

ANALYTIKER

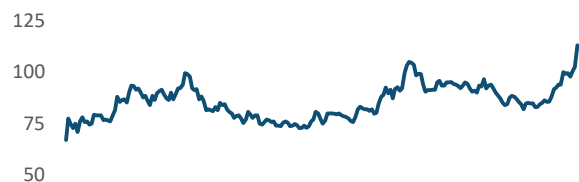
Jakob Lembke	Äger aktier i bolaget
Johan Cisneros	Äger aktier i bolaget

STILLFRONT GROUP

Aktiekurs	113.00
52 v högsta / lägsta	50.25 / 113.75
Antal aktier	6 486 404
Börsvärde (MSEK)	732
Nettoskuld (MSEK)	26
EV (MSEK)	759
Sektor	Spelutveckling
Lista / kortnamn	First North / SF
Nästa rapport	14/11-2017

UTVECKLING

1 månad	32.94
3 månader	20.21
1 år	43.04
YTD	110.23

AKTIEKURS YTD (SEK)

HUVUDÄGARE %

FKL Holding GMBH	15.55
Ålandsbanken ABP	8.86
Swedbank Robur Ny Teknik	8.19
Öhman Bank SA	6.39
Bpss Jersey Nominees Ltd	4.23
Prioritet Finans	4.23

LEDNING

Verkställande direktör	Jörgen Larsson
Styrelseordförande	Anette Brodin Rampe

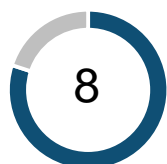
FINANCIAL FORECAST

SEKm	2015a	2016a	2017e	2018e
Nettomsättning i MSEK	55	95	159	240
EBITDA	4	34	49	102
EBITDA-marginal	7 %	36 %	31 %	42 %
EV/EBITDA	64.1x	13.5x	15.6x	7.5x

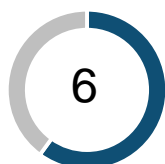
Diversifierad spelportfölj och stark pipeline förväntas ge 45 % organisk tillväxt 2018. Stillfront har en stark spelportfölj som estimeras omsätta 119 MSEK under 2018. Pipelinen estimeras omsätta 126 MSEK 2018e vilket totalt sett motsvarar en organisk tillväxt på 45 %. Genom en operativ hävstång om 1.8x* gör ökad omsättning att EBITDA-marginalen förväntas stiga från 31 % 2017e till 42 % 2018e. Samtidigt har bolaget en tydlig portföljstrategi och inget spel utgör mer än 20 % av omsättningen vilket sänker den operationella risken.

Nytt obligationslån ger goda möjligheter till fortsatt förvärvsaktivitet. Stillfronts tre senaste förvärv har varit till ett genomsnittligt P/E om 6.4x jämfört med Stillfronts historiska P/E om 27x. Bolaget har nyligen tagit upp ett obligationslån på 110 MSEK med möjlighet att utvidga upp till 500 MSEK. Detta i kombination med bolagets Net Debt/EBITDA om 0.8x ger utrymme att fortsätta förvärva. Ledningen har även uttryckt ambitioner om att fortsätta förvärva, med fokus på bolag som historiskt haft lyckade spel och samt har goda tillväxtpotentialer.

Uppsida på 58 % i ett base-case. I ett organiskt base-case värderas Stillfront till en EV/EBITDA om 7.5x på 2018e. Givet en targetmultipl om 9.9x motsvarande peer-snitt ger det en uppsida om 23 % på 2017e. Inklusive förvärv värderas bolaget till EV/EBITDA 6.4x för 2018e. Med samma targetmultipl på 9.9x ger det på 2017e en uppsida om 58 %. I ett Bull-case värderas bolaget till EV/EBITDA 5.7x på 2018e och med en targetmultipl på 10.9x ger det på 2017e en uppsida om 99 %.



Värde drivare



Quality of earnings



Ledning & styrelse

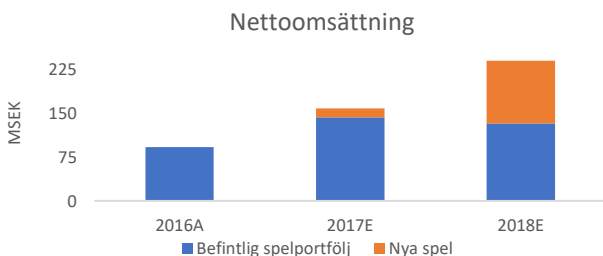


Risknivå

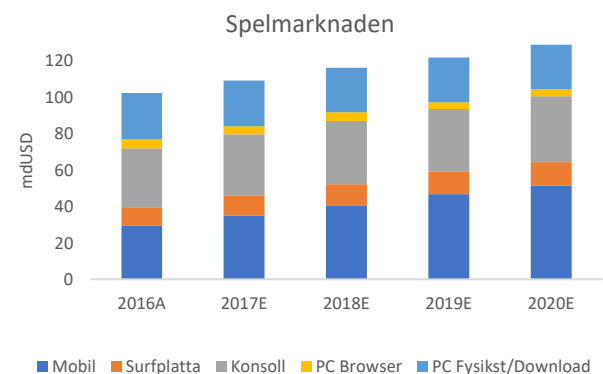
*EBITDA-tillväxt/omsättningstillväxt

Stillfront Group är en svensk spelutvecklare av data-, konsol-, webbläsar-, och mobilspel. Spelutveckling och förläggarverksamhet bedrivs av åtta spelstudios som Stillfront förvaltar.

Diversifierad portfölj, stark pipeline och avtagande investeringsbehov ger förutsättningar för tillväxt och lönsamhet framgent. Stillfront har en spelportfölj som förväntas generera intäkter om 143 MSEK 2017e och 133 MSEK 2018e. Bolaget förväntas lansera 3-4 spel under resterande delen av 2017, vilka bedöms generera 15 MSEK 2017e. Tillsammans med lanseringar under 2018 estimeras pipelinen omsätta 108 MSEK. Vidare väntas EBITDA-marginalen öka till 42 % 2018 kontra 31 % 2017. Ökningen härleds primärt till bolagets operativa hävstång vilken är 1.8x LTM, engångskostnader för byte till IFRS och ökad driftsäkerhet. Sammantaget ger befintlig portfölj, stark pipeline och stigande marginaler förutsättningar för god organisk tillväxt och lönsamhet framgent.

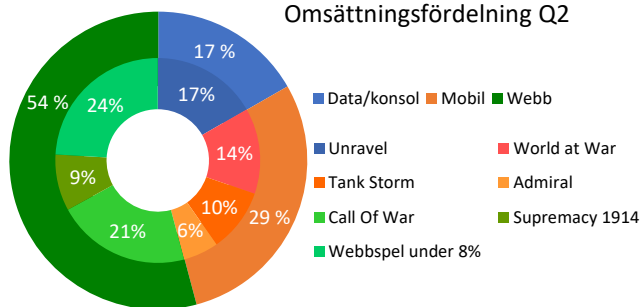


En geografisk- och plattformsdiversifierad produktportfölj möjliggör stark underliggande tillväxt. Enligt Newzoo (2017) estimeras globala spelmarknaden växa med CAGR om 6.3 % till 129 mdUSD 2020. Studio Babil Games som utgör 16 % av omsättningen utvecklar spel specifikt mot mobilmarknaden i Mellanöstern och Nordafrika, en marknad som estimeras växa med CAGR om 19 % fram till 2022 (Statista, 2015). Mobilmarknaden globalt utgjorde 2016 37 % av den totala spelmarknaden och förväntas växa med CAGR om 13.9 %. Q2 2017 utgjorde intäkterna från mobilspel 29 % och förväntas öka markant då mobilspel i pipelinen väntas omsätta 34 MSEK 2018. Tillväxten på en global marknad härrör framförallt från mobilspel i Kina, en marknad som idag uppgår till 8 mdUSD. Stillfront har nyligen slutit ett distributionsavtal för spelet Siege: Titan Wars i Kina och närliggande marknader.



Källa: Newzoo.com

Omsättningsfördelning Q2



Stabila kassaflöden och portföljstrategi ger lägre operationell risk. I dagsläget är spelportföljen väl diversifierad och inget spel står för mer än 20 % av omsättningen. Intäktsmodellerna består till 74 % av spel med huvudsakligen microtransactions, 11 % prenumerationsbaserat samt 15 % med en engångsbetalning. Microtransactions och prenumerationens modellen gör att bolaget genererar intäkter under hela spelets livslängd kontra spel med engångsbetalning. Det 8 år gamla spelet Supremacy 1914 har livstidintäkter om 97 MSEK, samtidigt omsätter det 3.5 MSEK kvartalsvis vilket demonstrerar hur lojala spelare kan vara. Då spel har långa livslängder och portföljen är diversifierad sänks volatiliteten i bolagets omsättning.

Historik av förvärv till låga multiplar på en fragmenterad marknad. Spelmarknaden är kraftigt fragmenterad, vilket leder till att det finns en uppsjö av förvärvskandidater. Bolagsledningen har uttryckt ambitioner om att fortsätta förvärva lönsamma bolag med tillväxtpotential. Stillfronts tre senaste förvärv har gjorts till ett genomsnittligt P/E om 6.4x att jämföra med Stillfronts historiskt genomsnittliga P/E om 27x under 2016 och 2017. Justerat för konsolidering på helår utgjorde EBITDA från förvärv 15.1 MSEK motsvarande 33 % under 2016. De slutförda förvärven under 2017 väntas bidra med 19 MSEK EBITDA motsvarande 29 %. Kassen om 92 MSEK och bolagets starka kassaflöden ger goda möjligheter till fortsatta förvärv. Under Q2 utfärdades ett obligationslån på 500 MSEK med en ränta om 7 %. Samtidigt uppgår Net Debt /EBITDA till 0.8x vilket ger goda förvärvsmöjligheter.

Högt insiderägande säkrar kompetensen i bolaget. I dagsläget ägs 30 % av aktierna i Stillfront av nyckelpersoner i koncernen. Detta går att hänföra till bolagets strategi att vid förvärv betala med aktier och således behålla kompetensen. Vidare äger VD via bolag drygt 3 % av aktierna och CFO äger indirekt genom bolag knappt 1 % av aktierna.

Intäkter från spel beroende av externa aktörer samt risk för nedskrivning av goodwill. Nio av tolv spel är beroende av externa parter för att hitta spelare. Om de externa parterna misslyckas med att locka spelare kommer Stillfront omsättning och resultat drabbas kraftigt. Vidare har bolaget en balansräkning som på tillgångssidan utgörs av 55 % goodwill och sammanlagt 75 % immateriella tillgångar. Om något dotterbolag markant underpresterar föreligger en nedskrivningsrisk framgent vilket kommer påverka resultatet negativt.

Scenarioanalys

Nedan presenteras tre scenarion baserat på spelens prestation, förvävsaktivitet och kostnadsstruktur. Värderingen utgår från EV/EBITDA som värderingsmultipl då avskrivningar på spelutveckling är osäkra sett till när det påbörjas och på vilken tidshorisont. Samtidigt ger EBITDA en tydlig bild av bolagens kassaflöden då capex exklusive förvärv av bolag utgör mindre än 1 % av omsättningen. Förvärv har konsoliderats på helår för att ge en bättre jämförelsebild.

I ett **base-case** förväntas spelportföljens intäkter avta i linje med spelens förväntade livslängd och historiska prestation. Spel i pipeline förväntas generera intäkter i linje med hur respektive studios spel levererat tidigare samt utifrån guidance från bolaget. 2017e prognosticeras den organiska nettoomsättningstillväxten till 11 % och EBITDA till 1 %. Justerat för engångskostnader från byte till IFRS och ökad driftsäkerhet uppgår EBITDA-tillväxten till 5 %, resterande avvikelse mot nettoomsättningstillväxten hänförs till ökade marknadsföringsinvesteringar för spelsläpp. Vidare förväntas organisk nettoomsättningstillväxt för 2018e uppgå till 19 % drivet av pipelinen som förväntas utgöra 45 % av den organiska nettoomsättningen. Omsättningen från förvärv förväntas bidra med 51 MSEK motsvarande snittet för de två senaste åren. Förvärvsbidraget till EBITDA förväntas vara 17 MSEK vilket baseras på den genomsnittliga EBITDA-marginalen på de fyra senaste förvärven om 34 %. Med en targetmultipl om 10.9x 2018e ger det en uppsida exklusive förvärv på 23 % och inklusive förvärv på 58 %.

Base-case	EBITDA 18e	EV/EBITDA 18e	Target	Uppsida
Exklusive förvärv	101.8	7.5x	10.9x	23 %
inklusive förvärv	119.1	6.4x	10.9x	58 %

I ett **bull-case** förväntas bolaget dra större vinning av den underliggande tillväxten i marknaden och i synnerhet mobilspelsmarknaden. Då pipelinen består av mobilspel antas dessa generera 10 % högre intäkter än i base-case. Förvävsaktiviteten förväntas vara i linje med base-case. Sammantaget ger det nettoomsättning

Bull-case	2016a	2017e	2018e
Nettoomsättningstillväxt	71 %	70 %	93 %
EV/EBITDA	13.5X	14.7X	5.7X
EBITDA-Marginal	36 %	32 %	44 %

Base-case	Omsättning			EBITDA			EV/EBITDA		
	År	2016a	2017e	2018e	2016a	2017e	2018e	2017e	2018e
Organisk		84.2	151.5	240.0	30.6	46.3	101.8	16.4x	7.5x
Organisk tillväxt		90 %	11 %	19 %	850 %	1 %	56 %		
Förvärv		51.8	49.7	50.8	15.1	18.9	17.3	11.6x	6.4x
Totalt		136.0	201.2	290.8	45.8	65.2	119.1		

Förvärv har konsoliderats på helår för att ge en bättre jämförelsebild.

om 305 MSEK och EBITDA om 134 MSEK för 2018e. Då bolaget har en operativ hävstång 1.8x leder den ökade omsättningen i bull-case till en högre EBITDA-marginal om 44 % kontra 41 % i base-case. En ökad omsättning och högre marginal leder till en mer positiv syn på framtida tillväxt och lönsamhet. En premievärdering om 10 % över peer-snittet ger en targetmultipl om 10.9x vilket motsvarar en uppsida om 99 %.

I ett **bear-case** förväntas nedsidan med den höga konkurrensen realiseras och bolaget får svårigheter att locka spelare till sina spel. En tredjedel av spelen förväntas underprestera kraftigt och endast inbringa 10 % av intäkterna prognostiserade i base-case. Vidare förväntas underpresterande spel leda till att bolaget måste öka investeringarna och anställa mer personal vilket sammantaget leder till ökade kostnader och lägre EBITDA-marginal om 22 %. Sämre framtidsutsikter och lägre marginal ger upphov till en lägre targetmultipl. 7.9x motsvarar en rabatt om 20 % jämfört med peer-snittet. 7.9x som targetmultipl ger en nedsida om 45 %. Inga förvärv förväntas genomföras i ett bear-case.

Bear-case	2016a	2017e	2018e
Nettoomsättningstillväxt	71 %	61 %	38 %
EV/EBITDA	13.5X	17.7X	14.0X
EBITDA-Marginal	36 %	28 %	26 %

Nedan presenteras noterade svenska spelutvecklare. Jämförelsesiffror för Stillfront avser base-case. Bolagen skiljer sig något från varandra då Paradox, Starbreeze och THQ fokuserar mer på dator- och konsolspel medan G5 Entertainment fokuserar på mobilspel. 2017e värderas Stillfront EV/EBITDA om 15.6x vilket är i linje med peer-snitt om 15.7x. 2018e värderas Stillfront till 9.9x vilket är lägre än peer-snittet om 9.9x. Vad gäller estimerad EBITDA-marginal för 2018e är Stillfront i linje med snittet med 42 % kontra 45 %.

EV/EBITDA	2017e	2018e	EBITDA marg. 2018e
THQ Nordic	20.6X	12.3X	50 %
Paradox Interactive	15.5X	12.6X	71 %
G5 Entertainment	10.9X	7.6X	22 %
Starbreeze	-	7.2X	36 %
Snitt	15.7X	9.9X	45 %
Stillfront	15.6X	7.5X	42 %

Källa: Bloomberg

Strengths

- Stor exponering mot tillväxtmarknader.
- Diversifierad spelportfölj där inget spel utgör mer än 20% av omsättningen.
- Stark pipeline som förväntas stå för mer än halva omsättningen 2018.
- Bolagsledningen har historiskt levererat bra förvärv.
- Cirka 30 % av aktierna ägs av nyckelpersoner i bolaget.

Weaknesses

- Balansräkningen utgörs till 55% av goodwill och totalt 75% immateriella tillgångar vilket skapar risk för nedskrivningar.
- Bolaget är beroende av individuell kompetens för fortsatt utveckling av attraktiva spel vilket är ett måste för att generera intäkter i framtiden.

Opportunities

- Underliggande tillväxten i spelmarknaden med CAGR 6.3 % och i mobilspelsmarknaden med CAGR 13.9 % ger förutsättningar för tillväxt.
- Partneravtalet med Sky-mobi i Kina kan vara början på flertalet spellanseringar i en ny bransch.
- Många små aktörer på marknaden ger möjligheter till att fortsätta förvärva.
- Obligationslån på 110 MSEK med ramverk på 500 MSEK ger utrymme till förvärv.

Threats

- 75% av spelen är beroende av externa aktörer för att locka till sig spelare.
- På grund av den hårda konkurrensen som råder är det stor osäkerhet om ett spel kommer bli lyckat eller inte.
- På förhand mycket osäkert om hur stora intäkter ett spel kan förväntas. Generera.

Bedömning av bolaget

8

Värde drivare

En i dagsläget stark pipeline kommer driva tillväxten och förväntas stå för mer än 50 % av omsättningen 2018. Obligationslånet på 110 MSEK ger möjligheter till fortsatt förvärvsaktivitet. Med 30 % av omsättningen från mobilspel och 3 spel i pipeline är man starkt positionerade mot mobilspelsmarknaden som växer med 13.9 %. Stillfront värderas på 2018e till 7.5x kontra peer-snitt om 9.9x.

6

Quality of Earnings

Historiskt sett har bolaget inte genererat några positiva vinster förens 2016. Samtidigt visar bolaget en brant EBITDA-tillväxt med en EBITDA på 34 MSEK 2016 och prognostiserad tillväxt om 42 % för 2017. Bolaget har en mycket god lönsamhet med prognostiserad EBITDA-marginal om 42 % 2018.

7

Ledning & styrelse

Ledningen har historiskt genererat mycket god tillväxt och har även tagit bolaget till positiva vinster och kassaflöden. Ledningen har även gjort flera framgångsrika förvärv vilket ger förhoppningar om framtiden. VD äger drygt 3 % av aktierna och CFO äger indirekt via bolag knappt 1%.

7

Risknivå

Marknaden är mycket fragmenterad vilket gör konkurrenssituationen tuff. Stillfront är beroende av externa aktörer för att locka till sig spelare. Bolaget har en kraftig goodwill-post som utgör 55 % av balansräkningen, om något dotterbolag underpresterar föreligger en kraftig nedskrivningsrisk.

Ansvarsbegränsning

Analys, dokument och all annan information som härrör från LINC Research & Analysis (LINC R&A) är framställt i informationssyfte och är inte avsett att vara rådgivande. LINC är en ideell organisation (organisationsnummer 845002-2259) och analys eller annan information som härrör från LINC R&A ska inte betraktas som investeringsrekommendationer.

Informationen i analysen är baserad på källor, uppgifter och personer som LINC R&A bedömer som tillförlitliga, men LINC R&A kan aldrig garantera riktigheten i informationen. Den framåtblickande informationen i analysen baseras på subjektiva bedömningar om framtiden, vilka alltid är osäkra och därför bör användas försiktigt. LINC R&A kan aldrig garantera att prognoser och framåtblickande estimat kommer att bli uppfyllda. Om ett investeringsbeslut baseras på information från LINC R&A eller person med koppling till LINC R&A, så fattas dessa alltid självständigt av investeraren. LINC R&A fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det än må vara som grundar sig på användandet av analys, dokument och all annan information som härrör från LINC R&A.

Intressekonflikter och opartiskhet

För att säkerställa LINC R&A's oberoende har LINC R&A inrättat interna regler, utöver detta så är alla studenter som skriver för LINC R&A skyldiga att redovisa alla eventuella intressekonflikter. Dessa har utformats för att säkerställa att Finansinspektionens föreskrifter och allmänna råd om investeringsrekommendationer riktade till allmänheten samt hantering av intressekonflikter (FFFS 2005:9) efterlevs. Material från LINC R&A ska aldrig betraktas som investeringsrekommendationer.

Om skribent har ett innehav där en intressekonflikt kan anses föreligga, redovisas detta i informationsmaterialet.

Övrigt

LINC R&A har ej mottagit betalning eller annan ersättning för att göra analysen.

Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är LINC R&A's egendom (© LINC R&A 2017).