

## ÖVERSIKT



Stillfront har efter förvärvet av Goodgame tre större spellanseringar inom kommande två kvartal. Tillsammans med intäktssynergier från Goodgames marknadsföringskompetens och 340 miljoner registrerade användare estimeras omsättning växa 38 % organiskt 2018E. Bolaget handlas 2018E till EV/EBIT 16,3x. En targetmultipl på 21x ger en motiverad uppsida om 33 %.

**Stillfront Group** ("Stillfront" eller "Bolaget") är en svensk spelutvecklare bestående av nio spelstudios. Bolaget fokuserar mobilspel och webbläsarspel (46 % respektive 53 % av omsättningen). Intäktsmodellen är primärt microtransactions, vilket innebär att spelen kan generera intäkter under flera års tid.

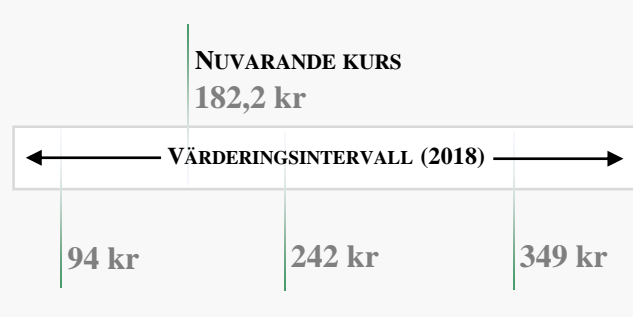
**Förvärvet av Goodgame ger intäktssynergier.** Under december 2017 förvärvade Stillfront den tyska spelutvecklaren Goodgame Studios. För att finansiera förvärvet emitterades 260 % nya aktier och börsvärdet ökade från knappt 900 MSEK till drygt 4,2 mdSEK. Goodgames främsta styrka ligger i kostnadseffektiv marknadsföring. Totalt sett har Goodgame över 340 miljoner registrerade användare och 16 tusen partnersidor, vilket ger ett starkt basunderlag för marknadsföring av nya spel. Tillgången till Goodgames marknadsföringskanaler och registrerade användare gör att Stillfronts befintliga spel kan nå fler potentiella spelare.

**38 % estimerad organisk omsättningstillväxt 2018E.** Under Q4 2017 lanserade Goodgame ett mobilspel inom sin befintliga IP, *intellectual property*, Big Farm. Lanseringen bedöms av Goodgame själva som deras mest lyckade någonsin. Vidare planerar Goodgame att under Q1 och Q2 2018 lansera uppföljare, för mobil och webb, inom sin största IP Empire. Dessa förväntas ligga till grund för en organisk tillväxt om 38 % 2018E.

**Spelportfölj med återkommande intäkter samtidigt som koncentration utgör risk.** 97 % av Bolagets omsättning är från free-to-play-spel med microtransactions. Med denna intäktmodell kan Bolaget generera intäkter från spelen under flera år. Detta styrks av att 51 % av Bolagets omsättning Q3 2017 var från spel lanserade 2014 eller tidigare. Detta ger en stabil intäktström och lanseringen av nya spel gör att Bolaget kan se fortsatt organisk tillväxt framgent. Bolaget är dock i och med förvärvet av Goodgame mer beroende av enskilda spel då de tre största spelen i Q3 utgör 84 % av omsättningen.

**Mobilspel estimeras växa med 12 % till 2020.** Mobilspelsmarknaden (46 % av omsättningen) estimeras växa med CAGR 12 % 2017-2020.<sup>1</sup> Samtidigt estimeras webbläsarspel (53 % av omsättningen) växa med CAGR -5 % 2017-2020.<sup>1</sup> Detta utgör på längre sikt en väsentlig risk för minskade intäkter för både de befintliga och kommande webbläsarspelen. Samtidigt har samtliga av Stillfronts spelstudios med webbläsarspel lanserat spel på mobila plattformar. Detta innebär att infrastruktur och kunskap för att leverera motsvarande spel på en mobil plattform redan finns och att Bolaget kan således parera den förändringen.

**I ett base scenario** väntas lanseringarna under 2018 att vara lyckade. Stillfronts spelportfölj sen innan förvärvet förväntas kunna dra nytta av synergier i form av Goodgames



marknadsföringskanaler. Sannantaget estimeras Stillfront omsätta 1581 MSEK 2018E där 1218 MSEK består av spel från Goodgame. EBIT justerad för transaktionskostnader estimeras till 297 MSEK varav 236 MSEK är från Goodgame, detta stärks av att Goodgame själva guidar för 25-30 MEUR EBIT 2018E.

Base scenario, MSEK	2017E Pro Forma	2018E	2019E
Nettomsättning	1086	1499	1750
EBIT	242	305	374
Nettoomsättningstillväxt	-	38 %	17 %
EBIT-marginal	22 %	20 %	21 %
EV/EBIT	20,1x	16,3x	13,4x

Stillfront handlas idag till EV/EBIT 16,3x 2018E justerat för transaktionskostnader. Nedanstående peer-grupp värderas till ett snitt om 27,9 2017E.<sup>2</sup> Innan förvärvet handlades Stillfront till en EV/EBIT om cirka 24x på dåvarande estimat för 2017. Utifrån den mer koncentrerade spelportföljen och stora andelen webbläsarspel bedöms EV/EBIT 21x som en rimlig multipl. Applicerat på 2018E motsvarar det ett motiverat värde på 12 månaders sikt om 242 SEK och en uppsida om 33 %.

Peers <sup>2</sup>	EV, MSEK	EV/EBIT 17E	EV/EBIT 18E
THQ	7042	34,7x	21,7x
Paradox	11139	30,7x	23,8x
Rovio	6637	21,0x	14,1x
G5 Entertainment	2923	25,3x	18,1x
Snitt	6935	27,9x	19,4x
Stillfront	4833	21,5x	16,3x

**I ett bear scenario** kommer pågående och kommande lanseringar prestera sämre hänfört till den generellt hårda konkurrensen samt ovissheten om hur nya spel presterar. Vidare förväntas även den befintliga spelportföljen tappa spelare snabbare, drivet av den stora exponeringen mot webbläsarspel. Sannantaget estimeras 2018E nå en omsättning om 1268 MSEK och EBIT om 163 MSEK. Till följd av webbläsarexponeringen bedöms EV/EBIT 17X som en rimlig multipl vilket på 12 månaders sikt motsvarar ett motiverat värde om 94 SEK och en nedsida om 48 %.

**I ett bull sceanrio** förväntas förvärvet av Goodgame ge omfattande synergier i form av högre omsättning för Stillfronts tidigare spelportfölj. Pågående och kommande lanseringar går bättre än väntat drivet av den starka tillväxten på mobilspelsmarknaden. Sannantaget estimeras 2018E nå en omsättning om 1544 MSEK och EBIT om 379 MSEK. Utifrån en EV/EBIT om 23x ger det på 12 månaders sikt ett motiverat värde om 349 SEK och en uppsida om 91 %.

<sup>1</sup> Newzoo, sid. 33 <http://hugin.info/171481/R/2154511/827769.pdf>

<sup>2</sup> Källa: Bloomberg