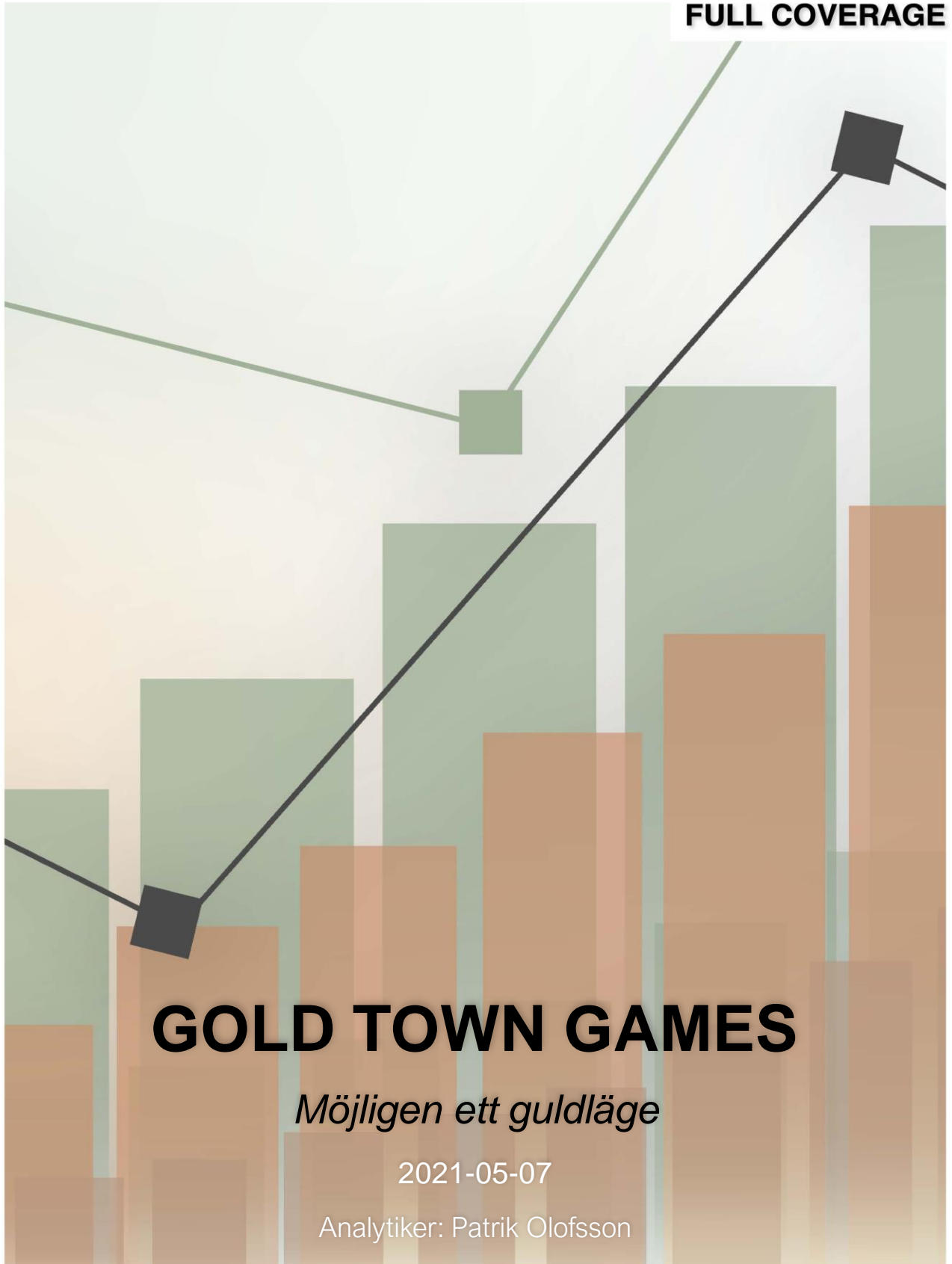


# AKTIEANALYS

FULL COVERAGE



**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)

## MÖJLIGEN ETT GULLDÄGE



Uppskalning av befintliga två spel, lansering av ytterligare ett och eventuellt tillkännagivande om en fjärde titel – allt detta ligger i korten för år 2021. Gold Town Games AB ("Gold Town Games" eller "Bolaget") har mycket på gång och med hänsyn till dagens bolagsvärde, samt tänkbara triggers, anser vi att aktien har en attraktiv *risk-reward* idag. I ett Base scenario estimeras försäljningen stiga till 15 MSEK år 2021 (+35 %) och därefter, utifrån de befintliga spelen, öka till 36 MSEK år 2023. Med hänsyn till att ytterligare spel förväntas tillkomma lämnar dessa prognoser utrymme för upprevidering under kommande kvartal. Baserat på en P/S-multipel på 2021 års försäljning erhålls ett motiverat värde per aktie om 2 kr i ett Base scenario.

### Ökad användartillväxt

Fokus nu är bl.a. att vidareutveckla *World Hockey Manager* (WHM), global lansering av *World Football Manager* (WHM) samt fortsatt strategisk affärsutveckling, t.ex. likt de avtal som nyligen ingåtts med Adverty och Betway. Vi räknar med att detta, parallellt med lättade restriktioner som möjliggör fler sportevenemang, kan bidra till ett ännu högre intresse för spelen och därmed ett ökat antal aktiva spelare. Bolaget kan dessutom dra nytta av en halverad plattformavgift till Appstore och Google Play, vilket innebär högre marginal per tjänad krona.

### Fler spel på gång

Parallellt med uppskalningen av WHM och WFM ämnar Gold Town Games, via tidigare investering i spelstudio Sideline Labs, lansera ett amerikanskt fotbollsspel. Genom att ha fler speltitlar inom olika sporter blir Bolaget mindre säsongskänsliga och får en mer diversifierad intäktsbas. Likt tidigare spel är det Gold Town Games utvecklingsplattform W3XM som utgör grunden och själva "motorn". Att utveckla spel från samma plattform skapar korsnynergier, där varje nytt spel hela tiden får bättre förutsättningar för att lyckas affärsmässigt.

### Attraktiv risk-reward

Bolaget har under de senaste 15 månaderna handlats till en rullande P/S-multipel om 3,9x. För 2021 estimerar vi att WHM och WFM, tillsammans med annonsintäkter, kan generera en omsättning om 15 MSEK. Givet en målmultipel om 3,9x, således i linje med nuvarande snitt, motsvarar det en värdering om 2 kr per aktie. Vi ser därmed att rådande nivå ger en attraktiv *risk-reward*.

### Viktigt att bevaka tillgänglig likviditet

Vid inledningen av Q1-21 uppgick kassan till 2,8 MSEK<sup>1</sup>, och med tanke på att spelutveckling är kapitalintensivt är det av stor vikt att Gold Town Games kan utvecklas, och växa, på ett kostnadseffektivt vis under kommande kvartal. Hur Bolagets likviditet utvecklas är således något vi kommer att bevaka noga i kommande delårsrapporter.

### AKTIEKURS | 1,36 kr

#### VÄRDERINGSINTERVALL, 2021 ÅRS PROGNOSE

<b>BEAR</b> 1,0 kr	<b>BASE</b> 2,0 kr	<b>BULL</b> 2,7 kr
-----------------------	-----------------------	-----------------------

Värderingen utgår från 2021 års prognos, vilket innebär att den är tolv månader framåtblickande. Eventuell förändring i värdering antas ske stegvis, givet att gjorda antaganden infaller.

GOLD TOWN GAMES AB					
Senast betalt (2021-05-06) (SEK)	1,36				
Antal Aktier (st.)	28 856 862				
Market Cap (MSEK)	39,2				
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	2,3 <sup>1</sup>				
Enterprise Value (MSEK)	41,5				
V.52 prisintervall (SEK)	0,74 – 2,64				
Lista	NGM Nordic SME				
UTVECKLING					
1 månad	+6,5 %				
3 månader	+2,6 %				
1 år	+62,9 %				
YTD	-18,1 %				
HUVUDÄGARE (KÄLLA: BOLAGET)					
Vision Invest AB	19,9 %				
Olle Åkesson	4,4 %				
Annika Johansson	3,5 %				
Andreas Poike	3,1 %				
Wayne Gretzky via bolag	2,4 %				
VD OCH ORDFÖRANDE					
Verkställande Direktör	Pär Hultgren				
Styrelseordförande	Magnus Orregård				
FINANSIELL KALENDER					
Delårsrapport #1 2021	2021-05-11				
PROGNOS (BASE), MSEK					
Nettoomsättning	2019	2020	2021E	2022E	2023E
	10,4	11,2	15,1	23,2	36,0
<b>Bruttoresultat<sup>2</sup></b>	<b>9,9</b>	<b>14,3</b>	<b>11,1</b>	<b>17,0</b>	<b>26,7</b>
Bruttomarginal (adj.) <sup>3</sup>	16,4%	-0,5%	33,5%	42,5%	49,3%
Rörelsekostnader	-13,4	-10,2	-11,4	-13,8	-17,7
<b>EBITDA<sup>2</sup></b>	<b>-3,5</b>	<b>4,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>3,2</b>	<b>9,0</b>
EBITDA-marginal (adj.) <sup>3</sup>	neg.	neg.	neg.	neg.	7,2%
P/S	3,8	3,5	2,6	1,7	1,1
EV/S	5,9	8,6	9,2	8,3	6,9
EV/EBITDA	neg.	10,2	neg.	13,2	4,6

<sup>1</sup>Inkl. 1,5 MSEK i saldo på skattekonto som utbetalats under januari 2021.

<sup>2</sup>Inkl. aktiverat arbete.

<sup>3</sup>Exkl. aktiverat arbete.

# 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) 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 högtintressant, 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 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 och innan året är slut kan ytterligare en fjärde speltitel ha kommit att tillkännages. 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 kan dock sport komma att få en allt större plats i vardagen igen, vilket i sig bör ge medvind till Gold Town Games nuvarande 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 en speltitel har lanserats, där W3XM-plattformen bidrar till rätt förutsättningar för en lyckad sådan.

### Sammanfattning av prognos och värdering

I ett Base scenario estimeras försäljningen uppgå till 15 MSEK år 2021 och därefter, på de befintliga spelen WHM och WFM, inklusive annonsintäkter, öka till 36 MSEK år 2023. Det motsvarar således en CAGR om ca 55 %, samtidigt som utrymme finns för upprevidering givet tillkommande intäkter från ytterligare speltitlar. Baserat på en målmultipel om P/S 3,9x på 2021 års försäljning erhålls i ett Base scenario ett värde per aktie om 2 kr för kommande 12 månader.

### Spelutveckling är kapitalintensiv

Spelutveckling är kapitalintensivt och Bolaget har hittills, utöver spelintäkter, finansierat sig via nyemissioner för att stärka rörelsekapitalet. Med hänsyn till att kassan vid ingången av Q1-21 uppgick till 2,8 MSEK är det av stor vikt att befintliga spel kan skalas upp på ett kostnads-effektivt vis.<sup>1</sup> Samtidigt går det inte att utesluta att ytterligare kapitalanskaffning kan ske framgent, t.ex. genom nyemission, för att rådande tillväxtpotentialer ska kunna tillvaratas.



2017  
Lansering av  
WHM



2019  
Lansering av  
WFM



2021E  
Förväntad  
lansering av BFM



2022E  
Ytterligare  
speltitel kan ha  
lanserats

~36 MSEK  
OMSÄTTNING  
2023E

# 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 under år 2021 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. 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

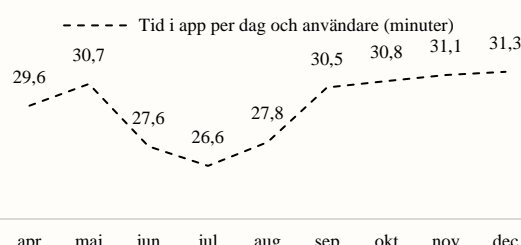
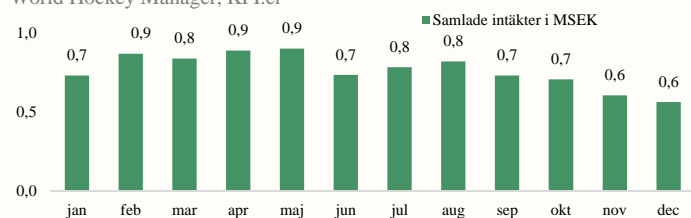


WORLD HOCKEY  
MANAGER

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, Skellefteå, vilket är något Bolaget vill föra vidare till resten av världen. Under år 2020 uppgick WHM:s samlade intäkter till 9,1 MSEK, vilket således utgjorde ca 82 % av Gold Town Games totala nettoomsättning.

Nedan framgår en sammanställning av information kring senaste fyra kvartalen (Q1-Q4 2020) för WHM.

World Hockey Manager, KPI:er



World Hockey Manager (2020)	jan	feb	mar	apr	maj	jun	jul	aug	sep	okt	nov	dec
Samlade intäkter i USD	76 737	89 642	85 842	89 000	92 000	79 000	86 000	94 000	83 000	80 000	70 000	67 000
Samlade intäkter i SEK	729 769	866 838	836 960	885 550	898 840	732 330	781 740	816 860	729 570	704 800	603 400	560 790
Antal unika aktiva användare under 30 dagar	53 160	87 345	74 650	30 786	27 365	20 209	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
Antal dagligt aktiva unika användare	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	11 300	11 000	10 500	10 000	9 800	9 900
Tid i app per dag och användare (minuter)	n.a	n.a	n.a	29,6	30,7	27,6	26,6	27,8	30,5	30,8	31,1	31,3

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

## World Football Manager

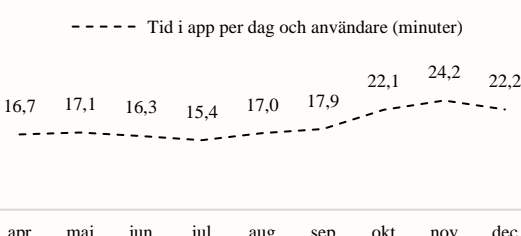
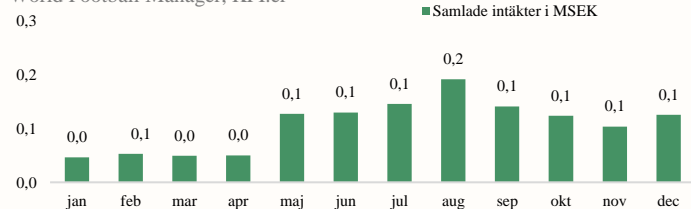


WORLD FOOTBALL  
MANAGER

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 unikheter 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 12 % av Gold Town Games totala nettoomsättning.

Nedan framgår en sammanställning av information kring senaste fyra kvartalen (Q1-Q4 2020) för WFM.

World Football Manager, KPI:er



World Football Manager (2020)	jan	feb	mar	apr	maj	jun	jul	aug	sep	okt	nov	dec
Samlade intäkter i USD	4 880	5 468	5 013	5 000	13 000	14 000	16 000	22 000	16 000	14 000	12 000	15 000
Samlade intäkter i SEK	46 409	52 876	48 877	49 750	127 010	129 780	145 440	191 180	140 640	123 340	103 440	125 550
Antal unika aktiva användare under 30 dagar	8 613	7 510	7 647	3 041	7 772	11 765	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
Antal dagligt aktiva unika användare	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	3 900	2 400	1 700	1 400	1 300	1 900
Tid i app per dag och användare (minuter)	n.a	n.a	n.a	n.a	16,7	17,1	16,3	15,4	17,0	17,9	22,1	24,2

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.

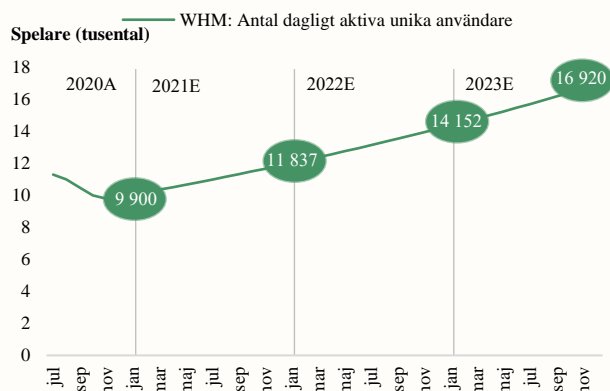
**Användartillväxt WHM:** Vid inledningen av tredje kvartalet 2020 uppgick antalet dagligt aktiva unika spelare av WHM till 11 300, att jämföra med 9 900 vid utgången av december 2020. Genom kontinuerliga förbättringar, nya versioner och fortsatt digital marknadsföring, räknar vi med att Gold Town Games åter kan attrahera ett ökat antal spelare under prognosperioden som sträcker sig till år 2023. Under Q1-21 har spelets prestanda förbättrats, för att även kunna erbjuda spelet till äldre telefoner och surfplattor, vilket möjliggör att spelet kan adressera en större marknad. Flera nya cupformat kommer också att introduceras under H1-21 där fokus ligger på en tätare integration mellan hockeyfans och verkliga klubbar.

**Användartillväxt WFM:** Vid inledningen av tredje kvartalet 2020 uppgick antalet dagligt aktiva unika spelare av WFM till 3 900, att jämföra med 1 900 vid utgången av december 2020. Bolaget siktar på att återupprepa bedriften från sommaren 2020 att bli *featured* i fyra veckor på Appstore, och denna sommar kan dessutom fotbolls-EM ge bra medvind. Under H1-21 arbetar Gold Town Games med att uppdatera användarupplevelsen, uppdatering av designen m.m. Detta, i kombination med lättade restriktioner, öppnade ligor, fler evenemang och återvändande fans, bör kunna bidra till ett växande intresse för WFM.

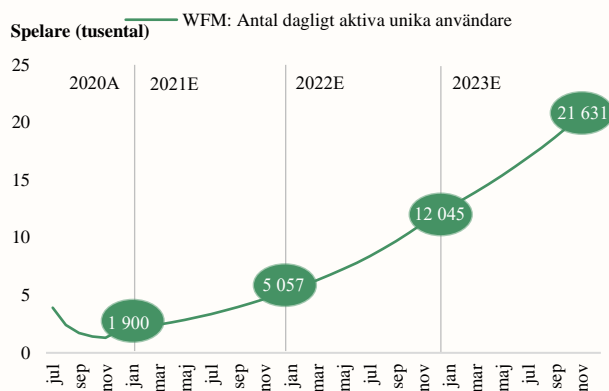
**VI RÄKNAR  
MED FLER  
SPELARE  
INOM BÅDE  
WHM OCH  
WFM**

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	11 837	20%
December 2022E	14 152	20%
December 2023E	16 920	20%



Antal unika användare, dagligen, vid varje årsslut	WFM	Δ
December 2020A	1 900	n.a
December 2021E	5 057	166%
December 2022E	12 045	138%
December 2023E	21 631	80%

Analyst Groups prognoser

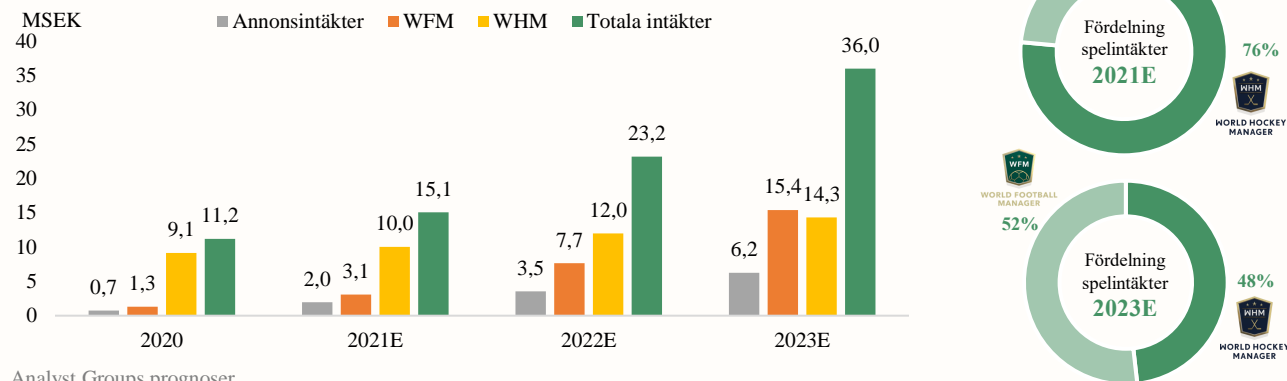
Både WHM och WFM är s.k. *free-to-play* spel, vilket innebär att spelen är gratis att ladda ner och att det först inuti själva spelet erbjuds köp, s.k. *In App Purchase* (IAP). Under Q4-20 uppgick den genomsnittliga bruttointäkten per dagligt aktiv och unik per spelare för WHM till 1,9 kr (0,23 USD) per dag, och för WFM till 2,2 kr (0,26 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 10-15 % av de samlade intäkterna. I våra modeller för åren 2021-2023 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.

Totala intäkter och intäktsfördelning, 2020-2023E



Analyst Groups prognoser

**W3XM-  
PLATTFORMEN  
GER STARKA  
SYNERGIER**

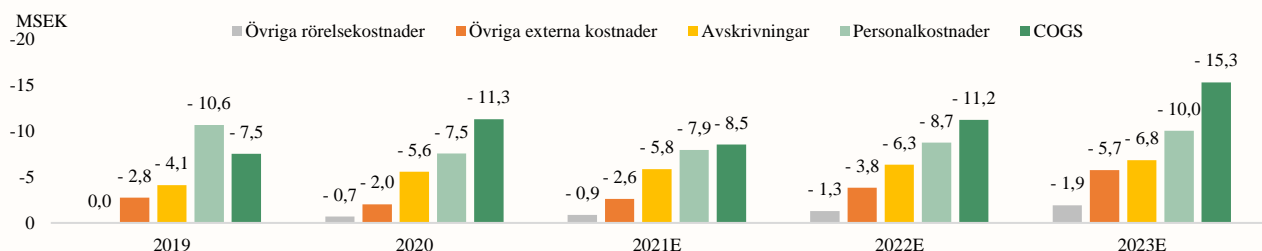
Både WHM och WFM är baserade på Gold Town Games plattform W3XM, vilken är byggd med målsättningen att denna ska implementeras i samtliga av Bolagets spel. Detta resulterar i starka synergier för Gold Town Games då varje tillkommande spel kan dra nytta av tidigare kunskap och insikter, där kontinuerlig 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 år 2021 samt andra spel framgent, kommer att påverka de finansiella prognoserna, vilket kommer innebära 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 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 bokförs som en direkt bruttokostnad. På rörelsenivå är det personalkostnader som utgör störst andel av kostnadsbasen, vilka LTM uppgår till 7,5 MSEK, motsvarande 68 % av Bolagets omsättning. 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 ~28 % 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 (~16-18 %).

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

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



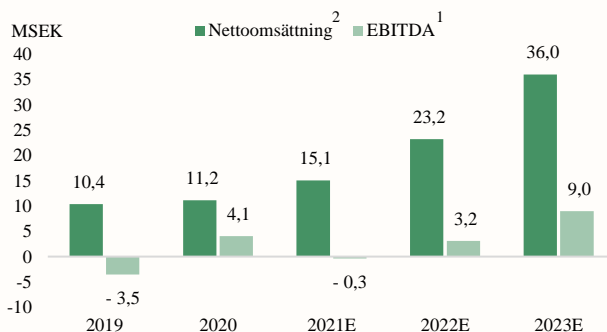
Analyst Groups prognoser

# 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 <sup>1</sup>	17,4	25,6	19,6	28,2	42,0
COGS	-7,5	-11,3	-8,5	-11,2	-15,3
<b>Bruttoresultat</b>	<b>9,9</b>	<b>14,3</b>	<b>11,1</b>	<b>17,0</b>	<b>26,7</b>
Bruttomarginal (adj.) <sup>2</sup>	16,4%	-0,5%	33,5%	42,5%	49,3%
Övriga externa kostnader	-2,8	-2,0	-2,6	-3,8	-5,7
Personalkostnader	-10,6	-7,5	-7,9	-8,7	-10,0
Övriga rörelsekostnader	0,0	-0,7	-0,9	-1,3	-1,9
<b>EBITDA</b>	<b>-3,5</b>	<b>4,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>3,2</b>	<b>9,0</b>
EBIT-marginal (adj.) <sup>2</sup>	neg.	neg.	neg.	neg.	7,2%



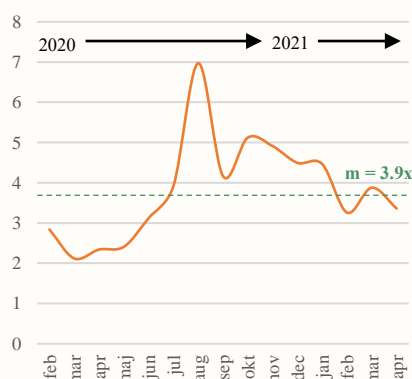
Analyst Groups prognoser <sup>1</sup>Inkl. aktiverat arbete. <sup>2</sup>Exkl. aktiverat arbete och övriga intäkter.

## Värdering: Base scenario

På de befintliga spelen WHM och WFM estimeras Gold Town Games uppvisa en tillväxt omkring 35-55 % Y/Y 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 3,4x, samtidigt som genomsnittet under de senaste 15 månaderna har varit en multipel om 3,9x. Givet en målmultipel om 3,9x, således i linje med snittet, på 2021 års prognos om ca 15 MSEK i omsättning, motsvarar det ett bolagsvärde omkring 60 MSEK. Med hänsyn till BFM, samt ytterligare tänkbara speltitlar, kan en högre multipel vara motiverad över tid, varför en P/S-multipel om 3,9x anses vara konservativ. Med dagens utestående aktier (ca 28 M) och ett bolagsvärde om 60 MSEK, resulterar det i ett värde per aktie om 2 kr i ett Base scenario på 2021 års prognos, d.v.s. tolv månader framåtblickande.

## P/S-multipel Gold Town Games.

P/S, rullande tolv månader (LTM)



Källa: Analyst Group

**2 KR**  
PER AKTIE I  
ETT BASE  
SCENARIO

**2,7 KR**  
PER AKTIE I  
ETT BULL  
SCENARIO

**1,0 KR**  
PER AKTIE I  
ETT BEAR  
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 toptitlarna i världen inom sin kategori.
- Lanseringen av BFM blir lyckat och bidrar med intäkter redan under H2-21.
- Med ett bra *track record* kan utvecklingen av "speltitel fyra" påbörjas, vilket baserat på W3XM-plattformen möjliggör en snabbare och än mer lönsam lansering.

Givet en omsättning om ca 20 MSEK år 2021 i ett Bull scenario, och en målmultipel om P/S 3,9x, härleds ett värde per aktie om 2,7 kr på 2021 års prognos i detta scenario. Det ska noteras att prognoserna baseras på olika faktorer, vilket innebär att dessa fortfarande ska inträffa.<sup>3</sup>

### 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.

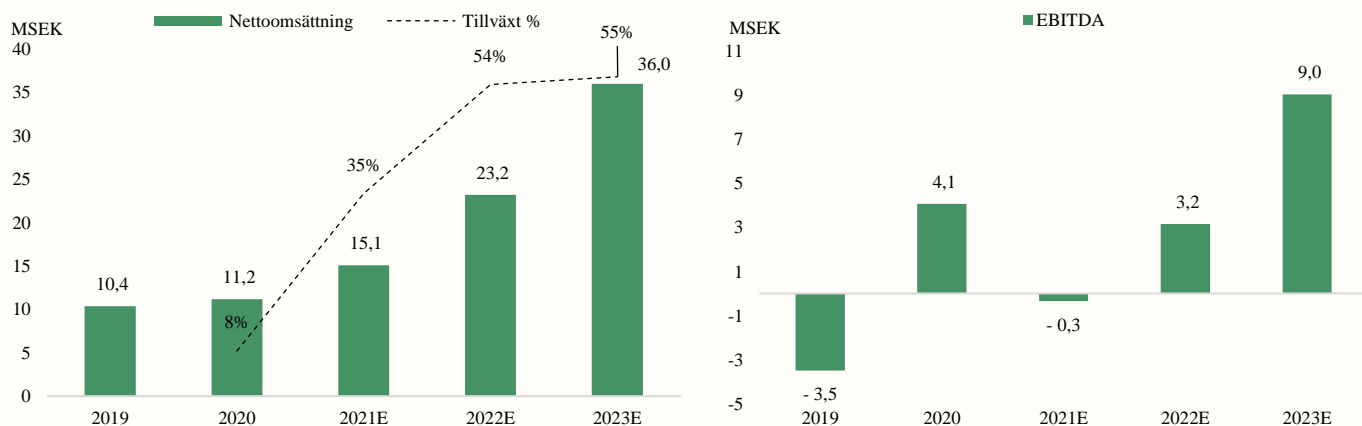
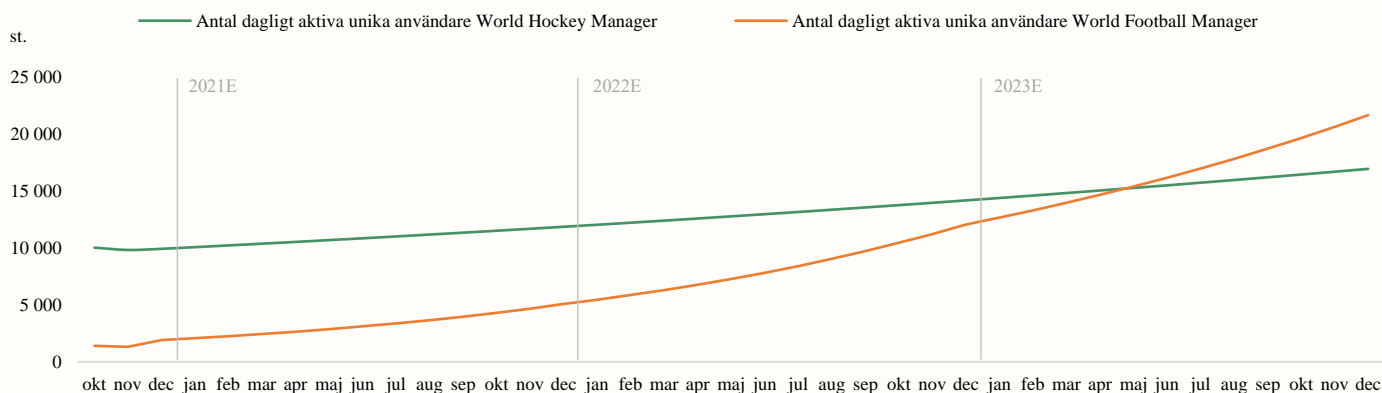
I ett Bear scenario motiveras en lägre värdering av aktien och givet gjorda prognoser och en lägre målmultipel på 2021 års estimat om ca 13 MSEK i omsättning, motiveras ett värde per aktie om 1 kr i ett Bear scenario på 2021 års prognos.<sup>3</sup>

<sup>3</sup>Se Appendix sida 10-11 för gjorda prognos i Bull- respektive Bear scenario.



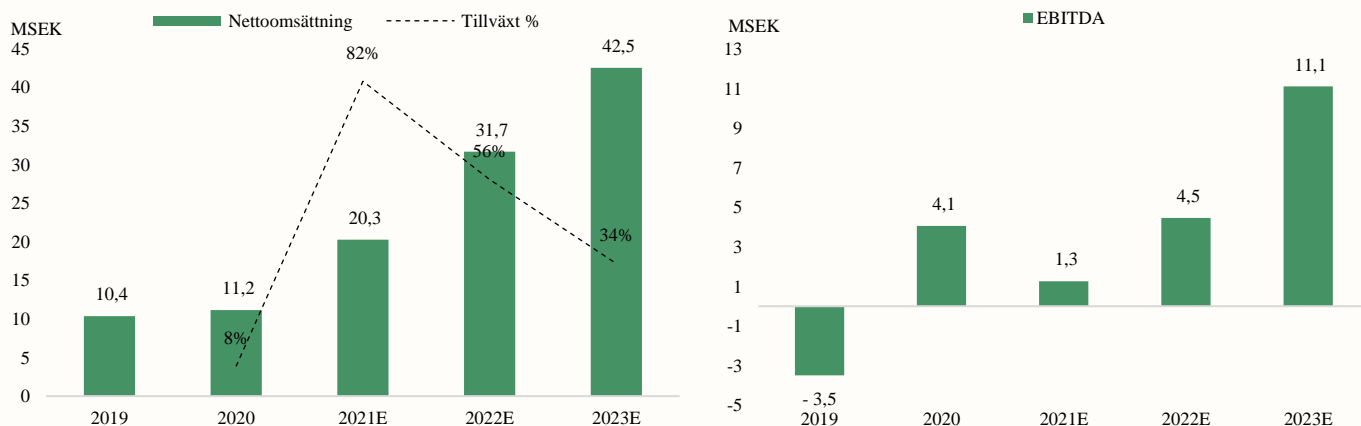
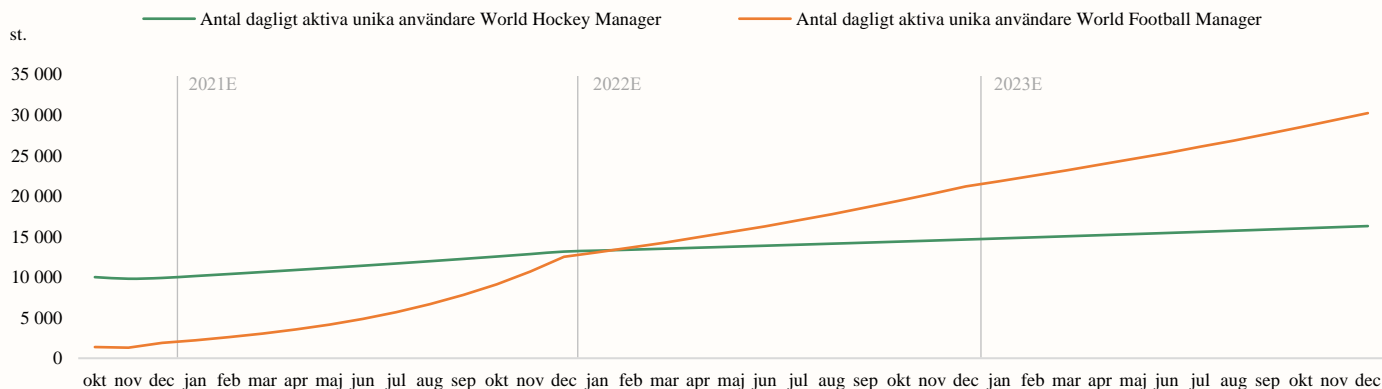
# APPENDIX

Base scenario, MSEK	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	10,4	11,2	15,1	23,2	36,0
Aktiverat arbete för egen räkning	7,0	4,8	4,5	5,0	6,0
Övriga rörelseintäkter	0,1	9,6	0,0	0,0	0,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>17,4</b>	<b>25,6</b>	<b>19,6</b>	<b>28,2</b>	<b>42,0</b>
Direkta försäljningskostnader	-7,5	-11,3	-8,5	-11,2	-15,3
<b>Bruttoresultat</b>	<b>9,9</b>	<b>14,3</b>	<b>11,1</b>	<b>17,0</b>	<b>26,7</b>
Bruttomarginal (adj.)	16,4%	-0,5%	33,5%	42,5%	49,3%
Övriga externa kostnader	-2,8	-2,0	-2,6	-3,8	-5,7
Personalkostnader	-10,6	-7,5	-7,9	-8,7	-10,0
Övriga rörelsekostnader	0,0	-0,7	-0,9	-1,3	-1,9
<b>EBITDA</b>	<b>-3,5</b>	<b>4,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>3,2</b>	<b>9,0</b>
EBITDA-marginal (adj.)	neg.	neg.	neg.	neg.	7,2%
Avskrivningar	-4,1	-5,6	-5,8	-6,3	-6,8
<b>EBIT</b>	<b>-7,6</b>	<b>-1,5</b>	<b>-6,2</b>	<b>-3,2</b>	<b>2,2</b>
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	-0,1	-0,1	-0,1
<b>EBT</b>	<b>-8,1</b>	<b>-1,6</b>	<b>-6,3</b>	<b>-3,3</b>	<b>2,1</b>
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoresultat</b>	<b>-8,1</b>	<b>-1,6</b>	<b>-6,3</b>	<b>-3,3</b>	<b>2,1</b>
Nettomarginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
<b>Nyckeltal</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
P/S	3,8	3,5	2,6	1,7	1,1
EV/S	5,9	8,6	9,2	8,3	6,9
EV/EBITDA	neg.	10,2	neg.	13,2	4,6



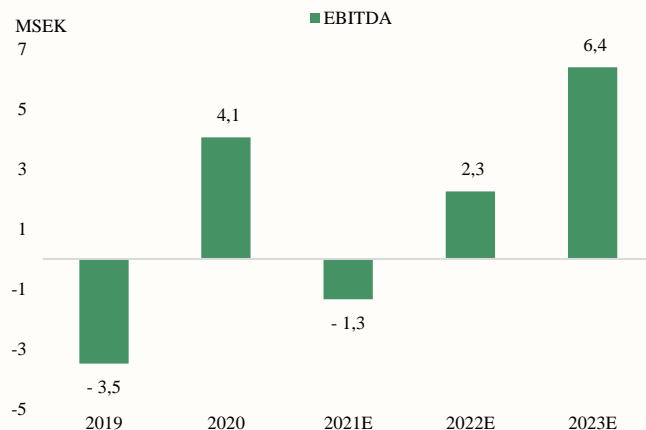
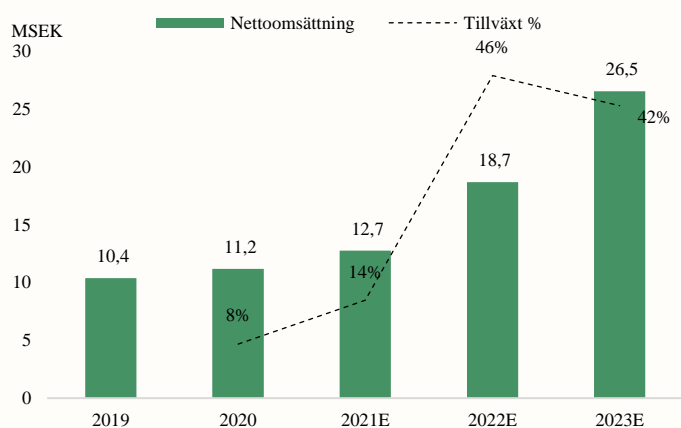
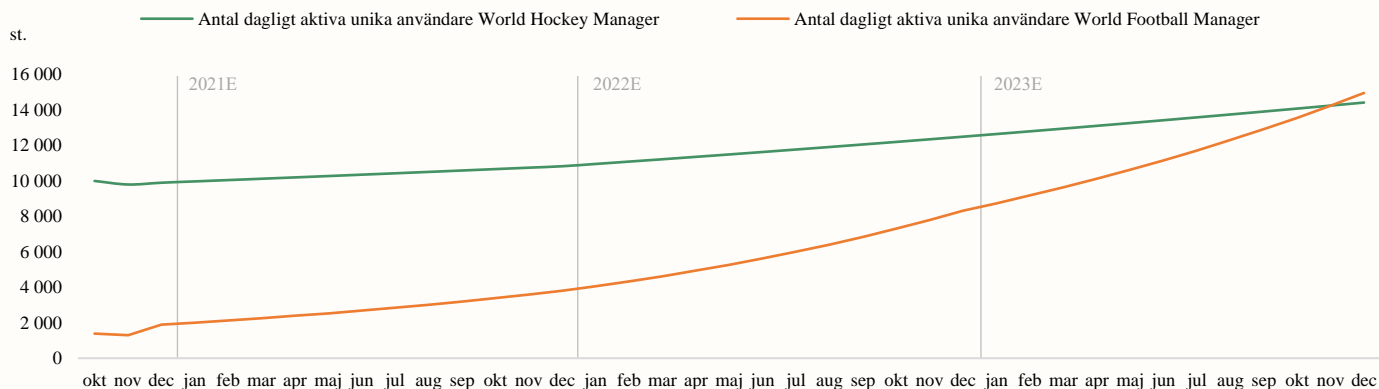
## APPENDIX

Bull scenario, MSEK	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	10,4	11,2	20,3	31,7	42,5
Aktiverat arbete för egen räkning	7,0	4,8	4,5	5,0	6,0
Övriga rörelseintäkter	0,1	9,6	0,0	0,0	0,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>17,4</b>	<b>25,6</b>	<b>24,8</b>	<b>36,7</b>	<b>48,5</b>
Direkta försäljningskostnader	-7,5	-11,3	-10,5	-15,8	-18,3
<b>Bruttoresultat</b>	<b>9,9</b>	<b>14,3</b>	<b>14,2</b>	<b>20,8</b>	<b>30,2</b>
Bruttomarginal (adj.)	16,4%	-0,5%	39,3%	43,2%	49,9%
Övriga externa kostnader	-2,8	-2,0	-3,4	-5,1	-6,2
Personalkostnader	-10,6	-7,5	-8,5	-9,6	-10,7
Övriga rörelsekostnader	0,0	-0,7	-1,1	-1,7	-2,2
<b>EBITDA</b>	<b>-3,5</b>	<b>4,1</b>	<b>1,3</b>	<b>4,5</b>	<b>11,1</b>
EBITDA-marginal (adj.)	neg.	neg.	neg.	neg.	10,5%
Avskrivningar	-4,1	-5,6	-5,9	-6,0	-6,1
<b>EBIT</b>	<b>-7,6</b>	<b>-1,5</b>	<b>-4,6</b>	<b>-1,6</b>	<b>5,0</b>
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	-0,1	-0,1	-0,1
<b>EBT</b>	<b>-8,1</b>	<b>-1,6</b>	<b>-4,8</b>	<b>-1,7</b>	<b>4,8</b>
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoresultat</b>	<b>-8,1</b>	<b>-1,6</b>	<b>-4,8</b>	<b>-1,7</b>	<b>4,8</b>
Nettomarginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
<b>Nyckeltal</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
P/S	3,8	3,5	1,9	1,2	0,9
EV/S	5,9	8,6	9,2	8,3	6,9
EV/EBITDA	neg.	10,2	32,6	9,3	3,7



# APPENDIX

Bear scenario, MSEK	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	10,4	11,2	12,7	18,7	26,5
Aktiverat arbete för egen räkning	7,0	4,8	4,5	5,0	6,0
Övriga rörelseintäkter	0,1	9,6	0,0	0,0	0,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>17,4</b>	<b>25,6</b>	<b>17,2</b>	<b>23,7</b>	<b>32,5</b>
Direkta försäljningskostnader	-7,5	-11,3	-7,9	-8,9	-11,3
<b>Bruttoresultat</b>	<b>9,9</b>	<b>14,3</b>	<b>9,4</b>	<b>14,7</b>	<b>21,2</b>
Bruttomarginal (adj.)	16,4%	-0,5%	28,2%	41,1%	46,8%
Övriga externa kostnader	-2,8	-2,0	-2,2	-3,1	-4,3
Personalkostnader	-10,6	-7,5	-7,7	-8,3	-9,1
Övriga rörelsekostnader	0,0	-0,7	-0,7	-1,0	-1,4
<b>EBITDA</b>	<b>-3,5</b>	<b>4,1</b>	<b>-1,3</b>	<b>2,3</b>	<b>6,4</b>
EBITDA-marginal (adj.)	neg.	neg.	neg.	neg.	1,2%
Avskrivningar	-4,1	-5,6	-5,7	-6,0	-6,3
<b>EBIT</b>	<b>-7,6</b>	<b>-1,5</b>	<b>-7,0</b>	<b>-3,8</b>	<b>0,1</b>
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	-0,1	-0,1	-0,1
<b>EBT</b>	<b>-8,1</b>	<b>-1,6</b>	<b>-7,2</b>	<b>-3,9</b>	<b>-0,1</b>
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoresultat</b>	<b>-8,1</b>	<b>-1,6</b>	<b>-7,2</b>	<b>-3,9</b>	<b>-0,1</b>
Nettomarginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Nyckeltal	2019	2020	2021E	2022E	2023E
P/S	3,8	3,5	3,1	2,1	1,5
EV/S	5,9	8,6	9,2	8,3	6,9
EV/EBITDA	neg.	10,2	neg.	18,4	6,5



# 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.



## AG EQUITY RESEARCH AB

Org.nr: 556999-0939 | Mail: [info@analystgroup.se](mailto:info@analystgroup.se)  
Sturegatan 56 114 36, Stockholm | Bankgatan 1A 223 52, Lund