

Analyse, 31 december 2022

Paradox Interactive

Bedrijfsactiviteiten

Paradox Interactive is een Zweedse game ontwikkelaar die in 2004 is opgericht. De CEO is Fredrik Wester, tevens co-founder en grootaandeelhouder van de onderneming. Paradox is marktleider in de niche van strategic games. Bij dergelijke spellen heeft de gamer veelal de leiding over een imperium (planeet, land, stad etc.) en moet hij proberen de overwinning te behalen door het slim inzetten van grondstoffen, legers, logistiek en vele andere middelen. Strategic games worden vooral gespeeld op de PC. Bekende spellen van Paradox Interactive zijn Hearts of Iron, Crusader Kings en Surviving Mars.

Paradox Interactive behaalt veruit het grootste deel van de omzet in de USA. Gamers betalen voor de aanschaf van het spel, voor uitbreidingen (nieuwe werelden, uitrusting, muziek etc.) en voor updates van bestaande spellen. De verkopen vinden online plaats via de platforms van Steam, Epic, Apple etc. Paradox Interactive is een relatief kleine onderneming waar 650 mensen werkzaam zijn. De beurswaarde is zo'n € 2 miljard.

Overzicht van de scores op de selectiecriteria

In onderstaande tabel staan de scores van Paradox Interactive op de criteria die het Major Oak Fund hanteert bij de selectie van aandelen.

| Selectiecriteria | Score | Korte toelichting |
|-----------------------------------|-------|--|
| 1. Redelijk geprijsd | ⚖️ | Redelijke waardering in relatie tot de groeimogelijkheden. |
| 2. Sterke concurrentiepositie | ✓ | Sterke nichespeler met een loyale klantbasis. |
| 3. Veel groeipotentie | ✓ | Veel mogelijkheden voor nieuwe games. |
| 4. Weinig schulden | ✓ | Het schuldenniveau is laag. |
| 5. Goede investeringsbeslissingen | ✓ | Focus op autonome groei. |

1. Redelijk geprijsd ⚖️

De koers-winstverhouding van Paradox is 30. Deze vrij hoge ratio weerspiegelt de goede groeimogelijkheden van de onderneming. In vergelijking met de historie is sprake van een acceptabele waardering.

2. Sterke concurrentiepositie ✓

De kracht van Paradox Interactive is de volledige focus op strategic games. Binnen de totale gaming sector is dit een vrij klein segment. Desalniettemin heeft Paradox een grote en zeer loyale klantbasis; er zijn meer dan 5 miljoen actieve spelers. Er is een betrokken online community en Paradox organiseert ook regelmatig events. Deze worden door vele liefhebbers bezocht.

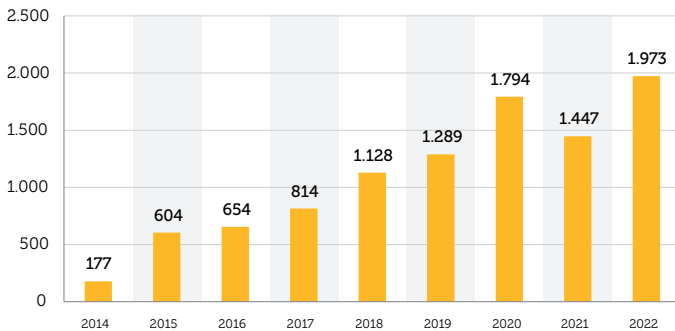
Gamers blijven vaak jarenlang trouw aan de spellen van Paradox. Dit komt onder meer doordat strategic games uitdagend zijn. Het kost tijd om ze goed te leren spelen. Veel gamers zijn trots op hun prestaties en 'skills'. Daarnaast zorgt elke beslissing voor een ander spelscenario. Hierdoor blijven gamers terugkomen voor een nieuw 'avontuur' en wordt niet snel overstapt op een andere game. De pay-off van Paradox Interactive sluit hier op aan en luidt 'we create the games, you create the stories'.

Paradox ondervindt geen directe concurrentie van grote game-ontwikkelaars zoals Activision Blizzard, Electronic Arts en Epic Games. Dit komt doordat de niche voor hen te klein is. Daarnaast zijn strategic games door hun hoge complexiteit vooral geschikt voor de PC. Grote game-ontwikkelaars richten zich liever op de console en mobiel. Verder vraagt het ontwikkelen van een hoogwaardige strategic game veel knowhow en flinke investeringen. Na de eerste release moeten vaak nog gedurende meerdere jaren verbeteringen worden doorgevoerd. Dit komt doordat strategic games (door de vele spelscenario's) vrij gevoelig zijn voor bugs. Dit is een toetredingsdrempel voor kleinere game-studio's.

3. Veel groeipotentie ✓

In onderstaande grafiek is de omzetgroei weergegeven, die Paradox in de afgelopen jaren heeft gerealiseerd.

Omzet (SEK miljoen)



Omdat de onderneming pas sinds 2016 aan de beurs is genoteerd, gaat de grafiek niet verder terug dan naar 2014.

De omzetsdaling in 2021 werd veroorzaakt door mismanagement van de toenmalige CEO, Ebba Ljungerud. Door een te sterke focus op groei werd steeds meer geïnvesteerd in activiteiten buiten de eigen niche. Hierdoor dreef de onderneming af van de corebusiness. Met als gevolg dat het tempo van nieuwe spelreleases daalde. Bovendien kregen nieuwe uitgaven en speluitbreidingen minder goede beoordelingen. Daarom was het voor oprichter Fredrik Wester noodzakelijk om in september 2021 de rol van CEO weer op zich te nemen. Hij heeft toen direct 'schoon schip gemaakt'. Er zijn 15 minder aantrekkelijke ontwikkelprojecten gestaakt en het aantal medewerkers is met 10% verlaagd. De focus ligt weer helemaal op 'proven strategic games'. In 2022 zijn de eerste positieve resultaten van de koerswijziging zichtbaar. Er zijn duidelijk verbeteringen zichtbaar in de frequentie en kwaliteit van de geproduceerde content.

De gaming sector maakt al jaren een forse groei door. Dit komt door technologische veranderingen (spellen op de mobiel, spelen in teams, grafische verbeteringen etc.) en doordat gamen steeds meer mainstream is geworden. Ook de vraag naar de spellen van Paradox is hoog; het aantal actieve spelers groeit al jaren. Het heeft bij Paradox Interactive de afgelopen jaren

echter ontbroken aan het ontwikkelen van goede nieuwe spellen. In de 2022 is daarin een eerste stap gezet met de release van Victoria 3. Naar verwachting zal Paradox de komende jaren meerdere nieuwe games uitbrengen, waardoor de onderneming flink kan groeien. Want de vraag vanuit de markt is er.

4. Weinig schulden ✓

Paradox Interactive heeft geen significante schulden. De onderneming beschikt over een netto kaspositie.

5. Goede investeringsbeslissingen ✓

Fredrik Wester is de huidige CEO en tevens mede-oprichter en grootaandeelhouder. Hij heeft aangegeven dat de komende jaren vooral zal worden geïnvesteerd in organische groei door middel van het ontwikkelen van nieuwe games en speluitbreidingen. Hiermee kan veel waarde worden gecreëerd. Overnames zullen alleen worden gepleegd als ze goed aansluiten op de huidige corebusiness (strategic games voor de PC) en een laag risicoprofiel hebben. Verder betaalt Paradox een beperkt dividend uit.

Belangrijkste risico's

Paradox Interactive scoort goed op de selectiecriteria, maar elke onderneming heeft te maken met risico's. Zo heeft de onderneming in 2021 flinke afboekingen moeten doen op geactiveerde ontwikkelkosten. Dit komt doordat het produceren van een game een kostbaar proces is, waar ook veel creativiteit bij komt kijken. Pas na de release van de game wordt duidelijk of deze kosten zullen worden terugverdiend. Aan het ontwikkelen van games zijn dus risico's verbonden. Verder heeft Paradox platforms als Steam, Epic, Apple etc. nodig voor de distributie van de spellen. Deze partijen brengen vaak hoge commissies in rekening. Door toegenomen concurrentie lijken deze commissies wat te dalen, maar het blijft een aandachtspunt.

Om de mogelijke impact van bovenstaande risico's op het fondsrendement te beperken, past het Major Oak Fund een goede spreiding van de beleggingen toe. Op 31 december 2022 was de weging van Paradox in de totale portefeuille 3,2%.

Jan-Gerben Postma
Beheerder Major Oak Fund