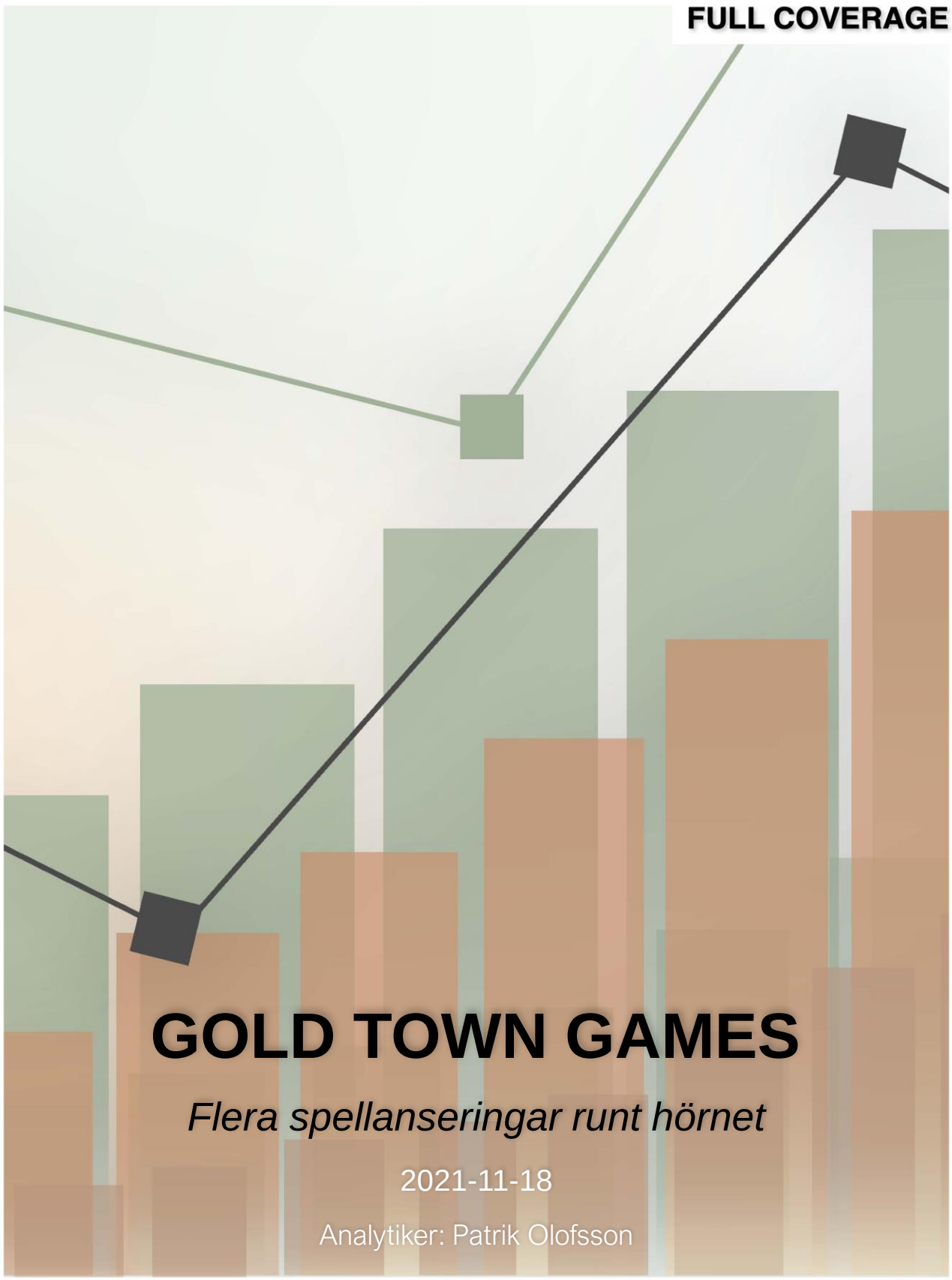


AKTIEANALYS

FULL COVERAGE



GOLD TOWN GAMES

Flera spellanseringar runt hörnet

2021-11-18

Analytiker: Patrik Olofsson



Analyst Group grundades 2014, en tid då informationen att tillgå gällande små- och medelstora bolag ansågs vara bristfällig. Därför valde Analyst Groups grundare att starta upp en analystjänst med visionen att belysa och sprida korrekt information för att ge bättre stöd i investeringsbeslut.

Idag är Analyst Group ett snabbväxande analyshus med huvudsäte i Stockholm och med filial i Lund. Vi arbetar utifrån värdeorden engagemang, passion och förtroende, med ambitionen att skriva korrekta och objektiva analyser. Därför erbjuder vi två typer av analys. Vi erbjuder dels bolag som vi anser intressanta, att på uppdrag, utföra analyser mot ersättning. Samtidigt tillhandahåller vi oberoende analyser på bolag som vi anser har särskilt intressant investeringsidé.

Vår vision är att vara den bästa informationslänken mellan de många investerarna och företagen.

Som länk mellan investerare och företag ger vi stöd i investeringsbeslut, kapitalallokering och kommunikationsvägar.

Vi tror på att hjälpa företag och investerare att bättre förstå varandra

GOLD TOWN GAMES (GTG)

FLERA SPELLANSERINGAR RUNT HÖRNET

Ag

Q3-rapporten från Gold Town Games AB ("Gold Town Games" eller "Bolaget") innehöll inga direkta överraskningar utan var väl i linje med våra förväntningar. Med en återstående Q4-rapport estimerar vi att Bolaget omsättningsmässigt kommer att leverera en liknande prestation som för 2020. Mer intressant är dock 2022, ett år där vi räknar med att ytterligare minst tre speltitlar kommer att vara lanserade, vilket således kommer lägga grunden för en högre tillväxt under perioden 2022-2023. Baserat på slutåret i vår prognosperiod, år 2023, en applicerad P/S-multipel och en diskonteringsränta om 10 %, kvarhåller vi vårt motiverade nuvärde per aktie om 3,9 kr (3,9) i ett Base scenario.

Inga överraskningar i Q3-rapporten

Intäktsmässigt var Q3-rapporten i linje med våra förväntningar, där Gold Town Games på koncernnivå uppvisade en nettoomsättning om 1,9 MSEK. Jämfört med Q3-20 (2,9 MSEK) är det en minskning, dock blir en jämförelse rakt av missvisande eftersom Bolaget under Q3-20 inte redovisade på koncernnivå utan enbart på moderbolagsnivå. Sett till rörelseresultatet uppgick detta till -1,3 MSEK, där förklaringen bakom det negativa resultatet beror på att Bolaget gjort nödvändiga investeringar i att bygga nya/fler produkter. I sammanfattning anser vi att rapporten var i linje med våra förväntningar utan några större överraskningar.

God kostnadskontroll och bra likviditet

Under Q3-21 uppgick de totala rörelsekostnader, inklusive COGS, till -5,4 MSEK, att jämföra med -5,4 MSEK under Q3-20. Det är således helt i linje med jämförbart kvartal 2020, samt endast 0,7 MSEK högre jämfört med Q2-21 då kostnaderna uppgick till -4,7 MSEK. Vi ser således positivt på att Gold Town Games har lyckats utvecklas med en god kostnadskontroll. Den nuvarande kassa om ca 14 MSEK innebär att Bolaget på kort sikt har tillräckligt kapital för att producera och marknadsföra sina produkter.

Spelportföljen är på väg att breddas

World Hockey Manager (WHM) och World Football Manager (WHM) står ännu för hela Bolagets aktuella intjäning, samtidigt som portföljen av spel snart förväntas att breddas. Omkring årsskiftet 2021/2022 ska Blitz Football Manager (BFM) lanseras, tätt följt av ett landhockey- och basebollspel under Q1-22 respektive slutet av Q2-22. Fler titlar innebär fler intäktskällor, vilket i slutändan skapar mer diversifierade kassaflöden för Gold Town Games. Det i sig är självklart något vi ser positivt på och tror kan bidra till att öka värderingen av Bolaget.

Endast mindre justeringar i värderingsintervallet

Då Gold Town Games utvecklas i linje med våra förväntningar väljer vi i samband med Q3-rapporten att endast göra mindre justeringar i våra prognoser, och behåller vårt värderingsintervall avseende Base och Bull, men justerar vårt Bear till att bli något mer konservativt.

AKTIEKURS | 2,55 kr

VÄRDERINGSINTERVALL, NUVÄRDE PÅ 2023 ÅRS PROGNOS

BEAR
2,3 kr

BASE
3,9 kr

BULL
4,5 kr

Värderingen utgår från en nuvärdesberäkning på 2023 års prognos. Eventuell förändring i värdering antas ske stegvis, givet att gjorda antaganden infaller.

GOLD TOWN GAMES AB

Senast betalt (2021-11-17) (SEK) 2,55

Antal Aktier (st.) 39 071 077

Market Cap (MSEK) 99,6

Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK) -1,9

Enterprise Value (MSEK) 97,7

V.52 prisintervall (SEK) 0,96 – 4,66

Lista NGM Nordic SME

UTVECKLING

1 månad -13,4 %

3 månader +14,7 %

1 år +65,4 %

YTD +52,7 %

HUVUDÄGARE (KÄLLA: BOLAGET PER 2021-09-30)

Vision Invest AB 18,4 %

Allanova 6,4 %

eBlitz Group 4,7 %

Olle Åkesson 3,0 %

Annika Johansson 2,9 %

VD OCH ORDFÖRANDE

Verkställande Direktör Pär Hultgren

Styrelseordförande Magnus Orregård

FINANSIELL KALENDER

Delårsrapport #4 2021 2022-02-24

PROGNOS (BASE), MSEK

Nettoomsättning 10,4 11,2 10,1 17,5 34,5

Bruttoresultat¹ **9,9** **14,3** **19,5** **20,6** **30,2**

Bruttomarginal (adj.)² 16,4% -0,5% 14,9% 31,5% 42,1%

Rörelsekostnader -13,4 -10,2 -13,0 -14,6 -18,2

EBITDA¹ **-3,5** **4,1** **6,5** **6,0** **12,0**

EBITDA-marginal (adj.)² neg. neg. neg. neg. 2,1%

P/S 9,6 8,9 9,9 5,7 2,9

EV/S 9,4 8,8 9,7 5,6 2,8

EV/EBITDA neg. 24,1 15,0 16,2 8,2

¹Inkl. aktiverat arbete och övriga rörelseintäkter.

²Exkl. aktiverat arbete och övriga rörelseintäkter.

KVARTALSUPPDATERING

**1,9 MSEK
NETTO-
OMSÄTTNING**

Under Q3-21 uppgick Gold Town Games nettoomsättning till ca 1,9 MSEK, motsvarande en minskning om 35 % jämfört med moderbolagets omsättning om 2,9 MSEK under samma period år 2020. Bolaget saknar dock jämförelsesiffror på koncernnivå från föregående årsperiod vilket gör att en exakt jämförelse blir något snedvriden. Sett till rörelseresultatet uppgick detta till -1,3 MSEK, där förklaringen bakom det negativa resultatet beror på att Bolaget gjort nödvändiga investeringar i att bygga nya/ fler produkter. Det gör att den tänkta intjäningen "laggar" i den bemärkelse att kostnaderna tas idag, för att i framtiden generera intäkter.

Sett till Gold Town Games pipeline är det dock ingen brist på aktivitet, där följande uppdateringar och nya titlar finns i sikte i närtid:

**FLERA
VÄRDE-
DRIVARE I
KORTEN**

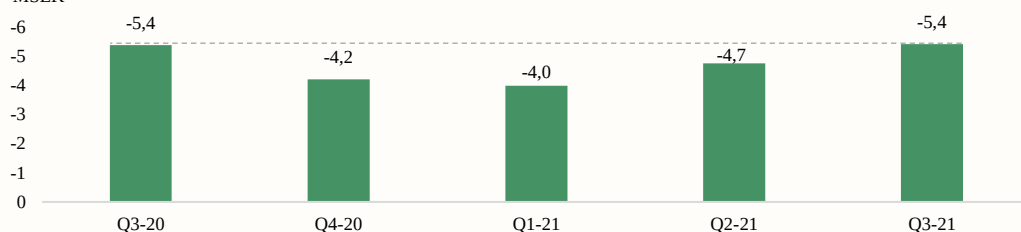
- 1 World Football Manager (WFM) lanseras i Turkiet tillsammans med Turkcell, extern publisher.
- 2 Lansering av Blitz i utvalda länder omkring **årsskiftet 2021/2022**.
- 3 Global lansering av WFM när Turkietlanseringen har utvärderats.
- 4 Blitz lanseras globalt under **Q1-22** förutsatt att målsättningarna med den första lanseringen uppnås.
- 5 Landhockeyspelet lanseras på ett par utvalda marknader i slutet av **Q1-22**.
- 6 Lansering av basebollspelet i slutet av **Q2-22**.

Vi ser att Gold Town Games har flera värdedrivande aktiviteter i sin pipe, och även om de rapporterade intäkterna för koncernen under Q3 gärna hade fått vara på högre nivåer, ser vi att kommande kvartal kan komma att bli väldigt intressanta för Bolaget och aktieägarna.

Under årets tredje kvartal uppgick Gold Town Games totala rörelsekostnader, inklusive direkta försäljningskostnader (COGS), till -5,4 MSEK, att jämföra med -5,4 MSEK under Q3-20. Det är således helt i linje med jämförbart kvartal 2020, samt endast 0,7 MSEK högre jämfört med Q2-21 då kostnaderna uppgick till -4,7 MSEK. Vi ser således positivt på att Gold Town Games har, trots gjorda investeringar i olika utvecklingsprojekt, lyckats utvecklas med en god kostnadskontroll.

Även om Bolagets rörelsekostnader stigit två kvartal i rad, är de i termer av absoluta tal på snarliggande nivåer.

Totala rörelsekostnader, inkl. COGS, exkl. avskrivningar
MSEK



Källa: Bolaget

**~14 MSEK
I LIKVIDA
MEDEL**

Vid utgången av september uppgick kassan till ca 13,7 MSEK, vilken har stärkts genom kapitaltillskottet från den tidigare företrädesemission under sommaren 2021. Den finansiella positionen innebär att Gold Town Games har kapital för att producera och marknadsföra sina produkter.

"Som jag tidigare sagt befinner vi oss i en väldigt spännande period och position. Vi har flera nya spel på gång och en tydlig produktionsprocess för att lansera titlar på marknaden. [...] Jag tror och hoppas på att vi under nuvarande och kommande kvartal får se en markant ökning av antalet aktiva användare i Gold Town Games produkter.", sa Pär Hultgren, VD på Gold Town Games, i samband med Q3-rapporten.

INVESTERINGSIDÉ

KRAFTIG TILLVÄXT I MOBILSPELS- MARKNADERNA



2017
Lansering av
WHM



2019
Lansering av
WFM



2021E
Förväntad
lansering av BFM



2022E
Ytterligare två
speltitlar kan ha
lanserats

~35 MSEK
OMSÄTTNING
2023E

Marknaden för mobilspel är en av världens snabbast växande

I spåren av Corona-pandemin är mobilspelindustrin en av de branscher som globalt presterat bäst. Under förra året omsatte marknaden omkring 77 mdUSD och det finns inga tecken på att tillväxten kommer att avta under de närmaste åren. Enligt Statista (2021) estimeras marknaden för mobilspel att nå en årlig omsättning om 110 mdUSD år 2021, för att därefter uppvisa en årligt tillväxttakt (CAGR) om ca 10 % tills år 2025, motsvarande en storlek om 160 mdUSD. Enligt Allied Market Research (2021) förväntas marknaden för *In App Purchases (IAP)* uppvisa en CAGR om ~20 % mellan åren 2019 och 2027, för att då nå en storlek om 340 mdUSD. Gold Town Games adresserbara marknad är således högintressant, och då ska det även tilläggas att ytterligare en del i Bolagets affärsmodell är att driva intäkter genom annonser i spelen, en marknad som i sig värderas till omkring 3 mdUSD idag.

W3XM-plattformen skapar starka korssynergier mellan spelen

Gold Town Games har en plattform för [mobila] sportmanager-spel, där Bolaget redan idag med *World Hockey Manager (WHM)* har en världsledande position inom hockey-spel. Sedan en tid tillbaka utvecklas även fotbollsspelet *World Football Manager (WFM)*, där målbilden är att konkurrera med topptitlarna i världen i sin kategori. Båda spelen bygger på Gold Town Games utvecklings-plattform W3XM, vilket möjliggör korssynergier samt att för varje nytt spel som Gold Town Games utvecklar så kan Bolaget dra nytta av, och kapitalisera, på erfarenheterna från tidigare spelutveckling. Det kan bidra till snabbare lansering, vassare spel, bättre prestanda och ännu högre lönsamhet för varje ny speltitel. Till utgången av år 2021 är målbilden att ha minst tre aktiva spel på den globala scenen, där vi räknar med att den tredje titeln kommer vara i form av ett amerikanskt fotbollsspel; *Blitz Football Manager (BFM)*. Precis som för WHM och WFM baseras även detta spel på W3XM-plattformen. Med fler spel blir Gold Town Games mindre säsongskänsliga och kan upprätthålla en mer diversifierad intäktsbas, vilket i sig skulle vara mer värdeskapande för Bolaget. Dessutom kan det tänkas att avtal likt det med Adverty samt Betway kan bidra till ytterligare synergier mellan spelen.

Fler speltitlar är att vänta

För Gold Town Games är *Go-to-Market*-strategin tydlig; utveckla bra spel, marknadsför dessa i rätt kanaler samt, om tillfälle ges, slut relevanta avtal med sportprofiler och stjärnor som kan agera ambassadörer, t.ex. likt det avtalet som tidigare ingåtts med hockeylegenden Wayne Gretzky för WHM. Med det som recept räknar vi med att Gold Town Games kan ta en större marknadsandel under kommande kvartal. Fokus nu är fortsatt att vässa befintliga spel och uppnå ännu bättre KPI:er, t.ex. i termer av antal aktiva användare, intjäning per användare m.m. Parallellt med detta är som sagt BFM-spelet på väg att lanseras, parallellt med att både ett *landhockey*- och *basebollmanager*-spel utvecklas. Eftersom att senaste årets restriktioner, till följd av Covid-19, har begränsat antalet sportevenemang har detta fått en negativ effekt på antalet aktiva spelare inom sportspel generellt. I takt med att vaccinationsgraden ökar får dock sport en allt större plats i vardagen igen, vilket i sig bör ge medvind till Gold Town Games spel. Om Bolaget parallellt med detta kan fortsätta vidareutveckla WHM och WFM och stärka användarupplevelsen ytterligare, räknar vi med att antalet aktiva spelare kan öka från dagens nivåer. Tillsammans med lanseringen av BFM kan detta ge en bra skjuts i intäkterna redan under år 2021. Från år 2022 räknar vi med att ytterligare minst två speltitlar har lanserats, där W3XM-plattformen bidrar till rätt förutsättningar för en lyckad sådan.

Sammanfattning av prognos och värdering

I ett Base scenario estimeras nettoomsättningen uppgå till 10 MSEK år 2021 och därefter, på de befintliga spelen WHM och WFM, inklusive annonsintäkter, öka till ca 35 MSEK år 2023. Det motsvarar således en CAGR om ca 85 %, samtidigt som utrymme finns för upprevidering givet tillkommande intäkter från ytterligare speltitlar. Baserat på en målmultipel om P/S 5,4x på 2023 års försäljning, samt en diskonteringsränta om 10 %, erhålls i ett Base scenario ett nuvärde per aktie om 3,9 kr.

Spelutveckling är kapitalintensivt

Spelutveckling är kapitalintensivt och Bolaget har hittills, utöver spelintäkter, finansierat sig via nyemissioner för att stärka rörelsekapitalet. Med hänsyn till att kassan vid utgången av Q3-21 uppgick till 13,7 MSEK, vilken har stärkts genom en tidigare nyemission under sommaren 2021, är det av stor vikt att befintliga spel kan skalas upp på ett kostnadseffektivt vis.

FINANSIELL PROGNOSE

De finansiella prognoserna i Base-, Bull- och Bear-scenario utgår från åren 2021-2023 där World Hockey Manager och World Football Manager utgör de primära finansiella drivarna, tillsammans med hänförliga annonsintäkter. Gold Town Games förväntas även, via Sideline Labs, lansera BFM omkring årsskiftet 2021/2022 och i åtminstone ett Base- och Bull scenario kan det vara rimligt att anta att ytterligare manager-spel inom andra sportvertikaler lanseras under år 2022 och framåt, t.ex. ett landhockeymanager-spel och ett basebollmanager-spel. Dock, till följd av svårigheter att idag ge några prognoser kring dessa tillkommande speltitlar inkluderas de inte explicit i gjorda estimat. Det lämnar således utrymme för upprevidering och utgör en extra option i värderingen.

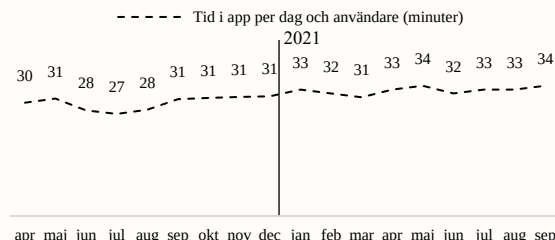
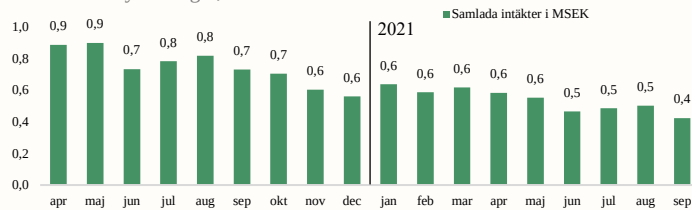


World Hockey Manager

Spelet vänder sig främst till alla som älskar hockey och fans av managerspel. Det finns ett genuint hockeyintresse som under flera generationer har genomsyrat staden där Gold Town Games verkar, vilket är något Bolaget vill föra vidare till resten av världen. Under 2020 uppgick WHM:s intäkter till 9,1 MSEK, vilket utgjorde ca 82 % av Bolagets nettoomsättning.

Nedan framgår en sammanställning av information kring senaste sex kvartalen (Q2-20 till Q3-21) för WHM.

World Hockey Manager, KPI:er



World Hockey Manager	apr	maj	juni	juli	aug	sep	okt	nov	dec	jan	feb	mar	apr	maj	juni	juli	aug	sep
Samlade intäkter i USD	89 000	92 000	79 000	86 000	94 000	83 000	80 000	70 000	67 000	76 000	71 000	73 000	69 000	66 000	56 000	56 000	58 000	49 000
Antal unika aktiva användare 30d.	30 786	27 365	20 209	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
Antal dagligt aktiva unika användare	n.a	n.a	n.a	11 300	11 000	10 500	10 000	9 800	9 900	10 000	9 800	9 400	8 800	8 500	8 000	7 500	7 600	7 200
Tid i app per dag/användare (min)	29,6	30,7	27,6	26,6	27,8	30,5	30,8	31,1	31,3	33,0	32,0	31,0	33,0	34,0	32,0	33,0	33,0	34,0

Källa: Bolaget samt Analyst Groups illustration. Konvertering från USD till SEK har skett till respektive månads genomsnittliga växelkurs.

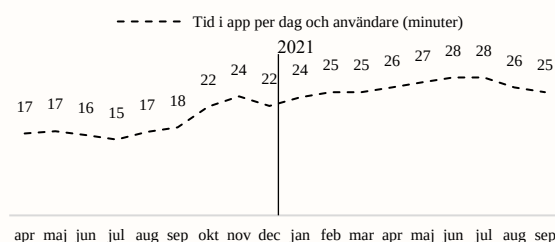
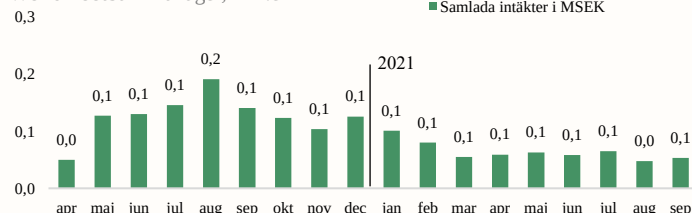
World Football Manager



Spelet riktar sig till världens alla fotbollsfans. Gold Town Games målsättning är att skapa ett interaktivt fotbollsmanagerspel där spelare, från hela världen, som tar rollen som manager kan mötas i båda ligor och cuper. Spelets unikhet återfinns i själva matchen, där användaren direkt kan påverka resultatet genom byten, taktik, laguppställning och matchkort. Under år 2020 uppgick WFM:s samlade intäkter till 1,3 MSEK, vilket således utgjorde va 12 % av Gold Town Games totala nettoomsättning.

Nedan framgår en sammanställning av information kring senaste sex kvartalen (Q2-20 till Q3-21) för WFM.

World Football Manager, KPI:er



World Football Manager	apr	maj	juni	juli	aug	sep	okt	nov	dec	jan	feb	mar	apr	maj	juni	juli	aug	sep
Samlade intäkter i USD	5 000	13 000	14 000	16 000	22 000	16 000	14 000	12 000	15 000	12 000	9 700	6 500	7 000	7 500	7 000	7 500	5 500	6 200
Antal unika aktiva användare 30d.	3 041	7 772	11 765	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
Antal dagligt aktiva unika användare	n.a	n.a	n.a	3 900	2 400	1 700	1 400	1 300	1 900	1 300	1 200	1 000	900	850	800	800	950	1 100
Tid i app per dag/användare (min)	16,7	17,1	16,3	15,4	17,0	17,9	22,1	24,2	22,2	24,0	25,0	25,0	26,0	27,0	28,0	28,0	26,0	25,0

Källa: Bolaget samt Analyst Groups illustration. Konvertering från USD till SEK har skett till respektive månads genomsnittliga växelkurs.

FINANSIELL PROGNOSE

Användartillväxt och omsättningsprognos åren 2021-2023

Sedan Q3-rapporten 2020 har Gold Town Games redovisat antal dagligt aktiva unika spelare för WHM och WFM. I analysen utgår vi från detta KPI för att härleda den estimerade försäljningstillväxten.

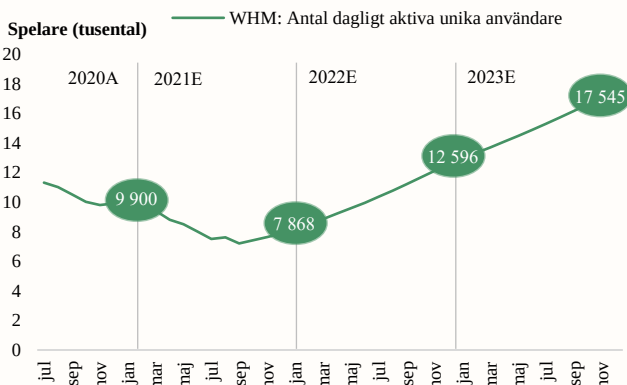
Användartillväxt WHM: Vid inledningen av tredje kvartalet 2020 uppgick antalet dagligt aktiva unika spelare av WHM till 11 300, att jämföra med 7 200 vid utgången av september 2021. Genom kontinuerliga förbättringar, nya versioner och fortsatt digital marknadsföring, räknar vi med att Gold Town Games åter kan attrahera ett ökat antal spelare under prognosperioden som sträcker sig till år 2023. Under Q3-21 har världens hockeyligor dragit igång och i samband med säsongstarten har Gold Town Games genomfört den stora spelarkemiuppdateringen. Under de närmaste månaderna siktar Bolaget på att öka omsättningen med specialturneringar, spelareerbjudanden och kampanjer på *Black Friday* och under julveckorna.

Användartillväxt WFM: Vid inledningen av tredje kvartalet 2020 uppgick antalet dagligt aktiva unika spelare av WFM till 3 900, att jämföra med 1 100 vid utgången av september 2021. Med de nya marknaderna för WFM så kommer innehåll vara ett fokusområde i nästa kvartal tillsammans med användarupplevelsen för nya spelare. I planerna finns även att fördjupa spelet ytterligare.

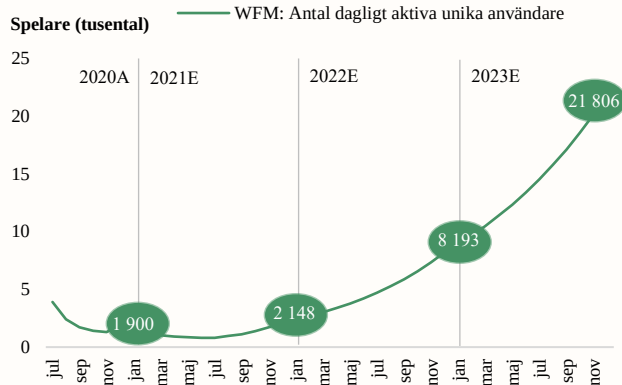
VI RÄKNAR
MED FLER
SPELARE
INOM BÅDE
WHM OCH
WFM

Nedan framgår vår estimat för antalet dagligt aktiva unika spelare för spelen WHM och WFM.

Antal dagligt aktiva unika användare, WHM och WFM



Antal unika användare, dagligen, vid varje årsslut	WHM	Δ
December 2020A	9 900	n.a
December 2021E	7 868	-21%
December 2022E	12 596	60%
December 2023E	17 545	39%



Antal unika användare, dagligen, vid varje årsslut	WFM	Δ
December 2020A	1 900	n.a
December 2021E	2 148	13%
December 2022E	8 193	281 %
December 2023E	21 806	166 %

Analyst Groups prognoser

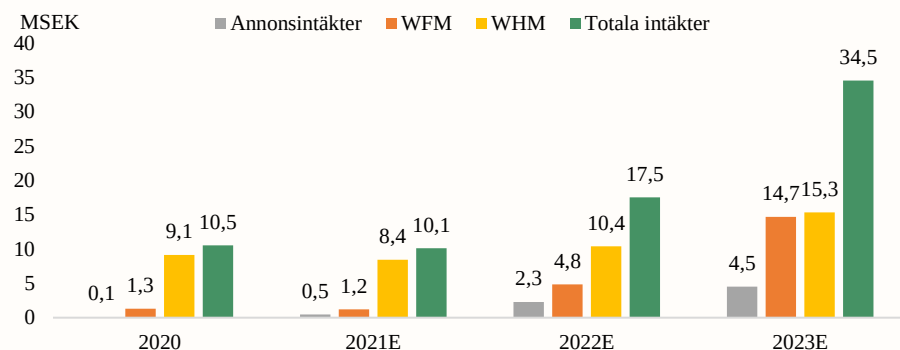
~0,30 USD
ESTIMERAD
IAP/DAG

Både WHM och WFM är s.k. *free-to-play* spel, vilket innebär att spelen är gratis att ladda ner och att det först inuti själva spelet erbjuds köp, s.k. *In App Purchase* (IAP). Under Q3-21 uppgick den genomsnittliga bruttointäkten per dagligt aktiv och unik per spelare för WHM till 2,1 kr (0,24 USD) per dag, och för WFM till 2,0 kr (0,23 USD) per dag. I samma stund som dessa köp görs så bokförs de under innevarande period, till skillnad från en spelares LTV-värde, vilket representerar de totala förväntade intäkterna per spelare utspritt över minst tolv månader. Utöver Gold Town Games förmåga att höja IAP-nivån per användare och dag, så finns det även en valutaeffekt att ta hänsyn till där t.ex. en stärkt dollar skulle få en positiv påverkan på Bolagets omsättning. I våra estimat för åren 2021-2023 utgår vi från en genomsnittlig IAP-nivå om 0,30 USD per dagligt aktiv unik spelare för både WHM och WFM. I praktiken kan detta dock komma att variera mellan spelen, samt under särskilda perioder ändras, varför vi vill förtydliga att detta är ett genomsnittligt värde som antas. Vidare, Gold Town Games erhåller även annonsintäkter och Bolaget har tidigare kommunicerat att de åtminstone för WFM räknar med att annonsering kan stå för omkring 10 % av de samlade intäkterna. I våra modeller för åren 2021-2023 utgår vi från liknande nivåer även för WHM.

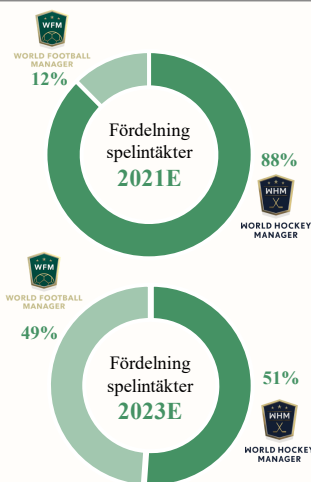
FINANSIELL PROGNOSE

Nedan framgår estimerade intäkter för WHM och WFM, inklusive annonsintäkter.

Total intäkter från WHM och WFM och intäktsfördelning, 2020-2023E



Analyst Groups prognoser



**W3XM-
PLATTFORMEN
GER STARKA
SYNERGIER**

Både WHM och WFM är baserade på Bolagets plattform W3XM, vilken är byggd med målsättningen att den ska implementeras i samtliga av spelen. Det resulterar i synergier för Gold Town Games då varje tillkommande spel kan dra nytta av tidigare kunskap och insikter, där kontinuerlig optimering gör att nya spel kan bli ännu mer attraktiva, snabbare nå en större volym och därutöver en högre lönsamhet. Lansering av nya spel, t.ex. BFM under årsskiftet 2021/2022 och baseboll- samt landhockeyspelet under 2022, samt andra spel framgent, kommer att påverka prognoserna, vilket innebär att dessa kommer att uppdateras kontinuerligt.

Brutto- och rörelsekostnader åren 2021-2024

Gold Town Games erhåller alla intäkter från sina speltitlar, undantaget från Appstores och Google Plays försäljningsavgifter. Gold Town Games erhåller en reducerad avgift om 15 % som gäller för intäkter upp till 1 MUSD (ca 8,4 MSEK), i respektive appbutik, under ett innevarande år. För all omsättning utöver detta utgår en avgift om 30 %. Utifrån gjorda prognoser estimerar vi att Gold Town Games under år 2021 kommer debiteras 15 % i avgift, men att från år 2022/2023 och framåt kommer även 30 % i avgift att utgå då Bolaget förväntas överstiga beloppsgränsen om 1 MUSD i respektive appbutik. I våra modeller antas Gold Town Games intäkter vara jämnt fördelade, d.v.s. 50/50, mellan Appstore och Google Play. Avgifterna bokas som bruttokostnader (COGS), i vilka även investeringar i digital marknadsföring av spelen ingår. Vi räknar med att mellan 20-30 % av Gold Town Games omsättning återinvesteras i just digital marknadsföring för att t.ex. öka antalet spelinstallationer och således användare. Utöver detta räknar vi med att ytterligare ca 10-20 % av intäkterna investeras i övriga marknadsaktiviteter, t.ex. likt samarbetet med Wayne Gretzky, vilket bokförts som en direkt bruttokostnad. På rörelsenivå är det personalkostnader som utgör störst andel av kostnadsbasen, vilka LTM uppgår till 7,9 MSEK, motsvarande 79 % av Bolagets nettoomsättning. I takt med att Gold Town Games kan öka förtjänsten på befintliga spel, i kombination med lanseringen av nya, räknar vi med att Bolaget kommer att vilja skala upp sin personalstyrka. Med hänsyn till vikten av att balansera sitt rörelsekapital rätt tror vi dock att detta, relativt den förväntade försäljningstillväxten, kommer ske i en något försiktigare takt. Detta blir tydligt på 2023 års prognos, där vi estimerar att personalkostnaderna står för ~35 % av omsättningen, något som även belyser skalbarheten när väl spelen kommer upp i bra volym. Utöver detta estimeras övriga externa kostnader, t.ex. lokalhyra, IT-tjänster, konsultarvoden etc. utgöra en relativt konstant andel av intäkterna (~16 %).

**PERSONAL
ESTIMERAS
UTGÖRA
STÖRST ANDEL
AV DE FASTA
KOSTNADERNA**

Utöver COGS förväntas personalkostnader utgöra en större andel av Bolagets totala kostnadsbas.



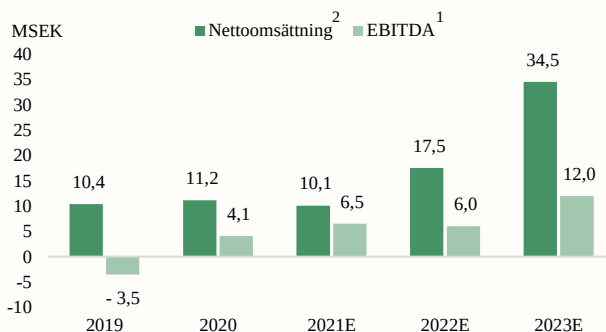
Analyst Groups prognoser

VÄRDERING

Följande är en sammanställning av Analyst Groups estimat för Gold Town Games.

Finansiell prognos, Base scenario

Base scenario, MSEK	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Totala intäkter ¹	17,4	25,6	25,7	29,0	45,5
COGS	-7,5	-11,3	-6,3	-8,4	-15,4
Bruttoresultat	9,9	14,3	19,5	20,6	30,2
Bruttomarginal (adj.) ²	16,4%	-0,5%	14,9%	31,5%	42,1%
Övriga externa kostnader	-2,8	-2,0	-3,2	-4,0	-5,7
Personalkostnader	-10,6	-7,5	-9,7	-10,5	-12,2
Övriga rörelsekostnader	0,0	-0,7	0,0	-0,2	-0,3
EBITDA	-3,5	4,1	6,5	6,0	12,0
EBITDA-marginal (adj.) ²	neg.	neg.	neg.	neg.	2,1%



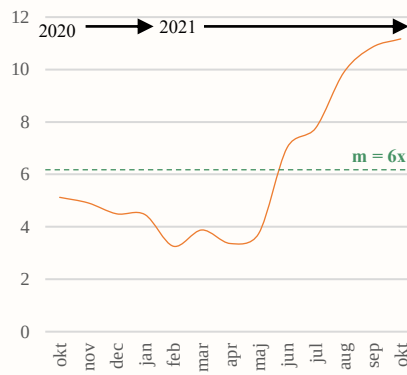
Analyst Groups prognoser ¹Inkl. aktiverat arbete och övriga intäkter. ²Exkl. aktiverat arbete och övriga intäkter.

Värdering: Base scenario

På de befintliga spelen WHM och WFM estimeras Gold Town Games uppvisa en tillväxt omkring 85 % Y/Y (CAGR) under åren 2021-2023, och samtidigt successivt stärka lönsamheten. Eftersom vi räknar med en relativt hög tillväxt utgår värdering från försäljningen. LTM värderas Gold Town Games till P/S 11x, samtidigt som genomsnittet under de senaste 12 månaderna har varit en multipel om 6x. Givet en målmultipel om 5,4x, således i nära linje med snittet, på 2023 års prognos om ca 35 MSEK i omsättning, motsvarar det ett bolagsvärde omkring 185 MSEK. Med hänsyn till BFM, samt ytterligare kommande speltitlar, kan en högre multipel vara motiverad över tid, varför en P/S-multipel om 5,4x anses vara konservativ. Med en diskonteringsränta om 10 %, dagens utestående aktier (ca 39 M) och ett bolagsvärde om 185 MSEK år 2023, resulterar det i ett nuvärde per aktie om 3,9 kr i ett Base scenario.

P/S-multipel Gold Town Games.

P/S, rullande tolv månader (LTM)



Källa: Analyst Group

3,9 KR
PER AKTIE I
ETT BASE
SCENARIO

Bull scenario

Följande är ett urval av potentiella värde drivare i ett Bull scenario:

- Lättade restriktioner ökar antalet sportevenemang vilket kan bidra till ökat intresset för både WHM och WFM. I ett Bull scenario ökar antalet WHM-spelare i en högre takt, samtidigt som WFM kan skalas upp och nå *Proof of Concept*, och med tiden, tillsammans med WHM, konkurrera med topp titlarna i världen inom sin kategori.
- Lanseringen av BFM blir lyckat och bidrar med intäkter från Q1-22.
- Tack vara bl.a. W3XM-plattformen möjliggörs en snabb och smidig utveckling av nästkommande speltitlar, t.ex. då landhockey- och basebollmanagerspelet.

Givet en omsättning om ca 42 MSEK år 2023 i ett Bull scenario, en målmultipel om P/S 5x och en diskonteringsränta om 10 %, härleds ett nuvärde per aktie om 4,5 kr i detta scenario. Det ska noteras att prognoserna baseras på olika faktorer, vilket innebär att dessa fortfarande ska inträffa.³

Bear scenario

Följande är ett urval av potentiella faktorer i ett Bear scenario:

- Intäktsmässigt är det fortfarande WHM som "bär" Bolaget och övriga speltitlar. Om WHM inte kommer upp i högre volym, eller rent av tappar, blir den ekonomiska konsekvensen negativ vilket i sin tur skulle kunna få en negativ effekt även på WFM och andra titlar, då ett sådant läge begränsar Bolagets resurser.
- I det scenariot kan det dröja med lansering av andra titlar, samtidigt som befintliga intäkter inte kan täcka de fasta kostnaderna, vilket gör att likviditeten äts upp.
- Extern kapitalanskaffning kan då bli nödvändigt, t.ex. genom nyemission, med risk för sämre villkor.

I ett Bear scenario motiveras en lägre värdering av aktien och givet gjorda prognoser, en lägre målmultipel på 2023 års estimat om ca 20 MSEK i omsättning samt en diskonteringsränta om 10 %, motiveras ett nuvärde per aktie om 2,3 kr i ett Bear scenario.³

³Se Appendix sida 12-13 för gjorda prognos i Bull- respektive Bear scenario.

VD-INTERVJU MED PÄR HULTGREN



Kan du i lite mer detalj berätta mer om vart du och Gold Town Games lägger ert största fokus under årets sista veckor?

På marknadssidan fokuserar vi på erbjudanden till befintliga användare och kampanjer för att få in nya användare. Produktmässigt är vårt fokus på att lansera WFM i Turkiet samt att bygga ihop Blitz inför en *soft launch*.

Av er nuvarande spelportfölj, ser du att det är någon titel som du tror kan få extra stort genomslag under 2022?

Alla våra titlar har sin egen marknad och *niche*. Jag tror och hoppas att det amerikanska fotbollsspelet kan ta väsentliga marknadsandelar och således levererar enligt våra högt ställda förväntningar. Det blir spännande att se vilken av titlarna som kommer att leverera det där extra.

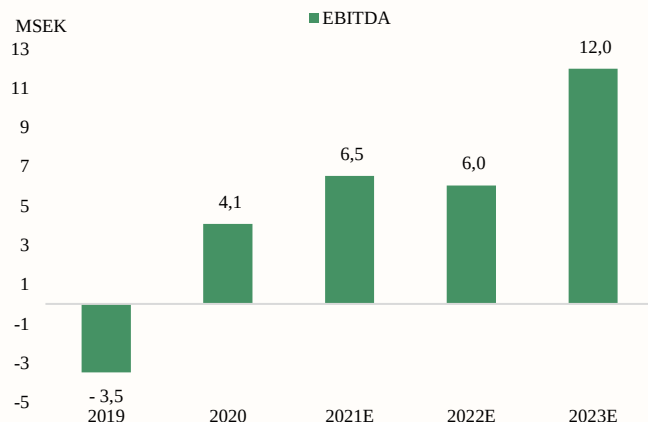
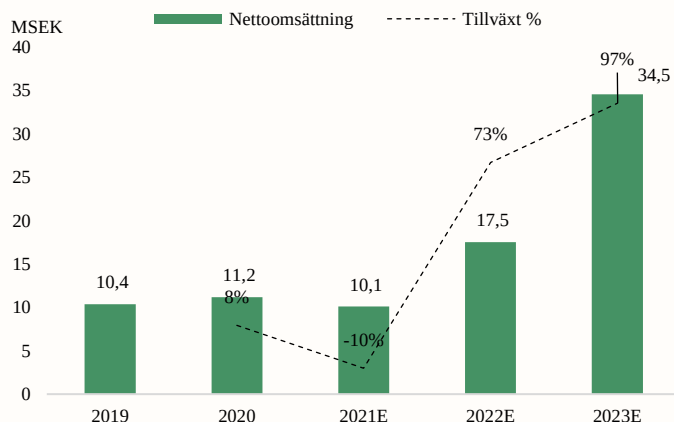
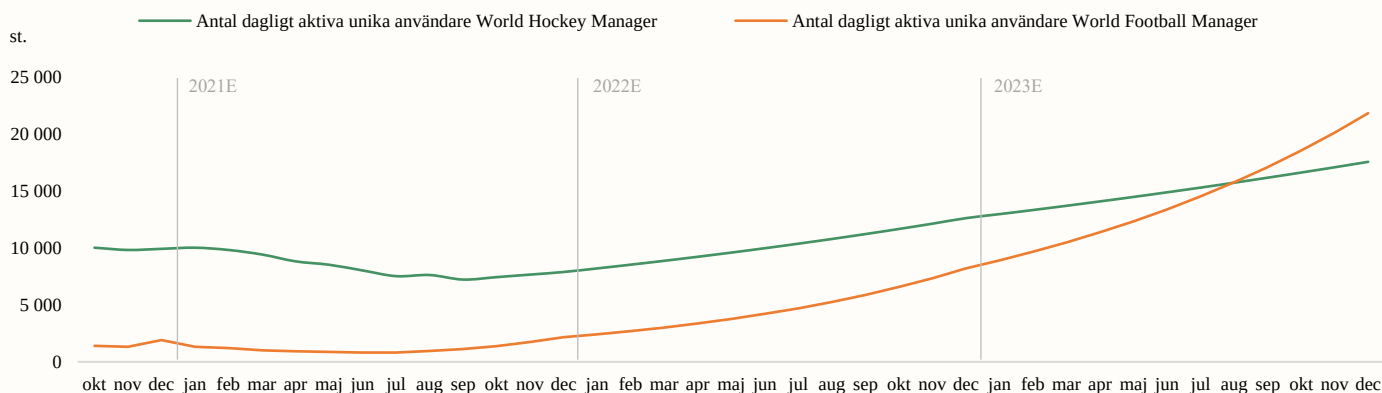
Du nämner att samarbetena med Adverty och Betway är under utvärdering från båda parter, och att ni samtidigt arbetar med nya möjligheter till samarbeten. Vad för typer av andra samarbeten ser du skulle kunna vara aktuella för er?

Det är framförallt samarbeten på annonssidan som kan ge ökade reklamintäkter men också möjliga partners för nya affärer eller publicering av våra titlar på specifika marknader.

Den 17 november 2021

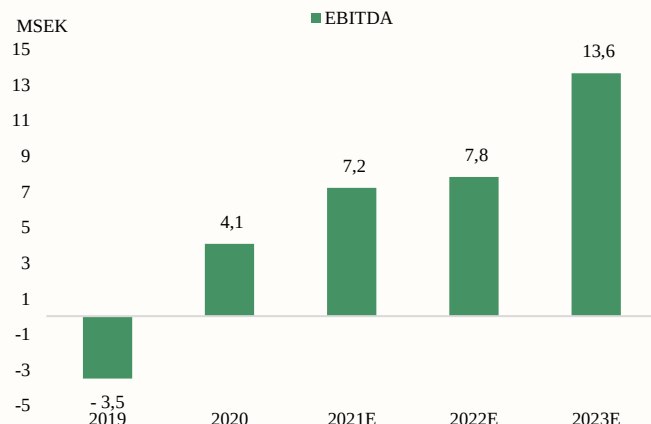
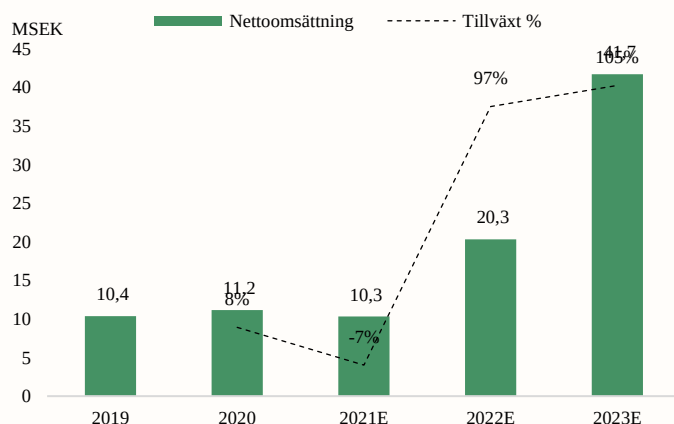
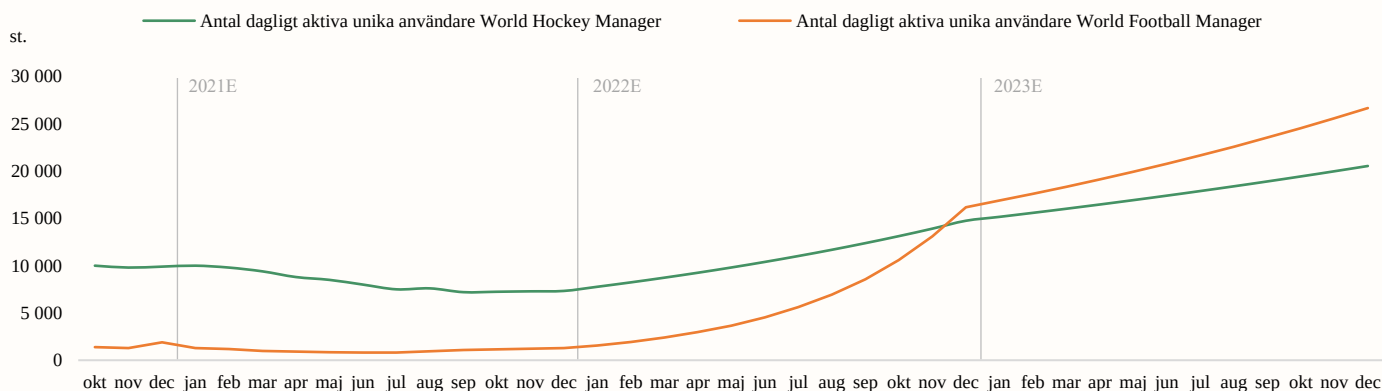
APPENDIX

Base scenario, MSEK	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	10,4	11,2	10,1	17,5	34,5
Aktiverat arbete för egen räkning	7,0	4,8	7,5	6,5	6,0
Övriga rörelseintäkter	0,1	9,6	8,1	5,0	5,0
Totala intäkter	17,4	25,6	25,7	29,0	45,5
Direkta försäljningskostnader	-7,5	-11,3	-6,3	-8,4	-15,4
Bruttoresultat	9,9	14,3	19,5	20,6	30,2
Bruttomarginal (adj.)	16,4%	-0,5%	14,9%	31,5%	42,1%
Övriga externa kostnader	-2,8	-2,0	-3,2	-4,0	-5,7
Personalkostnader	-10,6	-7,5	-9,7	-10,5	-12,2
Övriga rörelsekostnader	0,0	-0,7	0,0	-0,2	-0,3
EBITDA	-3,5	4,1	6,5	6,0	12,0
EBITDA-marginal (adj.)	neg.	neg.	neg.	neg.	2,1%
Avskrivningar	-4,1	-5,6	-6,2	-6,4	-7,1
EBIT	-7,6	-1,5	0,3	-0,4	4,9
EBIT-marginal (adj.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Finansiella intäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finansiella kostnader	-0,5	-0,1	-0,4	-0,1	-0,1
EBT	-8,1	-1,6	-0,1	-0,5	4,7
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoresultat	-8,1	-1,6	-0,1	-0,5	4,7
Nettomarginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Nyckeltal	2019	2020	2021E	2022E	2023E
P/S	9,6	8,9	9,9	5,7	2,9
EV/S	9,4	8,8	9,7	5,6	2,8
EV/EBITDA	neg.	24,1	15,0	16,2	8,2



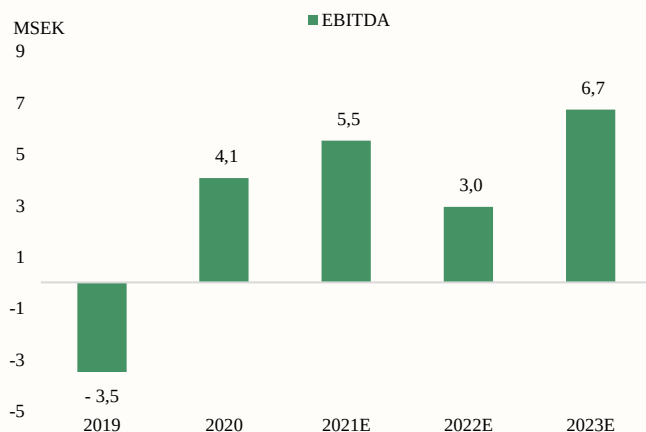
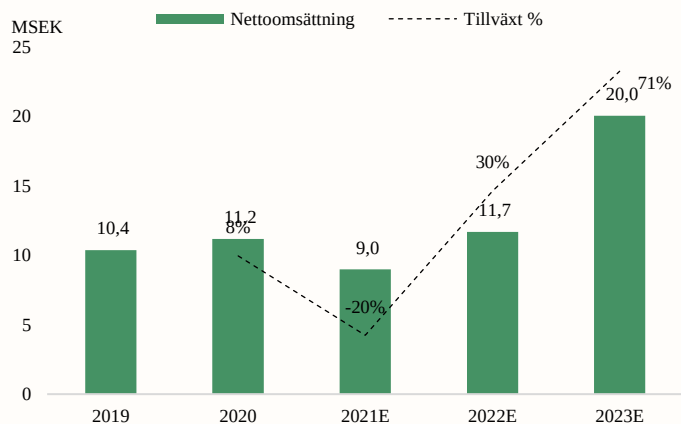
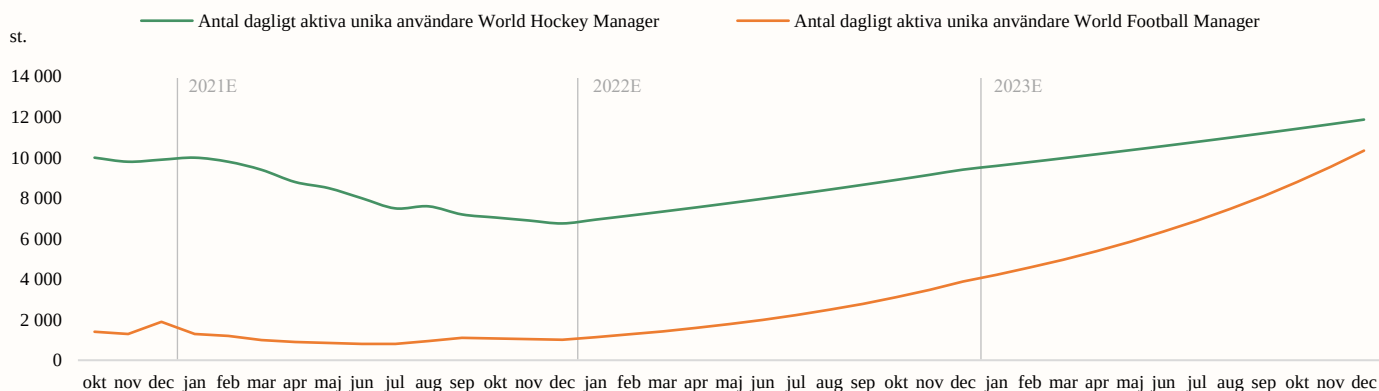
APPENDIX

Bull scenario, MSEK	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	10,4	11,2	10,3	20,3	41,7
Aktiverat arbete för egen räkning	7,0	4,8	7,5	6,5	6,0
Övriga rörelseintäkter	0,1	9,6	8,1	5,0	5,0
Totala intäkter	17,4	25,6	26,0	31,8	52,7
Direkta försäljningskostnader	-7,5	-11,3	-6,1	-8,8	-19,2
Bruttoresultat	9,9	14,3	19,9	23,0	33,5
Bruttomarginal (adj.)	16,4%	-0,5%	16,3%	36,1%	42,7%
Övriga externa kostnader	-2,8	-2,0	-3,3	-4,8	-6,9
Personalkostnader	-10,6	-7,5	-9,4	-10,2	-12,3
Övriga rörelsekostnader	0,0	-0,7	0,0	-0,2	-0,7
EBITDA	-3,5	4,1	7,2	7,8	13,6
EBITDA-marginal (adj.)	neg.	neg.	neg.	neg.	5,0%
Avskrivningar	-4,1	-5,6	-7,2	-7,3	-7,5
EBIT	-7,6	-1,5	0,0	0,5	6,1
EBIT-marginal (adj.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Finansiella intäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finansiella kostnader	-0,5	-0,1	-0,4	-0,1	-0,1
EBT	-8,1	-1,6	-0,4	0,4	6,0
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoresultat	-8,1	-1,6	-0,4	0,4	6,0
Nettomarginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Nyckeltal	2019	2020	2021E	2022E	2023E
P/S	9,6	8,9	9,6	4,9	2,4
EV/S	9,4	8,8	9,5	4,8	2,3
EV/EBITDA	neg.	24,1	13,6	12,5	7,2



APPENDIX

Bear scenario, MSEK	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	10,4	11,2	9,0	11,7	20,0
Aktiverat arbete för egen räkning	7,0	4,8	7,5	6,5	6,0
Övriga rörelseintäkter	0,1	9,6	8,1	5,0	5,0
Totala intäkter	17,4	25,6	24,6	23,2	31,0
Direkta försäljningskostnader	-7,5	-11,3	-6,0	-6,3	-8,0
Bruttoresultat	9,9	14,3	18,6	16,9	23,0
Bruttomarginal (adj.)	16,4%	-0,5%	12,0%	23,2%	38,6%
Övriga externa kostnader	-2,8	-2,0	-3,3	-3,8	-5,2
Personalkostnader	-10,6	-7,5	-9,7	-10,0	-10,8
Övriga rörelsekostnader	0,0	-0,7	0,0	-0,2	-0,2
EBITDA	-3,5	4,1	5,5	3,0	6,7
EBITDA-marginal (adj.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Avskrivningar	-4,1	-5,6	-7,3	-7,5	-7,6
EBIT	-7,6	-1,5	-1,8	-4,5	-0,8
EBIT-marginal (adj.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Finansiella intäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finansiella kostnader	-0,5	-0,1	-0,4	-0,1	-0,1
EBT	-8,1	-1,6	-2,1	-4,7	-1,0
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoresultat	-8,1	-1,6	-2,1	-4,7	-1,0
Nettomarginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Nyckeltal	2019	2020	2021E	2022E	2023E
P/S	9,6	8,9	11,1	8,5	5,0
EV/S	9,4	8,8	10,9	8,4	4,9
EV/EBITDA	neg.	24,1	17,7	33,1	14,5



DISCLAIMER

Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument eller annan information härrörande AG Equity Research AB (vidare AG) är framställt i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analyserna är baserade på källor och uppgifter samt utlåtanden från personer som AG bedömer tillförlitliga. AG kan dock aldrig garantera riktigheten i informationen. Alla estimat i analyserna är subjektiva bedömningar, vilka alltid innehåller viss osäkerhet och bör användas varsamt. AG kan därmed aldrig garantera att prognoser och/eller estimat uppfylls. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på information från AG eller personer med koppling till AG, alltid fattas självständigt av investeraren. Dessa analyser, dokument och information härrörande AG är avsett att vara ett av flera redskap vid investeringsbeslut. Investerare uppmanas att komplettera med ytterligare material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. AG frånsäger sig allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av material härrörande AG.

Intressekonflikter och opartiskhet

För att säkerställa Analyst Groups oberoende har Analyst Group inrättat interna regler för analytiker, utöver detta så har alla analytiker undertecknat avtal i vilket de är skyldiga att redovisa alla eventuella intressekonflikter.

Dessa har utformats för att säkerställa att *KOMMISSIONENS DELEGERADE FÖRORDNING (EU) 2016/958 av den 9 mars 2016 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 vad gäller tekniska standarder för tillsyn för de tekniska villkoren för en objektiv presentation av investeringsrekommendationer eller annan information som rekommenderar eller föreslår en investeringsstrategi och för uppgivande av särskilda intressen och intressekonflikter efterlevs.*

För fullständiga regler för våra analytiker se: <https://www.analystgroup.se/interna-regler-ansvarsbegransning/>

Bull and Bear- Rekommendationer

Rekommendationerna i form av bull alternativt bear syftar till att förmedla en övergripande bild av Analyst Groups åsikt. Rekommendationerna är utarbetade genom noggranna processer bestående av kvalitativ research och övervägning samt diskussion med andra kvalificerade analytiker.

Definition Bull: Bull är en metafor för en positivt inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en positiv framtidsutveckling för bolaget

Definition Bear: Bear är en metafor för en pessimistisk inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en negativ framtidsutveckling för bolaget.

Övrigt

Denna analys är en så kallad uppdragsanalys. Detta innebär att Analyst Group har mottagit betalning för att göra analysen. Uppdragsgivare **Gold Town Games AB** (vidare Bolaget) har inte haft någon möjlighet att påverka de delar där Analyst Group har haft åsikter om Bolaget, framtida värdering eller annat som skulle kunna tänkas utgöra en subjektiv bedömning. De delar som Bolaget har kunnat påverka är de delar som är rent faktamässiga och objektiva.

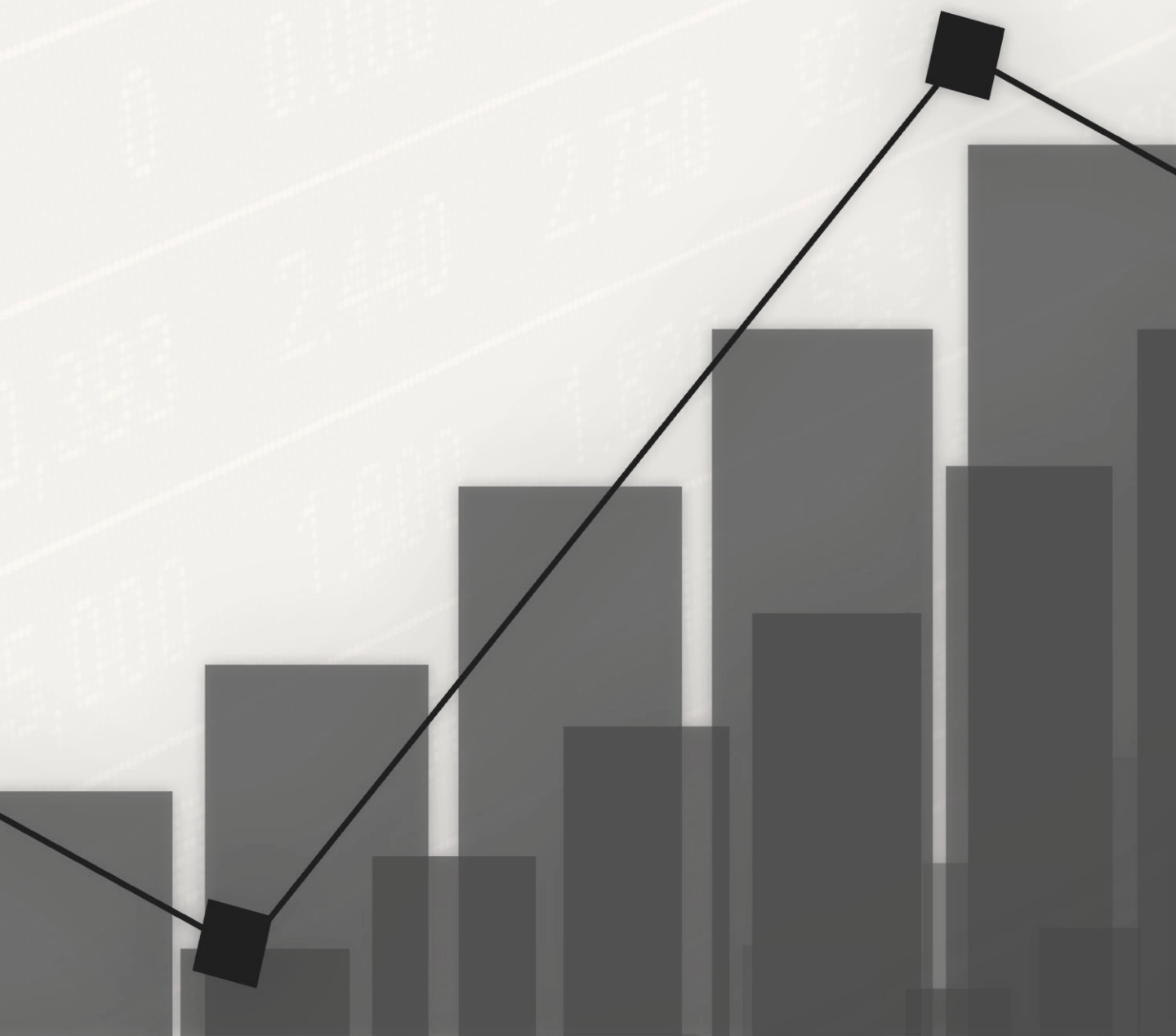
Analytiker äger inte aktier i bolaget.

Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2021). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.



Analyst Group



AG EQUITY RESEARCH AB

Org.nr: 556999-0939 | Mail: info@analystgroup.se
Riddargatan 12B, 114 35, Stockholm