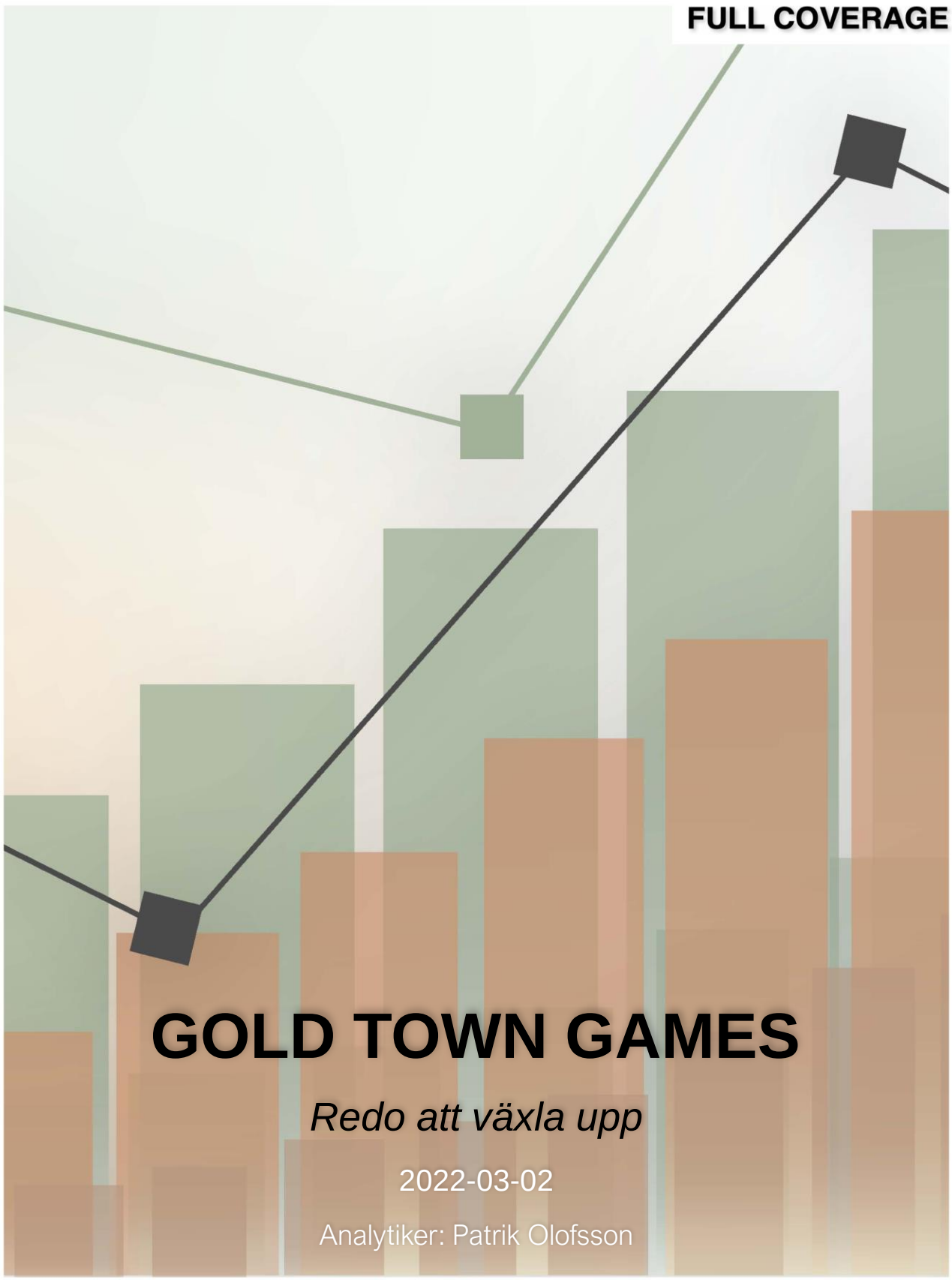


AKTIEANALYS

FULL COVERAGE



GOLD TOWN GAMES

Redo att växla upp

2022-03-02

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)

REDO ATT VÄXLA UPP



Med en intensiv lanseringstakt av kommande speltitlar är det tydligt att Gold Town Games AB ("Gold Town Games" eller "Bolaget") gör sig redo att växla upp under 2022. Ett av spelen medför dessutom en för Bolaget ny affärsmodell (P2E), vilket genom avtalet med CS Games även kommer inbringa 10 MSEK i extra intäkter. Sammantaget förväntas en bra tillväxt under året, samtidigt som lönsamheten kan stärkas, där Gold Town Games räknar med ett positivt kassaflöde redan under Q1-22. 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.

Q4-rapporten bekräftar vår investeringsidé

Under Q4-21 uppgick Gold Town Games nettoomsättning till ca 2,0 MSEK (2,5), vilket är en minskning mot 2020 men samtidigt i nära linje med föregående kvartal (Q3-21). Sett till EBITDA-resultatet uppgick detta till 1,5 MSEK (0,07), vilket är en klar förbättring mot Q4-20. Det ska dock tilläggas att fjärde kvartalet 2021 har stärkts av att det aktiverade arbetet uppgick till 4,4 MSEK, att jämföra med 1,7 MSEK under Q4-20. Likväl anser vi att rapporten var ungefär vad vi hade förväntat oss, och att VD-ordet bekräftade vår uppfattning om att Gold Town Games har en spännande tid framför sig.

Fler speltitlar samt ytterligare affärsmodell

Innan 2022 är slut ska Gold Town Games ha totalt sex speltitlar lanserade, där Blitz Football Manager är närmast på tur med en *soft launch* under innevarande kvartal. Därefter ska Field Hockey Manager och Baseball Manager lanseras, vilket är spel som, likt tidigare titlar, bygger på Gold Town Games W3XM-plattformen. Under Q4-22 är målet att dessutom lansera Cricket Star Manager, vilket blir Bolagets första *Play-2-Earn* (P2E)-spel och således resulterar i ett nytt affärsben. Det finns tecken på att P2E-modeller kan komma att bli allt mer utbrett i framtiden, vilket i så fall, för Gold Town Games, skulle kunna resultera i ett form av *First Mover Advantage* inom den marknadsgrenen.

Live Ops förväntas bli allt viktigare

Under kommande kvartal räknar vi med att Gold Town Games kommer att lägga mer resurser på s.k. Live Ops, för att därigenom höja användarnas LTV. Med hänsyn till att Apple nyligen reglerat den information de ger ut om användare, exempelvis till aktörer som Facebook (Meta), minskar marknadsföringseffekten i dessa kanaler vad gäller att leverera användare till spelen. Det gör att ett högt LTV blir ännu viktigare framgent.

Värderingsintervall mindre ändringar

Gold Town Games utvecklas i linje med våra förväntningar varför vi behåller vårt värderingsintervall avseende Base, men gör vissa justeringar i Bull och Bear.

AKTIEKURS | 2,0 kr

VÄRDERINGSINTERVALL, NUVÄRDE PÅ 2023 ÅRS PROGNO

BEAR
1,7 kr

BASE
3,9 kr

BULL
5,4 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 (2022-03-01) (SEK)	2,0
Antal Aktier (st.)	39 071 077
Market Cap (MSEK)	78,1
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	-6,5
Enterprise Value (MSEK)	71,6
V.52 prisintervall (SEK)	1,17 – 4,66
Lista	NGM Nordic SME

UTVECKLING

1 månad	-17,3 %
3 månader	-26,0 %
1 år	+47,4 %
YTD	-21,6 %

HUVUDÄGARE (KÄLLA: BOLAGET PER 2021-12-31)

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 #1 2022	2022-05-25
-----------------------	------------

PROGNOS (BASE), MSEK	2019	2020	2021	2022E	2023E
Nettoomsättning	10,4	11,2	8,3	15,1	32,6
Bruttoresultat¹	9,9	14,3	21,5	24,4	29,3
Bruttomarginal (adj.) ²	16,4%	-0,5%	5,8%	56,6%	41,8%
Rörelsekostnader	-13,4	-10,2	-13,0	-15,4	-19,1
EBITDA¹	-3,5	4,1	8,5	9,0	10,2
EBITDA-marginal (adj.) ²	neg.	neg.	neg.	7,9%	neg.
P/S	7,5	7,0	9,5	5,2	2,4
EV/S	6,9	6,4	8,7	4,8	2,2
EV/EBITDA	neg.	17,6	8,4	8,0	7,0

¹Inkl. aktiverat arbete och övriga rörelseintäkter.
²Exkl. aktiverat arbete och övriga rörelseintäkter.

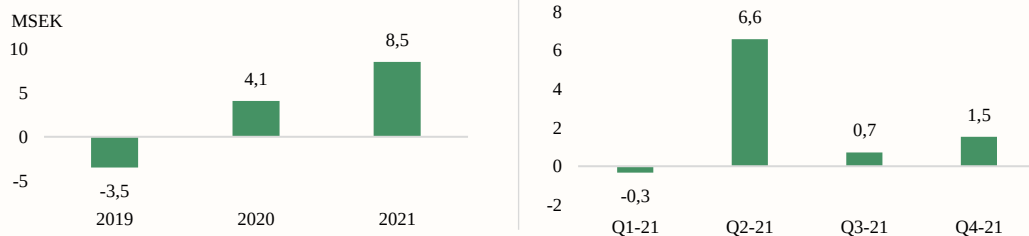
KVARTALSUPPDATERING

**2 MSEK
NETTO-
OMSÄTTNING**

Under Q4-21 uppgick Gold Town Games nettoomsättning (på koncernnivå) till ca 2,0 MSEK, motsvarande en minskning om 19 % jämfört med 2,5 MSEK under samma period år 2020. Jämfört med föregående kvartal under 2021 (Q3), då omsättningen uppgick till 1,9 MSEK, innebär dock fjärde kvartalets intäkter en tillväxt om 8 %. Sett till rörelseresultatet (EBIT) uppgick detta till -1,6 MSEK (-1,6), dock har kvartalet belastats med 1,1 MSEK i ytterligare avskrivningar avseende Grand Pikes produkt. Justerat för detta, såväl som Gold Town Games "organiska" avskrivningar, uppvisar koncernen ett EBITDA-resultat om +1,5 MSEK (0,07), vilket är en klar förbättring mot Q4-20. Det ska dock tilläggas att Q4-21 har stärkts av att det aktiverade arbetet uppgick till 4,4 MSEK, att jämföra med 1,7 MSEK under Q4-20.

Gold Town Games uppvisar en positiv EBITDA-trend.

EBITDA-resultat, Y-Y och Q-Q, 2021



Källa: Bolaget

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

- 1 Soft Launch av Blitz Football Manager (BFM) under Q1-22.
- 2 Fortsatt stegvis lansering av World Football Manager (WFM), där starten redan gått av stapeln i Turkiet under början av Q1-22.
- 3 Global lansering av BFM indikerad till Q2-22.
- 4 Lansering av Field Hockey Manager på utvalda marknader i slutet av Q2-22.
- 5 Soft Launch av Baseball Manager under Q3-22.
- 6 Global lansering av Cricket Star Manager under Q4-22.

**FLERA
VÄRDE-
DRIVARE I
KORTEN**

**14 MSEK
I LIKVIDA
MEDEL**

Vi ser att Gold Town Games har flera värdedrivande aktiviteter i sin pipe, där en successivt breddad spelportfölj kan lägga grunden för en mer omfattande intäktsbas. Värt att tillägga är även att Gold Town Games, genom CS Games, förväntas kunna uppvisa ett positivt kassaflöde från verksamheten redan under innevarande kvartal.

Under årets fjärde kvartal uppgick Gold Town Games totala rörelsekostnader, inklusive direkta försäljningskostnader (COGS), till -8,6 MSEK, att jämföra med -6,1 MSEK under Q4-20. Dock har Q4-21 som nämnt ovan belastats av ytterligare 1,1 MSEK i avskrivningar, vilket innebär att justerat för dessa så uppgick Gold Town Games totala rörelsekostnader till 7,5 MSEK under Q4-21. Det är således i nära linje med jämförbart kvartal 2020, samt endast 0,2 MSEK högre jämfört med Q3-21 då kostnaderna uppgick till -7,3 MSEK. Vi ser således positivt på att Gold Town Games har, trots gjorda investeringar i olika utvecklingsprojekt, lyckats utvecklas med en god kostnadskontroll. Vid utgången av december uppgick kassan till ca 14 MSEK, där bl.a. ett positivt operativt kassaflöde (både före- och efter förändringar i rörelsekapitalet) bidragit till att öka likviditeten i Bolaget.

"Gold Town Games är redo att växla upp. I det fjärde kvartalet 2021 löste vi flera viktiga funktioner i vår spelplattform och rikta vårt fokus på att skörda framgångar med flertalet lanseringar under 2022. Vår målsättning är att innan årets slut ha hela sex spel på en global marknad och först ut är soft launch av Blitz Football Manager (BFM) under innevarande kvartal.", säger Pär Hultgren, VD på Gold Town Games.

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

INVESTERINGSIDÉ

KRAFTIG TILLVÄXT I MOBILSPELS- MARKNADERNA

Marknaden för mobils spel är en av världens snabbast växande

I spåren av Corona-pandemin är mobilspeleindustrin 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 mobils spel 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. Under år 2022 är målbilden att lansera ytterligare tre spel på den globala scenen via W3XM-plattformen, det amerikanska fotbollsspelet *Blitz Football Manager (BFM)* är först ut. Därefter är planen att lansera ett Field Hockey- samt Baseball Manager-spel, såväl som Cricket Star Manager (vilket sker genom en P2E-modell). Med fler spel blir Gold Town Games mindre säsongskänsliga och erhåller en mer diversifierad intäktsbas, vilket i sig är värdeskapande för Bolaget.

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 görs en *soft launch* av BFM-spelet under Q1-22, parallellt med planerad lansering av Field Hockey Manager, Baseball Manager och Cricket Star Manager under 2022. Eftersom 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. I kombination med lanseringen av de ytterligare spelen kan detta ge en bra skjuts i intäkterna redan under år 2022.

Sammanfattning av prognos och värdering

I ett Base scenario estimeras nettoomsättningen uppgå till 15 MSEK år 2022 och därefter, på de befintliga spelen WHM och WFM, inklusive annonsintäkter, öka till ca 33 MSEK år 2023. Det motsvarar således en CAGR om ca 99 % från 2021, samtidigt som utrymme finns för upprevidering givet de tillkommande speltitlarna. Under 2022 bidrar dessutom avtalet med CS Games med ytterligare 10 MSEK i intäkter för Gold Town Games, för utvecklingen av Cricket Star Manager. Baserat på en målmultipel om P/S ~6x på 2023 års försäljning, samt en diskonteringsränta om 10 %, erhålls i ett Base scenario ett nuvärde per aktie om 3,9 kr.

Spelutveckling är kapitalintensiv

Spelutveckling är kapitalintensivt och Bolaget har hittills, utöver spelintäkter, finansierat sig via nyemissioner för att stärka rörelsekapitalet. Vid utgången av Q4-21 uppgick till 14 MSEK, och under Q4-21 kunde Gold Town Games uppvisa ett positivt kassaflöde före finansieringsverksamheten koncernen, vilket såklart är att anse som positivt. Framöver är det av fortsatt stor vikt att befintliga spel kan skalas upp på ett kostnadseffektivt vis.



☒	2017 Lansering av WHM
☒	2019 Lansering av WFM
☒	2022E: Lansering av spelen;
☐	BFM
☐	Field Hockey Manager
☐	Baseball Manager
☐	Cricket Star Manager

FINANSIELL PROGNOSE

De finansiella prognoserna i Base-, Bull- och Bear-scenario utgår från åren 2022-2023 där World Hockey Manager och World Football Manager utgör de primära finansiella drivarna, tillsammans med hänförliga annonsintäkter. Gold Town Games förväntas även under 2022 lansera titlarna Blitz Football Manager, Field Hockey Manager, Baseball Manager och Cricket Star Manager. Vi räknar med att detta kommer bidra till ökade intäkter för Gold Town Games, men 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. Dock inkluderas de 10 MSEK som genom avtalet med CS Games kommer att tillföras Gold Town games för att skapa Cricket-spelet.

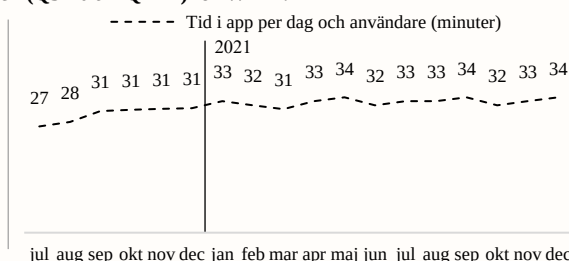
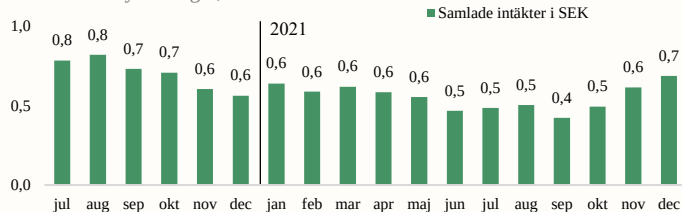


World Hockey Manager

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 2021 uppgick WHM:s intäkter till ca 6,6 MSEK (exklusive annonsintäkter).

Nedan framgår en sammanställning av information kring senaste sex kvartalen (Q3-20 till Q4-21) för WHM.

World Hockey Manager, KPI:er



World Hockey Manager	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Dec	Jan	Feb	Mar	Apr	Maj	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Dec
Samlade intäkter i USD	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	57 000	69 000	76 000
Antal dagligt aktiva unika användare	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	7 500	7 600	7 200
Tid i app per dag/användare (min)	26,6	27,8	30,5	30,8	31,1	31,3	33,00	32,0	31,0	33,0	34,0	32,0	33,0	33,0	34,0	32,0	33,0	34,0

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

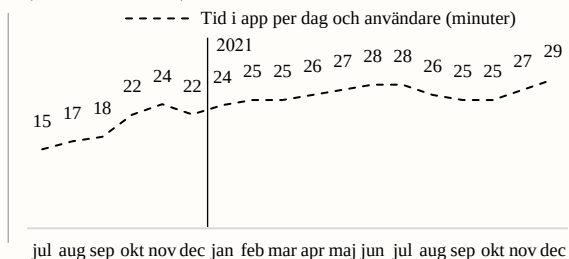
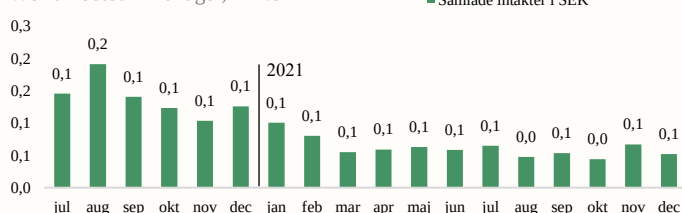
World Football Manager



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 2021 uppgick WFM:s samlade intäkter till 0,7 MSEK (exklusive annonsintäkter).

Nedan framgår en sammanställning av information kring senaste sex kvartalen (Q3-20 till Q4-21) för WFM.

World Football Manager, KPI:er



World Football Manager	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Dec	Jan	Feb	Mar	Apr	Maj	Jun	Jul	Aug	Sep	Jul	Aug	Sep
Samlade intäkter i USD	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	7 500	5 500	6 200
Antal dagligt aktiva unika användare	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	800	950	1 100
Tid i app per dag/användare (min)	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	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

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.

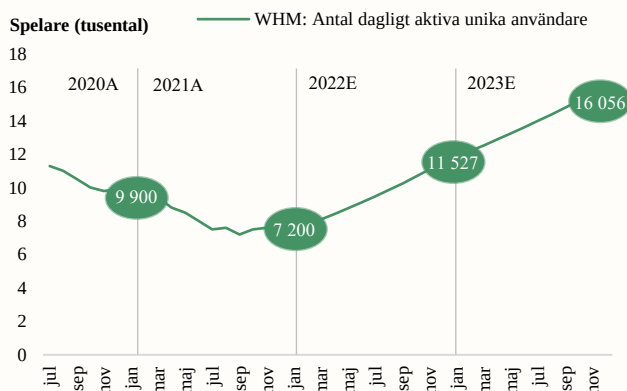
Användartillväxt WHM: Vid inledningen av tredje kvartalet 2020 uppgick antalet dagligt aktiva unika spelare av WHM till 11 300, att jämföra med 7 200 vid utgången av december 2021. Genom kontinuerliga förbättringar, nya versioner och fortsatt digital marknadsföring, räknar vi med att Gold Town Games åter kan attrahera ett ökat antal spelare under prognosperioden som sträcker sig till år 2023. Under Q4-21 har fokuset från Gold Town Games sida varit att driva kampanjer, Black Week, Jul och OS-hockeyn har alla varit händelser som Bolaget kunnat ”dra nytta av”. Gold Town Games skriver att den försäljningsökningen som kunde ses under kvartalet kan tillskrivas det aktiva arbetet med Live Ops.

Användartillväxt WFM: Vid inledningen av tredje kvartalet 2020 uppgick antalet dagligt aktiva unika spelare av WFM till 3 900, att jämföra med 900 vid utgången av december 2021. Med de nya marknaderna för WFM och fortsatt optimering av spelet ser vi att utrymme finns för att användarbasen ska kunna växa under kommande kvartal.

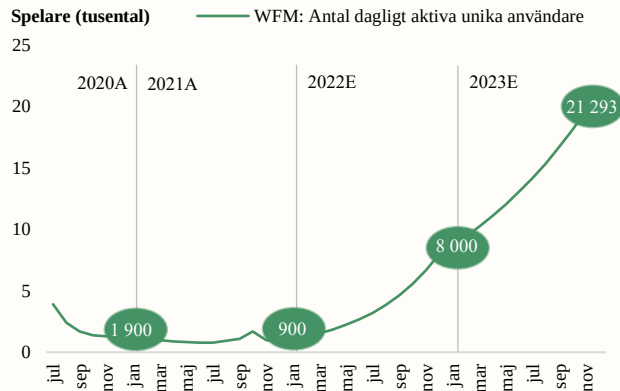
VI RÄKNAR
MED FLER
SPELARE
INOM BÅDE
WHM OCH
WFM

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 2021A	7 200	-27%
December 2022E	11 527	60%
December 2023E	16 056	39%



Antal unika användare, dagligen, vid varje årsslut	WFM	Δ
December 2020A	1 900	n.a
December 2021A	900	-53%
December 2022E	8 000	789%
December 2023E	21 293	166%

Analyst Groups prognoser

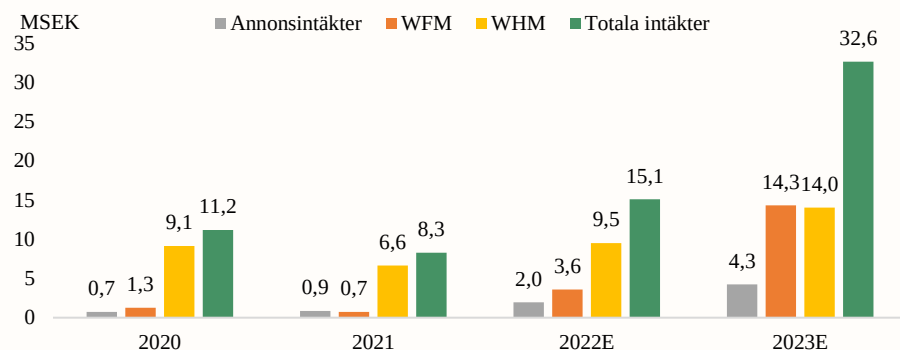
Både WHM och WFM är s.k. *free-to-play* spel, vilket innebär att spelen är gratis att ladda ner och att det först inuti själva spelet erbjuds köp, s.k. *In App Purchase* (IAP). Under Q4-21 uppgick den genomsnittliga bruttointäkten per dagligt aktiv och unik per spelare för WHM till 2,7 kr (0,30 USD) per dag, och för WFM till 1,7 kr (0,19 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 2022-2023 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 10-15 % av de samlade intäkterna. I våra modeller för åren 2022-2023 utgår vi från liknande nivåer även för WHM.

~0,30 USD
ESTIMERAD
IAP/DAG

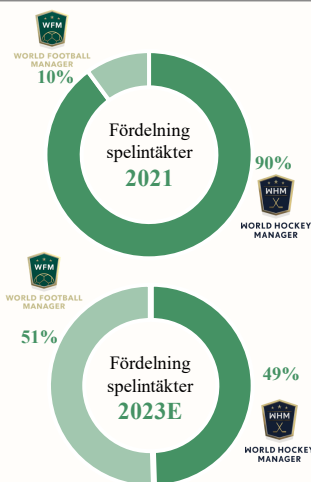
FINANSIELL PROGNOSE

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 samt Baseboll-, Field Hockey- och Cricket-spelet under 2022, samt andra spel framgent, kommer att påverka prognoserna, vilket innebär att dessa kommer att uppdateras kontinuerligt.

Brutto- och rörelsekostnader

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 2022 kommer debiteras 15 % i avgift, men att från år 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 9,8 MSEK, motsvarande 68 % 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 ~37 % 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 (~20 %).

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

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



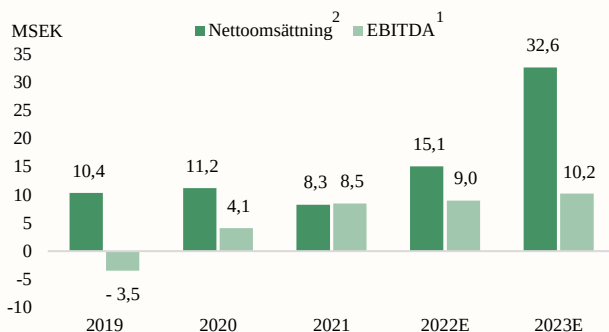
Analyst Groups prognoser

VÄRDERING

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

Finansiell prognos, Base scenario

Base scenario, MSEK	2019	2020	2021	2022E	2023E
Totala intäkter ¹	17,4	25,6	28,1	31,6	43,6
COGS	-7,5	-11,3	-6,6	-7,2	-14,4
Bruttoresultat	9,9	14,3	21,5	24,4	29,3
Bruttomarginal (adj.) ²	16,4%	-0,5%	5,8%	56,6%	41,8%
Övriga externa kostnader	-2,8	-2,0	-3,2	-5,0	-6,8
Personalkostnader	-10,6	-7,5	-9,8	-10,3	-12,0
Övriga rörelsekostnader	0,0	-0,7	0,0	-0,1	-0,3
EBITDA	-3,5	4,1	8,5	9,0	10,2
EBITDA-marginal (adj.) ²	neg.	neg.	neg.	7,9%	neg.



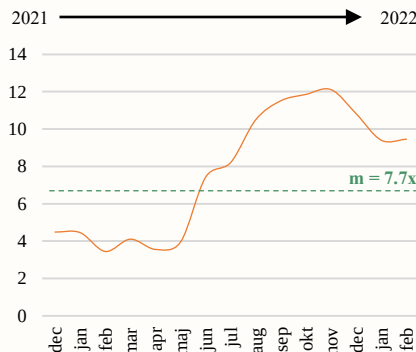
Analyst Groups prognoser ¹Inkl. aktiverat arbete och övriga intäkter. ²Exkl. aktiverat arbete och övriga intäkter.

Värdering: Base scenario

På de befintliga spelen WHM och WFM estimeras Gold Town Games uppvisa en tillväxt omkring 99 % % 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 9x, samtidigt som genomsnittet under de senaste 14 månaderna har varit en multipel om 7,7x. Givet en målmultipel om ~6x, således i nära linje med snittet, på 2023 års prognos om ca 33 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 ~6x 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 45 MSEK år 2023 i ett Bull scenario, en målmultipel om P/S 5x och en diskonteringsränta om 10 %, härleds ett nuvärde per aktie om 5,4 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 1,7 kr i ett Bear scenario.³

³Se Appendix sida 13-14 för gjorda prognos i Bull- respektive Bear scenario.

VD-INTERVJU MED PÄR HULTGREN



2021 har nått sitt slut och ni presenterade nyligen er Q4-rapport. Skulle du kunna ge en kort sammanfattning om Gold Town Games utveckling under fjolåret, samt vilka aktiviteter ni har planerat för år 2022?

Vi ska lansera fyra nya spel under 2022 och innan året är slut ska de alla vara på en global marknad. Parallellt med det ska vi öka de events och aktiviteter vi har i spelen för att höja livstidsvärdet per användare och nå lönsamhet. Vi ska också lansera ett nytt Play-to-Earn projekt kopplat till NFT och crypto. Det här året ska vi växa.

2021 kan vi se som en försäsong till 2022, vi satt upp flera spel i vår pipeline för produktion och ökade våra Live Ops-aktiviteter i World Hockey Manager. Förändringar i på våra marknadsplatser genom nya riktlinjer från Apple (IDFA) och ökad digital marknadsföring på grund av Covid gjorde att tillväxten av nya användare blev lägre än vad vi hoppas på.

Det pågår ju just nu en del förändringar vad gäller den information om användare som Apple ger ut till Facebook (Meta). Hur ser du att detta påverkar er bransch, såväl som Gold Town Games?

Det senaste året har marknadsföringen för branschen påverkats kraftigt på grund av Apples införande av IDFA men också pandemin då allt fler bolag marknadsfört sig mer på sociala medier. Kommande år kommer att handla om att vara anpassningsbar till förhoppningsvis en efter-covid-marknad, men också den tekniska utvecklingen efter IDFA.

För Gold Town Games räkning har vi identifierat ett antal punkter som vi kommer att arbeta mer med, bland annat för att öka användarnas livstidsvärde (LTV) men också nya tjänster som underlättar användaranskaffningen.

Kan du berätta lite mer / ge exempel på hur ni under året ska arbeta med Influencer Marketing, App Store-optimering och Cross-promotion mellan spelen?

Crosspromotion i våra egna produkter är något som möjliggörs när vi har flera spel ute, vi kan då flytta en hockeyanvändare till fotboll eller vice versa.

AppStore-optimering är ett löpande arbete där vi kan arbeta på konverteringsgraden i shoppen. Hur många av de som kollar på produkten kommer också att ladda ner den. Nya sökord, grafik och budskap kan förändra butikens konverteringsgrad.

Influencers handlar om att hitta personer med mer eller mindre stora skaror av följare som i sin tur kan vara intresserade av våra produkter. Hittar en rätt influencer kan det leda till väldigt positivt konverteringssiffror.

Vi förstår det som att Cricket Star Manager inte ska publiceras via Apple eller Googles plattformar, utan direkt på webben genom en P2E-modell. Kan du berätta lite mer om hur denna modell är tänkt att funka?

Spelet publiceras direkt på webben, detta föra att innehålla den cryptobaserade marketplace som möjliggör försäljningar och köp av spelets assets direkt mellan spelarna. Något som inte skulle vara möjligt via publicering hos Apple.

Däremot utesluts inte en app i framtiden beroende på plattformarnas inställning mot crypto-baserade spel.

Spelet kommer baseras på affärsmodellen Play-to-Earn där alla *assets* i spelet "tokeniseras" mot blockkedjan och på så sätt kan säljas mellan användare av spelet med en procentuell avgift till oss. Spelare, arenor, energikort m.m. innefattas alla av detta.

VD-INTERVJU MED PÄR HULTGREN, FORTS.



Vilka utmaningar ser du för er under 2022?

Marknaden behöver hitta det nya normala, utan Covid och med de förändrade spelreglerna som IDFA medfört. Vi arbetar på att söka och hitta rätt modell för Gold Town Games för att skala upp vår omsättning och förbättra affären. Utöver det har vi 6 spel att producera, utveckla, släppa och underhålla. Det ska blir riktigt spännande och ger oss fler möjligheter och stordriftsfördelar. Samtidigt ska vi utveckla vår organisation för att mäta med den utmaningen. Vi har en bra grund att stå på och detta blir ett par av årets större utmaningar.

Vad skulle du vilja lyfta fram som extra intressant för en investerare att bevaka gällande Gold Town Games under 2022?

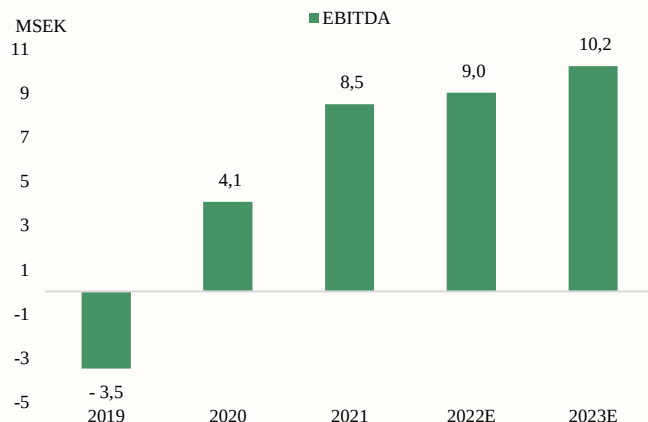
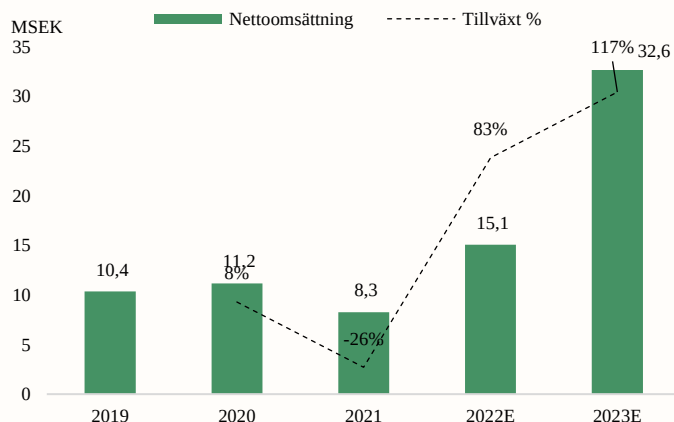
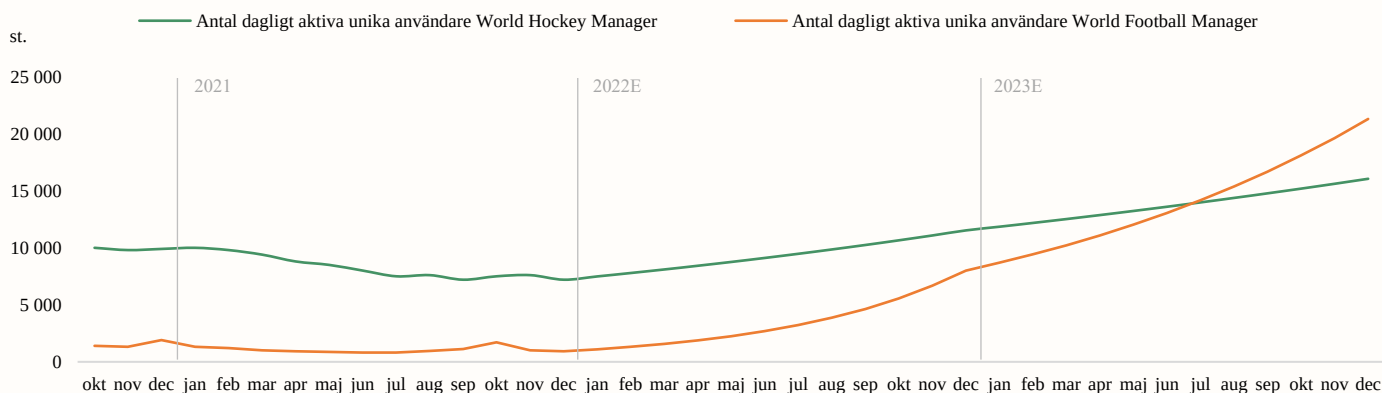
Vår plattform WXM ger bolaget synergier och stordriftsfördelar. Vi har fyra nya spel på gång under året, vilket ger oss goda möjligheter till att öka vår omsättning. Innan året är slut har vi sex spel globalt och som alla ger kunskap och tid till varandra. Vi har en solid finansiering för att skapa ett Play-to-Earn spel, lyckas vi med den ansatsen så ger det oss ett bra försprång in på en ny kapitalstark marknad.

Framförallt har vi ett team som arbetat allt mer tillsammans, vi lär oss hela tiden och fortsätter vi att ihärdigt arbeta så kommer vi att lyfta.

Den 28 februari 2022

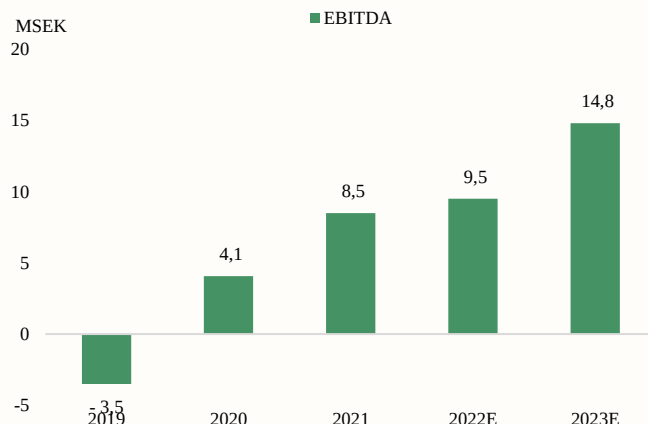
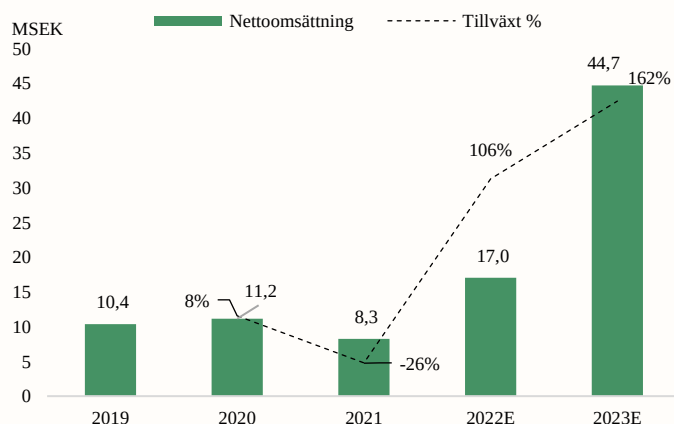
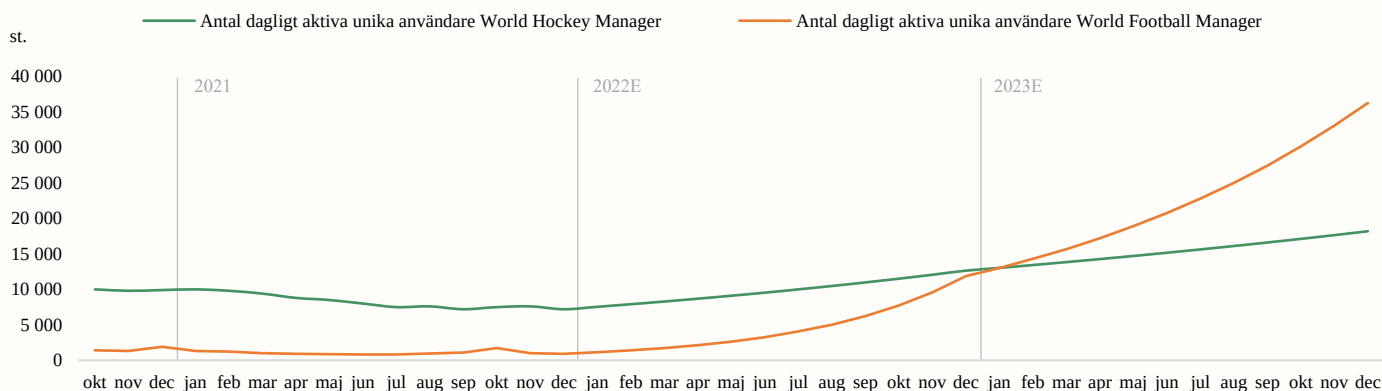
APPENDIX

Base scenario, MSEK	2019	2020	2021	2022E	2023E
Nettoomsättning	10,4	11,2	8,3	15,1	32,6
Aktiverat arbete för egen räkning	7,0	4,8	11,2	6,5	6,0
Övriga rörelseintäkter	0,1	9,6	8,7	10,0	5,0
Totala intäkter	17,4	25,6	28,1	31,6	43,6
Direkta försäljningskostnader	-7,5	-11,3	-6,6	-7,2	-14,4
Bruttoresultat	9,9	14,3	21,5	24,4	29,3
Bruttomarginal (adj.)	16,4%	-0,5%	5,8%	56,6%	41,8%
Övriga externa kostnader	-2,8	-2,0	-3,2	-5,0	-6,8
Personalkostnader	-10,6	-7,5	-9,8	-10,3	-12,0
Övriga rörelsekostnader	0,0	-0,7	0,0	-0,1	-0,3
EBITDA	-3,5	4,1	8,5	9,0	10,2
EBITDA-marginal (adj.)	neg.	neg.	neg.	7,9%	neg.
Avskrivningar	-4,1	-5,6	-8,5	-7,4	-8,1
EBIT	-7,6	-1,5	0,0	1,6	2,1
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	-0,3	-0,3
EBT	-8,1	-1,6	-0,5	1,3	1,8
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoresultat	-8,1	-1,6	-0,5	1,3	1,8
Nettomarginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Nyckeltal	2019	2020	2021	2022E	2023E
P/S	7,5	7,0	9,5	5,2	2,4
EV/S	6,9	6,4	8,7	4,8	2,2
EV/EBITDA	neg.	17,6	8,4	8,0	7,0



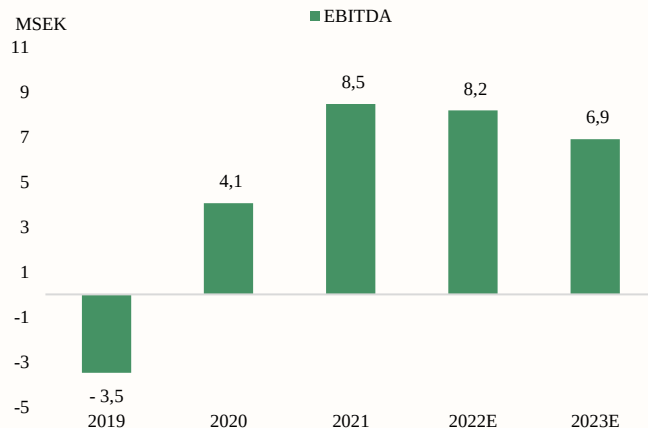
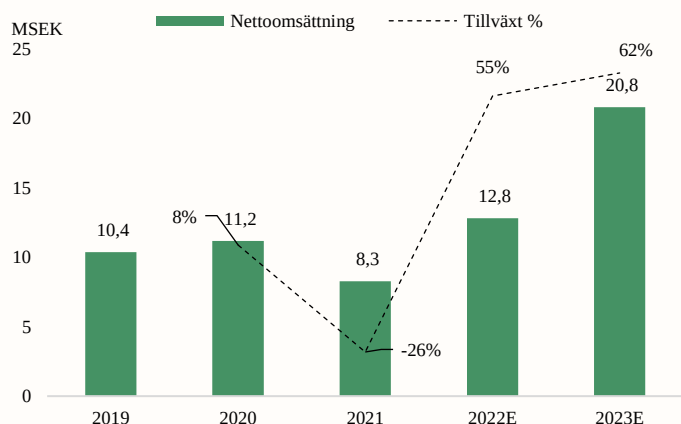
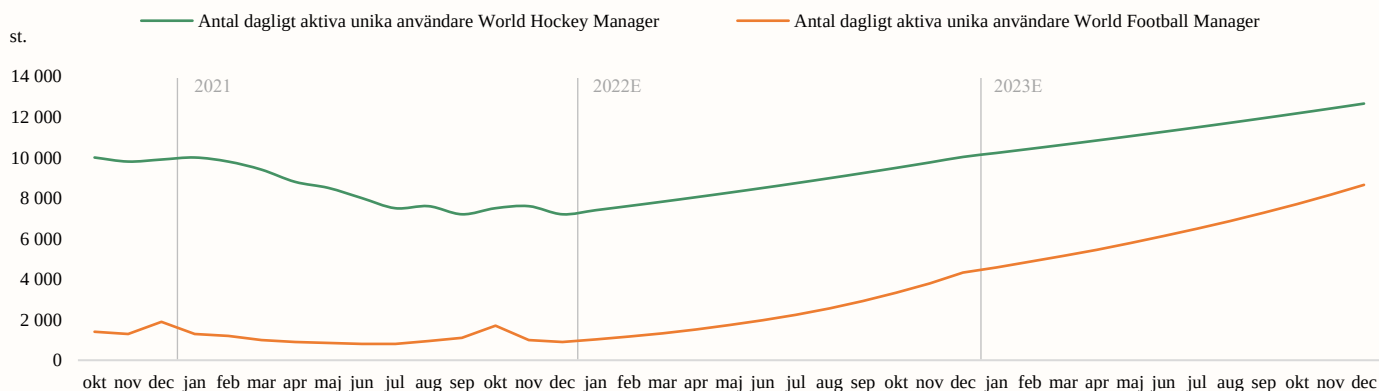
APPENDIX

Bull scenario, MSEK	2019	2020	2021	2022E	2023E
Nettoomsättning	10,4	11,2	8,3	17,0	44,7
Aktiverat arbete för egen räkning	7,0	4,8	11,2	6,5	6,0
Övriga rörelseintäkter	0,1	9,6	8,7	10,0	5,0
Totala intäkter	17,4	25,6	28,1	33,5	55,7
Direkta försäljningskostnader	-7,5	-11,3	-6,6	-7,4	-18,7
Bruttoresultat	9,9	14,3	21,5	26,1	37,0
Bruttomarginal (adj.)	16,4%	-0,5%	5,8%	58,5%	46,6%
Övriga externa kostnader	-2,8	-2,0	-3,2	-5,3	-7,8
Personalkostnader	-10,6	-7,5	-9,8	-11,1	-13,9
Övriga rörelsekostnader	0,0	-0,7	0,0	-0,2	-0,5
EBITDA	-3,5	4,1	8,5	9,5	14,8
EBITDA-marginal (adj.)	neg.	neg.	neg.	8,9%	6,8%
Avskrivningar	-4,1	-5,6	-8,5	-7,4	-8,2
EBIT	-7,6	-1,5	0,0	2,1	6,6
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	-0,3	-0,1
EBT	-8,1	-1,6	-0,5	1,9	6,4
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoresultat	-8,1	-1,6	-0,5	1,9	6,4
Nettomarginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Nyckeltal	2019	2020	2021	2022E	2023E
P/S	7,5	7,0	9,5	4,6	1,7
EV/S	6,9	6,4	8,7	4,2	1,6
EV/EBITDA	neg.	17,6	8,4	7,5	4,8



APPENDIX

Bear scenario, MSEK	2019	2020	2021	2022E	2023E
Nettoomsättning	10,4	11,2	8,3	12,8	20,8
Aktiverat arbete för egen räkning	7,0	4,8	11,2	6,5	6,0
Övriga rörelseintäkter	0,1	9,6	8,7	10,0	5,0
Totala intäkter	17,4	25,6	28,1	29,3	31,8
Direkta försäljningskostnader	-7,5	-11,3	-6,6	-6,7	-8,2
Bruttoresultat	9,9	14,3	21,5	22,6	23,6
Bruttomarginal (adj.)	16,4%	-0,5%	5,8%	20,9%	39,6%
Övriga externa kostnader	-2,8	-2,0	-3,2	-3,9	-5,2
Personalkostnader	-10,6	-7,5	-9,8	-10,3	-11,1
Övriga rörelsekostnader	0,0	-0,7	0,0	-0,3	-0,3
EBITDA	-3,5	4,1	8,5	8,2	6,9
EBITDA-marginal (adj.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Avskrivningar	-4,1	-5,6	-8,5	-7,4	-7,5
EBIT	-7,6	-1,5	0,0	0,8	-0,5
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	-0,3	-0,3
EBT	-8,1	-1,6	-0,5	0,6	-0,8
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoresultat	-8,1	-1,6	-0,5	0,6	-0,8
Nettomarginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Nyckeltal	2019	2020	2021	2022E	2023E
P/S	7,5	7,0	9,5	6,1	3,8
EV/S	6,9	6,4	8,7	5,6	3,4
EV/EBITDA	neg.	17,6	8,4	8,7	10,4



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 2014-2022). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.



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