

Fokus på användartillväxt

Gold Town Games AB ("Gold Town Games" eller "Bolaget") har under årets inledande kvartal fokuserat på produktion och vidareutveckling, bl.a. av de externa projekten Cricket Star Manager (CSM) och Battle Camp. Under resterande del av år 2023 väntas ett ökat fokus på Bolagets befintliga spelportfölj, vilket genom fortsatta uppdateringar och förbättringar förväntas skapa en starkare användartillväxt under resterande del av år 2023 i samtliga spel, likväl en mer diversifierad intäktbas som väntas medföra stabilare intäkter. Baserat på en estimerad nettoomsättning om 35 MSEK för helåret 2024, en applicerad P/S-multipel om 4x, samt en diskonteringsränta om 10 %, erhålls ett motiverat nuvärde per aktie om 2,9 kr (3,9) i ett Base scenario.

Lägre försäljning än väntat under kvartalet

Nettoomsättningen under Q1-23 uppgick till 3,9 MSEK (4,4), en minskning om 13 % jämfört med Q1-22 och lägre än våra estimat om 5,1 MSEK. En förklaring till den lägre omsättningen antas vara en lägre aktivitet i Bolagets viktigaste spel World Hockey Manager (WHM) och en sämre användartillväxt i Blitz än väntat. Samtidigt fortsätter Gold Town Games att diversifiera intäktbasen genom externa samarbeten och lansering av fler spel, exempelvis genom avtalet om att drifta spelet Battle Camp mot en månatlig avgift, samt en soft launch av Baseball Franchise Manager (BFM) under Q1-23, vilket estimeras medföra en stabilare intäktbas framgent.

Starkare användartillväxt i spelen att vänta

Det första kvartalet år 2023 har varit produktionsintensivt för Gold Town Games, där fokus bl.a. legat på två externa uppdrag i form av CSM och Battle Camp. Genom att under kommande kvartal fokusera på att öka antal dagligt aktiva användare i befintliga spel väntas spelens intjänings stärkas. I WHM har ett mer diversifierat cupschema släppts i samband med Hockey-VM och avseende World Football Manager (WFM) så har ett avtal med Vorto Gaming teknats beträffande att addera Web3-komponenter i spelet för att stärka intjäningsförmågan och öka unikheten. Dessutom estimeras Blitz Football Manager (Blitz), vilket lanserades globalt under Q4-22, inte ha uppnått sin fulla potential givet den stora adresserbara marknaden främst i Nordamerika. Genom kontinuerligt förbättringsarbete väntas spelet kunna stärka användartillväxten kommande kvartal.

Uppdaterat värderingsintervall

I samband med Q1-rapporten har vi antagit något försiktigare prognoser givet en svagare användartillväxt än väntat under kvartalet. Samtidigt ser vi en stark användartillväxt framför oss med fortsatt förbättringsarbete på befintliga spel och estimerar fortsatt en god tillväxt under prognosperioden. Vidare har vi valt att applicera en lägre målmultipel, givet något lägre tillväxt och marginaler under prognosperioden samt genom en förhöjd risk avseende kapitalstrukturen, vilket således leder till ett uppdaterat värderingsintervall i samtliga scenarion. Likväl anser vi fortsatt att Gold Town Games, givet nuvarande aktiekurs, är en investering med intressant *risk/reward*.

VÄRDERINGSINTERVALL

Bear
0,7 kr

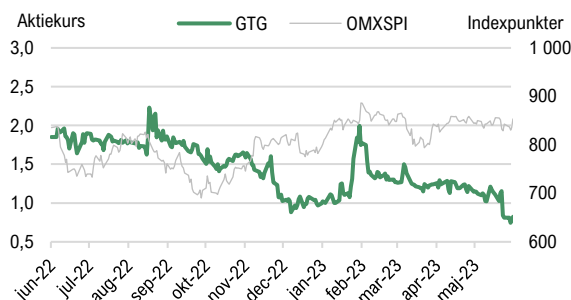
Base
2,9 kr

Bull
4,3 kr

NYCKELDATA

Senast betalt (2023-06-02)	0,82
Antal Aktier (st.)	39 071 077
Market Cap (MSEK)	32,2
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	6,7
Enterprise Value (MSEK)	38,9
Lista	NGM Nordic SME
Kvartalsrapport 2 2023	2023-08-24

KURSUVECKLING



HUVUDÄGARE (KÄLLA: HOLDINGS)

Vision Invest AB	18,4 %
ESSEFF Fastigheter AB	5,1 %
eBlitz Group	5,1 %
Nordnet Pensionsförsäkring	4,2 %
Avanza Pension	4,0 %

Prognoser (MSEK)

	2021	2022	2023E	2024E
Nettoomsättning	8,3	17,9	22,0	34,5
Bruttokostnader	-6,6	-8,7	-8,3	-10,9
Bruttoresultat¹	21,5	25,2	25,2	35,1
Bruttomarginal	19,8%	51,4%	62,2%	68,5%
Rörelsekostnader	-13,0	-16,6	-17,3	-18,5
EBITDA¹	8,5	8,6	7,9	16,6
EBITDA-marginal ²	neg.	neg.	neg.	11,1%
P/S	3,9	1,8	1,5	0,9
EV/S	4,7	2,2	1,8	1,1
EV/EBITDA	4,6	4,5	4,9	2,3
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	9,3

¹Inkl. aktiverat arbete och övriga intäkter.

²Exkl. aktiverat arbete och övriga intäkter.

Innehållsförteckning

Kommentar Q1-rapport	3
Investeringsidé	4
Finansiell prognos	5-7
Värdering	8
VD-intervju, Pär Hultgren	9-10
Appendix	11-13
Disclaimer	14

OM BOLAGET

Gold Town Games är en svensk mobilspelstillverkare 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.

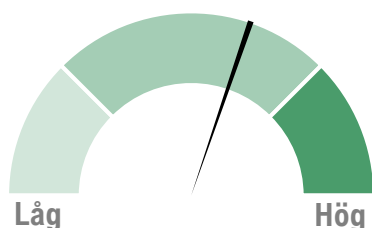
VD OCH ORDFÖRANDE

Verkställande Direktör	Pär Hultgren
Styrelseordförande	Maria Lidström

ANALYTIKER

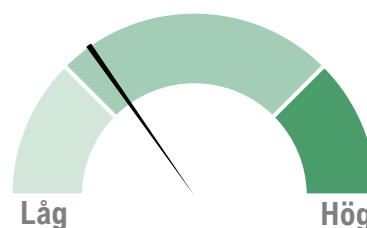
Namn	Patrik Olofsson och Axel Ljunghammer
Telefon	+46 707 992 612
E-mail	patrik.olofsson@analystgroup.se

Värde drivare



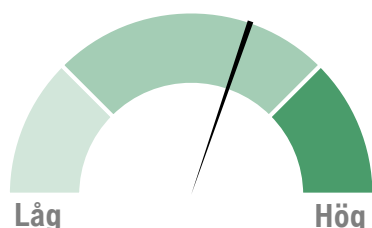
Gold Town Games har en välfyllt pipeline med potentiella triggers som kan driva värdet i Bolaget. Blitz har lanserats på global nivå sedan slutet av Q4-22, varför spelet fortsatt väntas kunna stärka användarbasen, givet det stora intresset som finns för amerikansk fotboll främst i USA och den lägre konkurrensen i jämförelse med den som finns för fotbollsspel. Vidare väntas en global lansering av BFM, vilket utgör ytterligare en trigger framgent.

Lönsamhet



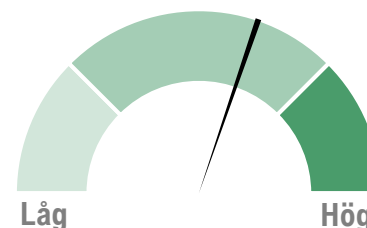
Gold Town Games har en historia av fluktuerande lönsamhet mellan svarta och röda siffror, bl.a. hänförligt till en variation i användartillväxt och engångsintäkter som bidragit under vissa kvartal, exempelvis under Q1-22 då Bolaget tillfördes ca 7,5 MSEK i samband med samarbetet med CS Games för att utveckla CSM. Genom att förbättra spelen och därmed förbättra dess retention väntas Gold Town Games stärka lönsamheten framgent. Betyget är historiskt grundat och är ej framåtblickande.

Ledning & Styrelse



Gold Town Games VD Pär Hultgren har arbetat inom organisationen sedan år 2016 och innehar tidigare erfarenhet av att driva eget produktionsbolag för digitala produktioner och spel, vilket anses vara meriterande. För ett högre betyg hade vi önskat se ett större insiderägande, vilket idag uppgår till 1,4 % av utestående aktier.

Risk



Marknaden för mobilspel präglas av hög konkurrens, för Gold Town Games speciellt inom managerspel för fotboll, vilket medför en viss försäljningsrisk och ökar behovet av att erbjuda unika spelupplevelser. Genom en diversifierad intäktsbas, vilken Gold Town Games har byggt upp under senaste kvartalen, minskar dock denna risk något. Givet kassan vid utgången av Q1-23 om 4,8 MSEK kan ytterligare kapitalanskaffningar inte uteslutas enligt Analyst Group.

Minskad omsättning

Nettoomsättningen under Q1-23 uppgick till 3,9 MSEK (4,4) vilket motsvarar en minskning om 13 % Y-Y och en minskning om 17 % jämfört med föregående kvartal då omsättningen uppgick till 4,7 MSEK, samt lägre än vårt estimat om 5,1 MSEK. Minskningen antas bl.a. vara hänförlig till färre dagligt aktiva användare i bolagets viktigaste spel, World Hockey Manager (WHM). Det första kvartalet har för Gold Town Games varit produktionsintensivt där fokus bl.a. legat på två externa uppdrag i form av web3-projektet Cricket Star Manager och via Grand Pike, mobilspelet Battle Camp. Som en följd av detta antas WHM har prioriterats ned något med en minskad marknadsföring, vilket medfört färre nedladdningar och därmed en lägre omsättning. Däremot, i samband med Hockey-VM som just nu pågår, har ett mer diversifierat cupschema aktiverats och rullats ut, vilket kan öka aktiviteten i WHM under innevarande kvartal.

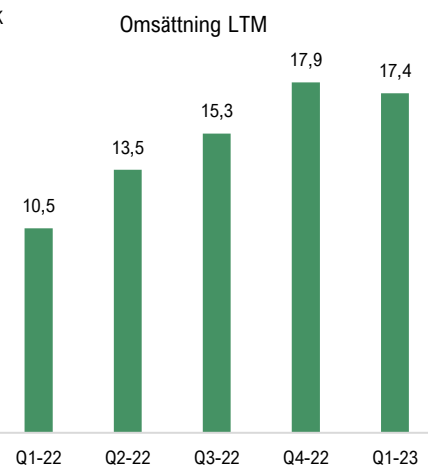
Lägre kostnader än väntat

Sett till kostnadsutvecklingen så var denna något lägre än våra förväntningar, vilket bl.a. antas vara hänförligt till den lägre marknadsföringen. EBITDA-resultatet uppgick till -0,2 MSEK (8,6) vilket är en minskning om 8,8 MSEK Y-Y. Det ska dock tilläggas att Gold Town Games erhöll en övrig intäkt om ca 7,7 MSEK under jämförelsekvartalet, hänförlig till partnerskapet med CS Games, justerat för detta uppgick EBITDA-resultatet till 0,9 MSEK under jämförbart kvartal föregående år. 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 Q1-23.

Historiska räkenskaper och prognoser

Utfall vs prognos (MSEK)	Q1-23E	Q1-23A	Diff	MSEK
Nettoomsättning	5,1	3,9	-1,2	20
Aktiverat arbete för egen räkning	1,4	1,7	0,3	18
Övriga rörelseintäkter	1,0	0,0	-1,0	16
Totala intäkter	7,5	5,6	-1,9	14
Direkta försäljningskostnader	-2,3	-1,7	0,5	12
Bruttoresultat	5,2	3,8	-1,4	10
Bruttomarginal	69,7%	69,1%		8
Övriga externa kostnader	-1,1	-0,7	0,4	6
Personalkostnader	-3,4	-3,4	0,0	4
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	2
EBITDA	0,7	-0,2	-0,9	0
EBITDA-marginal	9%	-4%		
Avskrivningar	-3,2	-3,4	-0,2	
EBIT	-2,5	-3,6	-1,1	
EBIT-marginal	-48%	-93%		



Källa: Bolaget samt Analyst Groups prognoser

Operativ och finansiell utveckling under kvartalet

Gold Town Games har under det första kvartalet hållit ett fortsatt högt operativt tempo, med bl.a. ett samarbetsavtal med Battle Camp, vilket innebär att Gold Town Games via dotterbolaget Grand Pike ska drifva och utveckla mobilspelet Battle Camp, vilket kommer medföra en månatlig ersättning för bolaget. Vidare har även en soft launch av Baseball Franchise Manager (BFM) i USA genomförts, där spelet väntas lanseras på ytterligare marknader under år 2023. Efter kvartalets utgång har Gold Town Games tecknat Web3 publishingavtal med Vorto Gaming för World Football Manager (WFM), vilket har potential att stärka spelets intjäningsförmåga samt öka graden av unikhet, vilket kan bidra till ökad försäljning framgent.

Kassaflödet från den löpande verksamheten uppgick under Q1-23 till 0,3 MSEK (1,3) och kassan uppgick vid utgången av Q1-23 till 4,8 MSEK, att jämföra med 6,7 MSEK vid utgången av Q4-22. Under kommande kvartal blir det viktigt att Gold Town Games kan öka aktiviteten i befintliga spel och således växa försäljningen för att generera ett positivt organiskt kassaflöde och stärka kassan.

Sammantaget visade rapporten en lägre omsättning än våra estimat, dock i kombination med en kostnadsbas som var något lägre än våra förväntningar. Under 2023 ser vi det som viktigt att Gold Town Games kan öka antalet dagligt aktiva användare i spelen för att därmed öka omsättningen och kassaflödet. Vi ser goda förutsättningar för detta bl.a. i WFM givet publishingavtalet med Vorto Gaming som väntas stärka intjäningsförmågan och bidra med en ökad unikhet för spelet.

Kraftig tillväxt i
mobilspeles-
marknaderna

Marknaden för mobilspel är en av världens snabbast växande

Den globala marknaden för mobilspel värderades år 2021 till ca 98 mdUSD och förväntas växa med en CAGR om ca 11,9 % tills år 2028 då marknaden estimeras vara värd ca 215 mdUSD enligt GlobeNewswire. De primära drivarna till tillväxten väntas vara en fortsatt ökad penetration av smartphones globalt, vilket således medför en större bas av potentiella spelare. 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 högintressesant, 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 år 2022 har även fotbollsspelet World Football Manager (WFM) lanserats globalt, 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 (Blitz) 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). Vidare har Gold Town Games under den senaste tiden tecknat avtal med externa parter för utveckling av externa spel, exempelvis med Battle camp AB för att utveckla och drifva mobilspelet Battle Camp, vilket bidrar med ytterligare en intäktskälla. Med fler spel och externa avtal 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, intjänning per användare m.m., där Bolaget nu siktar på att fördubbla antalet dagliga aktiva användare under år 2023. 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 intäktsströmmar, där Blitz väntas stå för den starkaste tillväxten i aktiva användare givet det stora intresset för amerikansk fotboll som finns främst i USA. Genom ytterligare vidareutveckling av spelet samt marknads-föringsinsatser väntas Gold Town Games kunna öka antalet användare och på så sätt kunna stärka spelets intjäningsförmåga.

Sammanfattning av prognos och värdering

I ett Base scenario estimeras nettoomsättningen uppgå till 22 MSEK år 2023 och därefter, på de befintliga fyra spelen, inklusive annonsintäkter, öka till ca 35 MSEK år 2024. Det motsvarar således en CAGR om ca 61 % 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 4x på 2024 års försäljning, samt en diskonteringsränta om 10 %, erhålls i ett Base scenario ett nuvärde per aktie om 2,9 kr.

Spelutveckling är kapitalintensiv

Spelutveckling är kapitalintensivt och Bolaget har hittills, utöver spelintäkter, finansierat sig via nyemissioner för att stärka rörelsekapitalet. Vid utgången av Q1-22 uppgick kassan till 4,8 MSEK, att jämföra med 6,7 MSEK vid utgången av Q4-22. 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. Givet nuvarande kassa och *burn rate*, samt att Gold Town Games fortsatt väntas investera i utvecklingsutgifter, kan ytterligare kapitalanskaffningar inte uteslutas enligt Analyst Group.



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 och avtalet med Battle Camp AB om att vidareutveckla spelet Battle Camp, vilket genererar en månatlig intäkt. 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.

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).

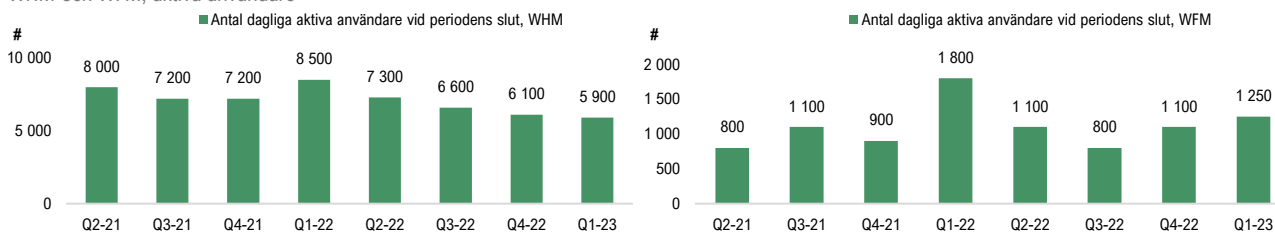
World Football Manager



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 sportmanager-spel.

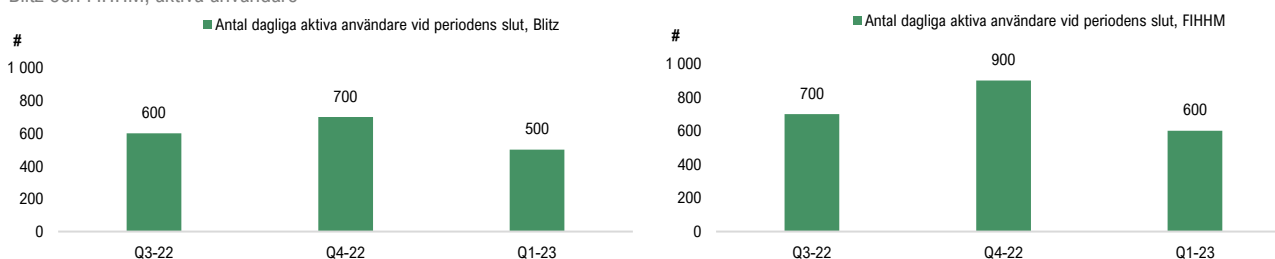
FIH Hockey Manager



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 mediekkanaler, 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 5 900 vid utgången av Q1-23. 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. Däremot har marknadsföringen i spelet under Q1-23 minskat, vilket har medfört en lägre aktivitet i termer av dagligt aktiva användare samt antal nedladdningar. Under kommande kvartal väntas ett ökat fokus på WHM genom marknadsföring och utvecklingsarbete. Exempelvis har ett mer diversifierat cupschema aktiverats under Q2-23, vilket väntas kunna bära frukt framgent.

Användartillväxt WFM: Vid inledningen av tredje kvartalet 2020 uppgick antalet dagligt aktiva unika spelare av WFM till 3 900, att jämföra med 1 250 vid utgången av Q1-23. Spelet har som vi nämnt i tidigare analysuppdateringar fortsatt prioriterats ned under Q1-23, däremot har ett avtal med Vorto Gaming tecknats efter kvartalets utgång, där syftet med avtalet är att addera Web3 komponenter till WFM, vilket väntas stärka spelets intjäningsförmåga och unikheter och bidra med stärkta intäkter från Q3-23.

Användartillväxt Blitz: Vid utgången av Q1-23 uppgick antalet dagliga aktiva användare till 500 personer, att jämföra med 700 personer vid utgången av Q4-22. Spelet lanserades globalt i slutskedet av Q4-22, varför Analyst Group estimerade en användartillväxt under Q1-23, vilket inte blev fallet, däremot ökade bruttointäkten från 11 tUSD till 21tUSD, vilket tyder på en god intjäningsförmåga. Analyst Group estimerar en stark användartillväxt under år 2023 givet att spelet når sportens epicentrum, USA, genom fortsatta vidareutveckling och marknadsföring.

Användartillväxt FIHHM: Vid utgången av Q1-23 uppgick antalet dagliga aktiva användare till 600 personer, att jämföra med 900 personer vid utgången av Q4-22. Spelet kommer fortsatt prioriteras ned under tiden tills Baseball- såväl som Cricket-spelet är lanserat. 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	9 968	63%
December 2024E	11 232	13%

Antal unika användare, dagligen, vid varje årsslut	WFM	Δ
December 2021A	900	-53%
December 2022A	1 100	22%
December 2023E	3 198	191%
December 2024E	5 742	80%

Antal unika användare, dagligen, vid varje årsslut	Blitz	Δ
December 2021A	n.a	n.a
December 2022A	700	n.a
December 2023E	2 393	242%
December 2024E	4 297	80%

Antal unika användare, dagligen, vid varje årsslut	FIHHM	Δ
December 2021A	n.a	n.a
December 2022A	900	n.a
December 2023E	1 303	45%
December 2024E	1 653	27%

Analyst Groups prognoser

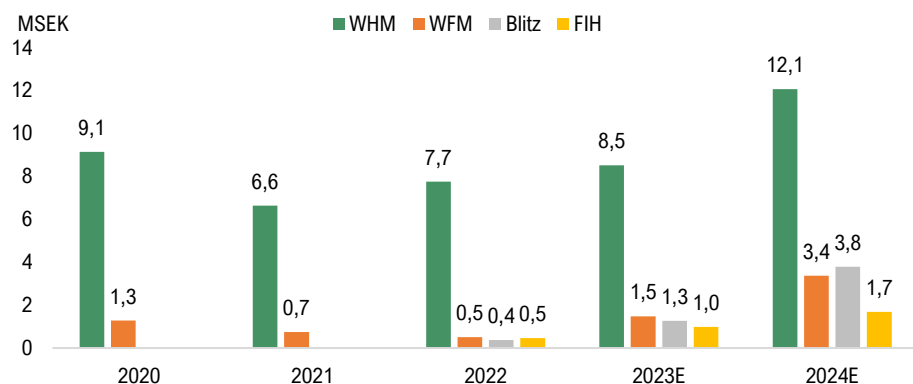
~0,20 - 0,30 USD
Estimerad
IAP/dag

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 Q1-23 uppgick den genomsnittliga bruttointäkten per dagligt aktiv och unik per spelare för WHM till 2,8 kr per dag, och för WFM, enligt Analyst Groups uppskattning, till omkring 0,8 kr per dag. Samma bruttointäkt för Blitz och FIHHM uppgick till omkring 4,9 kr respektive 3,3 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 kunde se under år 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.

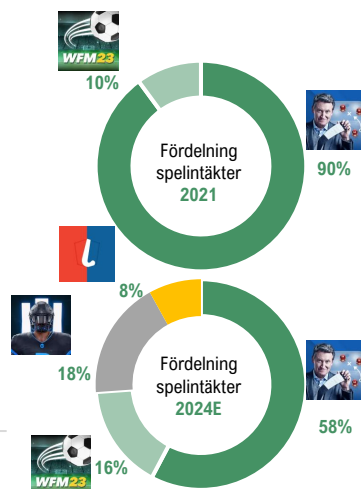
Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

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

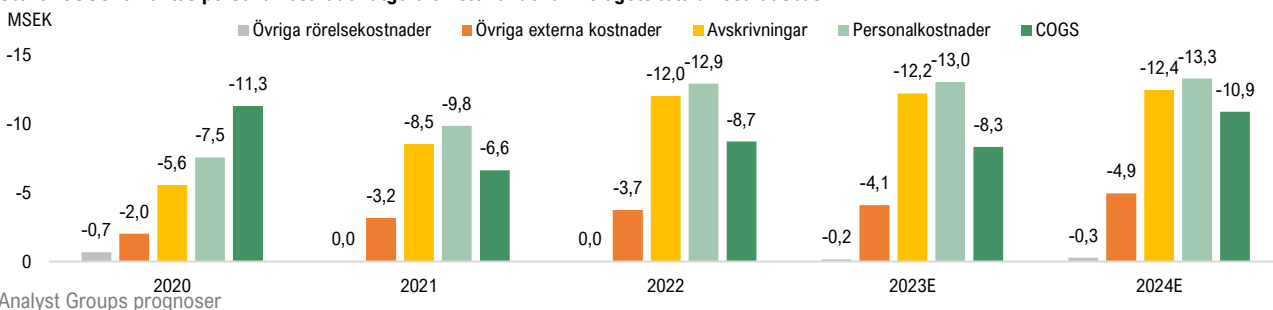
Både WHM och WFM, såväl som Blitz och FIHHM, är baserade på Bolagets plattform W3XM, vilken är byggd med målsättningen att den ska implementeras i samtliga av spelen. Det resulterar i synergier för Gold Town Games då varje tillkommande spel kan dra nytta av tidigare kunskap och insikter, där kontinuerlig 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. Baseball-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 prognosperioden kommer debiteras 15 % i avgift. 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 något. 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 ~39 % av omsättningen, att jämföra med 59 % år 2023, något som även belyser skalbarheten när väl spelen kommer upp i tillräcklig volym. Utöver detta estimeras övriga externa kostnader, t.ex. lokalhyra, IT-tjänster, konsultarvoden etc. också kunna utgöra en allt lägre andel av omsättningen då dessa till viss del är fasta kostnader, exempelvis avseende lokalhyra. De externa kostnaderna estimeras till 19 % av omsättningen år 2023 för att sedan sjunka till 14 % år 2024.

Personal estimeras utgöra störst andel av de fasta kostnaderna

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

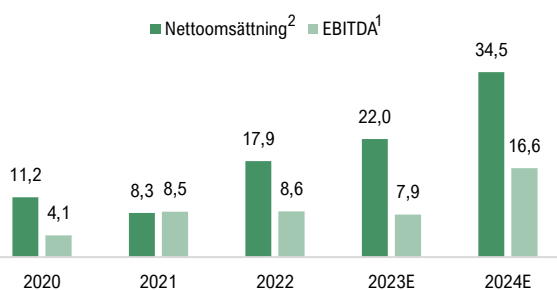


Analyst Groups prognoser

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 ¹	25,6	28,1	33,9	33,5	46,0	40
COGS	-11,3	-6,6	-8,7	-8,3	-10,9	30
Bruttoresultat	14,3	21,5	25,2	25,2	35,1	20
Bruttomarginal (adj.) ²	-1,1%	19,8%	51,4%	62,2%	68,5%	10
Övriga externa kostnader	-2,0	-3,2	-3,7	-4,1	-4,9	0
Personalkostnader	-7,5	-9,8	-12,9	-13,0	-13,3	10
Övriga rörelsekostnader	-0,7	0,0	0,0	-0,2	-0,3	0
EBITDA	4,1	8,5	8,6	7,9	16,6	10
EBITDA-marginal (adj.) ²	neg.	neg.	neg.	neg.	11,1%	0



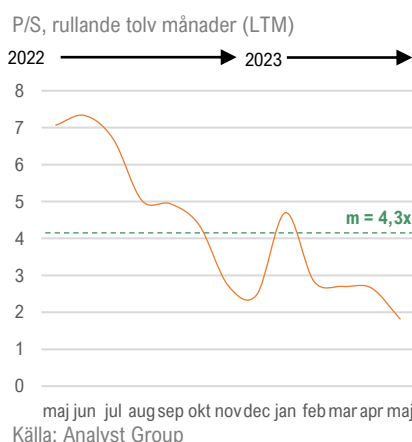
Analyst Groups prognoser ¹Inkl. aktiverat arbete och övriga intäkter. ²Exkl. aktiverat arbete och övriga intäkter.

Värdering: Base scenario

Avseende de fyra befintliga spelen estimeras Gold Town Games uppvisa en tillväxt omkring 61 % (CAGR) under åren 2021-2024, och samtidigt successivt stärka lönsamheten. Eftersom vi estimerar en relativt hög tillväxt utgår värdering från försäljningen. LTM värderas Gold Town Games till P/S ~2x (sett enbart till nettoomsättningen), samtidigt som genomsnittet under de senaste 12 månaderna har varit en multipel om 4,3x. Givet en målmultipel om 4x, således mer konservativt än snittet, på 2024 års prognos om ca 35 MSEK i omsättning, motsvarar det ett bolagsvärde om ca 138 MSEK. Med hänsyn till att fler speltitlar väntas lanseras, kan detta motivera en sådan multipel, varför en P/S-multipel om ~4x anses vara rimlig. Med en diskonteringsränta om 10 %, dagens utestående aktier och ett bolagsvärde om 138 MSEK år 2024, ger det ett potentiellt nuvärde per aktie om 2,9 kr i ett Base scenario.

2,9 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 45 MSEK år 2024 i ett Bull scenario, en målmultipel om P/S ~4,5x och en diskonteringsränta om 10 %, härleds ett nuvärde per aktie om 4,3 kr i detta scenario. Det ska noteras att prognoserna baseras på olika faktorer, vilket innebär att dessa fortfarande ska inträffa.³

4,3 KR
Per aktie i ett Bull
scenario

0,7 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 22 MSEK i omsättning samt en diskonteringsränta om 10 %, motiveras ett nuvärde per aktie om 0,7 kr i ett Bear scenario.³

³Se Appendix sida 11-12 för gjorda prognos i Bull- respektive Bear scenario.



Gold Town Games presenterade nyligen Bolagets rapport för det första kvartalet år 2023. Skulle du kunna ge en sammanfattad bild av Bolagets utveckling under perioden?

Jag förstår att marknaden är orolig inför bolag som inte visar svarta siffror. På GTG arbetar vi med att nå det genom att kontrollera kostnader och arbeta för förbättringar i våra produkter. Jag är dock lite besviken på perioden, framförallt för att vi inte lyckats lansera de uppdateringar vi önskat. Nu när vi har flera produkter tar utvecklingen längre tid då vi valt att prioritera alla produkter. Teammässigt har vi en starkare sammansättning än tidigare vilket bland annat kvaliteten i Blitz Football Manager vittnar om. Lanseringar av spelen kommer, om än senare än önskat.

Nettoomsättningen uppgick under perioden till 3,9 MSEK vilket var en minskning både jämfört med Q1-22 (4,4) och Q4-22 (4,7). Vilka är de primära faktorerna bakom den minskade omsättningen och vad vill Gold Town Games göra för att leverera tillväxt under kommande kvartal?

WHM:s omsättning minskade något jämfört med Q4-22 och vi investerade mindre i marknadsföring. Samtidigt har vi arbetat lite mindre med CSG då projektet dragits ut över längre tid på grund av rådande nedgång inom krypto/web3-branschen. Sammantaget sänkte det omsättningen.

Vi behöver fler användare för att öka tillväxten. För att få fler användare på längre sikt behöver framförallt Blitz och WFM förbättra sin retention. Detta hoppas vi ska ske med de uppdateringar och investeringar vi gör i produkterna i nuet. Vi ska också lansera Baseball Franchise Manager globalt. Sammantaget behövs ett par tusen dagliga aktiva i respektive spel för att börja se tydliga effekter i omsättningen. Många av dessa användare kan vi nå organiskt, men det är som sagt viktigt att retention ökar så att fler nya användare spelar längre.

Under april meddelade Gold Town Games att Bolaget har tecknat ett Web3 publishingavtal med Vorto Gaming för WFM. Kan du berätta lite mer om avtalet och varför samt hur det kan stärka spelets intjäningsförmåga?

Vorto betalar GTG för att vi ska integrera deras plattform i WFM. Resurserna gör att vi kommer att prioritera WFM ytterligare för att lyfta spelet. Vi vet att användare kan stanna flera år i WFM och spelet har goda omdömen från användarna. Samtidigt har vi en lång lista med funktioner som kan förbättra spelet ytterligare, då inte minst för förstagångsanvändarna.

Det är tydligt att fotboll har störst möjlighet att nå många användare globalt. En web3 funktionalitet kan ytterligare öka intresset för produkten för målgruppen web3-fans som gillar fotboll. Arbetet vi ska göra i WFM kommer att höja produktens kvalitet men vilka marknadsmöjligheter det öppnar upp är svårt att idag sia om men vi hoppas givetvis kunna mångdubbla WFM:s bas av användare. Vi hoppas att försäljningen ska öka i både befintliga butiker på Google och Apple men också i Vortos Web3-butik. Sammantaget ska omsättningen i WFM öka.

Det första kvartalet markerade en minskning i användardata för WHM, både vad gäller samlade intäkter och dagligt aktiva användare mot jämförbart kvartal föregående år, bl.a. till följd av minskad marknadsföring under perioden. I samband med Hockey-VM har ett mer diversifierat cupschema aktiverats, vilket ger utökade möjligheter till slutspelcuper. Går det säga någonting om hur detta påverkat användardatan i WHM under det andra kvartalet?

Vi tog ett beslut om att vara mer förstocka med marknadsföringen under kvartal ett vilket sänkte omsättningen i spelet. Under VM gör vi ett par insatser på event- och marknadssidan. Vi är hoppfulla om att kunna öka användarbasen och omsättning i produkten under den perioden. De olika cup-lägena vi implementerat ger användarna fler saker att göra och ökar engagemanget. Events kan också ge features vilket är fallet med VM då WHM syns lite extra i App Store.

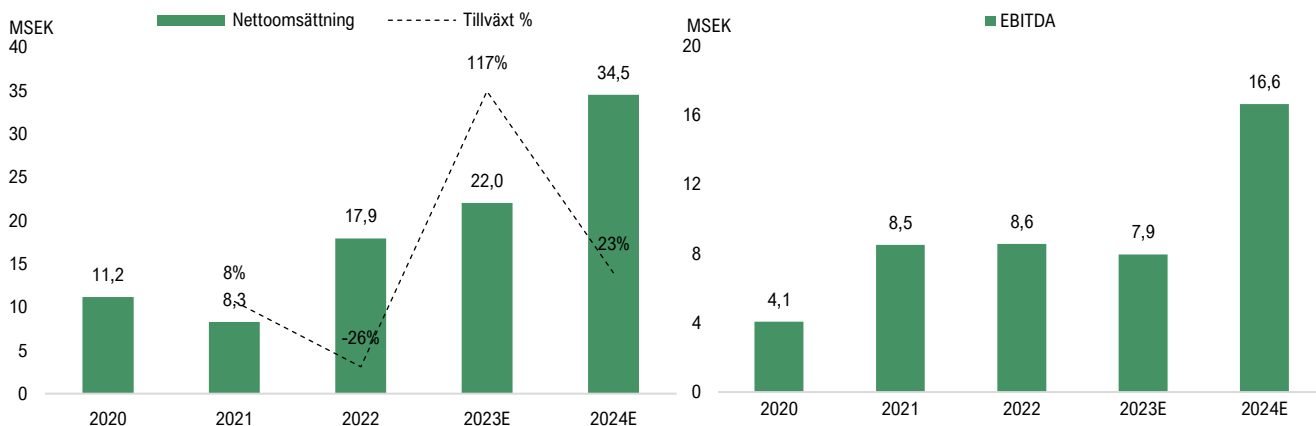
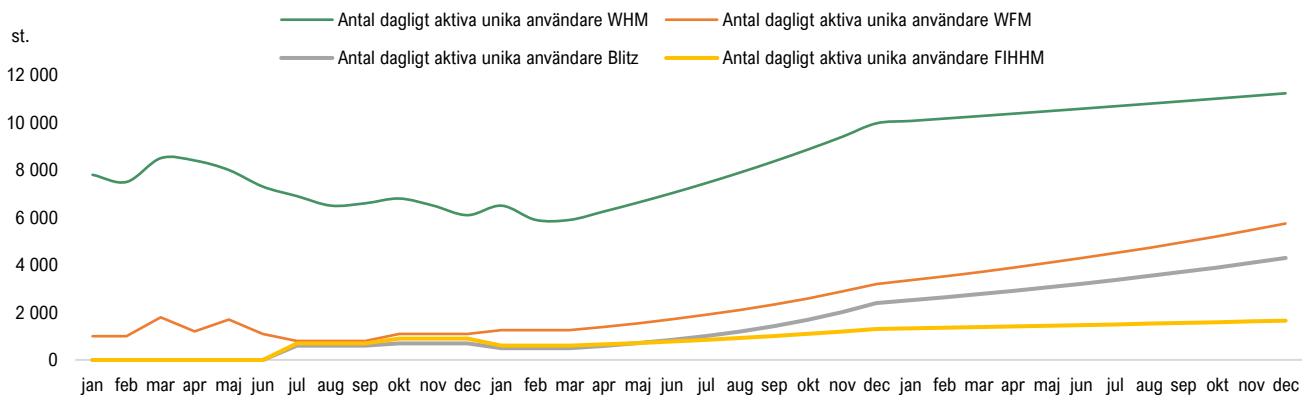


Vad blir extra intressant för investerare att bevaka gällande Gold Town Games under resterande del av år 2023?

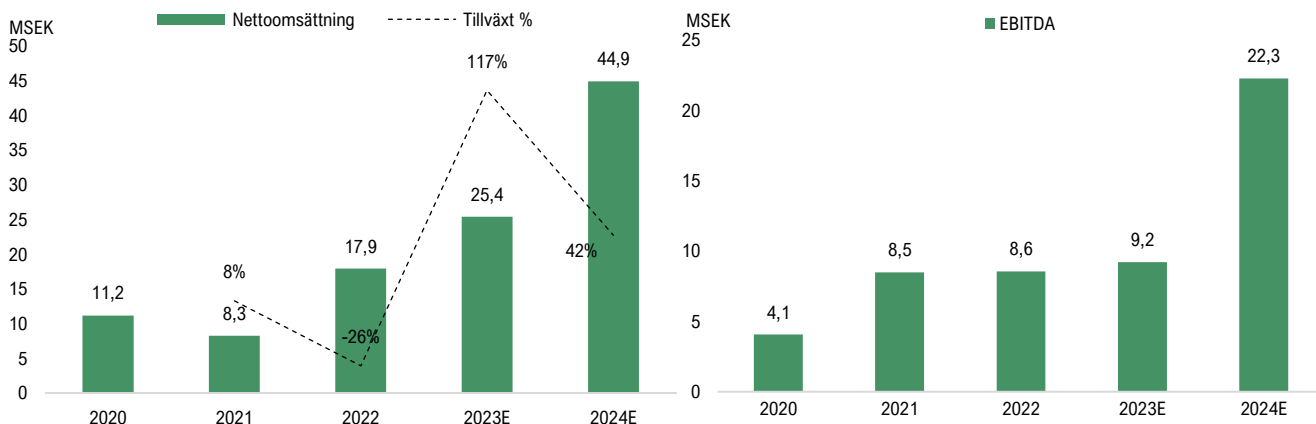
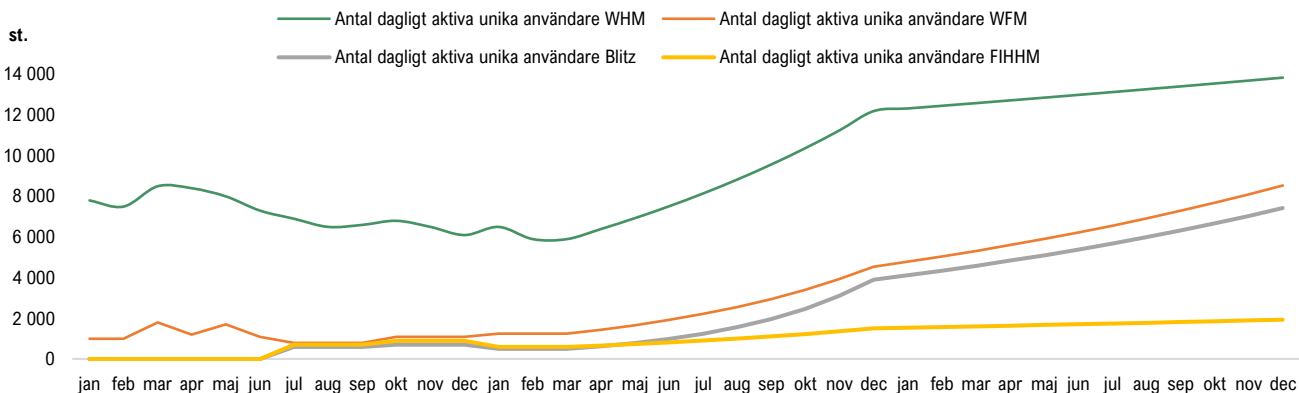
- Kan bolaget förbättra spelens retention, om ja innebär det sannolikt att GTG hittat en formel som går att föra över på övriga spel.
- Ökar antalet dagliga aktiva användare?
- Hur faller lanseringen av BFM ut?
- Vilken effekt får uppdateringen av Blitz?

DEN 25 MAJ 2023

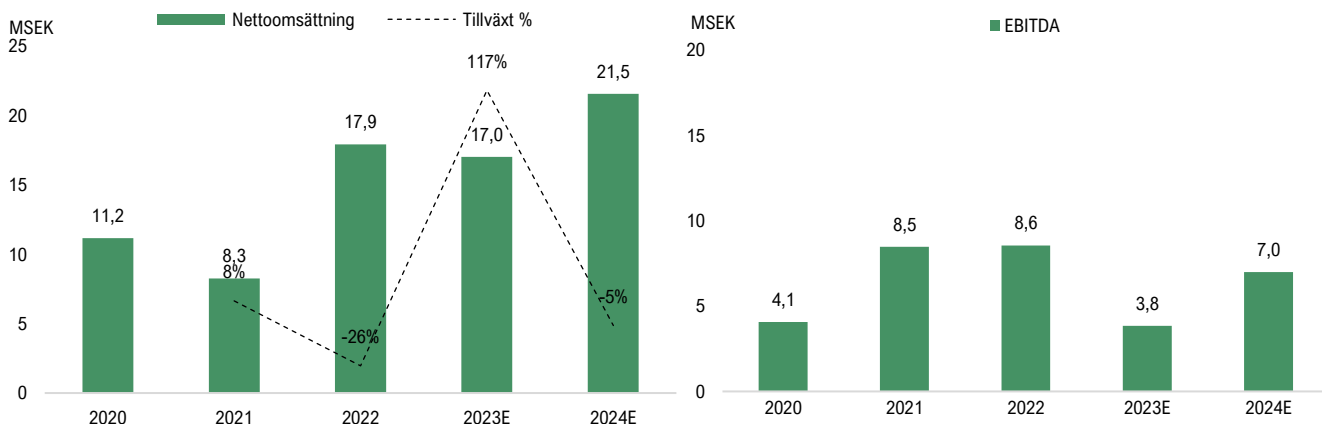
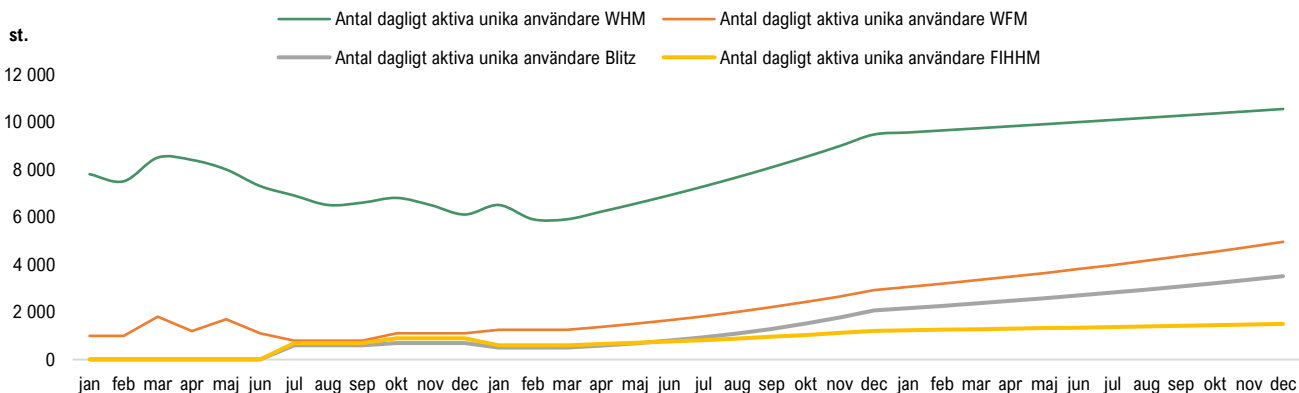
Base scenario, MSEK	2020	2021	2022	2023E	2024E
Nettoomsättning	11,2	8,3	17,9	22,0	34,5
Aktiverat arbete för egen räkning	4,8	11,2	6,4	6,5	6,5
Övriga rörelseintäkter	9,6	8,7	9,6	5,0	5,0
Totala intäkter	25,6	28,1	33,9	33,5	46,0
Direkta försäljningskostnader	-11,3	-6,6	-8,7	-8,3	-10,9
Bruttoresultat	14,3	21,5	25,2	25,2	35,1
Bruttomarginal (adj.)	-1,1%	19,8%	51,4%	62,2%	68,5%
Övriga externa kostnader	-2,0	-3,2	-3,7	-4,1	-4,9
Personalkostnader	-7,5	-9,8	-12,9	-13,0	-13,3
Övriga rörelsekostnader	-0,7	0,0	0,0	-0,2	-0,3
EBITDA	4,1	8,5	8,6	7,9	16,6
EBITDA-marginal (adj.)	neg.	neg.	neg.	neg.	11,1%
Avskrivningar	-5,6	-8,5	-12,0	-12,2	-12,4
EBIT	-1,5	0,0	-3,4	-4,3	4,2
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
EBT	-1,6	-0,5	-4,0	-5,3	3,1
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,7
Nettoresultat	-1,6	-0,5	-4,0	-5,3	2,4
Nettomarginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Nyckeltal	2020	2021	2022	2023E	2024E
P/S	2,9	3,9	1,8	1,5	0,9
EV/S	3,5	4,7	2,2	1,8	1,1
EV/EBITDA	9,6	4,6	4,5	4,9	2,3



Bull scenario, MSEK	2020	2021	2022	2023E	2024E
Nettoomsättning	11,2	8,3	17,9	25,4	44,9
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
Totala intäkter	25,6	28,1	33,9	36,9	56,4
Direkta försäljningskostnader	-11,3	-6,6	-8,7	-9,1	-14,3
Bruttoresultat	14,3	21,5	25,2	27,8	42,2
Bruttomarginal (adj.)	-1,1%	19,8%	51,4%	64,3%	68,3%
Övriga externa kostnader	-2,0	-3,2	-3,7	-4,7	-5,6
Personalkostnader	-7,5	-9,8	-12,9	-13,7	-14,1
Övriga rörelsekostnader	-0,7	0,0	0,0	-0,3	-0,2
EBITDA	4,1	8,5	8,6	9,2	22,3
EBITDA-marginal (adj.)	neg.	neg.	neg.	neg.	19,1%
Avskrivningar	-5,6	-8,5	-12,0	-12,3	-12,5
EBIT	-1,5	0,0	-3,4	-3,1	9,7
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
EBT	-1,6	-0,5	-4,0	-4,1	8,7
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,9
Nettoresultat	-1,6	-0,5	-4,0	-4,1	6,8
Nettomarginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Nyckeltal	2020	2021	2022	2023E	2024E
P/S	2,9	3,9	1,8	1,3	0,7
EV/S	3,5	4,7	2,2	1,5	0,9
EV/EBITDA	9,6	4,6	4,5	4,2	1,7



Bear scenario, MSEK	2020	2021	2022	2023E	2024E
Nettoomsättning	11,2	8,3	17,9	17,0	21,5
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
Totala intäkter	25,6	28,1	33,9	28,5	33,0
Direkta försäljningskostnader	-11,3	-6,6	-8,7	-7,7	-8,6
Bruttoresultat	14,3	21,5	25,2	20,8	24,4
Bruttomarginal (adj.)	-1,1%	19,8%	51,4%	54,9%	60,0%
Övriga externa kostnader	-2,0	-3,2	-3,7	-3,6	-3,8
Personalkostnader	-7,5	-9,8	-12,9	-12,9	-13,1
Övriga rörelsekostnader	-0,7	0,0	0,0	-0,5	-0,5
EBITDA	4,1	8,5	8,6	3,8	7,0
EBITDA-marginal (adj.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Avskrivningar	-5,6	-8,5	-12,0	-12,1	-12,2
EBIT	-1,5	0,0	-3,4	-8,2	-5,2
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
EBT	-1,6	-0,5	-4,0	-9,3	-6,2
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoresultat	-1,6	-0,5	-4,0	-9,3	-6,2
Nettomarginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Nyckeltal	2020	2021	2022	2023E	2024E
P/S	2,9	3,9	1,8	1,9	1,5
EV/S	3,5	4,7	2,2	2,3	1,8
EV/EBITDA	9,6	4,6	4,5	10,1	5,6



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.