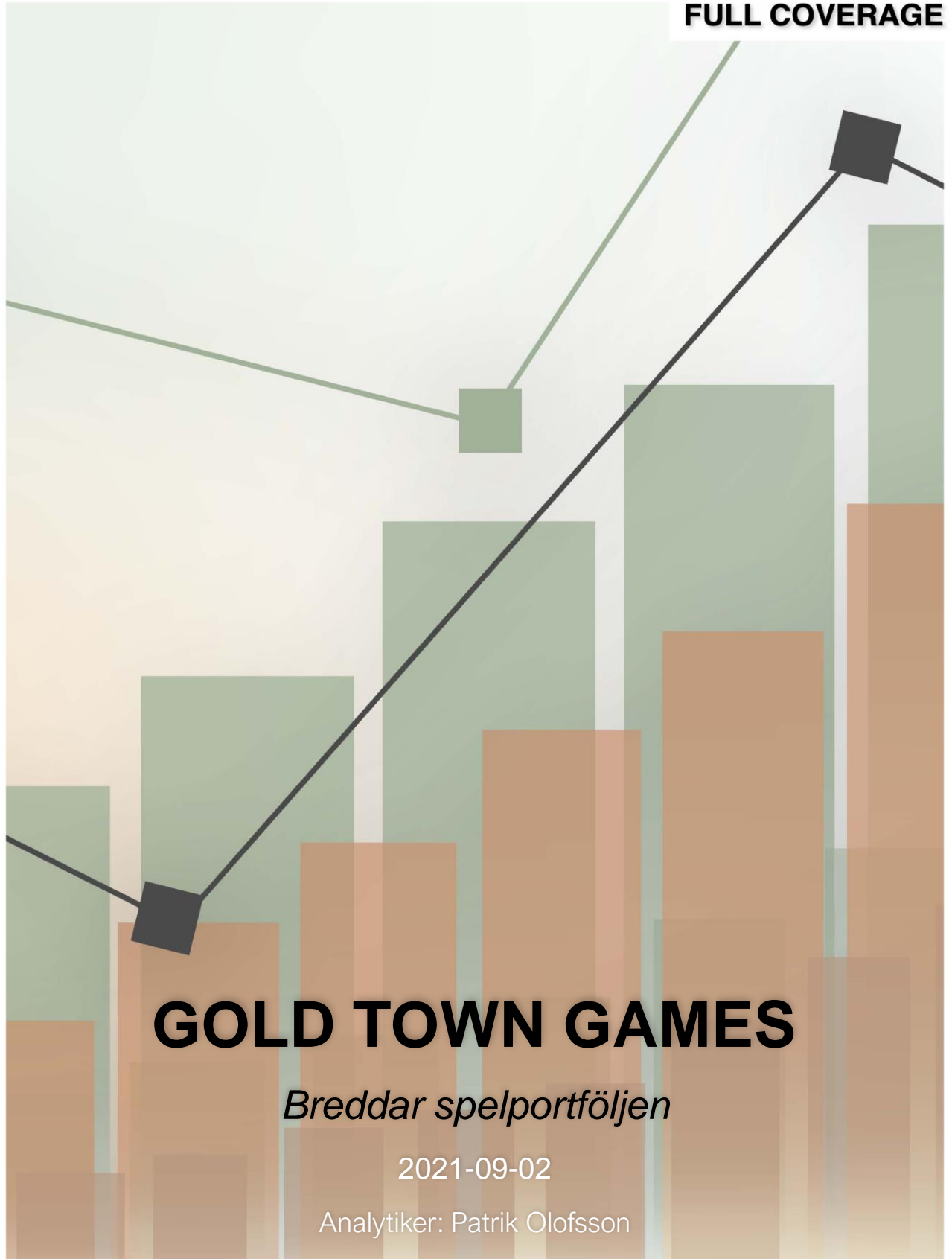


AKTIEANALYS

FULL COVERAGE



GOLD TOWN GAMES

Breddar spelportföljen

2021-09-02

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)

BREDDAR SPELPORTFÖLJEN



Gold Town Games AB ("Gold Town Games" eller "Bolaget") har mycket på gång och med den nyligen genomförda företrädesemissionen kommer Bolaget kunna öka takten, producera fler spel och utöka antalet samarbeten. I ett Base scenario estimeras nettoomsättningen stiga till 12 MSEK år 2021 (+10 %) och därefter, utifrån de befintliga spelen, öka till 33 MSEK år 2023. Med hänsyn till att ytterligare spel förväntas tillkomma lämnar dessa prognoser utrymme för upprevidering under kommande kvartal, då dessa primärt baseras på det nuvarande hockey- och fotbollsspelet. Baserat på en applicerad P/S-multipel på 2023 års försäljning och en diskonteringsränta om 10 %, erhålls ett motiverat nuvärde per aktie om 3,9 kr i ett Base scenario.

■ Påfylld kassa via övertecknad emission

Företrädesemissionen under juli övertecknades med 124 % och tillförde Gold Town Games ca 12,5 MSEK före emissionskostnader. Med en starkt finansiell position möjliggörs produktion av de tre planerade managertitlarna till Amerikansk Fotboll, Landhockey och Baseball. Kapitaltillskottet innebär också att Gold Town Games kan intensifiera arbetet kring affärsutvecklingen till befintliga spel, samt ambitionen att även addera ytterligare speltitlar.

■ Synergier och fler intäktsben via nytt affärsområde

Under maj stod det klart att ett nytt affärsområde kommit på plats; *GTG Publishing*. Närmast är områdets fokus att förbättra lönsamheten i redan lanserade spel, där ansvaret framgent kommer att utökas till att även hantera kommande interna spels lanseringar. Vad som också är intressant är att Gold Town Games nu kan erbjuda licenstagare av W3XM-plattformen, men även externa partners, en tjänst för att globalt publicera spel. Det skapar således nya intäktskällor med goda marginaler för Gold Town Games.

■ Flera speltitlar i pipen

World Hockey Manager (WHM) fortsätter generera en stabil intäktsbas, samtidigt som en global lansering av *World Football Manager* (WHM) ligger runt hörnet. Parallellt med detta ämnar Gold Town Games att genomföra en s.k. soft launch av *Blitz Football Manager* (BFM) under Q3-21. Utöver detta ska även världens första landhockeymanager-spel lanseras under Q4-21, relativt tätt följt av ett basebollmanager-spel, utvecklat via Grand Pike, där förhoppningen är att lansering kan ske redan under Q1-22/Q2-22.

■ Höjt värderingsintervall

Gold Town Games utvecklas över våra förväntningar och i samband med Q2-rapporten, den nyligen genomförda företrädesemissionen och förvärvet av en majoritetspost i spelstudion Grand Pike, har vi justerat våra prognoser. Vi väljer samtidigt att höja vårt tidigare värderingsintervall i samtliga tre scenarion Base-, Bull- och Bear.

AKTIEKURS | 3,4 kr

VÄRDERINGSINTERVALL, NUVÄRDE PÅ 2023 ÅRS PROGNOSE

BEAR 2,8 kr	BASE 3,9 kr	BULL 4,5 kr
-----------------------	-----------------------	-----------------------

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

GOLD TOWN GAMES AB					
Senast betalt (2021-09-01) (SEK)	3,4				
Antal Aktier (st.)	39 071 077				
Market Cap (MSEK)	132,8				
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	-5,2				
Enterprise Value (MSEK)	127,6				
V.52 prisintervall (SEK)	0,96 – 4,66				
Lista	NGM Nordic SME				
UTVECKLING					
1 månad	+48,9 %				
3 månader	+113,5 %				
1 år	+179,8 %				
YTD	+105,3 %				
HUVUDÄGARE (KÄLLA: BOLAGET PER DEN 17 JUNI 2021)					
Vision Invest AB	18,4 %				
Olle Åkesson	4,0 %				
eBlitz Group	3,9 %				
Allanova	3,8 %				
Annika Johansson	3,2 %				
VD OCH ORDFÖRANDE					
Verkställande Direktör	Pär Hultgren				
Styrelseordförande	Magnus Orregård				
FINANSIELL KALENDER					
Delårsrapport #3 2021	2021-11-11				
PROGNOS (BASE), MSEK					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	10,4	11,2	12,3	18,8	33,3
Bruttoresultat¹	9,9	14,3	17,8	19,4	28,8
Bruttomarginal (adj.) ²	16,4%	-0,5%	21,6%	32,6%	40,2%
Rörelsekostnader	-13,4	-10,2	-9,9	-11,5	-15,9
EBITDA¹	-3,5	4,1	7,9	7,9	12,9
EBITDA-marginal (adj.) ²	neg.	neg.	neg.	neg.	4,4%
P/S	12,8	11,9	10,8	7,1	4,0
EV/S	12,3	11,4	10,4	6,8	3,8
EV/EBITDA	neg.	31,4	16,2	16,2	9,9

¹Inkl. aktiverat arbete och övriga rörelseintäkter.

²Exkl. aktiverat arbete och övriga rörelseintäkter.

KVARTALSUPPDATERING

**+4,8 MSEK
EBIT-
RESULTAT**

Under Q2-21 uppgick Gold Town Games nettoomsättning till ca 2,1 MSEK, motsvarande en minskning med 20 % jämfört med moderbolagets omsättning om 2,6 MSEK under samma period år 2020 (Bolaget saknar jämförelsesiffror på koncernnivå från föregående årsperiod). Samtidigt vände Gold Town Games till vinst och redovisade ett rörelseresultat (EBIT) om ca 4,8 MSEK under Q2-21. En starkt bidragande faktor till detta är att Gold Town Games under kvartalet kunnat tillgodoräkna sig en faktura hänförlig till Grand Pike, vilka Gold Town Games har ett aktieinnehav om 53,5 % och således ingår i Bolagets koncern.

Under årets andra kvartal uppgick de totala rörelsekostnader, inklusive direkta försäljningskostnader (COGS), till ca -6,5 MSEK, att jämföra med ca -7,0 MSEK under Q2-20. Rent procentuellt är det en minskning om 7 % och i termer av absoluta tal motsvarar det en förbättring om ca 0,5 MSEK. Vid utgången av juni uppgick kassan till ca 4,4 MSEK och med ett efterföljande kapitaltillskott om ca 12,5 MSEK före emissionskostnader till följd av den övertecknade företrädesemissionen under juli, har kassan stärkts. Nuvarande finansiell position möjliggör bl.a. en ökad affärsutvecklingstak, fler spel och fler samarbeten.



Gällande *World Hockey Manager (WHM)* har fokus under Q2-21 legat på turneringsuppdateringar samt förbättring av reklamtyorna i spelet, då de större hockeyligorna i världen har haft uppehåll under perioden. I Q2-rapporten skriver Gold Town Games att fokus närmast kommer att ligga på att introducera mer innehåll i appen, både för att förbättra spelupplevelsen men även för att utöka marknadsföringsinnehållet.



Sett till *World Football Manager (WFM)* har resurser lagts på att specialanpassa innehållet i spelet för att ta rygg på sommarens mästerskap i Europa och det stora fotbollsintresset i regionen, vilket antas ha bidragit till att snittiden i appen har ökat med 12 % jämfört med Q1-21. Med plattformsuppdateringen klar, kommer närmsta tidens fokus handla om performance och målbilden är nu att en global lansering ska ske under Q4-21.



Gällande *Blitz Football Manager* går utvecklingsarbetet enligt plan och själva matchen är färdigställd. Spelet innehåller några nya features som tidigare inte funnits på plattformen, t.ex. en deck building-funktion för användarens taktik och ett nytt draft center för akademispelare. Under Q3-21 är fokus fortsatt att färdigställa spelet till en s.k. soft launch.

Gold Town Games köper in sig i Grand Pike



I början av juni tecknade Gold Town Games ett avtal om att förvärva 53,5 % i spelstudion Grand Pike, varpå Grand Pike numer ingår i Gold Town Games-koncernen. Tillsammans med Grand Pike ska Bolaget under hösten 2021 producera ett basebollmanager-spel, där förhoppningen är att detta ska kunna lanseras redan till säsongstarten av Major Baseball League (MBL) under april 2022. Baseball är den av de amerikanska major league-sporterna där konkurrensbilden i managerspel-genren är allra minst utvecklad, och sett till marknads-möjligheterna inom genren är dessa stora, där de större manager-titlarna ännu inte hittat till den amerikanska marknaden och västvärlden, utan istället primärt fokuserat på publicering i Japan, sportens andra hemland.

Triggers i närtid

Utifrån vad vi kan utläsa i Q2-rapporten, och med hänsyn till senaste tidens händelser, ser vi att följande skulle kunna ligga i korten under kommande månader och kvartal:

- Bolaget fortsätter att vidareutveckla W3XM-plattformen, vilket både utvecklar och förbättrar befintliga spel samt ökar möjligheten till skalbarhet, genom att kostnadseffektivt kunna producera ytterligare produkter.
- *Soft launch* av Blitz Football Manager ligger i närtid.
- WFM anpassas till en global lansering under Q4-21, vilket kan innebära att Gold Town Games konsoliderar sin position i fler länder.
- Åtminstone en större marknadsinsats under hösten.
- I samband med aktieförvärvet i Grand Pike pågår utvecklingen av ett basebollmanagerspel, där målbilden är att spelet ska lanseras inom 12 månader, med en förhoppning att det skulle kunna ske redan till april 2022.

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

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 högintressant, och då ska det även tilläggas att ytterligare en del i Bolagets affärsmodell är att driva intäkter genom annonser i spelen, en marknad som i sig värderas till omkring 3 mdUSD idag.

W3XM-plattformen skapar starka korssynergier mellan spelen

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

Fler speltitlar är att vänta

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

Sammanfattning av prognos och värdering

I ett Base scenario estimeras försäljningen uppgå till 12 MSEK år 2021 och därefter, på de befintliga spelen WHM och WFM, inklusive annonsintäkter, öka till 33 MSEK år 2023. Det motsvarar således en CAGR om ca 65 %, samtidigt som utrymme finns för upprevidering givet tillkommande intäkter från ytterligare speltitlar. Baserat på en målmultipel om P/S 5,5x på 2023 års försäljning, samt en diskonteringsränta om 10 %, erhålls i ett Base scenario ett nuvärde per aktie om 3,9 kr.

Spelutveckling är kapitalintensiv

Spelutveckling är kapitalintensivt och Bolaget har hittills, utöver spelintäkter, finansierat sig via nyemissioner för att stärka rörelsekapitalet. Med hänsyn till att kassan vid utgången av Q2-21 uppgick till 4,4 MSEK, vilken efter perioden stärkts med 12,5 MSEK före emissionskostnader, är det av stor vikt att befintliga spel kan skalas upp på ett kostnadseffektivt vis.



2017
Lansering av
WHM



2019
Lansering av
WFM



2021E
Förväntad
lansering av BFM



2022E
Ytterligare två
speltitlar kan ha
lanserats

~33 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, t.ex. ett landhockeymanager-spel och ett basebollmanager-spel. Dock, till följd av svårigheter att idag ge några prognoser kring dessa tillkommande speltitlar inkluderas de inte explicit i gjorda estimat. Det lämnar således utrymme för upprevidering och utgör en extra option i värderingen.



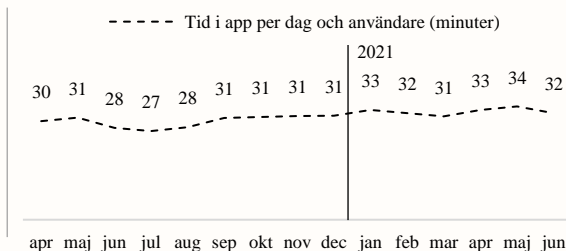
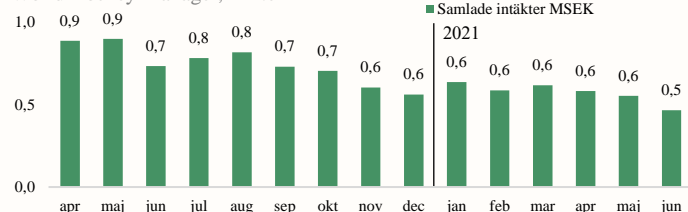
WORLD HOCKEY
MANAGER

World Hockey Manager

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

Nedan framgår en sammanställning av information kring senaste fem kvartalen (Q2-20 till Q2-21) 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	89 000	92 000	79 000	86 000	94 000	83 000	80 000	70 000	67 000	76 000	71 000	73 000	69 000	66 000	56 000
Antal unika aktiva användare 30 dagar	30 786	27 365	20 209	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
Antal dagligt aktiva unika användare	n.a	n.a	n.a	11 300	11 000	10 500	10 000	9 800	9 900	10 000	9 800	9 400	8 800	8 500	8 000
Tid i app per dag och användare (minuter)	29,6	30,7	27,6	26,6	27,8	30,5	30,8	31,1	31,3	33,00	32,0	31,0	33,0	34,0	32,0

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

World Football Manager

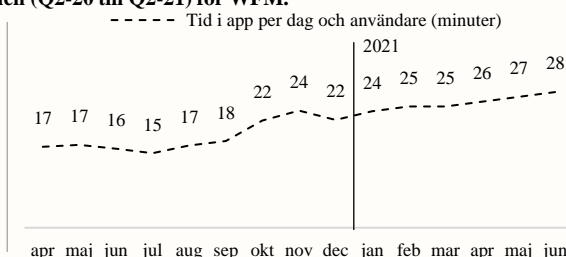
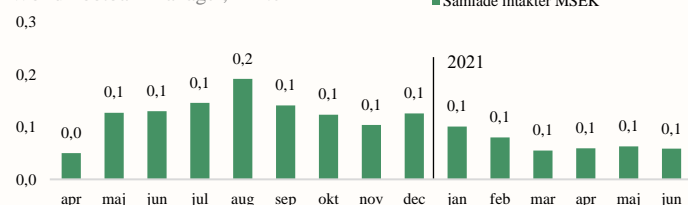


WORLD FOOTBALL
MANAGER

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 unikhet återfinns i själva matchen, där användaren direkt kan påverka resultatet genom byten, taktik, laguppställning och matchkort. Under år 2020 uppgick WFM:s samlade intäkter till 1,3 MSEK, vilket således utgjorde va 12 % av Gold Town Games totala nettoomsättning.

Nedan framgår en sammanställning av information kring senaste fem kvartalen (Q2-20 till Q2-21) 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	5 000	13 000	14 000	16 000	22 000	16 000	14 000	12 000	15 000	12 000	9 700	6 500	7 000	7 500	7 000
Antal unika aktiva användare 30 dagar	3 041	7 772	11 765	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
Antal dagligt aktiva unika användare	n.a	n.a	n.a	3 900	2 400	1 700	1 400	1 300	1 900	1 300	1 200	1 000	900	850	800
Tid i app per dag och användare (minuter)	16,7	17,1	16,3	15,4	17,0	17,9	22,1	24,2	22,2	24,0	25,0	25,0	26,0	27,0	28,0

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

FINANSIELL PROGNOIS

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.

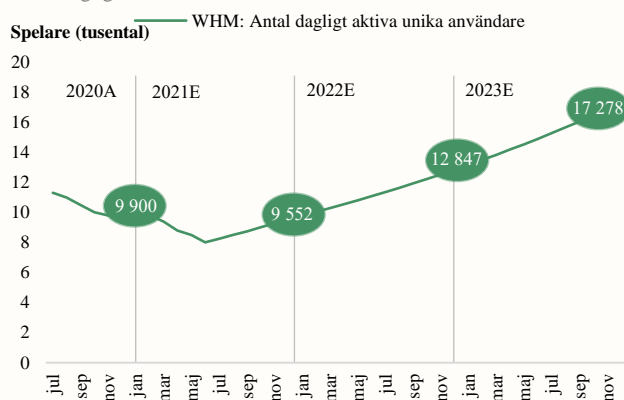
Användartillväxt WHM: Vid inledningen av tredje kvartalet 2020 uppgick antalet dagligt aktiva unika spelare av WHM till 11 300, att jämföra med 8 000 vid utgången av juni 2021. Genom kontinuerliga förbättringar, nya versioner och fortsatt digital marknadsföring, räknar vi med att Gold Town Games åter kan attrahera ett ökat antal spelare under prognosperioden som sträcker sig till år 2023. Under Q2-21 har Gold Town Games arbetat med att förbättra spelets reklamtyor och i samband med att världens större hockeyligor drar igång igen kommer en ny typ av spelarkemi att introduceras. Under kommande månader är fokus att fortsätta förbättra spelupplevelsen, vilket även förväntas kunna möjliggöra ett utökat marknadsföringsinnehåll.

Användartillväxt WFM: Vid inledningen av tredje kvartalet 2020 uppgick antalet dagligt aktiva unika spelare av WFM till 3 900, att jämföra med 800 vid utgången av juni 2021. Med plattformsuppdateringen klar handlar närmaste tiden om att stärka spelets performance (inladdningstider, datahämtning, generell laddning m.m.). Målsättningen är att göra spelet redo för en global lansering, vilket beräknas kunna ske under fjärde kvartalet 2021.

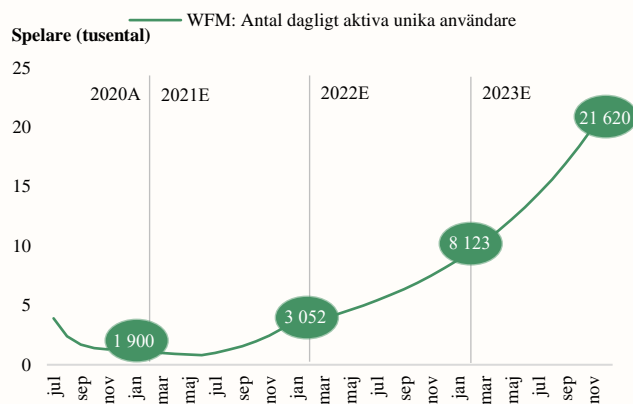
**VI RÄKNAR
MED FLER
SPELARE
INOM BÅDE
WHM OCH
WFM**

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	9 552	-4%
December 2022E	12 847	34%
December 2023E	17 278	34%



Antal unika användare, dagligen, vid varje årsslut	WFM	Δ
December 2020A	1 900	n.a
December 2021E	3 052	61%
December 2022E	8 123	166%
December 2023E	21 620	166%

Analyst Groups prognoser

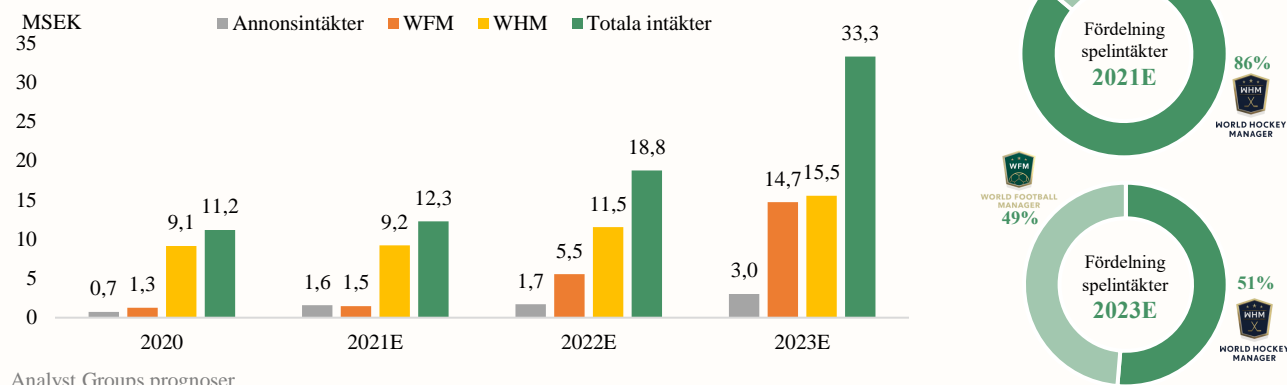
Både WHM och WFM är s.k. *free-to-play* spel, vilket innebär att spelen är gratis att ladda ner och att det först inuti själva spelet erbjuds köp, s.k. *In App Purchase* (IAP). Under Q1-21 uppgick den genomsnittliga bruttointäkten per dagligt aktiv och unik per spelare för WHM till 2,1 kr (0,25 USD) per dag, och för WFM till 2,4 kr (0,28 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 från WHM och WFM och intäktfördelning, 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 och baseball- samt landhockeyspelet under 2022, samt andra spel framgent, kommer att påverka prognoserna, vilket innebär att dessa kommer att uppdateras kontinuerligt.

Brutto- och rörelsekostnader åren 2021-2024

Gold Town Games erhåller alla intäkter från sina speltitlar, undantaget från Appstores och Google Plays försäljningsavgifter. Gold Town Games erhåller en reducerad avgift om 15 % som gäller för intäkter upp till 1 MUSD (ca 8,4 MSEK), i respektive appbutik, under ett innevarande år. För all omsättning utöver detta utgår en avgift om 30 %. Utifrån gjorda prognoser estimerar vi att Gold Town Games under år 2021 kommer debiteras 15 % i avgift, men att från år 2022 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 6,9 MSEK, motsvarande 62 % 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 ~29 % 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 (~15-18 %).

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

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



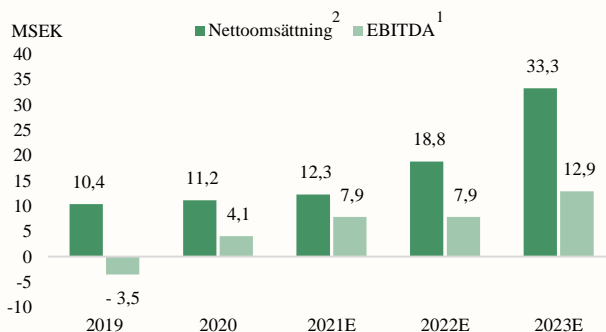
Analyst Groups prognoser

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 ¹	17,4	25,6	24,7	28,8	44,3
COGS	-7,5	-11,3	-6,9	-9,4	-15,5
Bruttoresultat	9,9	14,3	17,8	19,4	28,8
Bruttomarginal (adj.) ²	16,4%	-0,5%	21,6%	32,6%	40,2%
Övriga externa kostnader	-2,8	-2,0	-2,2	-2,8	-5,0
Personalkostnader	-10,6	-7,5	-7,7	-8,3	-9,8
Övriga rörelsekostnader	0,0	-0,7	-0,1	-0,4	-1,1
EBITDA	-3,5	4,1	7,9	7,9	12,9
EBITDA-marginal (adj.) ²	neg.	neg.	neg.	neg.	4,4%



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

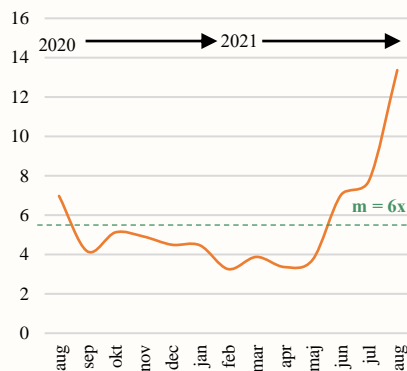
Värdering: Base scenario

På de befintliga spelen WHM och WFM estimeras Gold Town Games uppvisa en tillväxt omkring 65 % 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 13x, samtidigt som genomsnittet under de senaste 12 månaderna har varit en multipel om 6x. Givet en målmultipel om 5,5x, således i nära linje med snittet, på 2023 års prognos om ca 33 MSEK i omsättning, motsvarar det ett bolagsvärde omkring 200 MSEK. Med hänsyn till BFM, samt ytterligare kommande speltitlar, kan en högre multipel vara motiverad över tid, varför en P/S-multipel om 5,5x anses vara konservativ. Med en diskonteringsränta om 10 %, dagens utestående aktier (ca 39 M) och ett bolagsvärde om 200 MSEK år 2023, resulterar det i 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.

P/S, rullande tolv månader (LTM)



Källa: Analyst Group

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

Bear scenario

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

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

I ett Bear scenario motiveras en lägre värdering av aktien och givet gjorda prognoser, en lägre målmultipel på 2023 års estimat om ca 24 MSEK i omsättning samt en diskonteringsränta om 10 %, motiveras ett nuvärde per aktie om 2,8 kr i ett Bear scenario.³

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

VD-INTERVJU MED PÄR HULTGREN



Ni presenterade nyligen er rapport för Q2-21, vilken visade ett rörelseresultat om ca +4,8 MSEK. Kan du berätta lite mer om de faktorer som har varit drivande till ert stärkta resultat?

I juni köpte bolaget Grand Pike rättigheterna till Baseball på Gold Town Games plattform W3XM. Kostnaden för rättigheten har fakturerats till Grand Pike och de har i sin tur betalat genom en kvittningsemission, där Gold Town Games mottagit aktier i Grand Pike. Fakturan tas i sin helhet upp under kvartalet vilket bidrar till det starka resultatet. Eftersom Gold Town Games har mer än 50 procent ägande i Grand Pike ingår de efter affären i bolagets koncern.

Ni har kommunicerat att ni har mycket på gång i er pipeline framöver. Hur ser du på era möjligheter att öka tillväxten under kommande kvartal?

Inom koncernen arbetar vi på fem spel parallellt, av de är tre helt nya titlar som vi har avtal på att producera och lansera under kommande nio månader. Vår förhoppning är att alla de spelen skall vara på en global marknad inom den tidsperioden. Detta gör såklart att vi potentiellt kan nå många fler användare än vad vi gör idag. Fler spel och användare hoppas vi ska bidra till en ökad omsättning och vinst i koncernen.

Utifrån vad det går att utläsa i er senaste kvartalsrapport kommer ni fortsätta att vidareutveckla W3XM-plattformen. Vad kan detta innebära för fördelar för Gold Town Games framgent?

Synergier, tråkigt att använda ett så klyschigt ord, men vi kan verkligen applicera kunskap, design, teknik och användardata mellan produkterna. Vi kan testa en hypotes i ett spel och därefter relativt sömlöst föra över den till ett annat spel, givetvis förutsatt att resultatet var lyckat. Detta gör att vi kommer att kunna producera spelen allt snabbare och med bibehållen kvalitet. Lyckas vi med våra kommande titlar tror jag också att det ger att öka intresset för fler aktörer som Sideline Labs eller Grand Pike att vilja skapa spel på vår plattform W3XM.

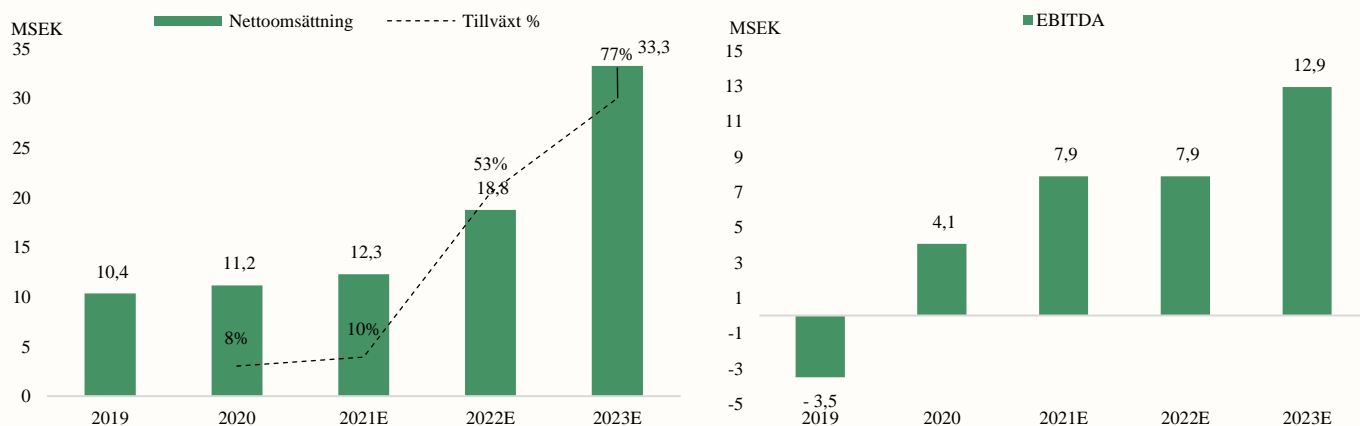
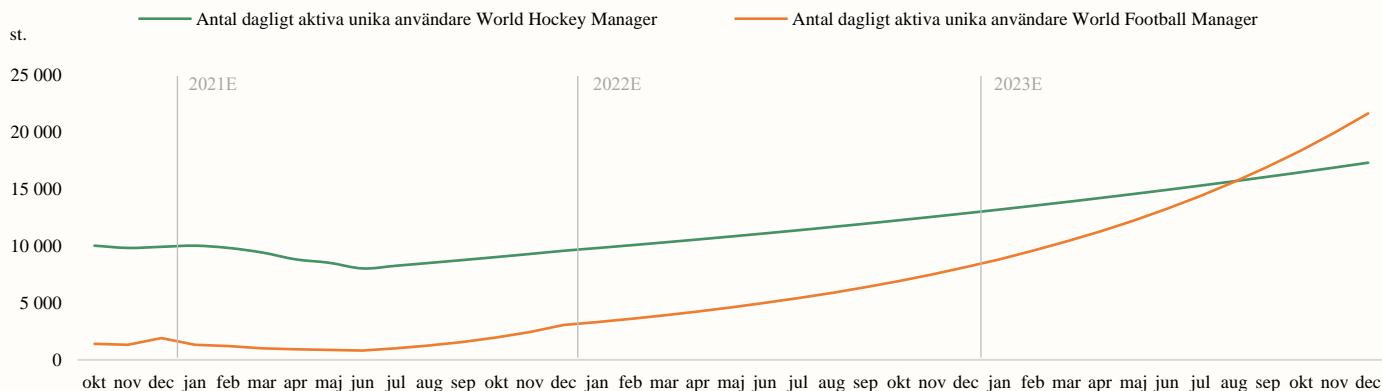
Vad tycker du en investerare bör hålla utkik efter under årets resterande månader?

Först och främst tycker jag att investerare bör ladda ner och testa våra produkter, på lång sikt är det spelen och våra användare som skapar värde. Vår globala lansering av World Football Manager kommer att vara väldigt spännande att följa och såklart den stundande soft launch av Blitz Football Manager. Förhoppningsvis kan vi med Blitz ta en tydlig position i spel inom amerikansk fotboll. I ett större perspektiv är utvecklingen av annonsmarknaden och marknadsföring viktig för alla spelbolags tillväxt och marginaler.

Den 25 augusti 2021

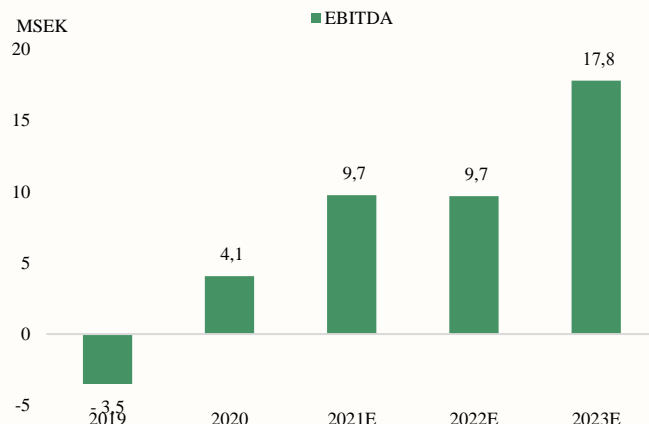
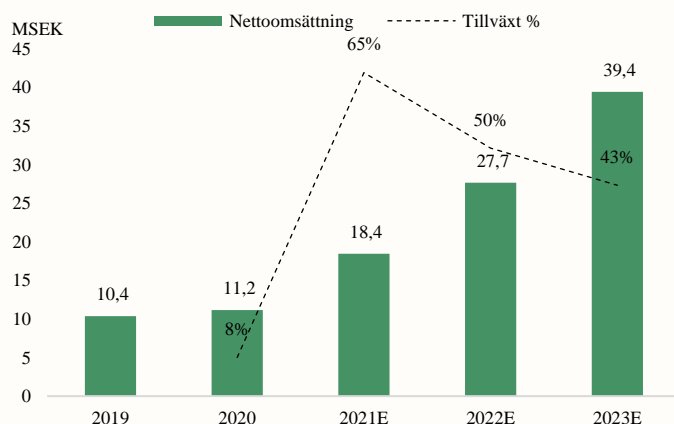
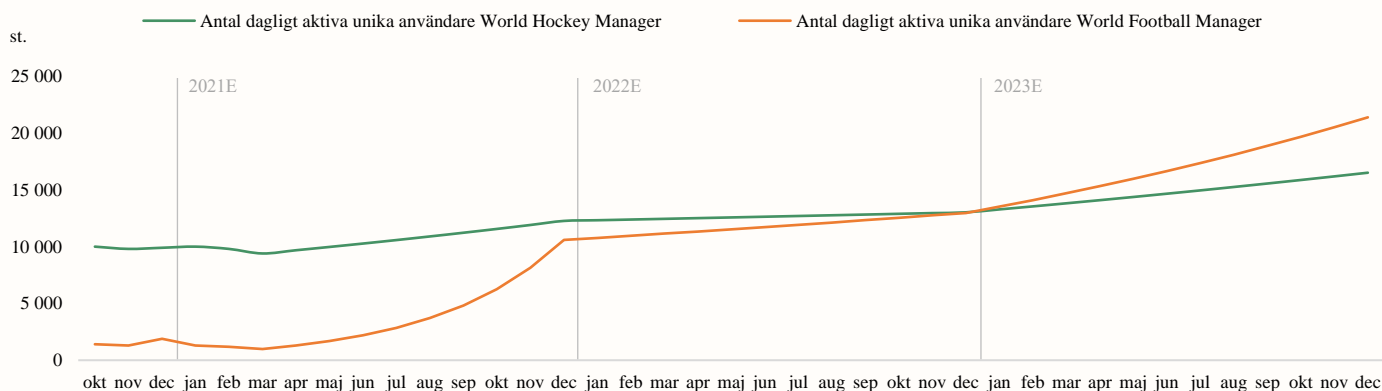
APPENDIX

Base scenario, MSEK	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	10,4	11,2	12,3	18,8	33,3
Aktiverat arbete för egen räkning	7,0	4,8	4,5	5,0	6,0
Övriga rörelseintäkter	0,1	9,6	7,9	5,0	5,0
Totala intäkter	17,4	25,6	24,7	28,8	44,3
Direkta försäljningskostnader	-7,5	-11,3	-6,9	-9,4	-15,5
Bruttoresultat	9,9	14,3	17,8	19,4	28,8
Bruttomarginal (adj.)	16,4%	-0,5%	21,6%	32,6%	40,2%
Övriga externa kostnader	-2,8	-2,0	-2,2	-2,8	-5,0
Personalkostnader	-10,6	-7,5	-7,7	-8,3	-9,8
Övriga rörelsekostnader	0,0	-0,7	-0,1	-0,4	-1,1
EBITDA	-3,5	4,1	7,9	7,9	12,9
EBITDA-marginal (adj.)	neg.	neg.	neg.	neg.	4,4%
Avskrivningar	-4,1	-5,6	-6,7	-6,9	-7,5
EBIT	-7,6	-1,5	1,2	1,0	5,5
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	-0,1	-0,1
EBT	-8,1	-1,6	0,8	0,9	5,3
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoresultat	-8,1	-1,6	0,8	0,9	5,3
Nettomarginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Nyckeltal	2019	2020	2021E	2022E	2023E
P/S	12,8	11,9	10,8	7,1	4,0
EV/S	12,3	11,4	10,4	6,8	3,8
EV/EBITDA	neg.	31,4	16,2	16,2	9,9



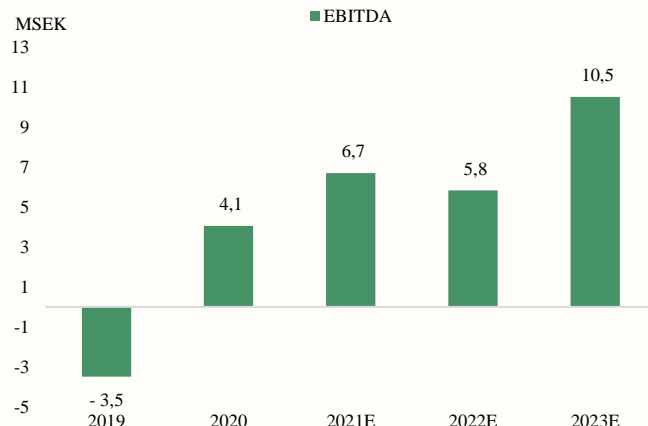
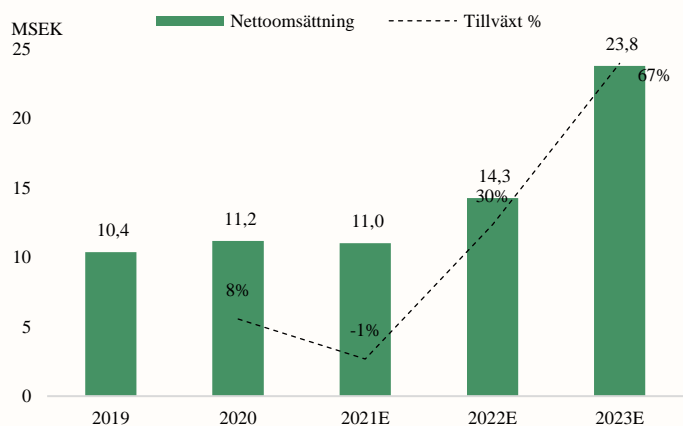
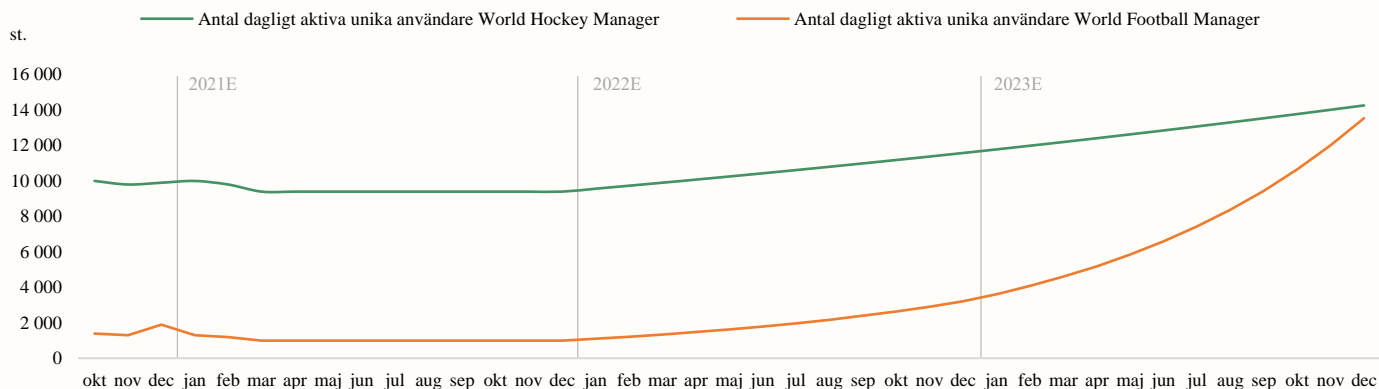
APPENDIX

Bull scenario, MSEK	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	10,4	11,2	18,4	27,7	39,4
Aktiverat arbete för egen räkning	7,0	4,8	4,5	5,0	6,0
Övriga rörelseintäkter	0,1	9,6	7,9	5,0	5,0
Totala intäkter	17,4	25,6	30,9	37,7	50,4
Direkta försäljningskostnader	-7,5	-11,3	-9,6	-13,7	-15,4
Bruttoresultat	9,9	14,3	21,3	24,0	35,0
Bruttomarginal (adj.)	16,4%	-0,5%	28,7%	37,1%	47,6%
Övriga externa kostnader	-2,8	-2,0	-3,1	-4,5	-5,7
Personalkostnader	-10,6	-7,5	-8,3	-9,2	-10,4
Övriga rörelsekostnader	0,0	-0,7	-0,2	-0,6	-1,2
EBITDA	-3,5	4,1	9,7	9,7	17,8
EBITDA-marginal (adj.)	neg.	neg.	neg.	neg.	13,5%
Avskrivningar	-4,1	-5,6	-6,0	-6,1	-6,2
EBIT	-7,6	-1,5	3,8	3,6	11,6
EBIT-marginal (adj.)	neg.	neg.	neg.	neg.	1,2%
Finansiella intäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finansiella kostnader	-0,5	-0,1	-0,4	-0,1	-0,1
EBT	-8,1	-1,6	3,4	3,5	11,4
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoresultat	-8,1	-1,6	3,4	3,5	11,4
Nettomarginal	neg.	neg.	neg.	neg.	0,9%
Nyckeltal	2019	2020	2021E	2022E	2023E
P/S	12,8	11,9	7,2	4,8	3,4
EV/S	12,3	11,4	6,9	4,6	3,2
EV/EBITDA	neg.	31,4	13,1	13,2	7,2



APPENDIX

Bear scenario, MSEK	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	10,4	11,2	11,0	14,3	23,8
Aktiverat arbete för egen räkning	7,0	4,8	4,5	5,0	6,0
Övriga rörelseintäkter	0,1	9,6	7,9	5,0	5,0
Totala intäkter	17,4	25,6	23,4	24,3	34,8
Direkta försäljningskostnader	-7,5	-11,3	-7,0	-7,7	-10,0
Bruttoresultat	9,9	14,3	16,4	16,6	24,8
Bruttomarginal (adj.)	16,4%	-0,5%	17,0%	27,0%	39,6%
Övriga externa kostnader	-2,8	-2,0	-2,0	-2,5	-4,1
Personalkostnader	-10,6	-7,5	-7,5	-7,9	-9,3
Övriga rörelsekostnader	0,0	-0,7	-0,2	-0,4	-0,8
EBITDA	-3,5	4,1	6,7	5,8	10,5
EBITDA-marginal (adj.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Avskrivningar	-4,1	-5,6	-6,3	-6,5	-6,6
EBIT	-7,6	-1,5	0,4	-0,7	3,9
EBIT-marginal (adj.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Finansiella intäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finansiella kostnader	-0,5	-0,1	-0,4	-0,1	-0,1
EBT	-8,1	-1,6	0,0	-0,9	3,7
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoresultat	-8,1	-1,6	0,0	-0,9	3,7
Nettomarginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Nyckeltal	2019	2020	2021E	2022E	2023E
P/S	12,8	11,9	12,1	9,3	5,6
EV/S	12,3	11,4	11,6	9,0	5,4
EV/EBITDA	neg.	31,4	19,0	21,9	12,1



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
Sturegatan 56 114 36, Stockholm | Bankgatan 1A 223 52, Lund