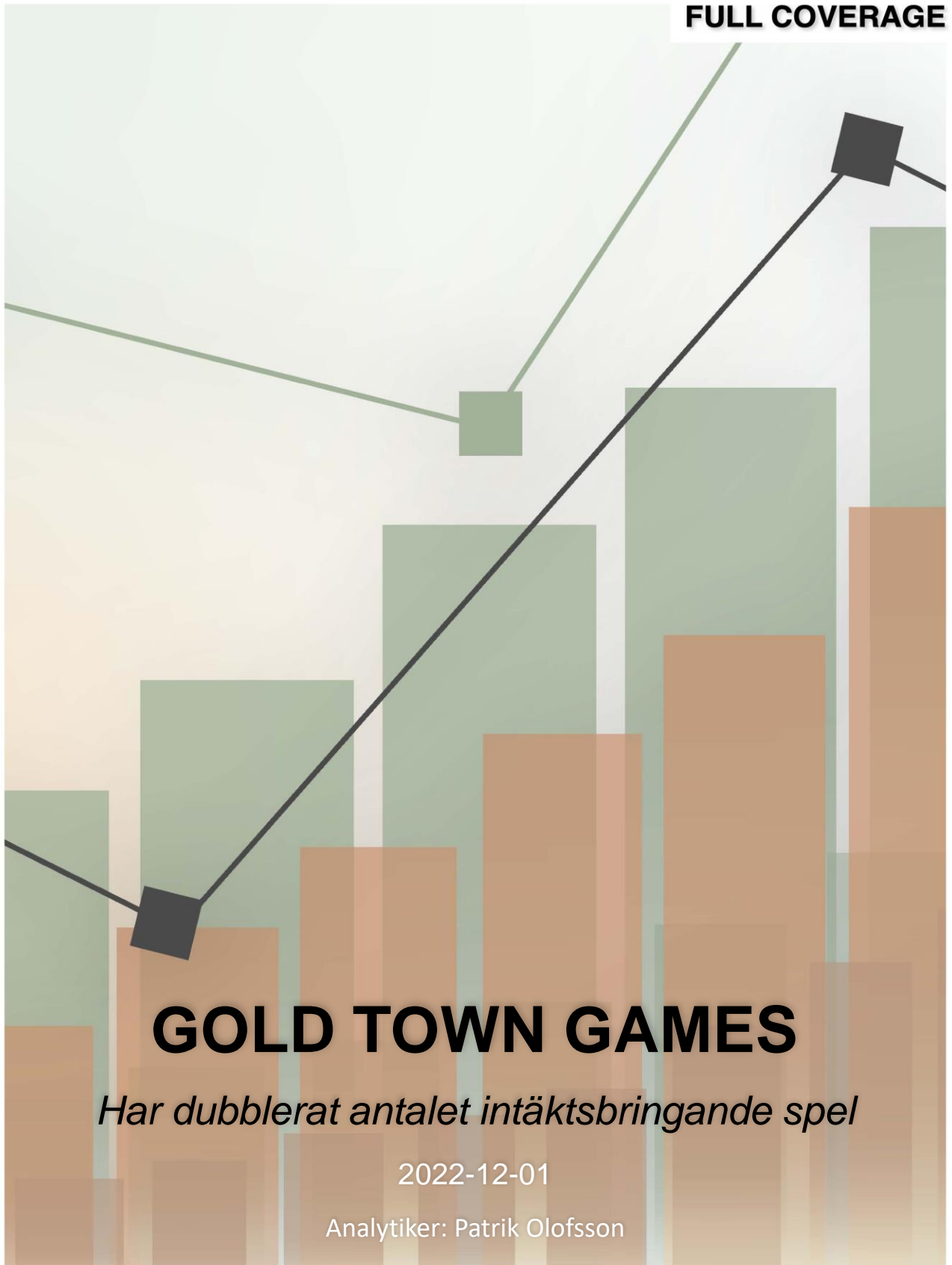


# AKTIEANALYS

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)

## HAR DUBBLERAT ANTALET INTÄKTSBRINGANDE SPEL



Gold Town Games AB ("Gold Town Games" eller "Bolaget") har nu fyra intäktsbringande spel och ytterligare lanseringar av två nya spel är planerade under inledningen av 2023. Utifrån den presenterade Q3-rapporten har vi uppdaterat våra estimat och baserat på en nettoomsättning om ca 31 MSEK för helåret 2023, en applicerade P/S-multipel om 6x samt en diskonteringsränta om 10 %, upprepar vi vårt motiverade nuvärde per aktie om 3,9 kr (3,9) i ett Base scenario.

### Lägre försäljning än väntat under kvartalet

Under Q3-22 uppgick nettoomsättningen till 3,8 MSEK (1,9), vilket är en ökning mot 2021, men däremot en minskning mot föregående kvartal i år (Q2-22). Sett till EBITDA-resultatet uppgick detta till -1,2 MSEK (0,7), där vi i vårt tidigare estimat hade räknat med att Bolaget skulle kunna leverera ett nära *break even*-resultat. En förklaring till den lägre omsättningen under Q3-22, såväl som det negativa EBITDA-resultatet, beror på lägre produktionskostnader för *Cricket Star Manager* (CSM). Då detta berott på en semesterseffekt under kvartalet, och produktionen därefter ökat till tidigare nivåer, ser vi fortsatt att Gold Town Games kan göra en bra avslutning på 2022. Likväl, till följd av ett sämre tredje kvartal än väntat, justerar vi ned våra helårsprognoser något. Vad gäller rådande världsläge räknar vi fortsatt med en stark dollar under kommande månader, vilket således gynnar Gold Town Games.

### Fyra spel som genererar intäkter

Gold Town Games har under hösten genomfört en global lansering av *World Football Manager* (WFM) och *FIH Hockey Manager* (FIHHM) på Appstore och Google Play, såväl som en europalansering av *Blitz Football Manager* (BFM) i Europa. Som sport har fotboll en minst sagt stor global närvaro, vilket resulterar i stor intäktspotential för WFM, men samtidigt en större konkurrens från andra spel. Vad gäller BFM kommer med stor sannolikhet den största marknaden utgöras av Nordamerika. Genom att först lansera spelet i Europa kan produkten testas, förbättras och därefter lanseras globalt med ett särskilt fokus på just den nord-amerikanska marknaden. Då BFM och FIHHM börjar generera intäkter under Q3-22 har Gold Town Games därmed intäkter från totalt fyra spel.

### Behåller värderingsintervallet

I samband med Q3-rapporten har vi antagit något försiktigare prognoser, men samtidigt en högre målmultipel. Med totalt fyra intäktsbringande spel, och ytterligare lanseringar planerade för Cricket- och Baseball-spelet under 2023, anser vi att Bolaget bör värderas till en högre multipel. I kombination med våra uppdaterade prognoser väljer vi därför att behålla vår tidigare värdering i ett Base- och Bull scenario, samtidigt som vi utgår från ett konservativare Bear scenario.

### AKTIEKURS | 1,1 kr

VÄRDERINGSINTERVALL, NUVÄRDE PÅ 2023 ÅRS PROGNOSE

**BEAR**  
1,2 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 (2022-11-30) (SEK)	1,1				
Antal Aktier (st.)	39 071 077				
Market Cap (MSEK)	43,0				
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	-0,9				
Enterprise Value (MSEK)	42,1				
V.52 prisintervall (SEK)	1,3 – 3,8				
Lista	NGM Nordic SME				
UTVECKLING					
1 månad	-39,2 %				
3 månader	-44,8 %				
1 år	-62,3 %				
YTD	-59,8 %				
HUVUDÄGARE (KÄLLA: BOLAGET PER 2022-09-30)					
Vision Invest AB	18,4 %				
Allanova	6,4 %				
eBlitz Group	5,2 %				
Olle Åkesson	3,3 %				
Ye, Pei-Quan	2,9 %				
VD OCH ORDFÖRANDE					
Verkställande Direktör	Pär Hultgren				
Styrelseordförande	Maria Lidström				
FINANSIELL KALENDER					
Delårsrapport #4 2022	2023-02-23				
PROGNOS (BASE), MSEK					
	2019	2020	2021	2022E	2023E
Nettoomsättning	10,4	11,2	8,3	17,1	30,8
<b>Bruttoresultat<sup>1</sup></b>	<b>9,9</b>	<b>14,3</b>	<b>21,5</b>	<b>25,2</b>	<b>34,2</b>
Bruttomarginal (adj.) <sup>2</sup>	27,6%	-1,1%	19,8%	48,8%	73,6%
Rörelsekostnader	-13,4	-10,2	-13,0	-16,8	-18,7
<b>EBITDA<sup>1</sup></b>	<b>-3,5</b>	<b>4,1</b>	<b>8,5</b>	<b>8,3</b>	<b>15,5</b>
EBITDA-marginal (adj.) <sup>2</sup>	neg.	neg.	neg.	6,1%	9,5%
P/S	4,1	3,8	5,2	2,5	1,4
EV/S	4,1	3,8	5,1	2,5	1,4
EV/EBITDA	neg.	10,3	5,0	5,0	2,7

<sup>1</sup>Inkl. aktiverat arbete och övriga rörelseintäkter.

<sup>2</sup>Exkl. aktiverat arbete och övriga rörelseintäkter.

# KVARTALSUPPDATERING

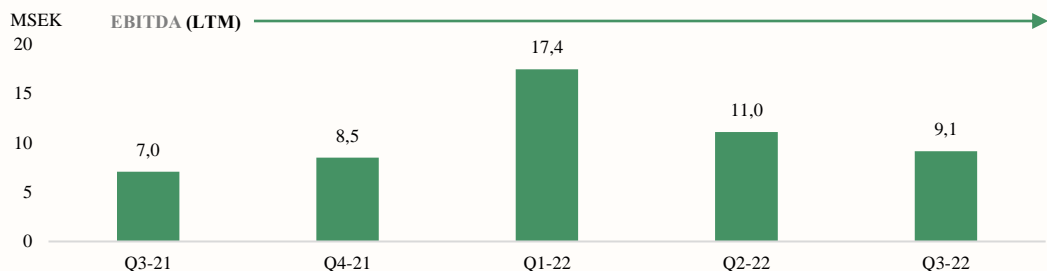
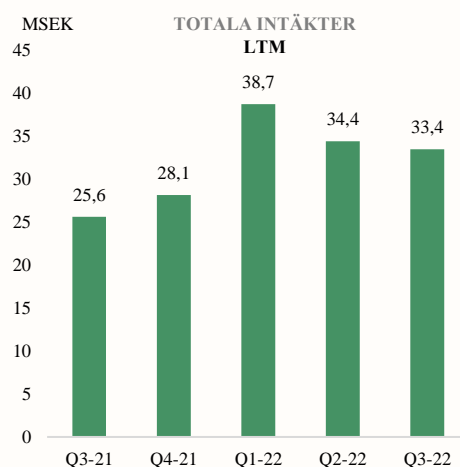
**97 %  
TILLVÄXT  
UNDER  
KVARTALET**

Under Q3-22 uppgick Gold Town Games nettoomsättning till ca 3,8 MSEK, motsvarande en ökning om 97 % jämfört med 1,9 MSEK under samma period år 2021. Jämfört med föregående kvartal (Q2-22), då omsättningen uppgick till 5,1 MSEK, innebär tredje kvartalets nettoomsättning under 2022 dock en minskning om ca 26 %. I vår tidigare analys hade vi räknat med en omsättning mer i linje med just Q2-22, vilket således inte blev fallet. På kostnadsidan däremot var Q3-rapporten i linje med våra förväntningar, men med den lägre omsättningen räckte det inte för att Bolaget skulle uppvisa ett *break even*-resultat på EBITDA-nivå, vilket vi hade estimerat i ett Base scenario. Se nedan tabell för en fullständig jämförelse mellan våra estimat och faktiskt utfall.

Nedan framgår en finansiell överblicksbild av Gold Town Games, såväl som våra kvartalsestimat inför Q3-22.

Historiska räkenskaper och prognoser

Utfall vs prognos (MSEK)	Q3-22E	Q3-22A	Diff.
Nettoomsättning	5,1	3,8	-1,3
Aktiverat arbete för egen räkning	1,4	1,4	-0,1
Övriga rörelseintäkter	0,5	0,1	-0,4
<b>Totala intäkter</b>	<b>7,0</b>	<b>5,2</b>	<b>-1,8</b>
Direkta försäljningskostnader	-2,3	-2,4	-0,1
<b>Bruttoresultat</b>	<b>4,7</b>	<b>2,8</b>	<b>-1,9</b>
Bruttomarginal (adj.)	67,6%	54,3%	
Övriga externa kostnader	-1,1	-1,0	0,1
Personalkostnader	-3,4	-3,1	0,4
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>0,2</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,4</b>
EBITDA-marginal (adj.)	3%	-24%	
Avskrivningar	-3,2	-3,2	0,1
<b>EBIT</b>	<b>-3,0</b>	<b>-4,4</b>	<b>-1,4</b>
EBIT-marginal (adj.)	-64%	-156%	



Källa: Bolaget samt Analyst Groups prognoser

Under hösten har Blitz Football Manager lanserats på flera marknader i Europa, världens första managerspel till landhockey har lanserats globalt och även World Football Manager har lanserats globalt. Fokus framåt, utöver att underhålla redan lanserade spel, är att genomföra en global lansering av BFM, såväl som en *soft launch* av Cricket Star Manager och Baseball Franchise Manager. Likt tidigare kvartal ser vi fortsatt att Gold Town Games håller ett högt tempo i verksamheten. Vad gäller omsättningen sjönk denna som sagt under Q3-22 i förhållande till föregående kvartal i år, vilket till största del beror på en minskad produktion av CSM under semesterperioden som varit. Enligt vad vi kan utläsa i rapporten har produktionen sedan dess återgått till tidigare nivåer, varför vi ser att utrymme finns för en högre nettoomsättning under Q4-22, relativt Q3-22.

**Sammanfattningsvis** visade rapporten en lägre omsättning än estimerat, men samtidigt en kostnadsbas i linje med förväntan, varför vi anser att Gold Town Games har lyckats styra bolaget genom årets tredje kvartal på ett kostnadseffektivt vis. Inför Q3-rapport kunde vi observera en stigande aktiekurs och aktivitet i handeln, där aktien mellan den 17 november fram tills stängning den 23 november hade stigit med som högst 58 %. Att aktien föll den 24 november, d.v.s. på rapportdagen, tror vi främst beror på kortsiktiga vinsthemtagningar till följd av föregående rapportspekulationer.

**FLERA  
LANSERINGAR  
PLANERADE**

# 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 2021 omsatte marknaden omkring 77 mdUSD och ännu finns tecken på att tillväxten kommer att fortsätta 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 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 miljarder dollar 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), vilket lanserats globalt under 2022, där målbilden är att konkurrera med toptitlarna i världen i sin kategori. Båda spelen bygger på Gold Town Games utvecklingsplattform 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, vilket hittills har lanserats i Europa, FIH Hockey Manager (FIHMM), vilket lanserats globalt, samt Baseball Franchise Manager (BFM) och Cricket Star Manager (CSM) där *soft launch* kan ske under början av 2023. 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. Eftersom de tidigare restriktionerna, till följd av Covid-19, begränsade antalet sportevenemang fick detta en negativ effekt på antalet aktiva spelare inom sportspel generellt. I takt med att vaccinationsgraden ökat under 2021-2022 har dock sport åter fått sin plats i vardagen, 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. Vidare kan WFM gynnas under Q4-22 av Fotbolls-VM, vilket i kombination med övriga spel samt produktionen av CSM kan detta ge en bra skjuts i intäkterna redan under den avslutande delen av 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 31 MSEK år 2023. Det motsvarar således en CAGR om ca 93 % från 2021, samtidigt som utrymme finns för upprevidering givet de resterande speltitlarna. Under 2022 bidrar dessutom avtalet med CS Games med ytterligare 10 MSEK i intäkter för Gold Town Games, för utvecklingen av Cricket Star Manager. Baserat på en målmultipel om P/S 6x på 2023 års försäljning, samt en diskonteringsränta om 10 %, erhålls i ett Base scenario ett nuvärde per aktie om 3,9 kr.

### Spelutveckling är kapitalintensiv

Spelutveckling är kapitalintensivt och Bolaget har hittills, utöver spelintäkter, finansierat sig via nyemissioner för att stärka rörelsekapitalet. Vid utgången av Q3-22 uppgick kassan till 8,2 MSEK, och under Q3-22 uppgick Gold Town Games operativa kapitalförbrukning, före investeringsverksamheten för koncernen, till -0,5 MSEK/månad. 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



2023E:  
Lansering av  
spelen;



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 har under 2022 även lanserat Blitz Football Manager i Europa och Field Hockey Manager har lanserats globalt. Baseball Manager och Cricket Star Manager förväntas lanseras under H1-23. 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.



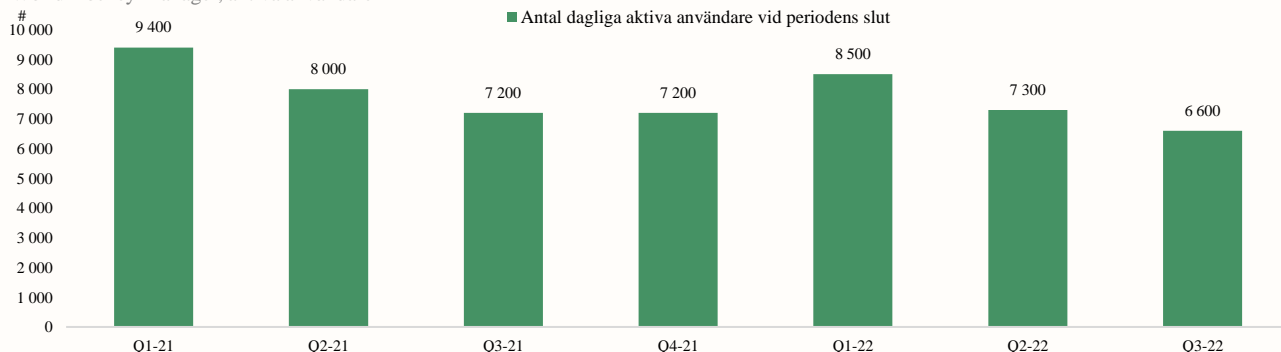
**WORLD HOCKEY  
MANAGER**

## 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 överblick av antalet dagliga aktiva användare vid tidigare kvartalslut för WHM.

World Hockey Manager, aktiva användare



Källa: Bolaget samt Analyst Groups illustration



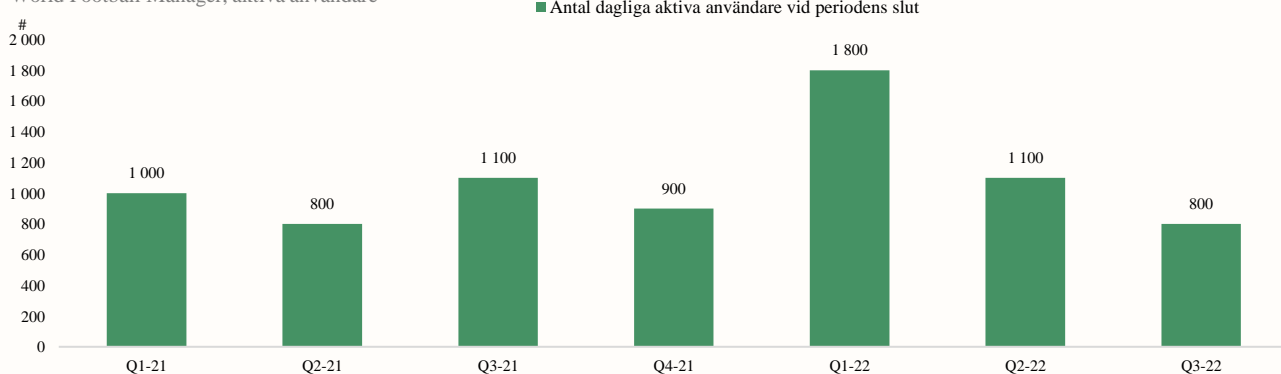
**WORLD FOOTBALL  
MANAGER**

## 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 överblick av antalet dagliga aktiva användare vid tidigare kvartalslut för WFM.

World Football Manager, aktiva användare



Källa: Bolaget samt Analyst Groups illustration

# 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 6 600 vid utgången av september 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 Q3-22 har arbetet med att aktivera de användare som varit i appen längst gått in i sin slutfas. Lansering av Arena 13, utökade kontraktsförhandlingar och justerad ekonomi är också på väg. Under Q3-22 har Bolaget även fortsatt arbeta med kampanjer och erbjudanden tematiskt vinklade mot event och högtider.

**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 september 2022. Under Q4-22 kommer spelet att prioriteras ner under tiden tills Baseball-spelet är lanserat såväl som att BFM har lanserats globalt. Övergripande vill Bolaget förbättra spelets förmåga att tjäna in pengar och öka användarnas livstidsvärde.

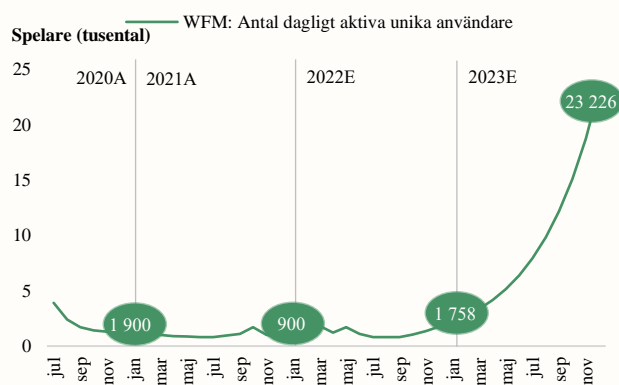
VI RÄKNAR  
MED FLER  
SPELARE  
INOM BÅDE  
WHM OCH  
WFM

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

Antal dagligt aktiva unika användare, WHM och WFM



Antal unika användare, dagligen, vid varje årsslut	WHM	Δ
December 2020A	9 900	n.a
December 2021A	7 200	-27%
December 2022E	8 496	18%
December 2023E	15 258	80%



Antal unika användare, dagligen, vid varje årsslut	WFM	Δ
December 2020A	1 900	n.a
December 2021A	900	-53%
December 2022E	1 758	95%
December 2023E	23 226	1221%

Analyst Groups prognoser

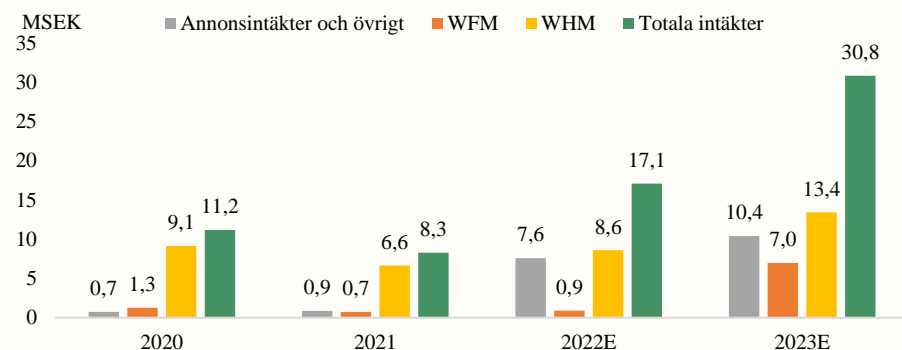
Både WHM och WFM är s.k. *free-to-play* spel, vilket innebär att spelen är gratis att ladda ner och att det först inuti själva spelet erbjuds köp, s.k. *In App Purchase* (IAP). Under Q3-22 uppgick den genomsnittliga bruttointäkten per dagligt aktiv och unik per spelare för WHM till 3,0 kr (0,30 USD) per dag, och för WFM till, enligt Analyst Groups uppskattning, till omkring 1,5 kr (0,15 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 2022. I våra estimat för åren 2022-2023 utgår vi från en genomsnittlig IAP-nivå om 0,30 USD och 0,20 USD per dagligt aktiv unik spelare för WHM respektive 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, vilket vi inkluderar i våra estimat.

-0,20 - 0,30  
USD  
ESTIMERAD  
IAP/DAG

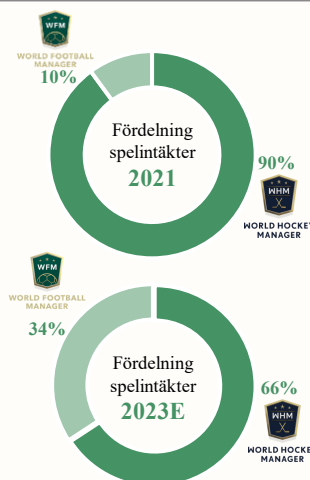
# FINANSIELL PROGNOSE

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

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. Lanseringen av nya spel, t.ex. BFM och Field Hockey under 2022, samt Baseball- och Cricket-spelet under 2023, 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 slutet av år 2023 och framåt kommer även 30 % i avgift att utgå då Bolaget förväntas överstiga beloppsgränsen om 1 MUSD i respektive appbutik. I våra modeller antas Gold Town Games intäkter vara jämnt fördelade, d.v.s. 50/50, mellan Appstore och Google Play. Avgifterna bokas som bruttokostnader (COGS), i vilka även investeringar i digital marknads-föring 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 12,3 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 ~38 % av omsättningen, något som även belyser skalbarheten när väl spelen kommer upp i bra volym. Utöver detta estimeras övriga externa kostnader, t.ex. lokalhyra, IT-tjänster, konsultarvoden etc. utgöra en relativt konstant andel av intäkterna (~20 %).

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

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



Analyst Groups prognoser

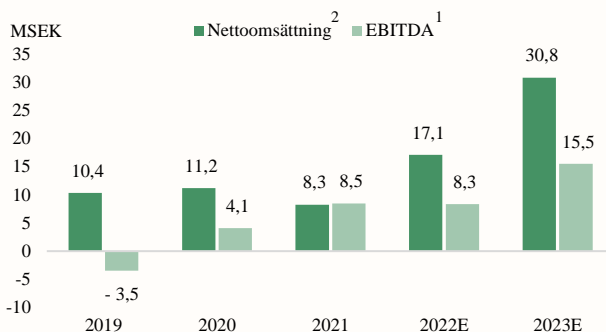


# VÄRDERING

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 <sup>1</sup>	17,4	25,6	28,1	33,9	42,3
COGS	-7,5	-11,3	-6,6	-8,8	-8,1
<b>Bruttoresultat</b>	<b>9,9</b>	<b>14,3</b>	<b>21,5</b>	<b>25,2</b>	<b>34,2</b>
Bruttomarginal (adj.) <sup>2</sup>	27,6%	-1,1%	19,8%	48,8%	73,6%
Övriga externa kostnader	-2,8	-2,0	-3,2	-4,0	-6,6
Personalkostnader	-10,6	-7,5	-9,8	-12,9	-11,8
Övriga rörelsekostnader	0,0	-0,7	0,0	0,0	-0,2
<b>EBITDA</b>	<b>-3,5</b>	<b>4,1</b>	<b>8,5</b>	<b>8,3</b>	<b>15,5</b>
EBITDA-marginal (adj.) <sup>2</sup>	neg.	neg.	neg.	6,1%	9,5%



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

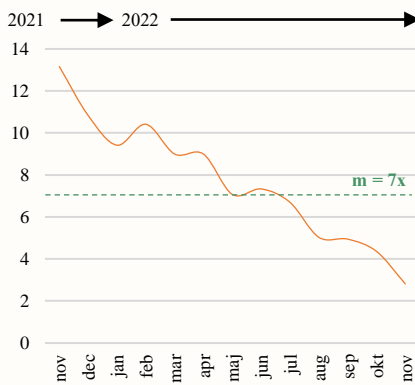
## Värdering: Base scenario

På de befintliga spelen WHM och WFM estimeras Gold Town Games uppvisa en tillväxt omkring 93 % (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 ~3x (sett enbart till nettoomsättningen), samtidigt som genomsnittet under de senaste 12 månaderna har varit en multipel om 7x. Givet en målmultipel om ~6x, således mer konservativt än snittet, på 2023 års prognos om ca 31 MSEK i omsättning, motsvarar det ett bolagsvärde omkring 185 MSEK. Med hänsyn till fler speltitlar detta motivera en sådan multipel, varför en P/S-multipel om ~6x anses vara rimlig. 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.

P/S, rullande tolv månader (LTM)



Källa: Analyst Group

## Bull scenario

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

- Ett fortsatt ökat antalet sportevenemang 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 fortsatt 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 41 MSEK år 2023 i ett Bull scenario, en målmultipel om P/S ~6x 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.<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.
- 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 1,2 kr i ett Bear scenario.<sup>3</sup>

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

# VD-INTERVJU MED PÄR HULTGREN

---



**Tredje kvartalet är rapporterat och vi närmar oss nu slutet av 2022. 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 över att vi nu har fyra produkter live som skapar intäkter och två till på väg ut på marknaden. Det gör att Gold Town Games fördelar risker och möjligheter på fler produkter vilket i sin tur gör oss starkare som bolag. Än så länge är jag inte nöjd med nivåerna på intäkterna, de behöver och ska upp kommande år.

**I Q3-rapporten skriver ni att den huvudsakliga anledningen till den minskade omsättningen under Q3-22 relativt Q2-22, beror på lägre produktion av Cricket Star Management. Vad är det för typ av produktion som hade minskat, och hur ser produktionsnivån ut nu under Q4-22?**

Cricket Star Manager är ett produktionsuppdrag, under sommarmånaderna kunde vi inte upparbeta lika mycket tid på grund av semestrar. Under Q4 har produktionstakten ökat med 30-40 % och vi arbetar nu mot projektets näst sista milstolpe. Vi har ett avtal mellan bolagen där uppdragets totala värde är minst 10MSEK till leverans, än så länge har vi fakturerat ungefär hälften av beloppet. Vi räknar med att slutleveransen sker i Q1 -23.

**Världsläget är ju minst sagt osäkert. Hur påverkas Gold Town Games?**

Det är en väldigt stor fråga då det är flera saker som är kopplade till varandra, i korthet;

- Vi ser just i nuet ingen stor påverkan på bolaget varken hos kunder eller i teamet.
- Ökad dollarkurs är positivt för våra intäkter men kan påverka negativt i marknadsföring då kostnaderna ökar.
- Annonsmarknaden förändras då framförallt stora aktörer inom området, exempelvis Facebook, inte levererar som tidigare.

**Ni nämner att er väg framåt är fortsatt vidareutveckling av det som kallas *Game as a Service*? Kan du berätta lite mer om konceptet och hur ni arbetar med detta i era befintliga spel?**

Det handlar om att spelen är en serviceprodukt som hela tiden utvecklas och där events eller händelser i spelen utspelar sig. Syftet är att bibehålla användarnas intresse för produkten. I en tid där marknadsföringen av spel förändras lite kommer det att bli allt viktigare att arbeta med förbättringen av produkterna för att användare ska vilja spela vidare.

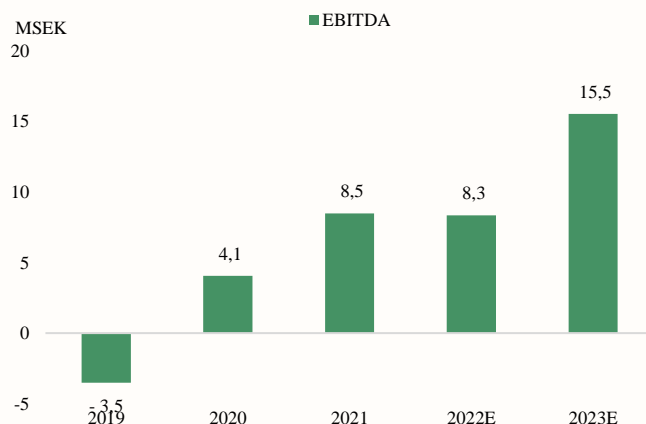
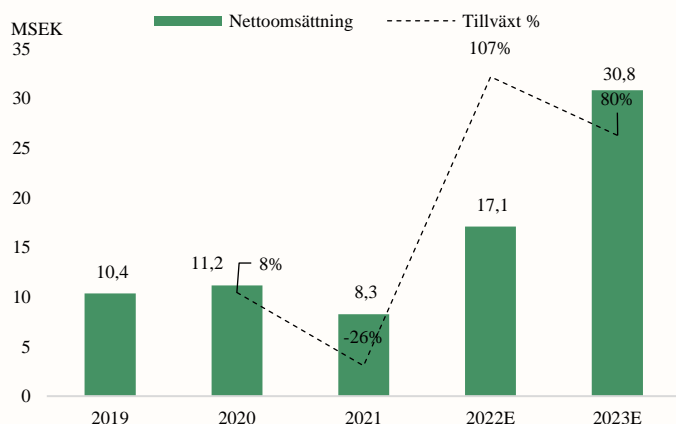
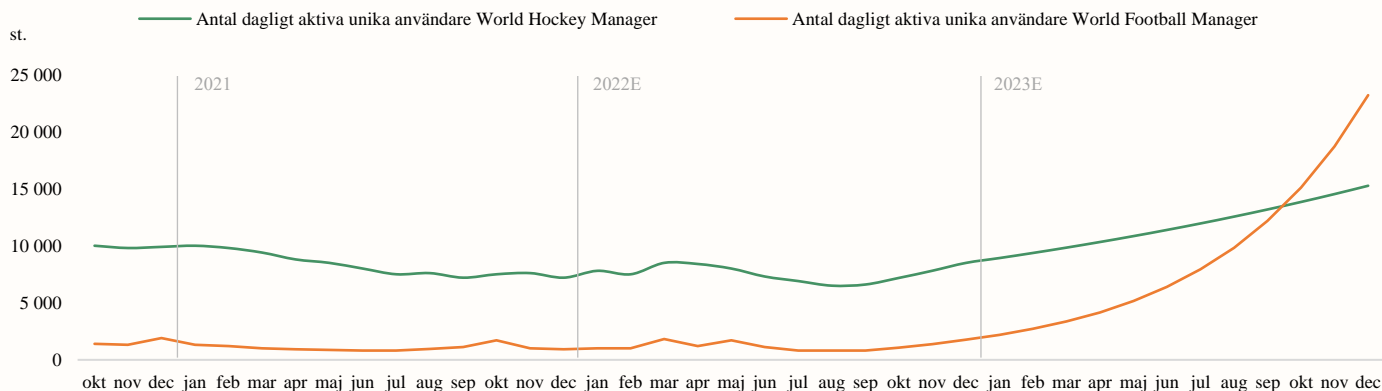
**Vad skulle du vilja lyfta fram som extra intressant för en investerare att bevaka gällande Gold Town Games under 2023?**

Vi kommer att satsa på kvalitet och upplevelsen i våra produkter samtidigt som vi börjar optimera intäktsmodellen, så jag skulle uppmana investerare att kolla in produkterna och följa våra nyckeltal. År 2023 kommer vi att arbeta med totalt 6 produkter live, vilket vi tror har goda möjligheter att leda till många fler kunder och intäkter.

DEN 30 NOVEMBER 2022

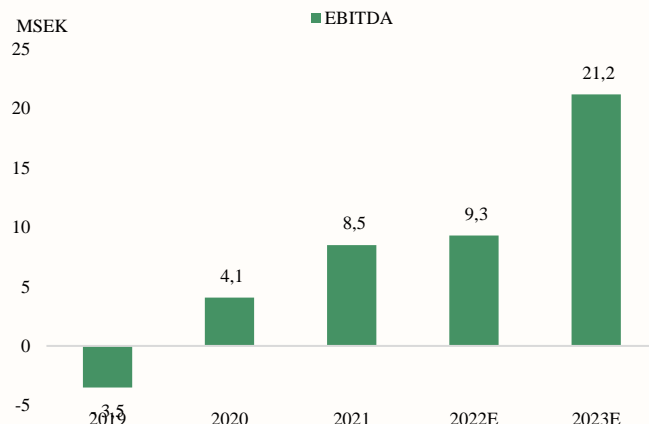
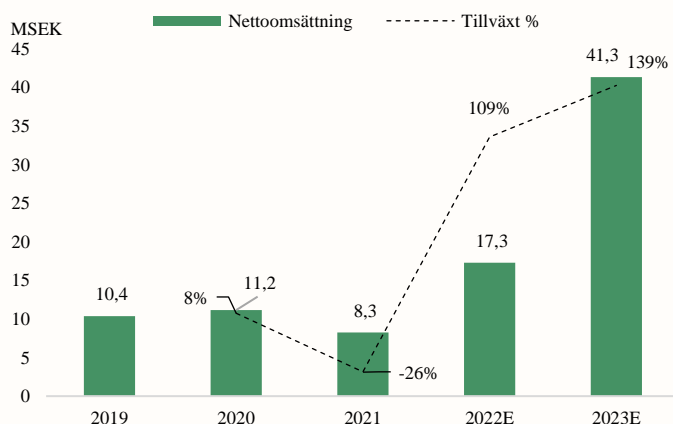
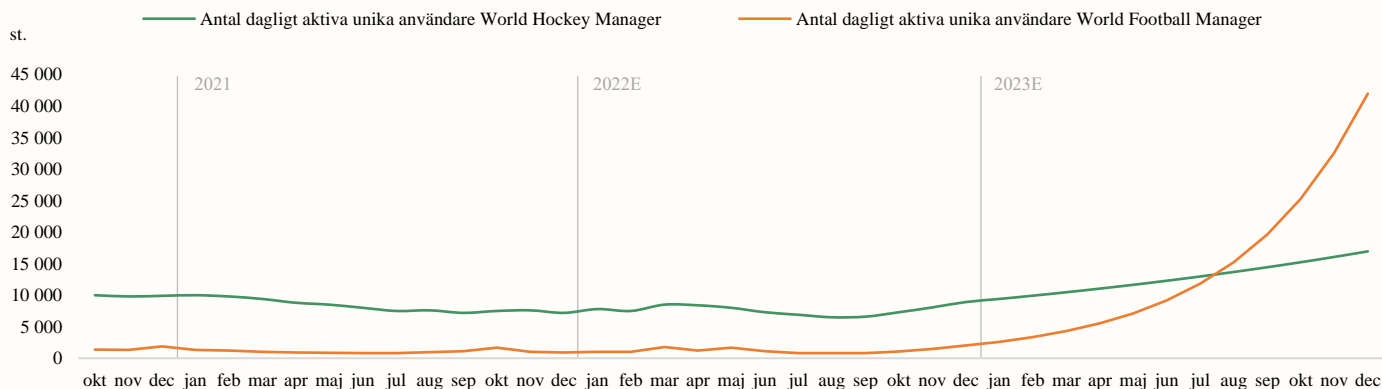
## APPENDIX

Base scenario, MSEK	2019	2020	2021	2022E	2023E
Nettoomsättning	10,4	11,2	8,3	17,1	30,8
Aktiverat arbete för egen räkning	7,0	4,8	11,2	6,3	6,5
Övriga rörelseintäkter	0,1	9,6	8,7	10,5	5,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>17,4</b>	<b>25,6</b>	<b>28,1</b>	<b>33,9</b>	<b>42,3</b>
Direkta försäljningskostnader	-7,5	-11,3	-6,6	-8,8	-8,1
<b>Bruttoresultat</b>	<b>9,9</b>	<b>14,3</b>	<b>21,5</b>	<b>25,2</b>	<b>34,2</b>
Bruttomarginal (adj.)	27,6%	-1,1%	19,8%	48,8%	73,6%
Övriga externa kostnader	-2,8	-2,0	-3,2	-4,0	-6,6
Personalkostnader	-10,6	-7,5	-9,8	-12,9	-11,8
Övriga rörelsekostnader	0,0	-0,7	0,0	0,0	-0,2
<b>EBITDA</b>	<b>-3,5</b>	<b>4,1</b>	<b>8,5</b>	<b>8,3</b>	<b>15,5</b>
EBITDA-marginal (adj.)	neg.	neg.	neg.	6,1%	9,5%
Avskrivningar	-4,1	-5,6	-8,5	-12,2	-12,6
<b>EBIT</b>	<b>-7,6</b>	<b>-1,5</b>	<b>0,0</b>	<b>-3,8</b>	<b>2,9</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	-0,4	-0,5	-0,5
<b>EBT</b>	<b>-8,1</b>	<b>-1,6</b>	<b>-0,5</b>	<b>-4,3</b>	<b>2,4</b>
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoresultat</b>	<b>-8,1</b>	<b>-1,6</b>	<b>-0,5</b>	<b>-4,3</b>	<b>2,4</b>
Nettomarginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
<b>Nyckeltal</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
P/S	4,1	3,8	5,2	2,5	1,4
EV/S	4,1	3,8	5,1	2,5	1,4
EV/EBITDA	neg.	10,3	5,0	5,0	2,7



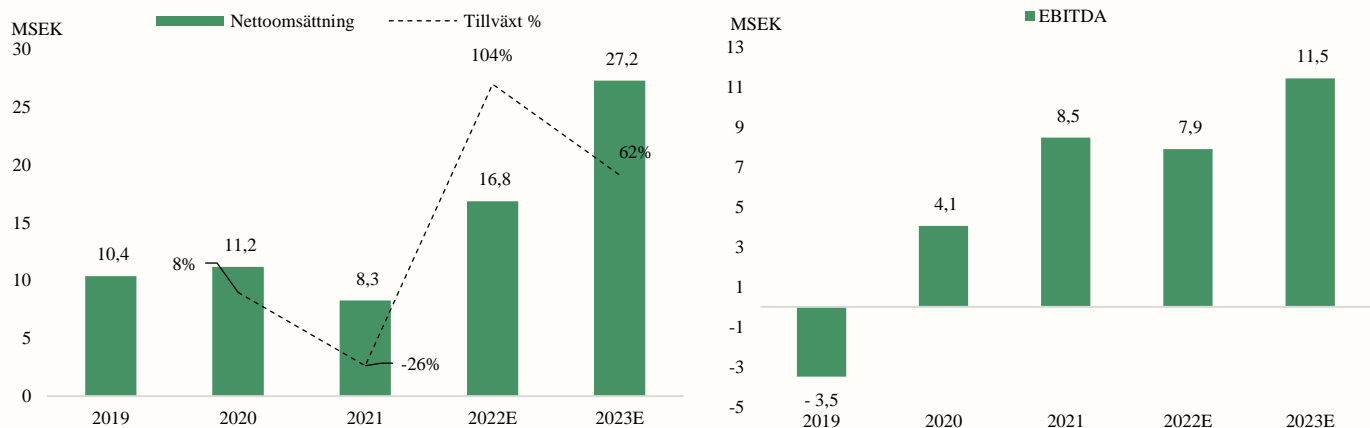
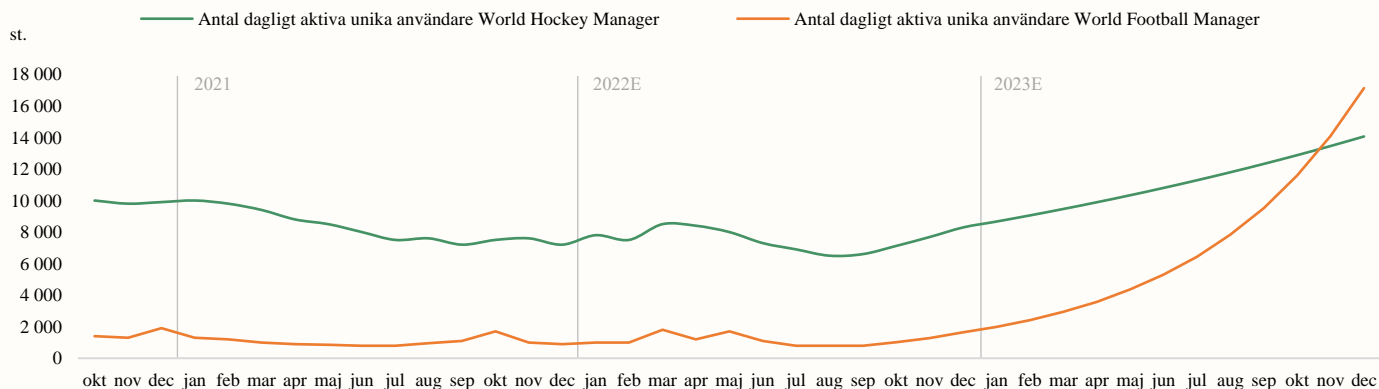
# APPENDIX

Bull scenario, MSEK	2019	2020	2021	2022E	2023E
Nettoomsättning	10,4	11,2	8,3	17,3	41,3
Aktiverat arbete för egen räkning	7,0	4,8	11,2	6,3	6,5
Övriga rörelseintäkter	0,1	9,6	8,7	10,5	5,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>17,4</b>	<b>25,6</b>	<b>28,1</b>	<b>34,1</b>	<b>52,8</b>
Direkta försäljningskostnader	-7,5	-11,3	-6,6	-8,3	-11,0
<b>Bruttoresultat</b>	<b>9,9</b>	<b>14,3</b>	<b>21,5</b>	<b>25,8</b>	<b>41,8</b>
Bruttomarginal (adj.)	27,6%	-1,1%	19,8%	51,9%	73,3%
Övriga externa kostnader	-2,8	-2,0	-3,2	-3,9	-7,9
Personalkostnader	-10,6	-7,5	-9,8	-12,6	-12,3
Övriga rörelsekostnader	0,0	-0,7	0,0	0,0	-0,4
<b>EBITDA</b>	<b>-3,5</b>	<b>4,1</b>	<b>8,5</b>	<b>9,3</b>	<b>21,2</b>
EBITDA-marginal (adj.)	neg.	neg.	neg.	8,8%	18,3%
Avskrivningar	-4,1	-5,6	-8,5	-12,2	-12,6
<b>EBIT</b>	<b>-7,6</b>	<b>-1,5</b>	<b>0,0</b>	<b>-2,9</b>	<b>8,6</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	-0,4	-0,5	-0,5
<b>EBT</b>	<b>-8,1</b>	<b>-1,6</b>	<b>-0,5</b>	<b>-3,4</b>	<b>8,1</b>
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoresultat</b>	<b>-8,1</b>	<b>-1,6</b>	<b>-0,5</b>	<b>-3,4</b>	<b>8,1</b>
Nettomarginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
<b>Nyckeltal</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
P/S	4,1	3,8	5,2	2,5	1,0
EV/S	4,1	3,8	5,1	2,4	1,0
EV/EBITDA	neg.	10,3	5,0	4,5	2,0



# APPENDIX

Bear scenario, MSEK	2019	2020	2021	2022E	2023E
Nettoomsättning	10,4	11,2	8,3	16,8	27,2
Aktiverat arbete för egen räkning	7,0	4,8	11,2	6,3	6,5
Övriga rörelseintäkter	0,1	9,6	8,7	10,5	5,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>17,4</b>	<b>25,6</b>	<b>28,1</b>	<b>33,7</b>	<b>38,7</b>
Direkta försäljningskostnader	-7,5	-11,3	-6,6	-8,6	-8,2
<b>Bruttoresultat</b>	<b>9,9</b>	<b>14,3</b>	<b>21,5</b>	<b>25,1</b>	<b>30,6</b>
Bruttomarginal (adj.)	27,6%	-1,1%	19,8%	49,0%	70,0%
Övriga externa kostnader	-2,8	-2,0	-3,2	-4,0	-6,8
Personalkostnader	-10,6	-7,5	-9,8	-13,1	-11,7
Övriga rörelsekostnader	0,0	-0,7	0,0	0,0	-0,6
<b>EBITDA</b>	<b>-3,5</b>	<b>4,1</b>	<b>8,5</b>	<b>7,9</b>	<b>11,5</b>
EBITDA-marginal (adj.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Avskrivningar	-4,1	-5,6	-8,5	-12,2	-12,3
<b>EBIT</b>	<b>-7,6</b>	<b>-1,5</b>	<b>0,0</b>	<b>-4,3</b>	<b>-0,8</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	-0,4	-0,5	-0,5
<b>EBT</b>	<b>-8,1</b>	<b>-1,6</b>	<b>-0,5</b>	<b>-4,8</b>	<b>-1,3</b>
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoresultat</b>	<b>-8,1</b>	<b>-1,6</b>	<b>-0,5</b>	<b>-4,8</b>	<b>-1,3</b>
Nettomarginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
<b>Nyckeltal</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
P/S	4,1	3,8	5,2	2,6	1,6
EV/S	4,1	3,8	5,1	2,5	1,5
EV/EBITDA	neg.	10,3	5,0	5,3	3,7



# 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.

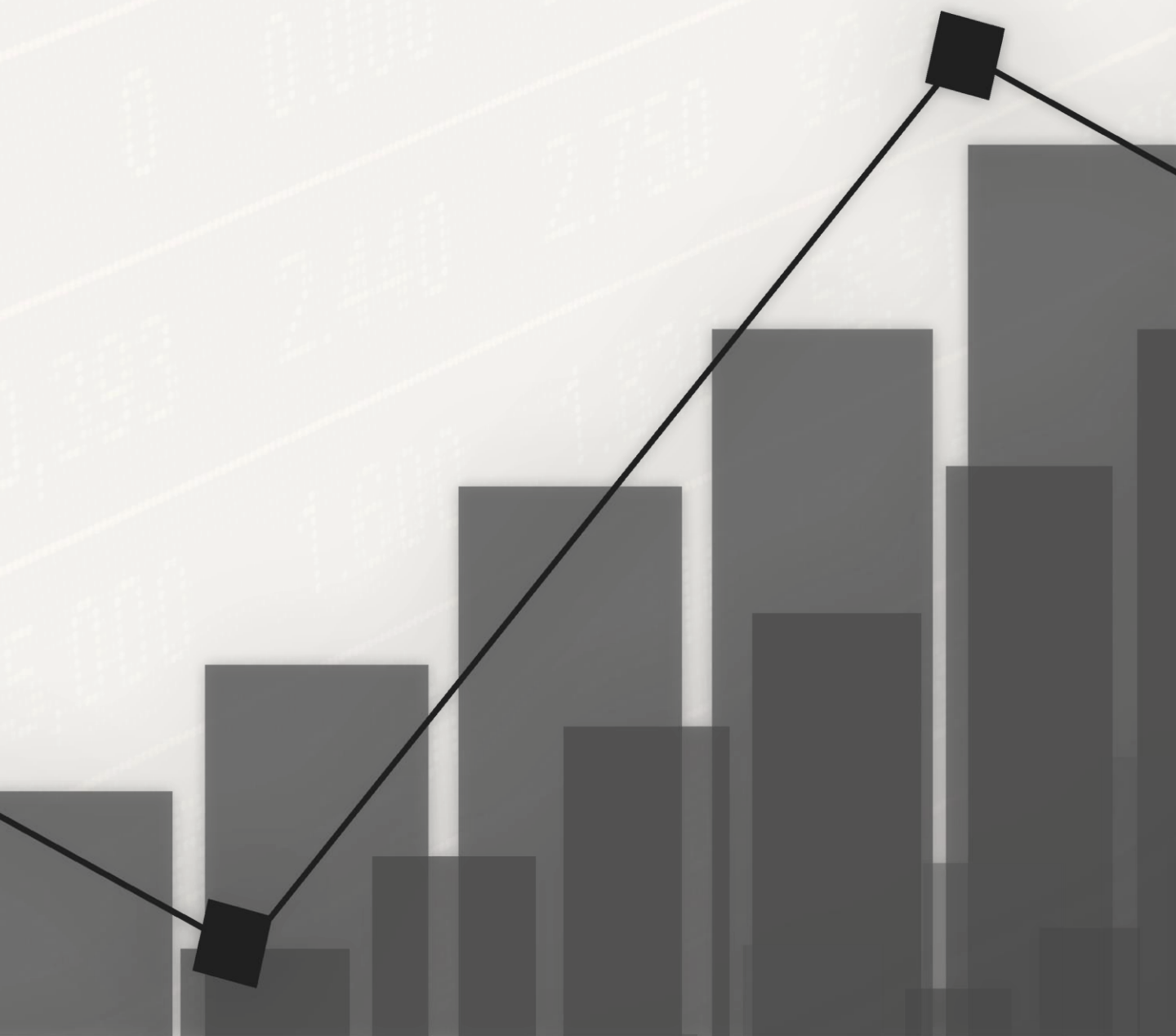
Analytiker äger inte aktier i bolaget.

## 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.



Analyst Group



**AG EQUITY RESEARCH AB**

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