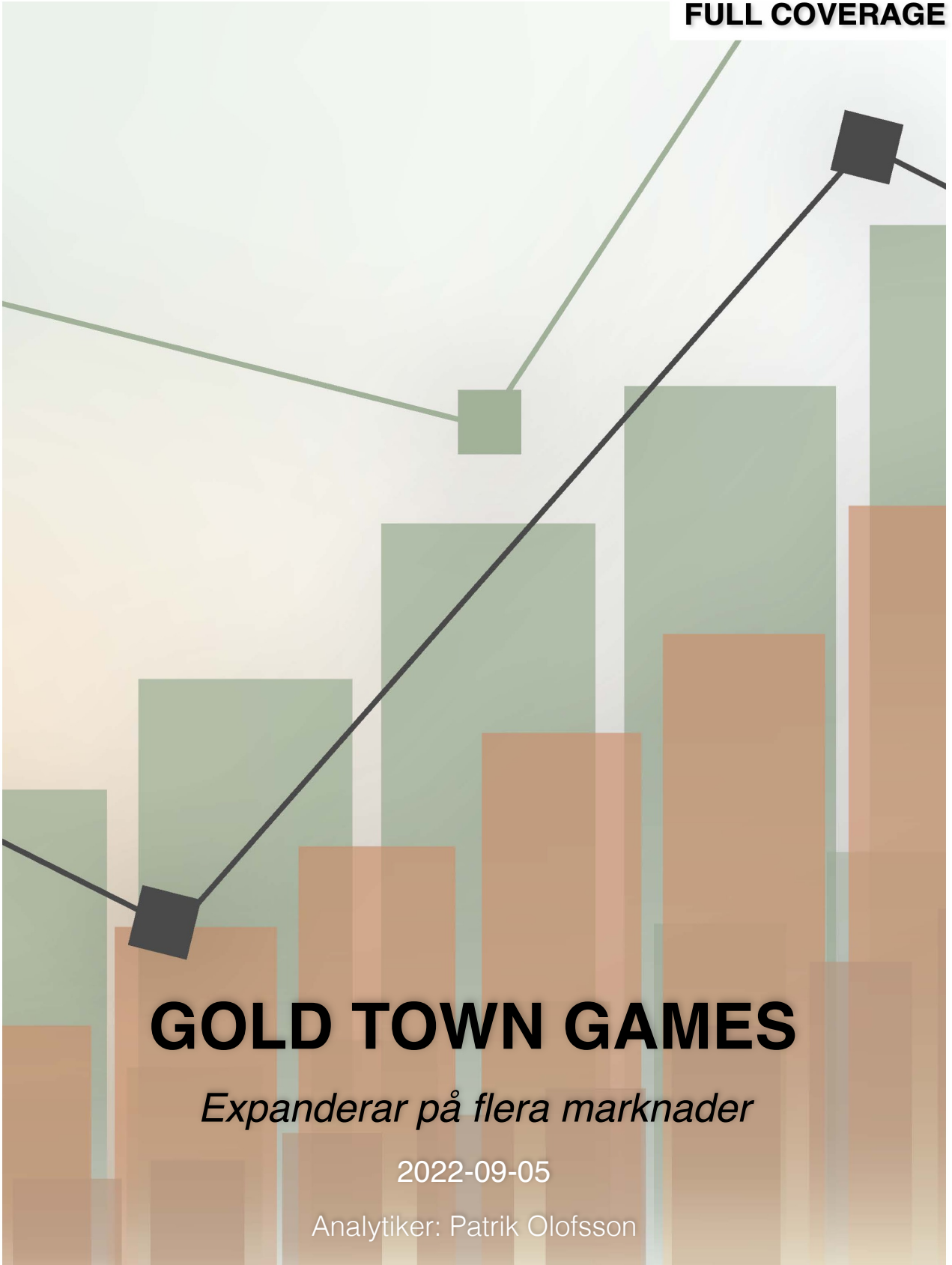


AKTIEANALYS

FULL COVERAGE



GOLD TOWN GAMES

Expanderar på flera marknader

2022-09-05

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)

EXPANDERAR PÅ FLERA MARKNADER



Gold Town Games AB ("Gold Town Games" eller "Bolaget") följer sin utstakade plan där fler spel på fler marknader ger förutsättningar för ett växande användarantal och intäktsbas. Med hänsyn till att Gold Town Games kassa och kundfordringar vid utgången av juni uppgick till ca 11 MSEK respektive 8 MSEK, ser vi att Bolaget har tillräckligt kapital för att färdigställa och lansera samtliga speltitlar som finns i nuvarande pipeline. Utifrån den nyligen presenterade Q2-rapporten, vårt estimat om en nettoomsättning om ca 39 MSEK för helåret 2023, en applicerade P/S-multipel om 5x samt en diskonteringsränta om 10 %, upprepar vi vårt motiverade nuvärde per aktie om 3,9 kr (3,9) i ett Base scenario.

▪ Ligger i linje med vår helårsprognos

Under Q2-22 uppgick Gold Town Games nettoomsättning till ca 5,1 MSEK (2,1), vilket är en ökning mot 2021 såväl som föregående kvartal (Q1-22). Sett till EBITDA-resultatet uppgick detta till 0,2 MSEK (6,6). Vi ser därmed att Gold Town Games fortsatt ligger väl i linje med att uppnå vår helårsprognos för 2022, varför vi väljer att lämna vår prognos i ett Base scenario oförändrad vad gäller intäkter och rörelsekostnader. Dock har Bolaget uppvisat en högre avskrivningsnivå än väntat, vilket vi således reviderat utifrån. Gold Town Games har även påverkats positivt av en stigande dollarkurs under H1-22, då det ger en ökad intäkt per användare. Med hänsyn till rådande världsläge räknar vi med en fortsatt stark dollar under resten av 2022, vilket således gynnar Gold Town Games.

▪ Fortsatt välfylld pipeline

Bolagets fokus under hösten 2022 är att färdigställa och lansera alla spel som finns i nuvarande pipeline. Hittills i år har Blitz Football Manager och FIH Hockey Manager inlett sin *soft launch* och under hösten ska marknadsföringen av dessa spel påbörjas. Vad gäller Baseball Franchise Manager (BFM) och Cricket Star Manager (CSM) befinner sig båda i produktionsfasen och förväntas snart nå spelbara prototyper. Vi räknar med att BFM och CSM kan lanseras under Q4-22.

▪ Upprepar värderingsintervall

Gold Town Games utvecklas i linje med våra förväntningar varför vi behåller vår tidigare finansiella prognos på rörelsenivå i ett Base scenario, och gör vissa mindre justeringar i Bull- och Bear. Som nämnt har vi under året kunnat observera en starkare dollarkurs, vilket gynnar Gold Town Games och bidrar till en högre nettoomsättning. Då detta är en extern faktor som ej är direkt relaterad till Gold Town Games kärnverksamhet, vilken är den vi värderar, väljer vi att i denna analysuppdatering behålla vårt tidigare värderingsintervall avseende Base-, Bull- och Bear.

AKTIEKURS | 1,9 kr

VÄRDERINGSINTERVALL, NUVÄRDE PÅ 2023 ÅRS PROGNOS

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 (2022-09-02) (SEK)	1,9
Antal Aktier (st.)	39 071 077
Market Cap (MSEK)	74,2
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	-3,8
Enterprise Value (MSEK)	70,4
V.52 prisintervall (SEK)	1,3 – 3,8
Lista	NGM Nordic SME

UTVECKLING	
1 månad	+2,1 %
3 månader	-1,7 %
1 år	+43,2 %
YTD	-27,3 %

HUVUDÄGARE (KÄLLA: BOLAGET PER 2022-06-30)	
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	Maria Lidström

FINANSIELL KALENDER	
Delårsrapport #3 2022	2022-11-24

PROGNOS (BASE), MSEK	2019	2020	2021	2022E	2023E
Nettoomsättning	10,4	11,2	8,3	17,2	38,5
Bruttoresultat¹	9,9	14,3	21,5	25,5	32,2
Bruttomarginal (adj.) ²	16,4%	-0,5%	5,8%	56,3%	42,9%
Rörelsekostnader	-13,4	-10,2	-13,0	-15,8	-20,3
EBITDA¹	-3,5	4,1	8,5	9,7	11,9
EBITDA-marginal (adj.) ²	neg.	neg.	neg.	9,4%	1,9%
P/S	7,2	6,6	9,0	4,3	1,9
EV/S	6,8	6,3	8,5	4,1	1,8
EV/EBITDA	neg.	17,3	8,3	7,3	5,9

¹Inkl. aktiverat arbete och övriga rörelseintäkter.

²Exkl. aktiverat arbete och övriga rörelseintäkter.

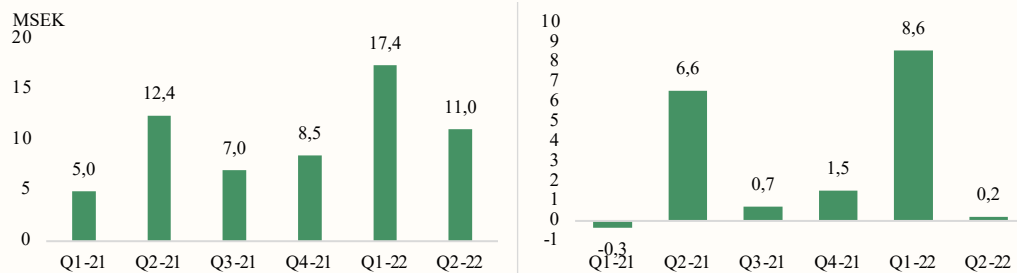
KVARTALSUPPDATERING

~11 MSEK
EBITDA
LTM

Under Q2-22 uppgick Gold Town Games nettoomsättning till ca 5,1 MSEK, motsvarande en ökning om 144 % jämfört med 2,1 MSEK under samma period år 2021. Jämfört med föregående kvartal (Q1-22), då omsättningen uppgick till 4,4 MSEK, innebär andra kvartalets nettoomsättning under 2022 en tillväxt om ca 14 %. I kombination med en relativt stabil kostnadsbas, jämfört med föregående kvartal, uppvisade Gold Town Games ett EBITDA-resultat om 0,2 MSEK (6,6). På rullande 12 månader uppgår bolagets nettoomsättning till ca 13,5 MSEK, med ett EBITDA-resultat om 11,0 MSEK. Utöver bolagets nettoomsättning uppgår bolagets övriga intäkter och aktiverat arbete till ca 21 MSEK på rullande basis, vilket således bidragit till det höga EBITDA-resultatet.

Gold Town Games har uppvisat ett varierat, men likväl positivt, EBITDA-resultat senaste kvartalen.

EBITDA-resultat, LTM och Q-Q



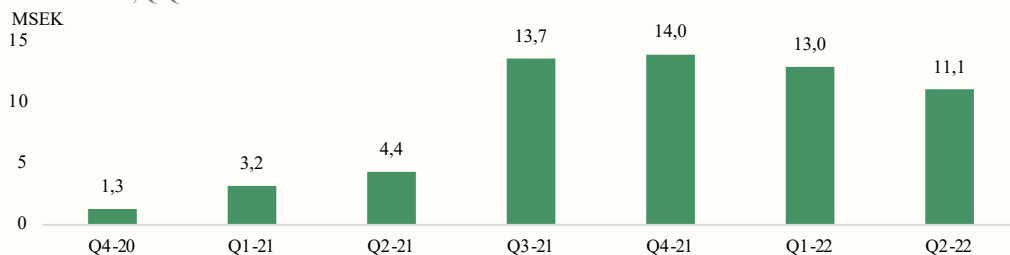
Källa: Bolaget, Analyst Groups illustration

~11 MSEK
I LIKVIDA
MEDEL

Bra tillväxt och ett EBITDA-resultat över *break even* bidrog till ett positivt operativt kassaflöde före förändringar i rörelsekapitalet under kvartalet. Vid utgången av juni uppgick Gold Town Games likvida medel till 11,1 MSEK och, likt tidigare, ser vi fortsatt att Bolaget har en välfylld pipeline av titlar under utveckling och kommande lanseringar.

Gold Town Games har uppvisat en stabil nivå i likvida medel under de senaste kvartalen.

Likvida medel, Q-Q



Källa: Bolaget

I samband med stängning på rapportdagen den 25 augusti hade aktien handlats ned 14 %, något vi anser var omotiverat eftersom rapporten enligt oss var helt klart godkänd. Reaktionen i aktien skulle kunna ha något att göra med den snabba uppgången som vi kunde se under de närmaste dagarna fram tills rapportdagen, och att vissa valt att ta hem en del av vinsten.

Sett till Gold Town Games pipeline är det ingen brist på aktivitet, där följande är bolagets prioriteringar:

- Öka antalet marknader för Blitz Football Managers (BFM) soft launch
- Global lansering av World Football Manager
- Global lansering av FIH Hockey Manager
- Lansera World Hockey Manager (WHM) 23
- Soft launch av BFM
- Lansering av Cricket Star Manager (CSM)

”Höstens fokusområden är att färdigställa och lansera alla spel och på så sätt möjliggöra en fortsatt tillväxtresa. Med allt fler färdiga spel ges vi utrymme att påbörja idé och utforskning av framtida titlar baserade på plattformen.” säger Pär Hultgren, VD på Gold Town Games.

FORTSATT
FLERA
VÄRDE-
DRIVARE I
KORTEN

INVESTERINGSIDÉ

**KRAFTIG
TILLVÄXT I
MOBILSPELS-
MARKNADERNA**

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) estimerades marknaden för mobilspel ha nått 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 har Bolaget släppt ytterligare spel, och fler finns ännu i pipen. Utöver WHM och WFM har Gold Town Games titlar som *Blitz Football Manager (Blitz)*, *FIH Hockey Manager (FIHHM)*, *Baseball Franchise Manager (BFM)* och *Cricket Star Manager (CSM)*. Med fler spel blir Gold Town Games mindre säsongskänsliga och erhåller en mer diversifierad intäktsbas, vilket i sig är värdeskapande.



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 har en *soft launch* av BFM-spelet skett under 2022, parallellt med planerad lansering av Field Hockey Manager, Baseball Manager och Cricket Star Manager under året. Eftersom de tidigare restriktionerna, till följd av Covid-19, begränsade antalet sport-evenemang fick detta en negativ effekt på antalet aktiva spelare inom sportspel generellt. I takt med att vaccinationsgraden ökat har dock sport åter fått en allt större plats i vardagen igen, vilket i sig ger medvind till Gold Town Games spel. Om Bolaget även 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 17 MSEK år 2022 och därefter, på de befintliga spelen WHM och WFM, inklusive annonsintäkter, öka till 39 MSEK år 2023. Det motsvarar således en CAGR om ca 116 % 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 ~5x 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. Vid utgången av Q2-22 uppgick kassan till 11,1 MSEK, och under Q1-22 kunde Gold Town Games uppvisa ett nära *break even* kassaflöde före investeringsverksamheten för 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;



Blitz
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 (är i soft launch), Field Hockey Manager (är i soft launch), 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.



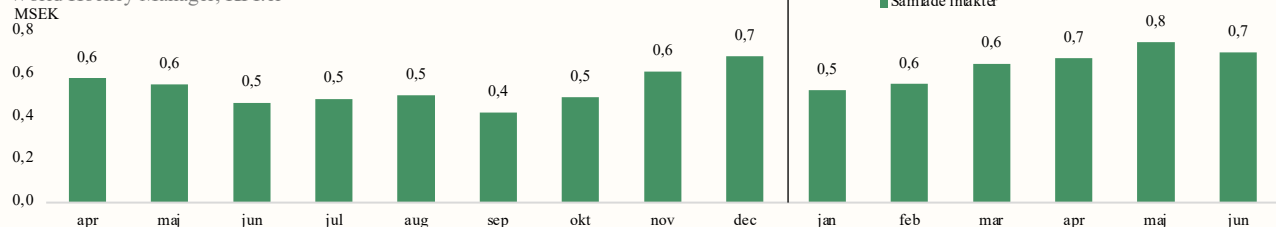
**WORLD HOCKEY
MANAGER**

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 fem kvartalen (Q2-21 till Q2-22) för WHM.

World Hockey Manager, KPI:er



World Hockey Manager	apr	maj	jun	jul	aug	sep	okt	nov	dec	jan	feb	mar	apr	maj	jun
Samlade intäkter i USD	69 000	66 000	56 000	56 000	58 000	49 000	57 000	69 000	76 000	57 000	59 000	69 000	71 000	74 000	69 000
Antal dagligt aktiva unika användare	8 800	8 500	8 000	7 500	7 600	7 200	7 500	7 600	7 200	7 800	7 500	8 500	8 400	8 000	7 300

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



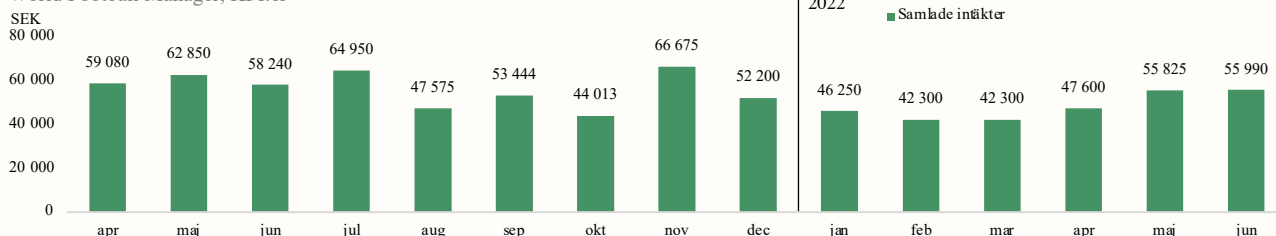
**WORLD FOOTBALL
MANAGER**

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 unikt 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 fem kvartalen (Q2-21 till Q2-22) för WFM.

World Football Manager, KPI:er



World Football Manager	apr	maj	jun	jul	aug	sep	okt	nov	dec	jan	feb	mar	apr	maj	jun
Samlade intäkter i USD	7 000	7 500	7 000	7 500	5 500	6 200	5 100	7 500	5 800	5 000	4 500	4 500	5 000	5 500	5 500
Antal dagligt aktiva unika användare	900	850	800	800	950	1 100	1 700	1 000	900	1 000	1 000	1 800	1 200	1 700	1 100

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

FINANSIELL PROGNOIS

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.

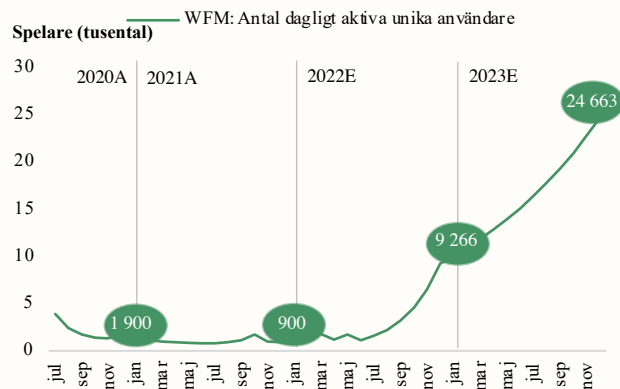
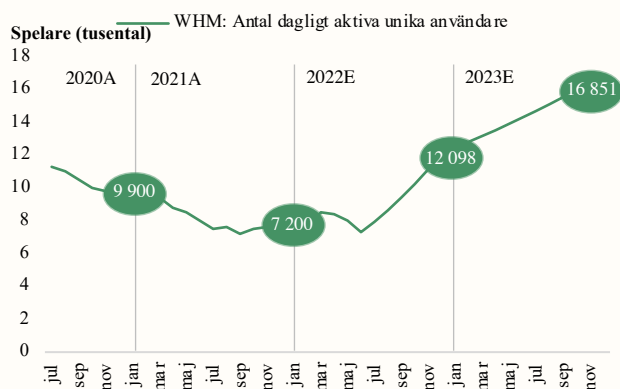
Användartillväxt WHM: Vid inledningen av tredje kvartalet 2020 uppgick antalet dagligt aktiva unika spelare av WHM till 11 300, att jämföra med 7 300 vid utgången av juni 2022. Genom kontinuerliga förbättringar, nya versioner och fortsatt digital marknadsföring, räknar vi med att Gold Town Games åter kan attrahera ett ökat antal spelare under prognosperioden som sträcker sig till år 2023. Under Q2-22 har delar av spelet uppdaterats och förnyats och efter utgången av Q2 förbered WHM inför 2023-uppdateringen, vilket i huvudsak handlar om grafiska uppdateringar samt vidare arbete 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 1 100 vid utgången av juni 2022. Målet är nu att förbättra spellägena Akademi och Transfer-marknad, samt öka nyckeltal för retention, antal användare och deras livsvärde. Gold Town Games avsikt är att flytta spelet till en tillväxtfas och öka antalet aktiva marknader och användare.

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



Analyst Groups prognoser

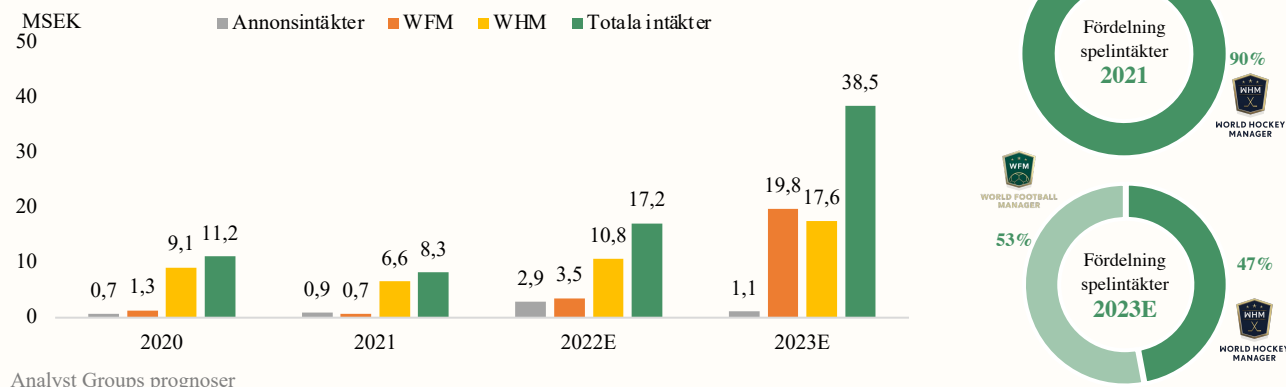
Både WHM och WFM är s.k. *free-to-play* spel, vilket innebär att spelen är gratis att ladda ner och att det först inuti själva spelet erbjuds köp, s.k. *In App Purchase* (IAP). Under Q2-22 uppgick den genomsnittliga bruttointäkten per dagligt aktiv och unik per spelare för WHM till 3,0 kr (0,3 USD) per dag, och för WFM till 1,4 kr (0,1 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 starkt dollar skulle få en positiv påverkan på Bolagets omsättning, vilket vi kunnat se under H1 2022. 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 10-20 % av de samlade intäkterna. I våra modeller för åren 2022-2023 utgår vi från liknande nivåer även för WHM och WFM.

~0,30 USD
ESTIMERAD
IAP/DAG

FINANSIELL PROGNOSE

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

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



Analyst Groups prognoser

W3XM- PLATTFORMEN GER STARKA SYNERGIER

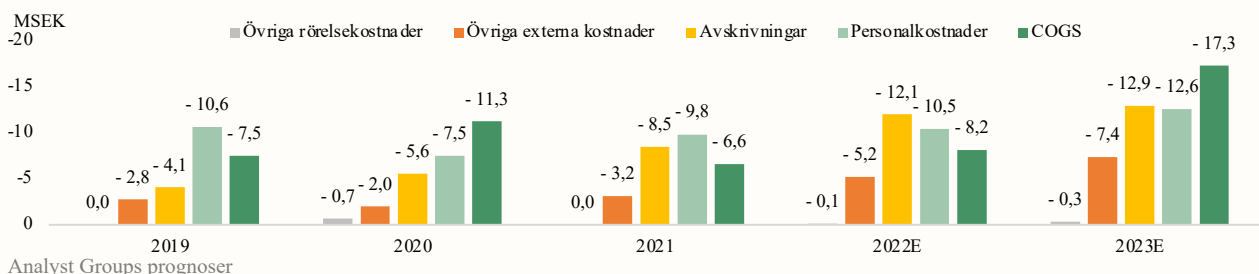
Både WHM och WFM är baserade på Bolagets plattform W3XM, vilken är byggd med målsättningen att den ska implementeras i samtliga av spelen. Det resulterar i synergier för Gold Town Games då varje tillkommande spel kan dra nytta av tidigare kunskap och insikter, där kontinuerlig optimering gör att nya spel kan bli ännu mer attraktiva, snabbare nå en större volym och därutöver en högre lönsamhet. Lansering av nya spel, t.ex. Blitz- och Field Hockey, samt Baseboll- 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 9,4 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 beloppgränsen 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 12,2 MSEK. 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 ~33 % 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, konsultervoden 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.



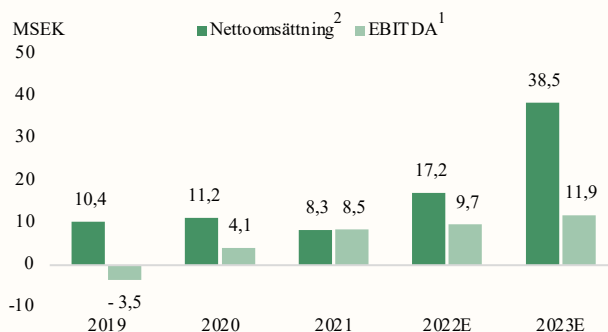
Analyst Groups prognoser

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	33,7	49,5
COGS	-7,5	-11,3	-6,6	-8,2	-17,3
Bruttoresultat	9,9	14,3	21,5	25,5	32,2
Bruttomarginal (adj.) ²	16,4%	-0,5%	5,8%	56,5%	42,8%
Övriga externa kostnader	-2,8	-2,0	-3,2	-5,2	-7,4
Personalkostnader	-10,6	-7,5	-9,8	-10,5	-12,6
Övriga rörelsekostnader	0,0	-0,7	0,0	-0,1	-0,3
EBITDA	-3,5	4,1	8,5	9,7	11,9
EBITDA-marginal (adj.) ²	neg.	neg.	neg.	9,5%	1,8%



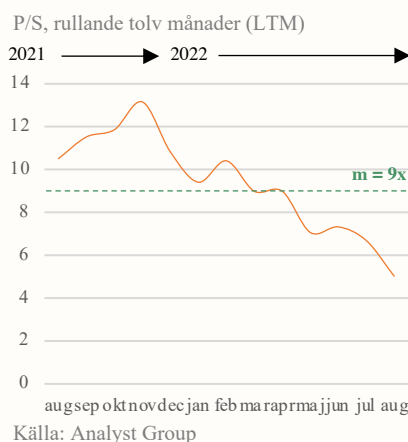
Analyst Groups prognoser ¹Inkl. aktiverat arbete och övriga intäkter. ²Exkl. aktiverat arbete och övriga intäkter.

Värdering: Base scenario

På de befintliga spelen WHM och WFM estimeras Gold Town Games uppvisa en tillväxt omkring 116 % (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 ~5x (sett enbart till nettoomsättningen), samtidigt som genomsnittet under de senaste 12 månaderna har varit en multipel om 9x. Givet en målmultipel om ~5x, således mer konservativt än snittet, på 2023 års prognos om ca 39 MSEK i omsättning, motsvarar det ett bolagsvärde omkring 185 MSEK. Med hänsyn till fler speltitlar kan en högre multipel vara motiverad över tid, varför en P/S-multipel om ~5x anses vara konservativ. Med en diskonteringsränta om 10 %, dagens utestående aktier och ett bolagsvärde om 185 MSEK år 2023, ger det ett nuvärde per aktie om 3,9 kr i ett Base scenario.

3,9 KR
PER AKTIE I
ETT BASE
SCENARIO

P/S-multipel Gold Town Games.



Bull scenario

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

- Ett fortsatt ökat antalet sportevenemang *post Covid* bidrar 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 topptitlarna i världen inom sin kategori.
- Blitz och FIHHM får bra lanseringar och bidrar med intäkter från H2-22.
- Tack vara bl.a. W3XM-plattformen möjliggörs en snabb och smidig utveckling av nästkommande speltitlar, t.ex. baseboll-manager-spelet.

Givet en omsättning om ca 53 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.
- Det kan då dröja med lansering/uppskalning 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 27 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 12-13 för gjorda prognos i Bull- respektive Bear scenario.

VD-INTERVJU MED PÄR HULTGREN



Andra kvartalet är rapporterat och vi närmar oss nu slutet av sensommaren. Vad skulle du säga att du är mest nöjd med hittills i år, och finns det något du är mindre nöjd med?

Mest nöjd är jag med mina kollegor och att de gjort så att vi nu har fyra titlar på marknaden. Minst nöjd är jag med att vi inte hittat helt rätt i WFM än, jag tycker att vi gjort ett bra spel men det behöver lyfta ytterligare för att slå sig in på en konkurrensutsatt fotbollsmarknad.

Ni ökade er nettoomsättning till 5,1 MSEK (2,1), motsvarande en tillväxt om 145 %. Vilka är de primära faktorerna som legat bakom ökningen?

Primärt är det samarbetet med CS Games som lyfter intäkten men också hur vi mer framgångsrikt arbetat med *live ops* i speciellt WHM.

Under juli släppte ni er speltitel FIH Hockey Manager på *soft launch* i Europa. Hur har spelet mottagits?

Spelet har mottagits väl, den användardata vi samlat in är än så länge för liten. Vi behöver lite mer tid och användare för att dra djupare slutsatser.

För World Football Manager förstår vi att ni arbetar på ett flertal förbättringar och er avsikt är att flytta spelet till en tillväxtfas för att öka antalet aktiva marknader och användare. Kan du berätta lite mer om hur ni ska arbeta med det rent praktiskt?

Vi arbetar på att förbättra spelets *performance*, vi vill att applikationen ska vara snabbare, smidigare och mer responsiv. Den senaste uppdatering var en bit på väl, kommande uppdateringar kommer spelet att förbättras ytterligare.

Fotboll är en tuff marknad, det finns många spel där ute och vi behöver höja vår retention dag ett för att vara konkurrenskraftiga. Marknadsmässigt är vårt sikte inställt på hela världen och organisk tillväxt.

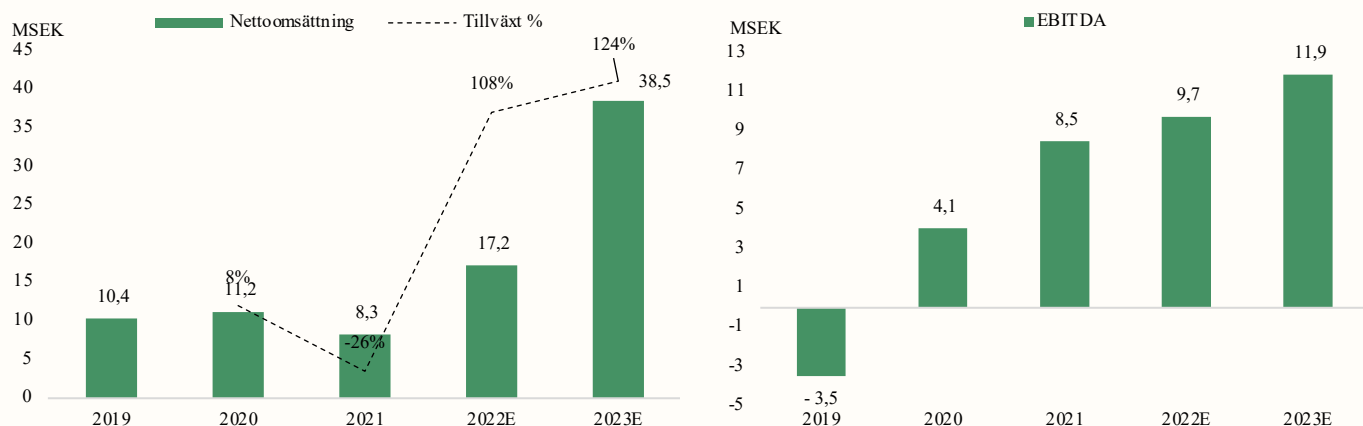
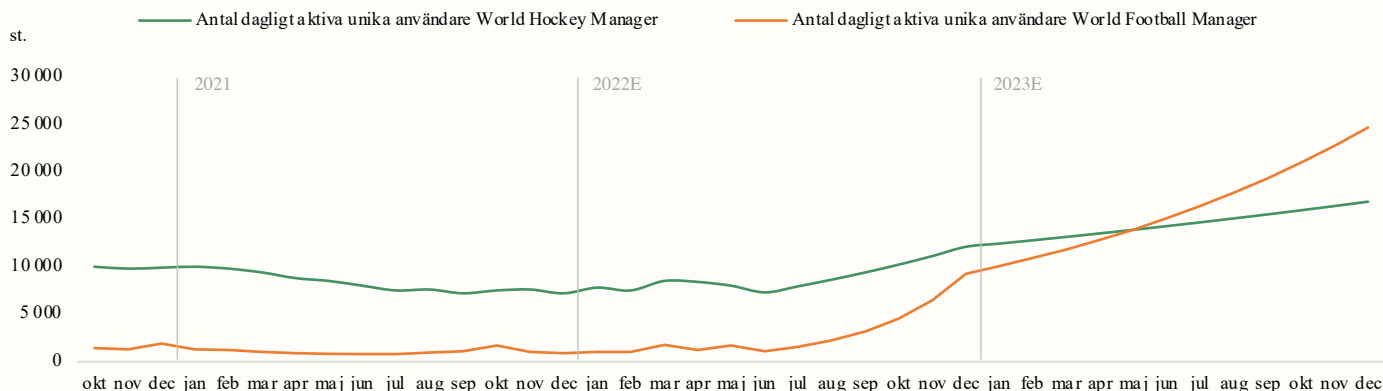
Vad skulle du vilja lyfta fram som extra intressant för en investerare att bevaka gällande Gold Town Games under hösten 2022?

Alla våra lanseringar är spännande och har potential. En datapunkt som kommer att spela roll för oss är dagliga aktiva användare, under resten av året kommer vi att arbeta på att avsevärt öka den siffran.

DEN 5 SEPTEMBER 2022

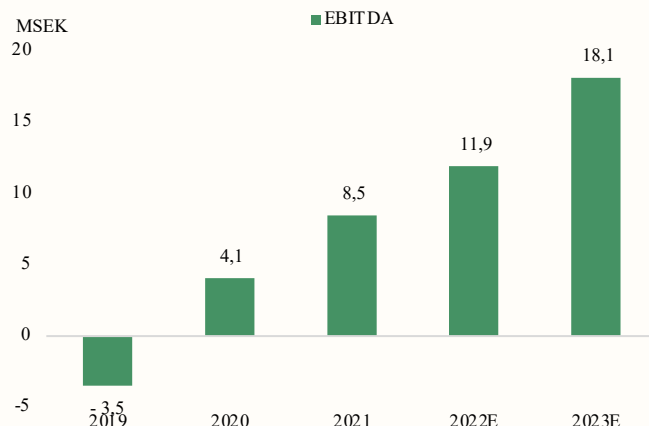
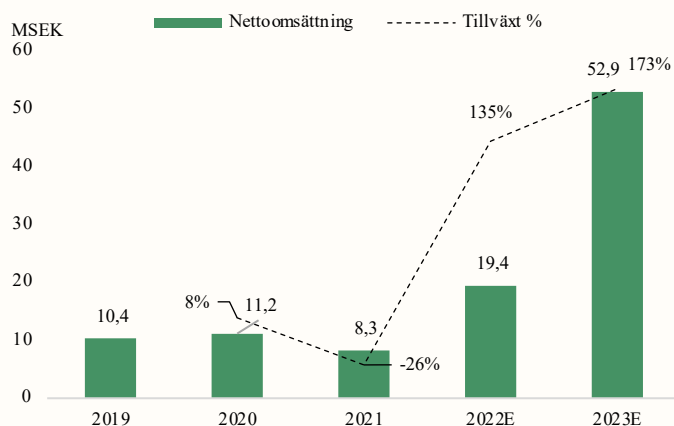
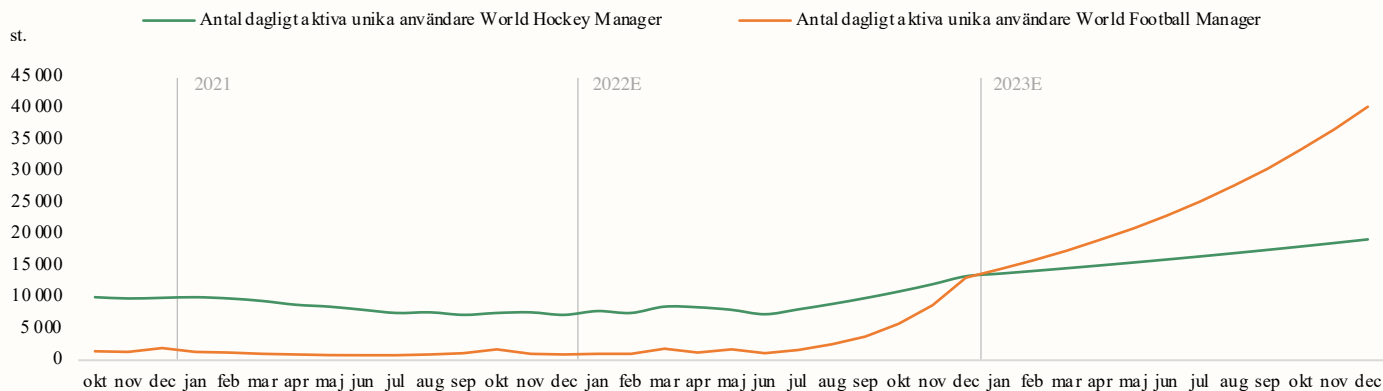
APPENDIX

Base scenario, MSEK	2019	2020	2021	2022E	2023E
Nettoomsättning	10,4	11,2	8,3	17,2	38,5
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	33,7	49,5
Direkta försäljningskostnader	-7,5	-11,3	-6,6	-8,2	-17,3
Bruttoresultat	9,9	14,3	21,5	25,5	32,2
Bruttomarginal (adj.)	16,4%	-0,5%	5,8%	56,5%	42,8%
Övriga externa kostnader	-2,8	-2,0	-3,2	-5,2	-7,4
Personalkostnader	-10,6	-7,5	-9,8	-10,5	-12,6
Övriga rörelsekostnader	0,0	-0,7	0,0	-0,1	-0,3
EBITDA	-3,5	4,1	8,5	9,7	11,9
EBITDA-marginal (adj.)	neg.	neg.	neg.	9,5%	1,8%
Avskrivningar	-4,1	-5,6	-8,5	-12,1	-12,9
EBIT	-7,6	-1,5	0,0	-2,4	-1,0
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	-0,5	-0,3
EBT	-8,1	-1,6	-0,5	-2,9	-1,3
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoresultat	-8,1	-1,6	-0,5	-2,9	-1,3
Nettomarginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Nyckeltal	2019	2020	2021	2022E	2023E
P/S	7,2	6,6	9,0	4,3	1,9
EV/S	6,8	6,3	8,5	4,1	1,8
EV/EBITDA	neg.	17,3	8,3	7,3	5,9



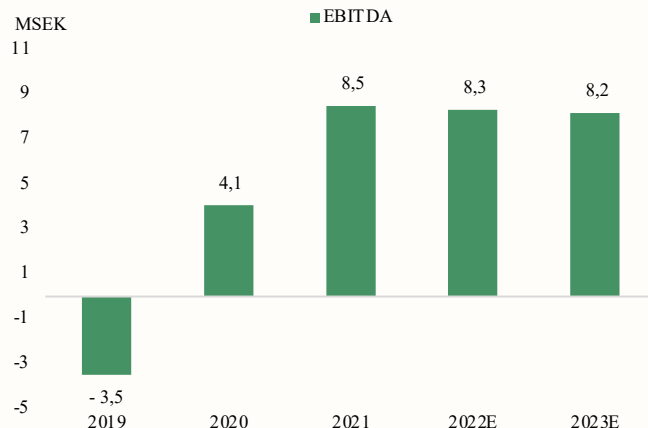
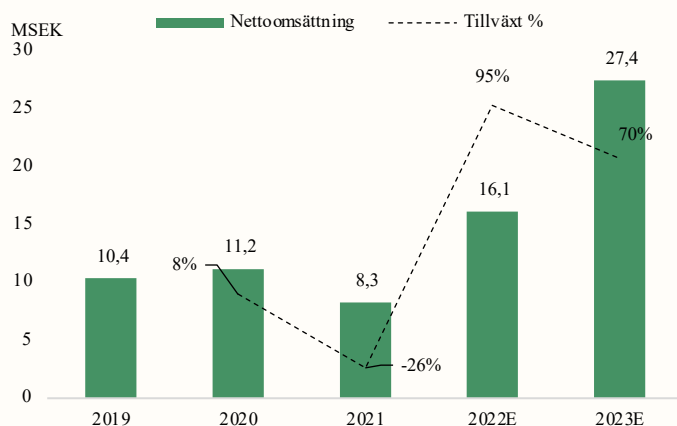
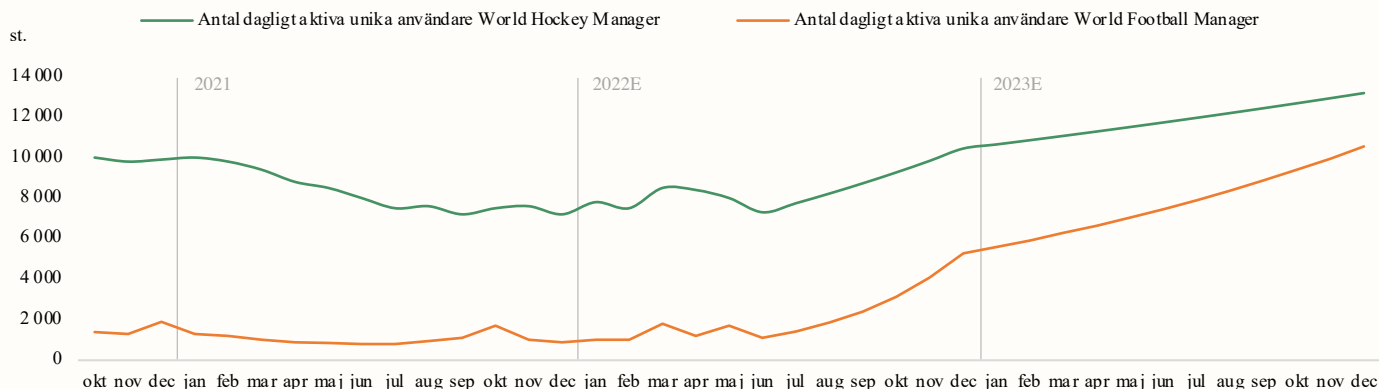
APPENDIX

Bull scenario, MSEK	2019	2020	2021	2022E	2023E
Nettoomsättning	10,4	11,2	8,3	19,4	52,9
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	35,9	63,9
Direkta försäljningskostnader	-7,5	-11,3	-6,6	-7,8	-24,6
Bruttoresultat	9,9	14,3	21,5	28,1	39,3
Bruttomarginal (adj.)	16,4%	-0,5%	5,8%	60,3%	44,4%
Övriga externa kostnader	-2,8	-2,0	-3,2	-5,6	-8,6
Personalkostnader	-10,6	-7,5	-9,8	-10,4	-12,1
Övriga rörelsekostnader	0,0	-0,7	0,0	-0,2	-0,6
EBITDA	-3,5	4,1	8,5	11,9	18,1
EBITDA-marginal (adj.)	neg.	neg.	neg.	15,1%	11,1%
Avskrivningar	-4,1	-5,6	-8,5	-11,7	-12,8
EBIT	-7,6	-1,5	0,0	0,2	5,4
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	-0,5	-0,1
EBT	-8,1	-1,6	-0,5	-0,3	5,2
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoresultat	-8,1	-1,6	-0,5	-0,3	5,2
Nettomarginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Nyckeltal	2019	2020	2021	2022E	2023E
P/S	7,2	6,6	9,0	3,8	1,4
EV/S	6,8	6,3	8,5	3,6	1,3
EV/EBITDA	neg.	17,3	8,3	5,9	3,9



APPENDIX

Bear scenario, MSEK	2019	2020	2021	2022E	2023E
Nettoomsättning	10,4	11,2	8,3	16,1	27,4
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	32,6	38,4
Direkta försäljningskostnader	-7,5	-11,3	-6,6	-8,4	-11,2
Bruttoresultat	9,9	14,3	21,5	24,2	27,3
Bruttomarginal (adj.)	16,4%	-0,5%	5,8%	23,7%	42,3%
Övriga externa kostnader	-2,8	-2,0	-3,2	-4,9	-6,8
Personalkostnader	-10,6	-7,5	-9,8	-10,6	-11,8
Övriga rörelsekostnader	0,0	-0,7	0,0	-0,4	-0,5
EBITDA	-3,5	4,1	8,5	8,3	8,2
EBITDA-marginal (adj.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Avskrivningar	-4,1	-5,6	-8,5	-11,7	-11,8
EBIT	-7,6	-1,5	0,0	-3,3	-3,6
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	-0,5	-0,3
EBT	-8,1	-1,6	-0,5	-3,9	-3,9
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoresultat	-8,1	-1,6	-0,5	-3,9	-3,9
Nettomarginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Nyckeltal	2019	2020	2021	2022E	2023E
P/S	7,2	6,6	9,0	4,6	2,7
EV/S	6,8	6,3	8,5	4,4	2,6
EV/EBITDA	neg.	17,3	8,3	8,5	8,6



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.

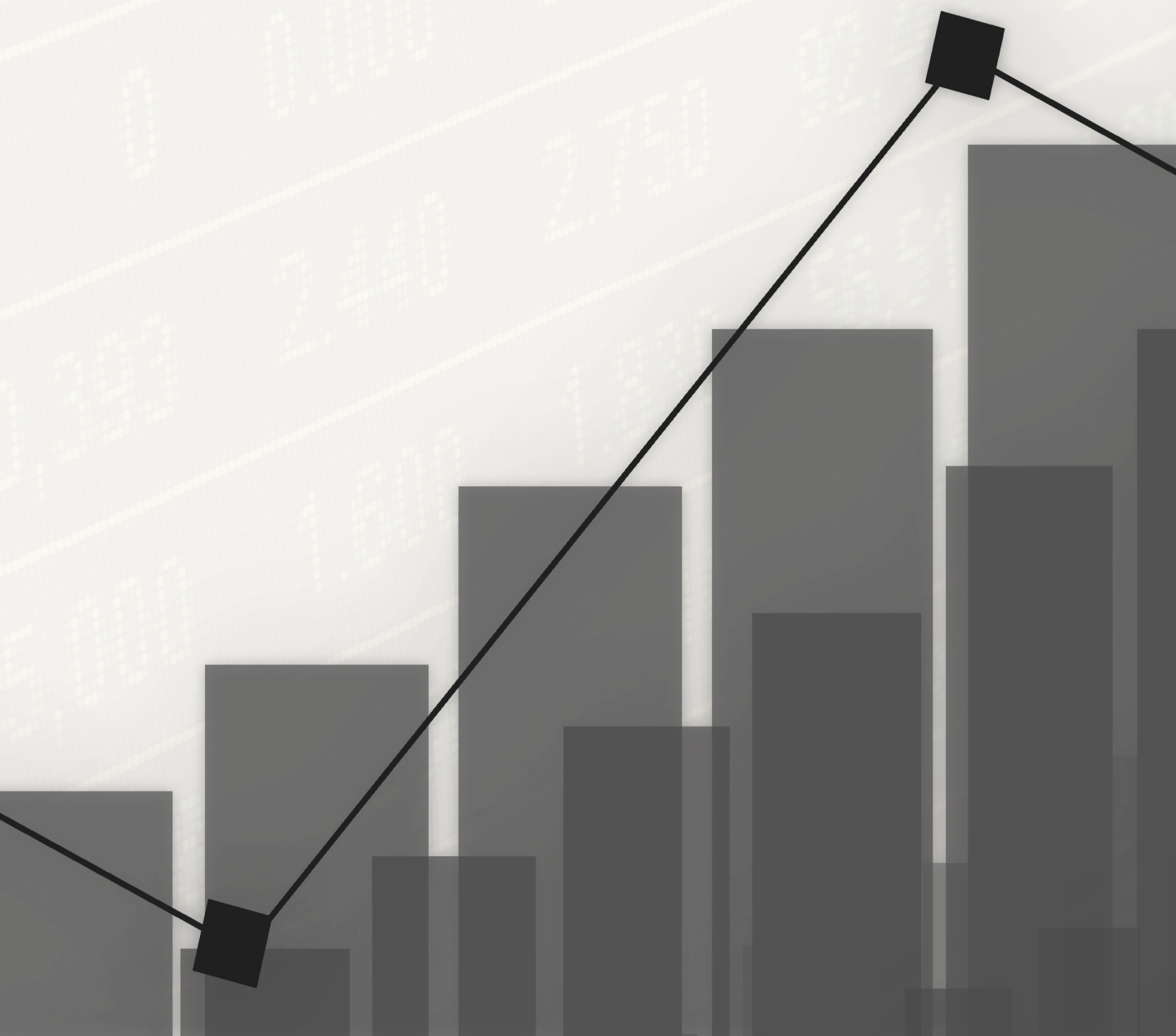
Övrigt

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.



AG EQUITY RESEARCH AB

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