseresultatet in högre än vad vi räknat med. Trots förvärvs- och utvecklingskostnader ökade kassan sekventiellt till 123 MSEK.

Integrering och utveckling. I och med att Starbreeze för tillfället har en mängd utvecklingsprojekt igång räknar vi med fortsatt höga aktiveringar men att aktiveringsnettot kommer ned kraftigt i samband med lansering av nya spel. Bolaget anger inte exakt när kommande spel ska lanseras men vi bedömer att av de annonserade spelen ligger fortsatt The Hunt och det eventuella PAYDAY3 utanför prognoshorisonten. Starbreeze samarbetspartner inom StarVR-projektet Tobii har indikerat att deras VR-utveckling befinner sig i ett tidigt stadium och då Starbreeze kommer att lansera John Wick i VR-format till flera plattformar i samarbete med WEVR och Grab tror vi fortsatt att StarVR ligger en bit in i framtiden. Samtidigt har dock StarVR använts (bland andra VR-headsets) när Nokia visade upp sin VR-kamera OZO i slutet av november. I våra estimat är StarVR-projektet ej kvantifierat i dagsläget men vi ser en stor potential häri.

Estimatjusteringar. Vi har justerat vår uppskattade spelsläppskalender något (bl.a. flyttat tidpunkten för lanseringen av RAID närmare i tiden då vi bedömer att vi tidigare skjutit lanseringsdatum för långt fram i tiden - men bolaget har ej tillkännagjort lanseringsdatum än). Vi har höjt våra aktiveringsestimater och sänkt avskrivningar för innevarande år men höjt dessa för åren framöver. Vi räknade tidigare med att kostnaderna för den egna förlagsverksamheten gick som kostnad i resultaträkningen men detta verkar gå som investeringar (differens aktiveringar och balanserade utvecklingskostnader). Därför justerar vi även våra opex- respektive capex-estimat. Vidare kommer bolaget att byta räkenskapsår från brutet till vanligt kalenderår.

BOLAGSBESKRIVNING

Starbreeze utvecklar samt publicerar data- och TV-spel i egen regi och i partnerskap med ledande internationella spelförläggare. Spelportföljen består av ett tiotal titlar med tillhörande tilläggspaket där bland annat succéserien PAYDAY ingår.

Analytiker: Viktor Högberg
viktor.hogberg@remium.com, 08 454 32 74

NYCKELDATA

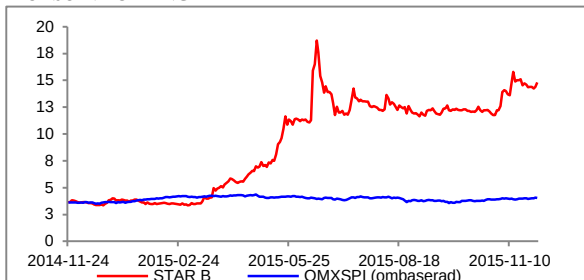
Marknadsvärde (MSEK)	3 409	1 mån (%)	20,1
Nettoskuld (MSEK)	-124	3 mån (%)	22,6
Enterprise Value (MSEK)	3 286	12 mån (%)	292,0
Soliditet (%)	71,3	YTD (%)	279,1
Antal aktier f. utsp. (m)	230,4	52-V Högst	19,8
Antal aktier e. utsp. (m)	236,3	52-V Lägst	3,3
Free Float (%)	73,5	Kortnamn	STAR B

KURSTUTVECKLING

	13/14A	14/15A	15/16E	16/17E
Omsättning (MSEK)	213,8	197,3	250,3	515,1
EBITDA (MSEK)	159,5	59,2	84,9	277,1
EBIT (MSEK)	143,2	46,5	67,6	207,7
EBT (MSEK)	143,5	46,6	67,7	207,8
EPS (just.SEK)	0,84	0,15	0,24	0,69
DPS (SEK)	0,00	0,00	0,00	0,00
Omsättningstillväxt (%)	477,8	-7,7	26,9	105,8
EPS tillväxt (%)	14204%	-82%	48%	202%
EBIT-marginal (%)	66,9	23,6	28,5	40,3

	13/14A	14/15A	15/16E	16/17E
P/E (x)	8,1	78,0	61,0	21,6
P/BV (x)	6,1	10,5	8,1	5,9
EV/Omsättning (x)	3,8	12,4	13,1	6,4
EV/EBITDA (x)	5,1	41,3	37,1	11,9
EV/EBIT (x)	5,7	52,6	46,1	15,8
Direktavkastning (%)	0,0	0,0	0,0	0,0

KURSTUTVECKLING



Källor: Infront, Bolagsrapporter, Remium Nordic, Holdings

HUVUDÄGARE

	KAPITAL	RÖSTER
Avanza Pension	14,9%	11,1%
Varvte AB	11,6%	18,2%
Swedbank Robur Fonder	6,6%	4,7%
Lars Wingefors Kap.förvaltn. AB	3,3%	3,8%

LEDNING

		FINANSIELL KALENDER	
Ordf.	Michael Hjorth	2Q-rapport	2016-02-25
VD	Bo Andersson Klint		
CFO	Sebastian Ahlskog		

RESULTATRÄKNING														
MSEK	2014/15E				2015/16E									
	1QA	2QA	3QA	4QA	1QA	2QE	3QE	4QE	12/13A	13/14A	14/15A	15/16E	16/17E	17/18E
Omsättning*	30	48	48	72	50	51	72	77	37	214	197	250	515	520
Aktiveringar & övriga intäkter	2	3	14	21	26	25	23	20	16	10	39	94	40	30
Rörelsekostnader**	-23	-26	-47	-81	-68	-62	-65	-65	-49	-64	-177	-260	-278	-277
EBITDA	9	25	14	12	8	14	30	32	5	160	59	85	277	273
Avskrivningar	-4	-4	-3	-1	-1	-2	-7	-8	-5	-16	-13	-17	-69	-66
EBIT	4	20	11	11	7	13	24	24	0	143	46	68	208	206
Finansnetto	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBT	4	20	11	11	7	13	24	24	0	143	47	68	208	206
Skatt	-2	-6	-3	-2	-1	-3	-5	-5	0	-24	-12	-14	-46	-45
Nettoresultat	3	14	8	10	6	10	18	19	1	119	34	54	162	161
EPS f. utsp. (SEK)	0,02	0,10	0,06	0,04	0,04	0,04	0,08	0,08	0,01	0,85	0,16	0,25	0,70	0,70
EPS e. utsp. (SEK)	0,02	0,09	0,05	0,04	0,04	0,04	0,08	0,08	0,01	0,84	0,15	0,24	0,69	0,68
Omsättningstillväxt Q/Q	-38%	59%	22%	50%	-18%	1%	25%	2%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Omsättningstillväxt Y/Y	-68%	23%	92%	79%	139%	51%	55%	5%	41%	478%	-8%	27%	106%	1%
Just. EBITDA marginal	28%	52%	29%	17%	24%	28%	42%	42%	13%	75%	30%	35%	54%	52%
Just. EBIT marginal	14%	43%	23%	15%	22%	25%	33%	31%	1%	67%	24%	28%	40%	40%
Just. EBT marginal	14%	43%	23%	15%	22%	25%	33%	31%	1%	67%	24%	29%	40%	40%

* Spelförsäljning samt finansieringsersättning från distributörer redovisas som omsättning

KASSAFLÖDE							DATA PER AKTIE & AVK. EGET KAPITAL						
MSEK	12/13A	13/14A	14/15A	15/16E	16/17E	17/18E	SEK	12/13A	13/14A	14/15A	15/16E	16/17E	17/18E
Kassaflöde från rörelsen	-2	137	24	74	232	227	EPS	0,01	0,84	0,15	0,23	0,69	0,68
Förändring rörelsekapital	0	0	12	25	4	-2	Just. EPS	0,01	0,84	0,15	0,24	0,69	0,68
Kassaflöde löpande verksamheten	-2	137	36	98	235	226	BVPS	0,28	1,12	1,12	1,83	2,52	3,20
Kassaflöde investeringar	-18	-15	-68	-145	-80	-51	CEPS	-0,01	0,97	0,16	0,42	1,00	0,95
Fritt kassaflöde	-20	122	-32	-47	155	175	DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kassaflöde fin. verksamheten	0	1	1	11	0	0	ROE	2%	75%	13%	12%	27%	21%
Nettokassaflöde	-20	123	-31	-36	155	175	Just. ROE	2%	75%	13%	13%	27%	21%
							Soliditet	67%	69%	68%	72%	74%	78%

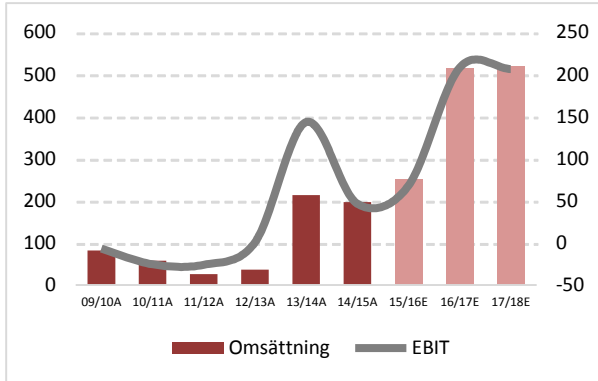
BALANSRÄKNING							AKTIESTRUKTUR		BOLAGSKONTAKT	
MSEK	12/13A	13/14A	14/15A	15/16E	16/17E	17/18E				
Immateriella tillgångar	27	25	184	422	433	417	Antal A-aktier (m)		63,2	
Likvida medel	13	137	111	74	230	405	Antal B-aktier (m)		167,1	
Totala tillgångar	57	231	371	603	805	964	Totalt antal aktier (m)		230,4	
Eget kapital	38	158	254	433	595	757				
Nettoskuld	-13	-137	-111	-74	-230	-405				
Rörelsekapital (Netto)	-4	-6	-65	-92	-96	-94				

Källor: Bolagsrapporter, Remium Nordic

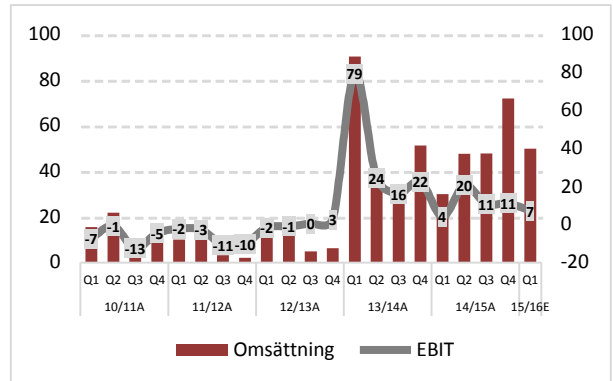
ESTIMATFÖRÄNDRINGAR									
MSEK	1QA				2015/2016E			2016/2017E	
	Estimat	Utfall	Skillnad	Förr	Nu	Förändring	Förr	Nu	Förändring
Omsättning	54	50	-8%	258	250	-3%	519	515	-1%
EBIT	0	7	nmf	25	68	nmf	248	208	-16%
Nettoresultat	0	6	nmf	19	54	nmf	194	162	-16%

RESULTATRÄKNING, ÅR & KVARTAL

OMSÄTTNING & RÖRELSERESULTAT, Y/Y (MSEK)



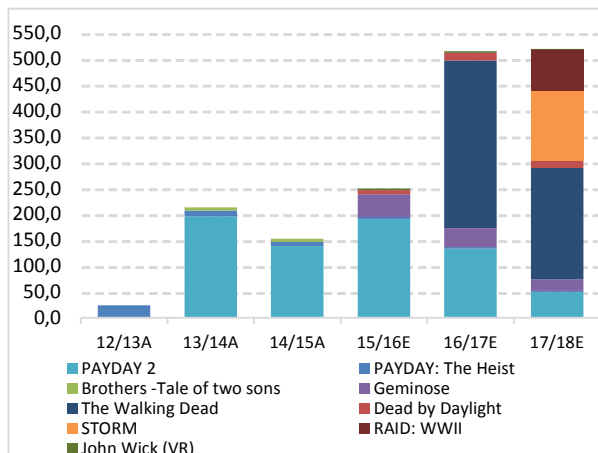
OMSÄTTNING & RÖRELSERESULTAT, Q/Q (MSEK)



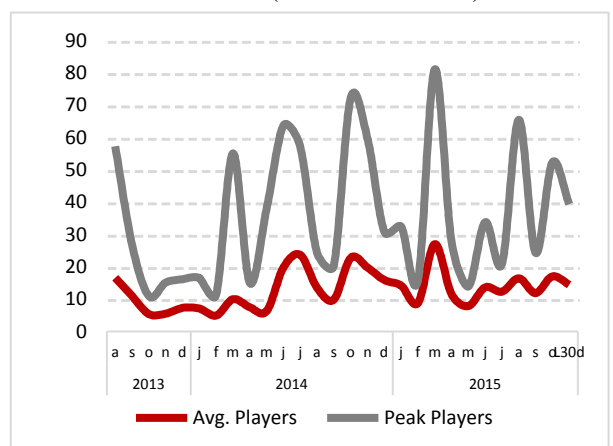
UPPSKATTAD SPELKALENDER

	2013/2014				2014/2015				2015/2016				2016/2017				2017/2018			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
Intäkter MSEK																				
PAYDAY: The Heist	4,7	3,0	1,4	2,1	1,1	2,1	1,2	0,8	0,9											
PAYDAY 2	86	36	29	47	28	45	42	71	48											
BROTHERS		1,6	1,9	2,4	0,5	0,0	4,1													
GEMINOSE																				
Dead By Daylight																				
John Wick (VR)																				
THE WALKING DEAD																				
STORM																				
RAID: World War II																				
PAYDAY3																				
StarVR																				
The Hunt																				

ESTIMERAD FÖRSÄLJNING PER SPEL

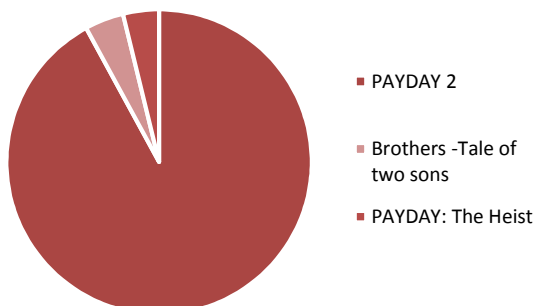


PAYDAY 2 ANTAL SPELARE (STEAMCHARTS.COM)



MARKNADS- & BOLAGSPECIFIKT

NETTOOMSÄTTNING PER SPEL R12M



BOLAGSBESKRIVNING

Starbreeze utvecklar data- och TV-spel i egen regi och i partnerskap med ledande internationella spelförläggare med fokus på digital distribution. Spelportföljen består av ett antal titlar med tillhörande tilläggs paket där bland annat succéspelserien PAYDAY ingår. Starbreeze arbetar idag utefter två olika affärsmodeller, förlagsfinansierad respektive egenfinansierad spelutveckling med fokus på egenfinansierad utveckling. Inom egenfinansierad tar spelutvecklaren en mer betydande roll i värdekedjan och får royalty från första sålda enhet. Bolaget kan dessutom släppa extensions efter att spelet är släppt och grundutvecklingen är klar. Spelutvecklaren ingår i regel ett distributionsavtal med förläggaren, som ansvarar för lansering, marknadsföring och distribution i fysiska kanaler. Till skillnad mot förlagsfinansiering äger spelutvecklingsbolaget oftast rättigheterna till spelet vilket innebär att en högre andel av försäljningen tillfaller utvecklaren även om de digitala intäkterna också ingår i intäktsdelningen.

DISCLAIMER - VIKTIG INFORMATION

Detta dokument är framställt av Remium Nordic AB ("Remium") för allmän spridning och är inte avsett att vara rådgivande. Denna typ av review uppdateras normalt varje kvartal. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Remium kan dock inte garantera sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser. 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.

Informationen i detta dokument ska inte uppfattas som en uppmaning eller rekommendation att ingå transaktioner. Informationen tar inte sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller placeringsmål. Informationen är därmed ingen personlig rekommendation eller ett investeringsråd. Varje investerare uppmanas att komplettera med ytterligare relevant material samt konsultera en finansiell rådgivare inför ett investeringsbeslut. Remium fransäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grunda sig på denna review. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Placeringen kan öka eller minska i värde eller bli helt värdelös. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden.

Remium har utarbetat interna regler (policies och instruktioner) för etiska riktlinjer samt för att identifiera, övervaka och hantera intressekonflikter. Dessa syftar till att förebygga och förhindra intressekonflikter mellan analysavdelningen och övriga avdelningar inom företaget och bygger på restriktioner (chinese walls) i kommunikationerna mellan olika avdelningar. Remium har vidare utarbetat interna regler för när handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för investeringsanalys.

Åsikter, rekommendation och riktkurs i denna analys är baserad på en eller flera värderingsmetoder. En vanligt förekommande värderingsmetod är kassaflödesanalys där framtida kassaflöde är diskonterat till nuvärde. Remiums analytiker kan också använda sig av olika typer av värderingsmultiplar såsom P/E-tal och/eller EV/EBIT ofta relaterade till jämförbara aktier. I vissa fall kan även en jämförelse göras mellan substansvärdet och bolagets marknadsvärde. Remium anger en riktkurs på huvuddelen av analyserade bolag. Denna bygger på analytikerns uppfattning om vad aktien borde vara värderad idag.

Remium är marknadsledande på flera företagstjänster kring börsens mindre och medelstora bolag, inom Introduce, likviditetsgaranti och certified advisor, och kan genomföra analyser på uppdrag av, och mot en ersättning från, de bolag som följs med bland annat analysprodukten review. Läsaren av denna review kan anta att Remium har erhållit eller kommer att erhålla betalning för utförandet av finansiella företagstjänster från bolaget i analysen. Ersättningen är på förhand avtalad och är inte beroende av innehållet i analysen. Remium tillhandahåller, för närvarande, två företagstjänster till företaget Starbreeze, dels likviditetsgaranti dels Introduce, för vilka Remium uppbär ekonomisk kompensation. Ansvarig analytiker äger för närvarande inte aktier i bolaget eller relaterat instrument.

Remium har tillstånd att driva värdepappersrörelse och står under Finansinspektionens tillsyn.