

## Fyra spel lanserade på global nivå

Gold Town Games AB ("Gold Town Games" eller "Bolaget") har nu fyra intäktbringande spel lanserade globalt och under H1-23 har ytterligare en lansering gjorts i form av Baseball Franchise Manager (BFM) samt att en lansering av Cricket Star Manager (CSM) väntas inom kort. Med Q4-rapporten presenterad har vi uppdaterat våra estimat, där vi nu inkluderar de nyligen globalt lanserade spelen Blitz Football Manager (Blitz) samt FIH Hockey Manager (FIHHM) i våra prognoser. Baserat på en estimerad nettoomsättning om 37 MSEK för helåret 2024, en applicerad P/S-multipel om ~5x, samt en diskonteringsränta om 10 %, upprepar vi vårt motiverade nuvärde per aktie om 3,9 kr (3,9) i ett Base scenario.

- **Högre försäljning än väntat under kvartalet**

Under Q4-22 uppgick nettoomsättningen till 4,7 MSEK (2,0) vilket motsvarar en tillväxt om 135 % Y-Y och var bättre än Analyst Groups estimat om 3,9 MSEK. Jämfört med föregående kvartal, Q3-22, då nettoomsättningen uppgick till 3,8 MSEK motsvarar det en tillväxt om 24 %. Ökningen jämfört med både föregående år såväl som kvartal tre antas vara hänförlig till att Bolaget har lanserat två ytterligare spel i form av Blitz och FIHHM under hösten. Sett till EBITDA-resultatet uppgick detta till 1,0 MSEK (1,5), vilket var i nära linje med estimerade 0,8 MSEK. Övriga rörelseintäkter var något lägre än estimerat, vilket var anledningen till att EBITDA-resultatet kom in nära våra förväntningar, varför vi anser att Bolaget fortsatt utvecklas under god kostnadskontroll.

- **Fyra spel lanserade globalt**

Gold Town Games har nu lanserat fyra intäktbringande spel, World Hockey Manager (WHM), World Football Manager (WFM), Blitz samt FIHHM, på global basis. Särskilt intressant blir det att följa Blitz utveckling på den nordamerikanska marknaden, där intresset är störst för amerikansk fotboll. I Bolagets pipeline finns fortsatt lansering av de nya spelen BFM och CSM, där det förstnämnda nu har inlett en *soft launch*, vilket således kan bringa in ytterligare intäktströmmar för Gold Town Games framgent. När fler spel nu har nått marknaden kan dessutom Bolaget fokusera på spelens kvalitet för att förbättra dess nyckeltal genom uppdateringar och marknadsföringskampanjer.

- **Bibehållet värderingsintervall**

I samband med Q4-rapporten har vi sett ytterligare användardata från de nya spelen Blitz och FIHHM, varför vi har valt att inkludera dessa spel i våra prognoser. Både Blitz såväl som FIHHM väntas leverera en god tillväxt gällande antalet dagligt aktiva användare, samtidigt har vi valt att revidera ned våra estimat gällande WFM:s aktiva användare. I samband med de uppdaterade prognoserna väljer vi att värdera Gold Town Games på år 2024:s försäljning, då de nya spelen Blitz och FIHHM väntas ha nått närmare spelens fulla potential, och vi behåller vår tidigare värdering i ett Base-, Bull- och Bear-scenario.

## VÄRDERINGSINTERVALL

**Bear**  
1,2 kr

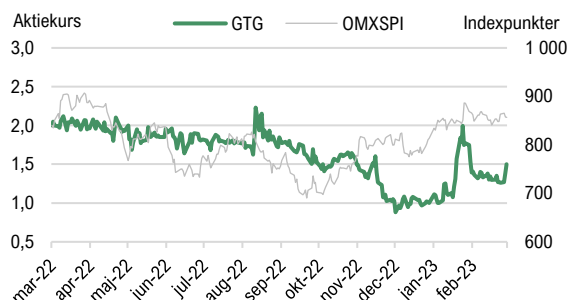
**Base**  
3,9 kr

**Bull**  
5,4 kr

## NYCKELDATA

Senast betalt (2023-03-08)	1,50
Antal Aktier (st.)	39 071 077
Market Cap (MSEK)	58,5
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	5,0
Enterprise Value (MSEK)	63,5
Lista	NGM Nordic SME
Kvartalsrapport 1 2023	2023-05-25

## KURSUUTVECKLING



## HUVUDÄGARE (KÄLLA: HOLDINGS)

Vision Invest AB	18,4 %
eBlitz Group	5,2 %
ESSEFF Fastigheter AB	5,1 %
Nordnet Pensionsförsäkring	4,7 %
Avanza Pension	4,3 %

## Prognoser (MSEK)

	2021	2022	2023E	2024E
Nettoomsättning	8,3	17,9	25,0	37,0
Bruttokostnader	-6,6	-8,7	-10,3	-13,4
<b>Bruttoresultat</b>	<b>21,5</b>	<b>25,2</b>	<b>26,2</b>	<b>35,1</b>
Bruttomarginal	19,8%	51,4%	58,8%	63,9%
Rörelsekostnader	-13,0	-16,6	-18,0	-19,1
<b>EBITDA</b>	<b>8,5</b>	<b>8,6</b>	<b>8,1</b>	<b>16,0</b>
EBITDA-marginal	neg.	neg.	neg.	9,3%
P/S	7,1	3,3	2,3	1,6
EV/S	7,7	3,5	2,5	1,7
EV/EBITDA	7,5	7,4	7,8	4,0
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	15,8

## Innehållsförteckning

Kommentar Q4-rapport	3
Investeringsidé	4
Finansiell prognos	5-7
Värdering	8
VD-intervju, Pär Hultgren	9
Appendix	10-12
Disclaimer	13

### OM BOLAGET

Gold Town Games är en svensk mobilspeltillverkare som utvecklar spel inriktat mot sportmanagerspel. Bolaget har idag fyra spel som är lanserade globalt, World Hockey Manager, World Football Manager, Blitz Football Manager samt FIH Hockey Manager, med två ytterligare, inom Baseball samt Cricket med lansering inom en snar framtid. Gold Town Games grundades år 2015 i Skellefteå och är sedan år 2016 noterade på NGM Nordic SME.

### VD OCH ORDFÖRANDE

Verkställande Direktör	Pär Hultgren
Styrelseordförande	Maria Lidström

### ANALYTIKER

Namn	Patrik Olofsson och Axel Ljunghammer
Telefon	+46 707 992 612
E-mail	patrik.olofsson@analystgroup.se

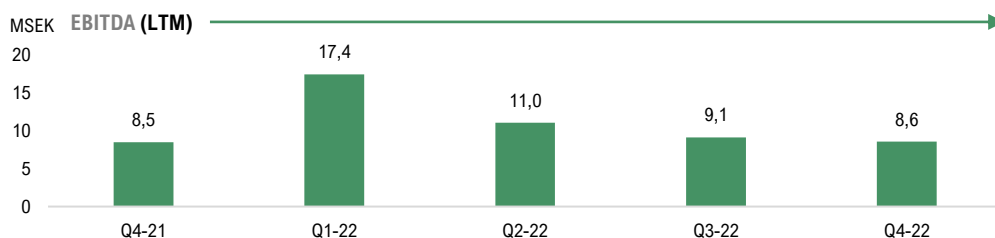
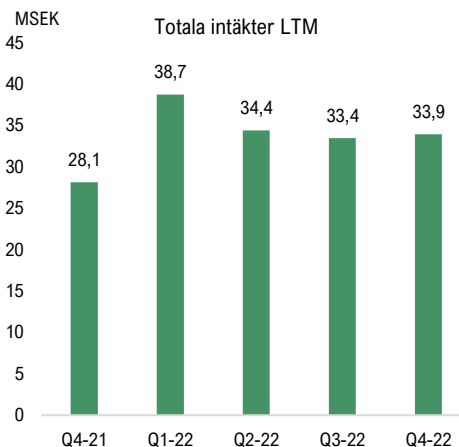
**116 %**  
Tillväxt under år  
2022

Nettoomsättningen under Q4-22 uppgick till 4,7 MSEK (2,0) vilket motsvarar en tillväxt om 135 % mot jämförbart kvartal föregående år, vilket därmed överträffade vårt eget estimat om 3,9 MSEK i försäljningsintäkter. För helåret 2022 uppgick därmed omsättningen till 17,9 MSEK (8,3) vilket motsvarar en ökning om 116 %. Omsättningsökningen på kvartalsbasis antas bl.a. vara hänförlig till att bolaget har dubblat antalet inkomstbringande spel till fyra. Vad gäller kostnadsutvecklingen så var den i linje med våra förväntningar, vilket bidrog till ett positivt EBITDA om 1,0 MSEK (1,5), motsvarande en EBITDA-marginal om 13 %. Övriga rörelseintäkter var något lägre än vad vi estimerat, varför EBITDA-resultatet kom in i nära linje med våra estimat. 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 kvartalestimat inför Q3-22.**

Historiska räkenskaper och prognoser

Utfall vs prognos (MSEK)	Q4-22E	Q4-22A	Diff	MSEK
Nettoomsättning	3,9	4,7	0,8	
Aktiverat arbete för egen räkning	1,4	1,4	0,0	
Övriga rörelseintäkter	2,3	1,4	-0,9	
<b>Totala intäkter</b>	<b>7,6</b>	<b>7,5</b>	<b>-0,1</b>	
Direkta försäljningskostnader	-2,3	-2,2	0,1	
<b>Bruttoresultat</b>	<b>5,3</b>	<b>5,3</b>	<b>0,0</b>	
Bruttomarginal (adj.)	69,7%	70,6%		
Övriga externa kostnader	-1,1	-0,9	0,2	
Personalkostnader	-3,4	-3,5	-0,1	
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	
<b>EBITDA</b>	<b>0,8</b>	<b>1,0</b>	<b>0,2</b>	
EBITDA-marginal (adj.)	11%	13%		
Avskrivningar	-3,2	-3,0	0,2	
<b>EBIT</b>	<b>-2,4</b>	<b>-2,0</b>	<b>0,4</b>	
EBIT-marginal (adj.)	-45%	-38%		



Källa: Bolaget samt Analyst Groups prognoser

## Operativ och finansiell utveckling under kvartalet

Gold Town Games har under det fjärde kvartalet hållit ett högt operativt tempo med global lansering av World Football Manager (WFM), FIH Hockey Manager (FIHFM) samt Blitz Football Manager (Blitz), något som antas bidra till en stark omsättningstillväxt under avslutningen av 2022. Samtidigt har koncernens femte spel, Baseball Franchise Manager (BFM) inlett en soft launch under innevarande kvartal, samt att uppdraget att producera Cricket Star Manager (CSM) är genomfört till 75 %, varför bolaget fortsatt har flera intressanta produkter i sin pipeline. Bolaget har dessutom som målsättning att fördubbla antalet dagligt aktiva användare under kommande år, bl.a. genom marknadsföringsåtgärder, vilket väntas vara ett viktigt nyckeltal för att driva intäkter i Gold Town Games. Vidare så har WXM-plattformen fortsatt att skapa synergieffekter mellan spelen, där en draft-funktion som initialt skapats för Blitz nu har implementerats i BFM, vilket påvisar vilka fördelar plattformen utgör för bolaget i termer av effektivisering av nya spel.

Kassaflödet från den operativa verksamheten uppgick under perioden till 2,3 MSEK till följd av det positiva EBITDA-resultatet, samt en för kassaflödet positiv utveckling i rörelsekapitalet under avslutningen av 2022. Givet en kassa om 6,7 MSEK vid utgången av december 2022 anser Analyst Group att bolaget är fortsatt välfinansierat inför kommande lanseringar.

**Sammantaget** visade rapporten en högre omsättning än våra estimat, i kombination med en stabil kostnadsbas som var i linje med våra förväntningar. Under 2023 väntas lansering av ytterligare två spel, vilket kommer bredda bolagets spelportfölj ytterligare, samtidigt som befintliga spel väntas underhållas med uppdaterade versioner.

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

Ytterligare  
spellanseringar  
att vänta

Kraftig tillväxt i  
mobilspeles-  
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 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 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 utvecklats 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 och FIH Hockey Manager (FIHHM), vilka har lanserats globalt under år 2022, samt Baseball Franchise Manager (BFM), där en *soft launch* har inletts, och Cricket Star Manager (CSM). Med fler spel blir Gold Town Games mindre säsongskänsliga och erhåller en mer diversifierad intäktbas, 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, intjänning per användare m.m., där Bolaget nu siktar på att fördubbla antalet dagliga aktiva användare under år 2023. 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 kan fortsätta vidareutveckla WHM och WFM och stärka användarupplevelsen ytterligare, räknar vi med att antalet aktiva spelare kan öka från dagens nivåer. Vidare innebär de globala lanseringarna av Blitz och FIHHM ytterligare intäktströmmar, där Blitz väntas stå för den starkaste tillväxten i aktiva användare givet det stora intresset för sporten som finns främst i USA.

## Sammanfattning av prognos och värdering

I ett Base scenario estimeras nettoomsättningen uppgå till 25 MSEK år 2023 och därefter, på de befintliga fyra spelen, inklusive annonsintäkter, öka till 37 MSEK år 2024. Det motsvarar således en CAGR om ca 65 % från 2021, samtidigt som utrymme finns för upprevidering givet de resterande speltitlarna. Under 2023 bidrar dessutom avtalet mellan Bolagets dotterbolag Grand Pike och Battle Camp AB, gällande drift och underhåll av mobilspelet Battle Camp, med en månatlig ersättning för Gold Town Games. Baserat på en målmultipel om P/S 5x på 2024 års försäljning, samt en diskonteringsränta om 10 %, erhålls i ett Base scenario ett nuvärde per aktie om 3,9 kr.

## Spelutveckling är kapitalintensiv

Spelutveckling är kapitalintensivt och Bolaget har hittills, utöver spelintäkter, finansierat sig via nyemissioner för att stärka rörelsekapitalet. Vid utgången av Q4-22 uppgick kassan till 6,7 MSEK, och framöver är det av fortsatt stor vikt att befintliga spel kan skalas upp på ett kostnadseffektivt vis för att bidra med fria kassaflöden till Bolaget.



2017:

Lansering av WHM

2019:

Lansering av WFM

2022:

Lansering av spelen;

Blitz



Field Hockey Manager



2023E:

Lansering av spelen;

Baseball Manager



Cricket Star Manager



De finansiella prognoserna i Base-, Bull- och Bear-scenario utgår från åren 2023-2024 där de idag fyra globalt lanserade spelen World Hockey Manager, World Football Manager, Blitz Football Manager samt FIH Hockey Manager utgör de primära finansiella drivarna, tillsammans med hänförliga annonsintäkter. Utöver nämnda spel förväntas Baseball Manager och Cricket Star Manager lanseras under år 2023. Vi räknar med att detta kommer bidra till ökade intäkter för Gold Town Games, men till följd av svårigheter att idag ge några prognoser kring dessa tillkommande speltitlar inkluderas de inte explicit i gjorda estimat. Det lämnar således utrymme för upprevidering och utgör en extra option i värderingen. Dock inkluderas de 10 MSEK som genom avtalet med CS Games kommer att tillföras Gold Town games för att skapa Cricket-spelet.

## World Hockey Manager



Spelet vänder sig främst till alla som älskar hockey och fans av managerspel. Det finns ett genuint hockeyintresse som under flera generationer har genomsyrat staden där Gold Town Games verkar, vilket är något Bolaget vill föra vidare till resten av världen. Under 2022 uppgick WHM:s intäkter till ca 7,7 MSEK (exklusive annonsintäkter).

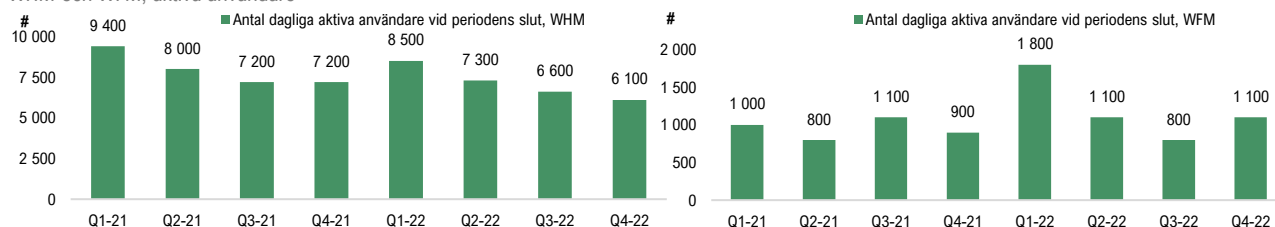
## World Football Manager



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 2022 uppgick WFM:s samlade intäkter till 0,5 MSEK (exklusive annonsintäkter).

Nedan framgår en överblick av antalet dagliga aktiva användare vid tidigare kvartalslut för WHM och WFM.

WHM och WFM, aktiva användare



Källa: Bolaget samt Analyst Groups illustration

## Blitz Football Manager



Amerikansk fotboll är till synes på ytan en tuff och fysisk kraftmätning men på insidan, känt som den mest strategiskt nyanserade och taktiska kampen i idrottsvärlden. Detta skapar förutsättningar att bli den nästa stora genren inom mobila sportmanagerspel.

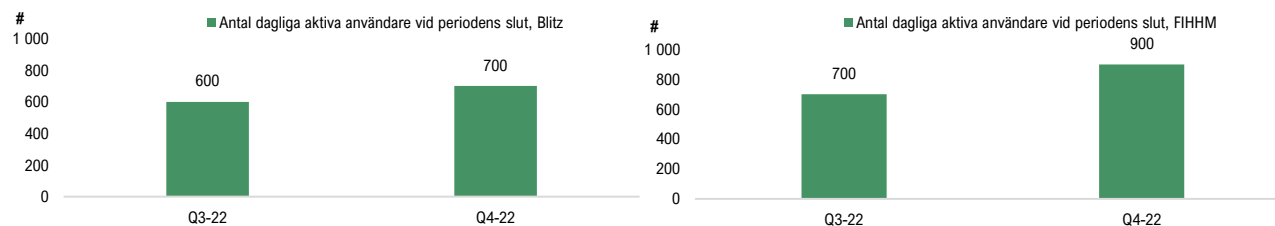
## FIH Hockey Manager



FIHMM är utvecklat i samarbete med FIH, det internationella förbundet för landhockey. Sporten har en global publik i länder som Indien, Pakistan och Argentina, vilka har en växande medelklass med tillgång till en telefon. Samarbetet med FIH möjliggör att spelet kan få spridning via förbundets mediekanaler, vilket gör att Gold Town Games på ett effektivt sätt kan nå många av sportens fans.

Nedan framgår en överblick av antalet dagliga aktiva användare vid tidigare kvartalslut för Blitz och FIHMM.

Blitz och FIHMM, aktiva användare



Källa: Bolaget samt Analyst Groups illustration

## Användartillväxt och omsättningsprognos

Sedan Q3-rapporten 2020 har Gold Town Games redovisat antal dagligt aktiva unika spelare för WHM och WFM, samt sedan Q3-rapporten 2022 för Blitz och FIHHM. I analysen utgår vi från detta KPI för att härleda den estimerade försäljningstillväxten.

Vi räknar med fler spelare inom både WHM och WFM

**Användartillväxt WHM:** Vid inledningen av tredje kvartalet 2020 uppgick antalet dagligt aktiva unika spelare av WHM till 11 300, att jämföra med 6 100 vid utgången av år 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 2024. Under Q4-22 har förbättringar genomförts avseende de begränsningar som tidigare funnits vid användning av äldre eller mindre kraftfulla telefoner, detta för att förbättra spelets retention rate. Under Q4-22 har Bolaget även fortsatt att 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 1 100 vid utgången av år 2022. Under Q1-23 kommer spelet att fortsätta prioriteras ner under tiden tills Baseball såväl som Cricket-spelet är lanserat, varför vi estimerar en stigande användartillväxt från H2-23. Övergripande vill Bolaget förbättra spelets förmåga att tjäna in pengar och öka användarnas livstidsvärde.

**Användartillväxt Blitz:** Vid utgången av Q4-22 uppgick antalet dagliga aktiva användare till 700 personer, att jämföra med 600 personer vid utgången av Q3-22. Spelet lanserades globalt i slutskedet av Q4-22, varför spelet inte antas ha nått full potential vid utgången av kvartalet. Analyst Group estimerar en stark användartillväxt under år 2023 givet att spelet når sportens epicentrum, USA, men även andra köpstarka marknader med ett stort intresse för sporten, såsom Sydamerika.

**Användartillväxt FIHHM:** Vid utgången av Q4-22 uppgick antalet dagliga aktiva användare till 900 personer, att jämföra med 700 personer vid utgången av Q3-22. Spelet kommer fortsatt prioriteras ned under tiden tills Baseball- såväl som Cricket-spelet är lanserat, trots detta har spelet vuxit i termer av aktiva användare samt antal nedladdningar. Analyst Group estimerar att användartillväxten tar fart från H2-23 drivet av riktade marknadsföringskampanjer, vilka kan ske via FIH:s mediekkanaler.

## Nedan framgår vår estimat för antalet dagligt aktiva unika spelare för samtliga spel.

Antal dagligt aktiva unika användare, WHM, WFM, Blitz och FIHHM

Antal unika användare, dagligen, vid varje årsslut	WHM	Δ
December 2021A	7 200	-27%
December 2022A	6 100	-15%
December 2023E	10 955	80%
December 2024E	12 344	13%

Antal unika användare, dagligen, vid varje årsslut	WFM	Δ
December 2021A	900	-53%
December 2022A	1 100	22%
December 2023E	3 452	214%
December 2024E	6 200	80%

Antal unika användare, dagligen, vid varje årsslut	Blitz	Δ
December 2021A	n.a	n.a
December 2022A	700	n.a
December 2023E	3 373	382%
December 2024E	4 808	43%

Antal unika användare, dagligen, vid varje årsslut	FIHHM	Δ
December 2021A	n.a	n.a
December 2022A	900	n.a
December 2023E	2 396	166%
December 2024E	3 038	27%

## Analyst Groups prognoser

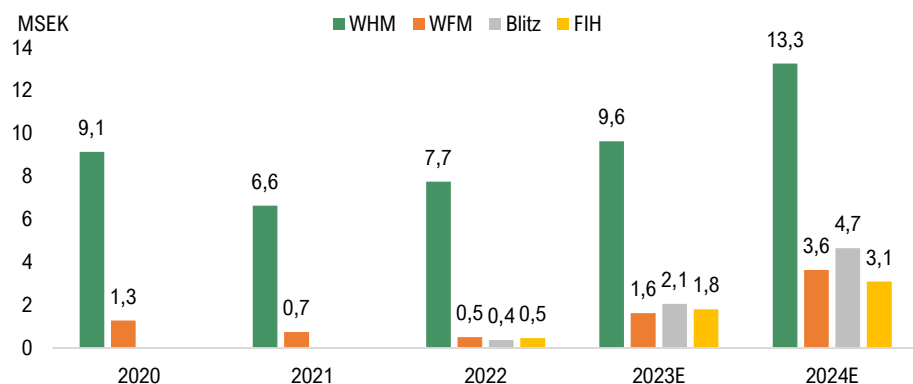
~0,20 - 0,30 USD  
Estimerad  
IAP/dag

Samtliga intäktsbringande spel 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 Q4-22 uppgick den genomsnittliga bruttointäkten per dagligt aktiv och unik per spelare för WHM till 3,4 kr per dag, och för WFM, enligt Analyst Groups uppskattning, till omkring 1,1 kr per dag. Samma bruttointäkt för Blitz och FIHHM uppgick till omkring 1,9 kr respektive 2,4 kr, baserat på en genomsnittlig USD/SEK växelkurs för respektive månad. 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, vilket vi kunnat se under 2022. I våra estimat för åren 2023-2024 utgår vi från en genomsnittlig IAP-nivå om 0,30 USD för WHM och 0,20 USD för övriga spel per dagligt aktiv unik spelare. 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.

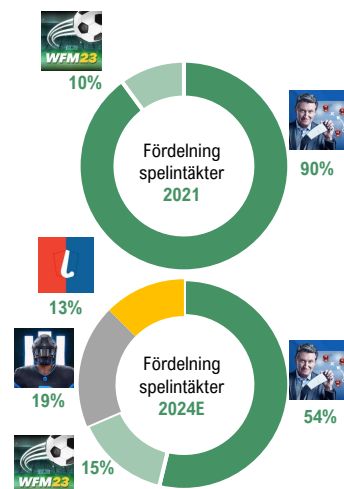
Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

## Nedan framgår estimerade intäkter för WHM, WFM, Blitz samt FIHHM.

Total intäkter från inkluderade spel och intäktsfördelning, 2020-2024E



Analyst Groups prognoser



## W3XM-plattformen ger starka synergier

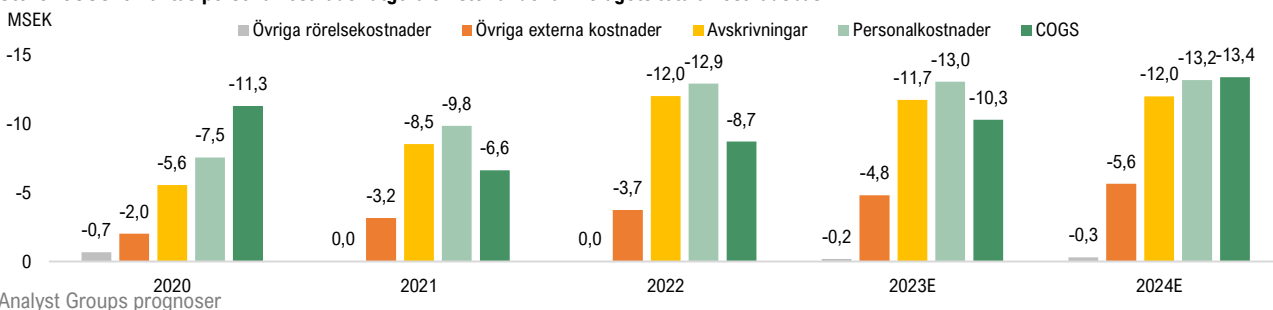
Både WHM och WFM, såväl som Blitz och FIHHM, är baserade på Bolagets plattform W3XM, vilken är byggd med målsättningen att den ska implementeras i samtliga av spelen. Det resulterar i synergier för Gold Town Games då varje tillkommande spel kan dra nytta av tidigare kunskap och insikter, där kontinuerlig 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. Baseboll- 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 10,4 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 2023 kommer debiteras 15 % i avgift, men att från slutet av år 2024 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 12,9 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 2024 års prognos, där vi estimerar att personalkostnaderna står för ~36 % 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 (~18 %).

## Personal estimeras utgöra störst andel av de fasta kostnaderna

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

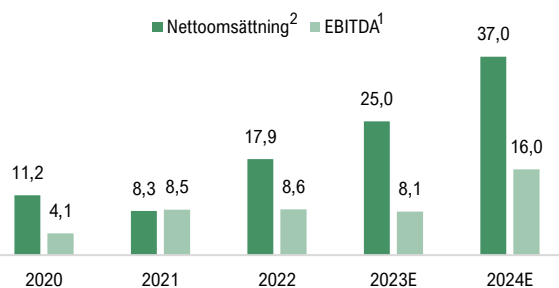


Analyst Groups prognoser

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

Finansiell prognos, Base scenario

Base scenario, MSEK	2020	2021	2022	2023E	2024E	MSEK
Totala intäkter <sup>1</sup>	25,6	28,1	33,9	36,5	48,5	40
COGS	-11,3	-6,6	-8,7	-10,3	-13,4	30
<b>Bruttoresultat</b>	<b>14,3</b>	<b>21,5</b>	<b>25,2</b>	<b>26,2</b>	<b>35,1</b>	20
Bruttomarginal (adj.) <sup>2</sup>	-1,1%	19,8%	51,4%	58,8%	63,9%	10
Övriga externa kostnader	-2,0	-3,2	-3,7	-4,8	-5,6	0
Personalkostnader	-7,5	-9,8	-12,9	-13,0	-13,2	10
Övriga rörelsekostnader	-0,7	0,0	0,0	-0,2	-0,3	0
<b>EBITDA</b>	<b>4,1</b>	<b>8,5</b>	<b>8,6</b>	<b>8,1</b>	<b>16,0</b>	10
EBITDA-marginal (adj.) <sup>2</sup>	neg.	neg.	neg.	neg.	9,3%	0



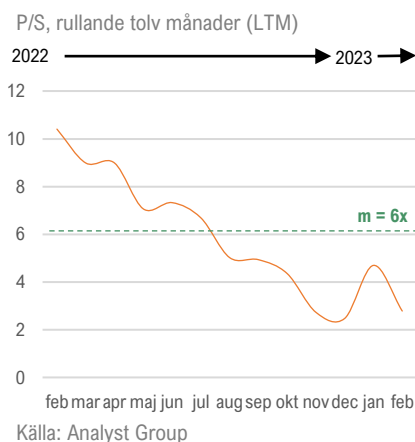
Analyst Groups prognoser <sup>1</sup>Inkl. aktiverat arbete och övriga intäkter. <sup>2</sup>Exkl. aktiverat arbete och övriga intäkter.

### Värdering: Base scenario

På de fyra befintliga spelen estimeras Gold Town Games uppvisa en tillväxt omkring 65 % (CAGR) under åren 2021-2024, och samtidigt successivt starka 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 6x. Givet en målmultipel om 5x, således mer konservativt än snittet, på 2024 års prognos om ca 37 MSEK i omsättning, motsvarar det ett bolagsvärde omkring 185 MSEK. Med hänsyn till fler speltitlar kan detta motivera en sådan multipel, varför en P/S-multipel om ~5x anses vara rimlig. Med en diskonteringsränta om 10 %, dagens utestående aktier och ett bolagsvärde om 185 MSEK år 2024, ger det ett nuvärde per aktie om 3,9 kr i ett Base scenario.

**3,9 KR**  
Per aktie i ett  
Base scenario

### P/S-multipel Gold Town Games.



### Bull scenario

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

- Ett fortsatt ökat antalet sportevenemang 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 topp titlarna i världen inom sin kategori.
- Blitz och FIHHM får bra globala lanseringar, där Blitz bl.a. får ett stark fäste i USA.
- 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 47 MSEK år 2024 i ett Bull scenario, en målmultipel om P/S ~5,5x och en diskonteringsränta om 10 %, härleds ett nuvärde per aktie om 5,4 kr i detta scenario. Det ska noteras att prognoserna baseras på olika faktorer, vilket innebär att dessa fortfarande ska inträffa.<sup>3</sup>

**5,4 KR**  
Per aktie i ett Bull  
scenario

**1,2 KR**  
Per aktie i ett  
Bear scenario

### 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 2024 års estimat om ca 24 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 11-12 för gjorda prognos i Bull- respektive Bear scenario.





**Det fjärde kvartalet för år 2022 är presenterat. Skulle du kunna ge en sammanfattad bild av Gold Town Games utveckling under perioden?**

Vi har under kvartalet, egentligen hela året, varit väldigt fokuserade på att producera flera produkter parallellt. Under kvartalet har vi lanserat flera spel på en global marknad och snart har vi alla våra spel live. Plattformen ger oss många synergier i produktionen av flera titlar. Framöver ska vi använda den synergin till att förädla de spel vi har lanserat, höja spelens kvalitet och därmed också antalet dagliga aktiva användare, och därefter omsättningen från produkterna.

**Nettoomsättningen uppgick under perioden till 4,7 MSEK, vilket var en ökning både jämfört med Q4-21 (2,0) och Q3-22 (3,8). Vilka är de primära faktorerna bakom den starkare nettoomsättningen?**

Vi har fler produkter som sammantaget genererar mer omsättning samt att vi har ett samarbetsprojekt med CS Games som genererar en månatlig intäkt.

**Under det fjärde kvartalet gjordes globala lanseringar för World Football Manager, FIH Hockey Manager samt Blitz Football Manager. Hur har spelen mottagits av marknaden?**

De har mottagits på lite olika sätt, FIH Hockey Manager fick ett första uppsving och genererade en ökad intäkt, här hjälptes vi av samarbetet med förbundet då det gjorde att vi kunde nå en gruppering dedikerade användare. World Football Manager har nått användare på en global nivå men vi har ännu inte sett någon ökad intäkt eller daglig aktivitet, här behöver vi förbättra spelets retention framöver. Blitz hann vi knappt se någon skillnad innan kvartalet var över, efter första kvartal 2023 kommer vi att kunna uttala oss mer om hur Blitz levererat.

**Ni vill under kommande år fördubbla antalet dagligt aktiva användare, vilka kommer vara de viktigaste faktorerna för att lyckas med detta?**

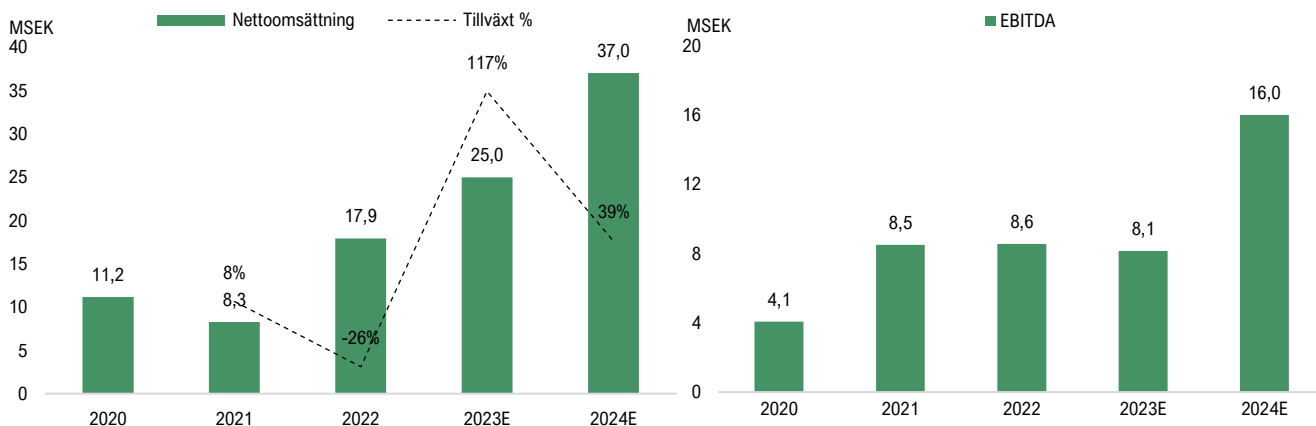
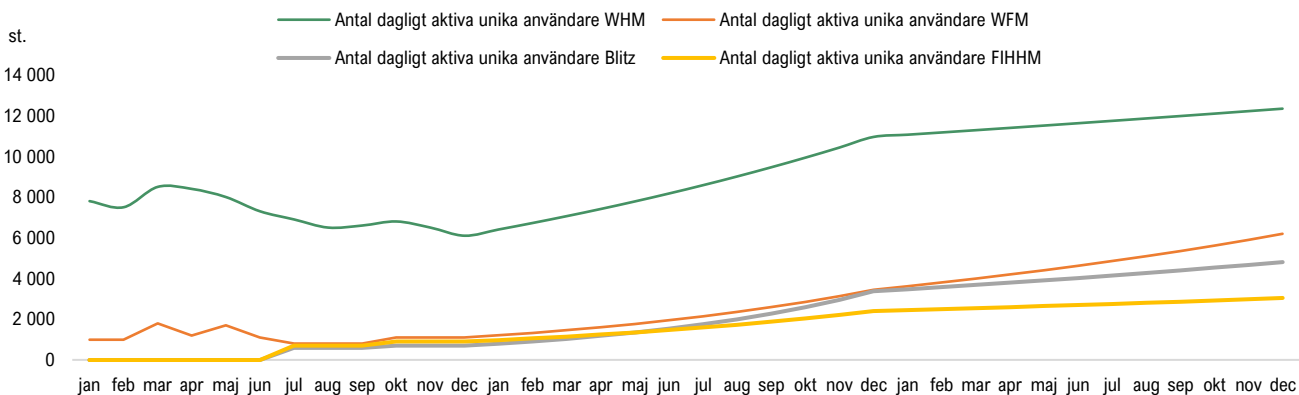
Den viktigaste faktorn är retention, användarnas benägenhet att stanna kvar i spelen dag 1 till 3. Vi ser att om de stannar över dag 3 så har vi goda möjligheter att behålla många av dem under en längre tid. En annan viktig faktor är att öka andelen organisk trafik, fler användare som hittar till våra spel utan att vi köper trafik.

**Vad blir extra intressant för investerare att bevaka gällande Gold Town Games under år 2023?**

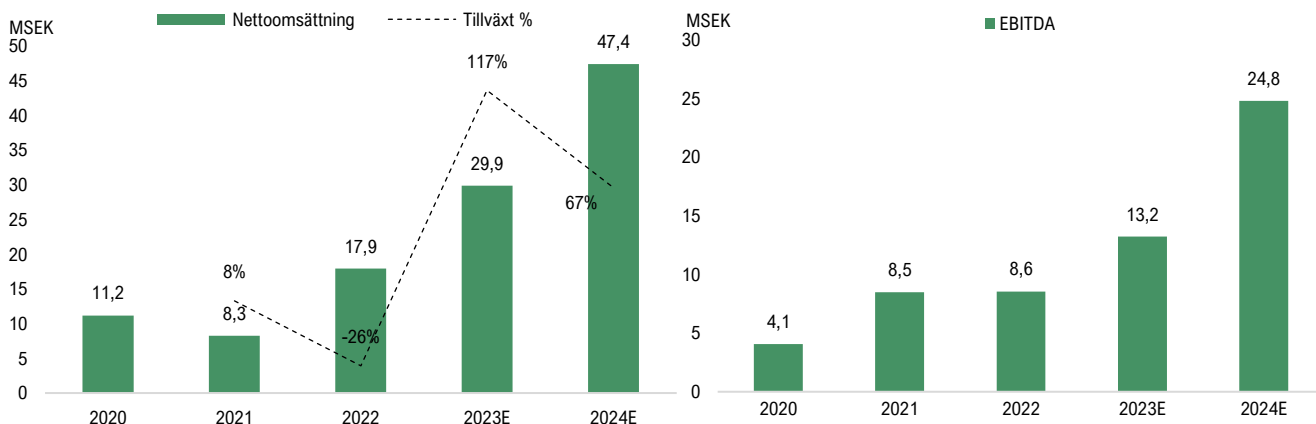
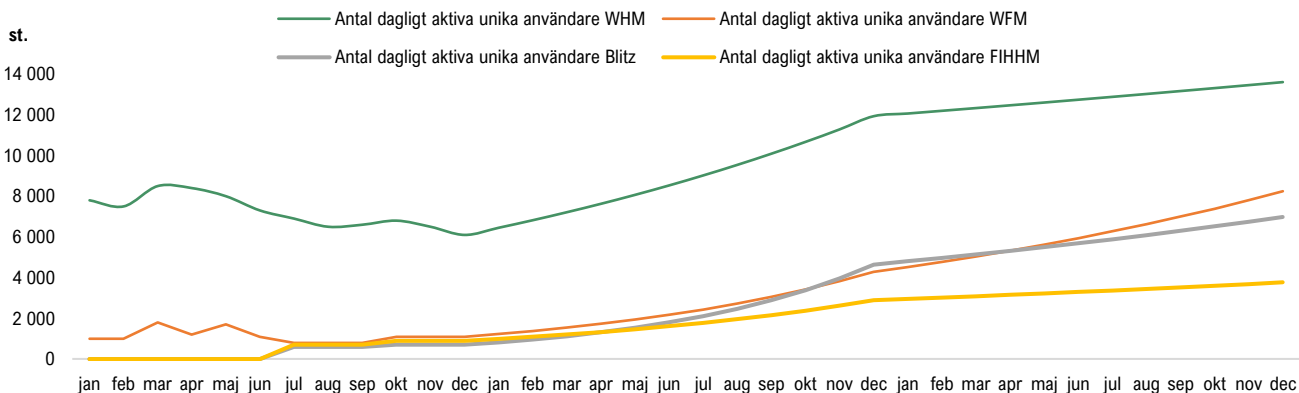
Baseball Franchise Manager som släpps först på en beta-lansering och därefter globalt. Spelet är lite enklare och mer lättamt än Gold Town Games tidigare titlar vilket förhoppningsvis skall ge nya användare. Blitz Football Manager kommer att få en grafiskt uppdaterad stil under våren, det arbetet kommer att förbättra Blitz retention då fler användare kommer att bli engagerade i produkten. Underliggande data i termer av retention, antalet användare och kostnaden per nedladdning är värde drivande faktorer för Gold Town Games. När flera av bolagets produkter nu nått marknaden kommer teamet att ha mer möjlighet att fokusera på produkternas kvalitet och förbättra dess datapunkter.

**DEN 27 FEBRUARI 2023**

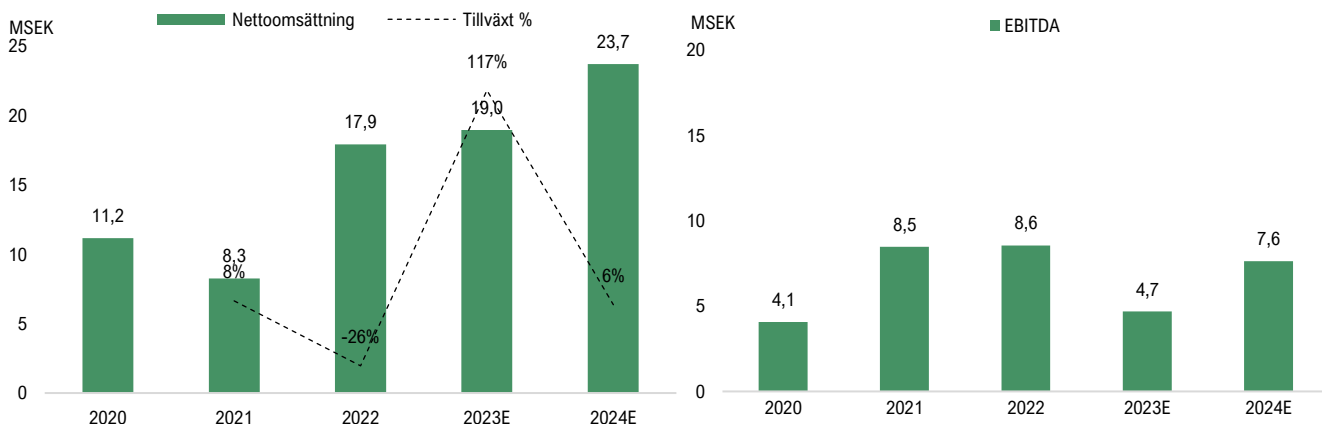
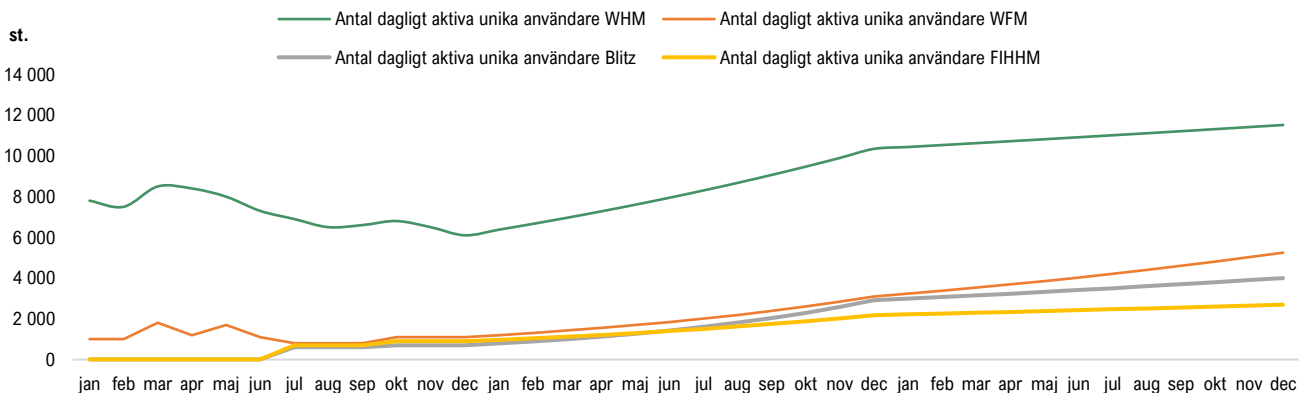
Base scenario, MSEK	2020	2021	2022	2023E	2024E
Nettoomsättning	11,2	8,3	17,9	25,0	37,0
Aktiverat arbete för egen räkning	4,8	11,2	6,4	6,5	6,5
Övriga rörelseintäkter	9,6	8,7	9,6	5,0	5,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>25,6</b>	<b>28,1</b>	<b>33,9</b>	<b>36,5</b>	<b>48,5</b>
Direkta försäljningskostnader	-11,3	-6,6	-8,7	-10,3	-13,4
<b>Bruttoresultat</b>	<b>14,3</b>	<b>21,5</b>	<b>25,2</b>	<b>26,2</b>	<b>35,1</b>
Bruttomarginal (adj.)	-1,1%	19,8%	51,4%	58,8%	63,9%
Övriga externa kostnader	-2,0	-3,2	-3,7	-4,8	-5,6
Personalkostnader	-7,5	-9,8	-12,9	-13,0	-13,2
Övriga rörelsekostnader	-0,7	0,0	0,0	-0,2	-0,3
<b>EBITDA</b>	<b>4,1</b>	<b>8,5</b>	<b>8,6</b>	<b>8,1</b>	<b>16,0</b>
EBITDA-marginal (adj.)	neg.	neg.	neg.	neg.	9,3%
Avskrivningar	-5,6	-8,5	-12,0	-11,7	-12,0
<b>EBIT</b>	<b>-1,5</b>	<b>0,0</b>	<b>-3,4</b>	<b>-3,6</b>	<b>4,0</b>
EBIT-marginal (adj.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Finansiella intäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finansiella kostnader	-0,1	-0,4	-0,6	-1,1	-1,1
<b>EBT</b>	<b>-1,6</b>	<b>-0,5</b>	<b>-4,0</b>	<b>-4,7</b>	<b>2,9</b>
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoresultat</b>	<b>-1,6</b>	<b>-0,5</b>	<b>-4,0</b>	<b>-4,7</b>	<b>2,9</b>
Nettomarginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
<b>Nyckeltal</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
P/S	4,5	6,0	2,8	2,0	1,4
EV/S	4,9	6,6	3,1	2,2	1,5
EV/EBITDA	13,5	6,5	6,4	6,7	3,4



Bull scenario, MSEK	2020	2021	2022	2023E	2024E
Nettoomsättning	11,2	8,3	17,9	29,9	47,4
Aktiverat arbete för egen räkning	4,8	11,2	6,4	6,5	6,5
Övriga rörelseintäkter	9,6	8,7	9,6	5,0	5,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>25,6</b>	<b>28,1</b>	<b>33,9</b>	<b>41,4</b>	<b>58,9</b>
Direkta försäljningskostnader	-11,3	-6,6	-8,7	-9,5	-14,3
<b>Bruttoresultat</b>	<b>14,3</b>	<b>21,5</b>	<b>25,2</b>	<b>31,9</b>	<b>44,6</b>
Bruttomarginal (adj.)	-1,1%	19,8%	51,4%	68,3%	69,8%
Övriga externa kostnader	-2,0	-3,2	-3,7	-5,2	-6,1
Personalkostnader	-7,5	-9,8	-12,9	-13,1	-13,5
Övriga rörelsekostnader	-0,7	0,0	0,0	-0,3	-0,2
<b>EBITDA</b>	<b>4,1</b>	<b>8,5</b>	<b>8,6</b>	<b>13,2</b>	<b>24,8</b>
EBITDA-marginal (adj.)	neg.	neg.	neg.	4,2%	22,6%
Avskrivningar	-5,6	-8,5	-12,0	-12,0	-12,9
<b>EBIT</b>	<b>-1,5</b>	<b>0,0</b>	<b>-3,4</b>	<b>1,2</b>	<b>11,9</b>
EBIT-marginal (adj.)	neg.	neg.	neg.	neg.	0,7%
Finansiella intäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finansiella kostnader	-0,1	-0,4	-0,6	-1,1	-1,1
<b>EBT</b>	<b>-1,6</b>	<b>-0,5</b>	<b>-4,0</b>	<b>0,1</b>	<b>10,8</b>
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoresultat</b>	<b>-1,6</b>	<b>-0,5</b>	<b>-4,0</b>	<b>0,1</b>	<b>10,8</b>
Nettomarginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
<b>Nyckeltal</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
P/S	4,5	6,0	2,8	1,7	1,1
EV/S	4,9	6,6	3,1	1,8	1,2
EV/EBITDA	13,5	6,5	6,4	4,1	2,2



Bear scenario, MSEK	2020	2021	2022	2023E	2024E
Nettoomsättning	11,2	8,3	17,9	19,0	23,7
Aktiverat arbete för egen räkning	4,8	11,2	6,4	6,5	6,5
Övriga rörelseintäkter	9,6	8,7	9,6	5,0	5,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>25,6</b>	<b>28,1</b>	<b>33,9</b>	<b>30,5</b>	<b>35,2</b>
Direkta försäljningskostnader	-11,3	-6,6	-8,7	-8,6	-9,4
<b>Bruttoresultat</b>	<b>14,3</b>	<b>21,5</b>	<b>25,2</b>	<b>21,9</b>	<b>25,8</b>
Bruttomarginal (adj.)	-1,1%	19,8%	51,4%	54,9%	60,5%
Övriga externa kostnader	-2,0	-3,2	-3,7	-3,9	-4,6
Personalkostnader	-7,5	-9,8	-12,9	-12,8	-13,0
Övriga rörelsekostnader	-0,7	0,0	0,0	-0,5	-0,5
<b>EBITDA</b>	<b>4,1</b>	<b>8,5</b>	<b>8,6</b>	<b>4,7</b>	<b>7,6</b>
EBITDA-marginal (adj.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Avskrivningar	-5,6	-8,5	-12,0	-12,1	-12,2
<b>EBIT</b>	<b>-1,5</b>	<b>0,0</b>	<b>-3,4</b>	<b>-7,4</b>	<b>-4,6</b>
EBIT-marginal (adj.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Finansiella intäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finansiella kostnader	-0,1	-0,4	-0,6	-1,1	-1,1
<b>EBT</b>	<b>-1,6</b>	<b>-0,5</b>	<b>-4,0</b>	<b>-8,5</b>	<b>-5,7</b>
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoresultat</b>	<b>-1,6</b>	<b>-0,5</b>	<b>-4,0</b>	<b>-8,5</b>	<b>-5,7</b>
Nettomarginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
<b>Nyckeltal</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
P/S	4,5	6,0	2,8	2,6	2,1
EV/S	4,9	6,6	3,1	2,9	2,3
EV/EBITDA	13,5	6,5	6,4	11,7	7,2



# Disclaimer

---

## Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument eller annan information härrörande AG Equity Research AB (vidare AG) är framställt i informations syfte, 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 fransäger 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 2014-2023). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.