

Gold Town Games



Flera värde drivare i korten

Gold Town Games AB ("Gold Town Games" eller "Bolaget") uppvissade under årets andra kvartal en fortsatt stabil utveckling med flera potentiella värde drivare i korten. Exempelvis väntas nya uppdateringar avseende Blitz i samband med att den amerikanska fotbollssäsongen startar under Q3-23, en fortsatt utveckling gällande Web3-funktionalitet i WFM samt en global lansering av BFM, vilket, i kombination med fortsatta satsningar på Bolagets största spel WHM, väntas kunna medföra en god tillväxt under kommande kvartal. Baserat på en estimerad nettoomsättning om 35 MSEK för helåret 2024, en applicerad P/S-multiplikation om 3,8x, samt en diskonteringsränta om 10 %, erhålls ett potentiellt nuvärde per aktie om 2,9 kr (2,9) i ett Base scenario.

Laggande intäkter

Under det andra kvartalet år 2023 redovisade Gold Town Games en nettoomsättning om 4,2 MSEK (5,1), motsvarande en negativ utveckling om 17 % Y-Y samt jämfört med vårt estimat om 5,1 MSEK. Skillnaden är dock i sin helhet hänförlig till en utebliven betalning om 1 MSEK för utfört arbete avseende Cricket Star Manager (CSM), till följd av avtalsförändringar. Givet detta, samt att omsättningsstillväxten Q-Q uppgick till 9 %, anser vi att utvecklingen är helt klart godkänd. Under kommande kvartal blir det fortsatt viktigt att öka aktiviteten i befintliga spel genom uppdateringar och marknadsföring, i kombination med en lyckad global lansering av BFM, för att nå vår omsättningsprognos om 22 MSEK år 2023.

Ökade intäkter i WHM och WFM

Under Q2-23 noterar vi ökade intäkter gällande Gold Town Games största speltitel, WHM, samt WFM, till följd av ökade satsningar. Beträffande WHM så gjordes i samband med ishockey-vm koordinerade insatser för ökat engagemang, vilket medförde att ca 15 000 nya spelare och bidrog med ökade intäkter. Framgent väntas nya uppdateringar av spelet, vilket väntas öka engagemanget ytterligare samt bidra med ökade intäkter. Gällande WFM antas samarbetet med Vorto Gaming avseende implementering av web3-funktioner vara en bidragande faktor till att bruttointäkten under Q2-23 ökade till ca 125 tSEK från ca 89 tSEK under föregående kvartal och att antalet nedladdningar ökade till 32 000 från 22 000. Fler web3-funktioner väntas implementeras under hösten år 2023, vilket antas öka spelets unikheter och därmed kunna öka antalet spelare och därmed intäkter framgent.

Uppdaterat värderingsintervall

Analyst Group anser att Gold Town Games fortsätter att utvecklas i en stabil takt och väljer därför att behålla våra prognoser i ett Base scenario, utöver något högre bruttokostnader till följd av höga marknadspriser för marknadsföring. Däremot, givet att omsättning och resultat var något under våra förväntningar under det andra kvartalet, har vi antagit något försiktigare finansiella prognoser samt värderingsmultiplar i ett Bear samt Bull scenario, vilket medför ett uppdaterat värderingsintervall i dessa scenarion.

VÄRDERINGSINTERVALL

Bear
0,5 kr

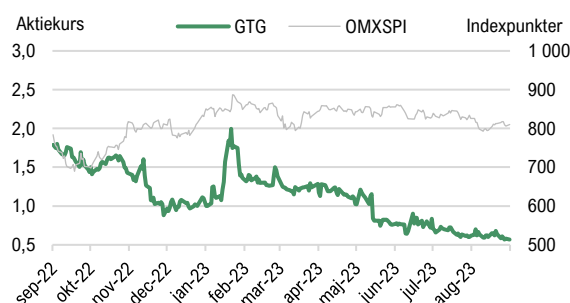
Base
2,9 kr

Bull
3,9 kr

NYCKELDATA

Senast betalt (2023-09-11)	0,57
Antal Aktier (st.)	39 071 077
Market Cap (MSEK)	22,1
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	7,8
Enterprise Value (MSEK)	29,9
Lista	NGM Nordic SME
Kvartalsrapport 3 2023	2023-11-23

KURSUUTVECKLING



HUVUDÄGARE (KÄLLA: HOLDINGS)

Vision Invest AB	18,4 %
eBlitz Group AB	5,2 %
ESSEFF Fastigheter AB	5,1 %
Nordnet Pensionsförsäkring	4,5 %
Avanza Pension	3,9 %

Prognoser (MSEK)

	2021	2022	2023E	2024E
Nettoomsättning	8,3	17,9	22,0	34,5
Bruttokostnader	-6,6	-8,7	-9,4	-13,8
Bruttoresultat¹	21,5	25,2	21,1	29,2
Bruttomarginal	19,8%	51,4%	57,2%	60,0%
Rörelsekostnader	-13,0	-16,6	-17,3	-18,5
EBITDA¹	8,5	8,6	3,8	10,7
EBITDA-marginal ²	neg.	neg.	neg.	5,1%
P/S	2,7	1,2	1,0	0,6
EV/S	3,6	1,7	1,4	0,9
EV/EBITDA	3,5	3,5	7,8	2,8
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	neg.

¹Inkl. aktiverat arbete och övriga intäkter.

²Exkl. aktiverat arbete och övriga intäkter.

Innehållsförteckning

Kommentar Q2-rapport	3-4
Investeringsidé	5
Finansiell prognos	6-8
Värdering	9
VD-intervju, Pär Hultgren	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 (Baseball Franchise Manager), vilket väntas lanseras under hösten år 2023, samt Cricket (Cricket Star Manager) 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

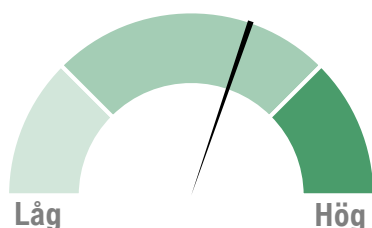
ANALYTIKER

Namn Patrik Brimedahl och Axel Ljunghammer

Telefon +46 707 992 612

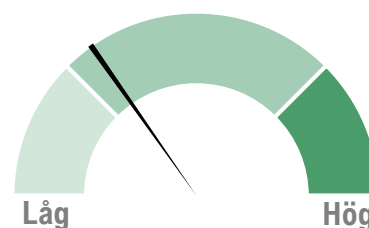
E-mail patrik.brimedahl@analystgroup.se

Värde drivare



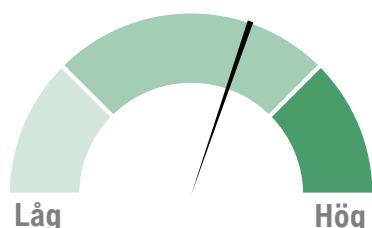
Gold Town Games har en välfylld pipeline med potentiella triggers som kan driva värdet i Bolaget. Blitz har lanserats på global nivå sedan slutet av Q4-22, varför spelet fortsatt väntas kunna stärka användarbasen, exempelvis i samband med att NFL-säsongen startar under Q3-23 då nya uppdateringar av spelet väntas släppas. Vidare väntas en global lansering av BFM under hösten år 2023, samt utveckling av ett nytt rugby-spel, WRM, vilket utgör ytterligare potentiella triggers framgent.

Lönsamhet



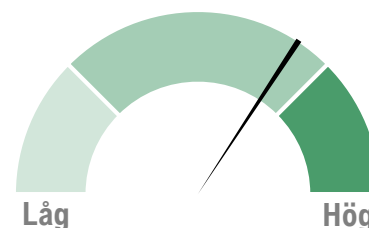
Gold Town Games har en historia av fluktuerande lönsamhet mellan svarta och röda siffror, bl.a. hänförligt till en variation i användartillväxt och engångsintäkter som bidragit under vissa kvartal, exempelvis under Q1-22 då Bolaget tillfördes ca 7,5 MSEK i samband med samarbetet med CS Games för att 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 1,8 % 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 Q2-23 om 3,7 MSEK kan ytterligare kapitalanskaffningar inte uteslutas enligt Analyst Group.

Utebliven
betalning om
1 MSEK
påverkade
omsättningen

Nettoomsättningen under Q2-23 uppgick till 4,2 MSEK (5,1) vilket motsvarar en minskning om 17 % Y-Y, samt lägre än vårt estimat om 5,1 MSEK, däremot en ökning om 9 % jämfört med föregående kvartal då omsättningen uppgick till 3,9 MSEK. Minskningen Y-Y såväl som differensen jämfört med vårt estimat är hänförlig till en utebliven betalning om 1 MSEK för utfört arbete beträffande Cricket Star Manager (CSM), vilket Gold Town Games utvecklar som ett externt projekt i samarbete med CS Games och erhåller löpande ersättning, vilket påverkade omsättningen negativt. Den uteblivna betalningen berodde på avtalsförändringar och vi väntar oss att denna tillförs bolaget under kommande kvartal.

Högre aktivitet
inom WHM och
WFM

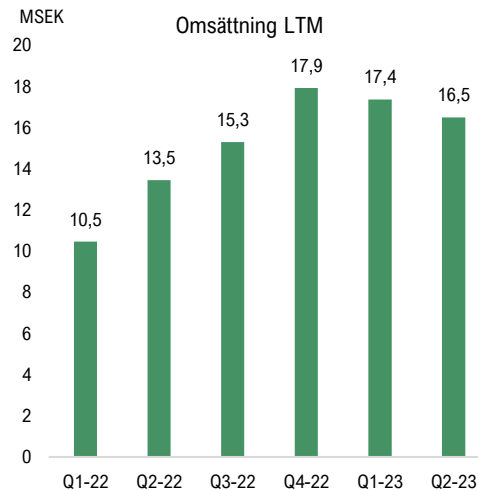
Flera positiva datapunkter kunde skönjas under det andra kvartalet avseende Gold Town Games största spel World Hockey Manager (WHM) och World Football Manager (WFM). Beträffande WHM uppvisades en högre aktivitetsnivå under Hockey-VM, något vi nämnde som en potentiell värde drivare i samband med vår förra kvartalsuppdatering och bidrog till en ökad intäkt för WHM under kvartalet jämfört med föregående kvartal. Även WFM uppvisade en positiv utveckling på flera datapunkter där både antalet dagligt aktiva användare såväl som intäkter ökade jämfört med föregående kvartal, vilket enligt Analyst Group är ett bevis på att den satsning som bolaget nu gör på spelet hittills har burit frukt. Spelet har under det senaste året prioriterats lågt då resurserna främst har allokerats mot att utveckla CSM samt Baseball Franchise Manager (BFM), vilka nu står inför lansering, men under Q2-23 tecknade Gold Town Games ett publishingavtal med Vorto Gaming för WFM, vilket antas bidragit till en positiv utveckling under kvartalet som innebar att spelet stod för 75 % av det totala antalet nedladdningar för bolaget. Gällande Blitz Football Manager (Blitz) visade det andra kvartalet ett minskat antal användare och intäkter, vilket antas vara hänförligt till färre kampanjer från bolaget samt att den amerikanska fotbollssäsongen har uppehåll under kvartalet. I samband med att säsongen startar väntas uppdateringar av spelet avseende att ge en mer visuell och inspirerande användarupplevelse, vilket kan stärka intäkterna under kommande kvartal.

Sett till kostnadsutvecklingen så var den något högre än vad vi estimerat, med en något lägre bruttomarginal samt högre externa kostnader, vilket bl.a. antas vara hänförligt till höga kostnader för marknadsföring, främst s.k. UA (user acquisition), vilket medfört att Gold Town Games istället satsar på organisk trafik och features i App Store. EBITDA-resultatet under kvartalet uppgick till 1,3 MSEK, jämfört med vårt estimat om 0,3 MSEK, vilket är hänförligt till nämnda högre kostnader samt uteblivna betalningen om 1 MSEK. 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 Q2-23.

Historiska räkenskaper och prognoser

Utfall vs prognos (MSEK)	Q2-23E	Q2-23A	Diff	MSEK
Nettoomsättning	5,1	4,2	-0,9	20
Aktiverat arbete för egen räkning	1,4	1,6	0,2	18
Övriga rörelseintäkter	0,5	0,1	-0,4	16
Totala intäkter	7,0	5,9	-1,0	14
Direkta försäljningskostnader	-2,3	-2,1	0,2	12
Bruttoresultat	4,7	3,8	-0,9	10
Bruttomarginal	67,5%	64,4%		8
Övriga externa kostnader	-1,0	-1,8	-0,8	6
Personalkostnader	-3,4	-3,4	0,0	4
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	2
EBITDA	0,3	-1,3	-1,6	0
EBITDA-marginal	4%	-22%		
Avskrivningar	-3,3	-3,4	-0,1	
EBIT	-3,0	-4,8	-1,8	
EBIT-marginal	-64%	-125%		



Källa: Bolaget samt Analyst Groups prognoser

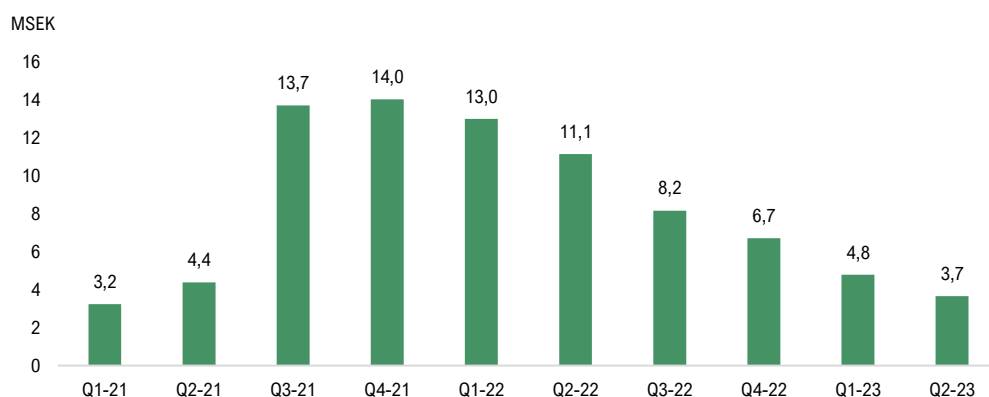
Bättre lönsamhet
väntas stärka
kassan framgent

Kassan fortsatt viktig att bevaka – effektiviseringar och spellanseringar väntas stärka lönsamheten

Kassaflödet från den löpande verksamheten efter förändringar i rörelsekapital uppgick under kvartalet till 0,4 MSEK, hänförligt till en positiv utveckling i rörelsekapital under perioden. Kvartalets totala kassaflöde uppgick till -1,1 MSEK, vilket medförde att kassan minskade till 3,7 MSEK vid utgången av Q2-23, jämfört med 4,8 MSEK vid utgången av Q1-23. Givet den minskade kassan ser vi det som fortsatt viktigt att Gold Town Games lyckas stärka lönsamheten, och därmed kassan, under kommande kvartal. Analyst Group ser positivt på att bolaget nu ser över organisationen för att identifiera potentiella effektiviseringar och leverera lönsamhet framgent, vilket, i kombination med ökad aktivitet i befintliga spel och lansering av nya spel, kan bidra till ett positivt kassaflöde och stärka kassan.

Gold Town Games kassa har minskat under det senaste året.

Kassans utveckling Q1-21-Q2-23



Källa: Bolagets räkenskaper

Avser utveckla nytt managerspel inom rugby

Efter att kvartalsrapporten presenterades meddelade Gold Town Games att Bolaget har tecknat ett LOI med Vorto Gaming om att utveckla ett rugby spel med web3-funktionalitet med arbetstiteln World Rugby Manager (WRM). Utvecklingsbudgeten väntas bli ca 8-10 MSEK för Bolaget och projektet väntas starta under Q4-23. Gällande spelutveckling kommer WRM till stor del bygga på samma spelmekanik som Blitz, vilket påvisar de synergier som kan skapas mellan Gold Town Games olika spel, något som väntas medföra en snabbare och mer kostnadseffektiv utveckling av nya spel. Vorto Gaming, vilka tidigare i samarbete med Gold Town Games har implementerat web3-funktionaliteter i WFM, kommer även ansvara för dessa delar i WRM samt ha det övergripande ansvaret för att säkra projektets finansiering medan Gold Town Games kommer inneha rättigheterna till spelet. Givet Bolagets nuvarande finansiella ställning ser vi positivt på att Vorto väntas ha det övergripande ansvaret för att säkra projektets finansiering.

Samarbete med
rugbystjärnor
väntas ge hög
räckvidd

Beträffande managerspel inom rugby så saknas det en tydlig marknadsledare, vilket också var fallet när Bolagets idag viktigaste spel, WHM, lanserades, varför det idag finns en tydlig plats på marknaden att ta för WRM. Spelet gör också att Bolaget blir mindre säsongskänsliga och erhåller en mer diversifierad intäktsbas, vilket vi ser positivt på. Vidare har Gold Town Games och Vorto tillgång till rugbystjärnor, vilket kommer underlätta såväl finansiering som lansering av det nya spelet. Således antas upplägget likna det för WHM, där hockey-legenden Wayne Gretzky agerade ambassadör. Utvecklingstiden väntas bli ca fyra månader från projektstart till *soft launch* och ytterligare några månader till en global lansering, således väntas en fullskalig lansering omkring sommaren år 2024.

Sammantaget visade Q2-rapporten en något lägre omsättning än väntat, vilket var hänförligt helt och hållet till en utebliven inbetalning avseende CSM om 1 MSEK, samtidigt som kostnaderna var något högre än väntat, bl.a. till följd av höga marknadsföringskostnader. Däremot håller Gold Town Games ett fortsatt högt operativt tempo och förbättringar avseende intäkter i både WHM och WFM kunde skönjas under kvartalet, något som väntas fortsätta under kommande kvartal. Detta, i kombination med en kommande global lansering av BFM och implementerade effektiviseringar av organisationen, väntas leda till att Gold Town Games kan leverera en god tillväxt såväl som förbättrad lönsamhet under H2-23.

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 högingtressesant, 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, vilket exempelvis utvecklingen av WRM påvisar, då det till stor del baseras på spelmekaniken i Blitz. 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 (FIHMM), vilka har lanserats globalt under år 2022, samt Baseball Franchise Manager (BFM), där en global lansering väntas under år 2023, 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 drifta 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. 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 bl.a. nu siktar på att lansera uppdateringar beträffande Blitz i samband med starten av den amerikanska fotbollssäsongen samt utveckla Web3-funktionalitet inom WFM. Givet detta anser vi att Gold Town Games kan ta en större marknadsandel under kommande kvartal. Därutöver väntas en global lansering av BFM under hösten år 2023, vilket under UA-tester har visat sig ha en låg intallationskostnad per användare, vilket, givet att den behålls låg vid lanseringen, förväntas medföra att Gold Town Games relativt snabbt kan bygga upp en större användarbas i spelet.

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 3,8x på 2024 års försäljning, samt en diskonteringsränta om 10 %, erhålls i ett Base scenario ett nuvärde per aktie om 2,9 kr.

Spelutveckling är kapitalintensivt

Spelutveckling är kapitalintensivt och Bolaget har hittills, utöver spelintäkter, finansierat sig via nyemissioner för att stärka rörelsekapitalet. Vid utgången av Q2-23 uppgick kassan till 3,7 MSEK, att jämföra med 4,8 MSEK vid utgången av Q1-23. 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, vilket, givet nuvarande aktiekurs, kan komma att medföra en större utspädning för befintliga aktieägare.



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

2024E:

Lansering av;

World Rugby 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 Franchise 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).

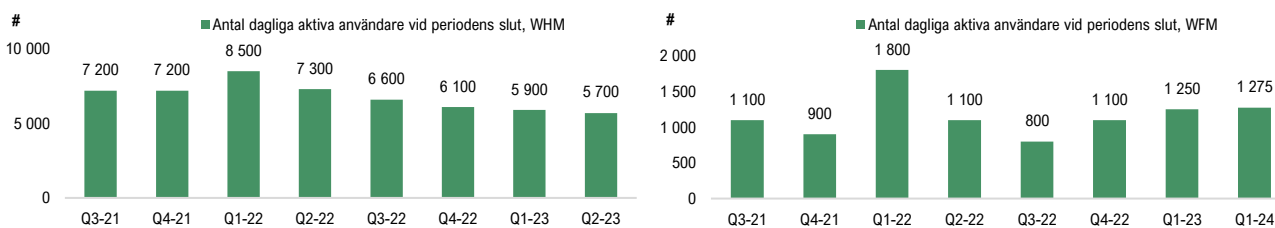
World Football Manager



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.

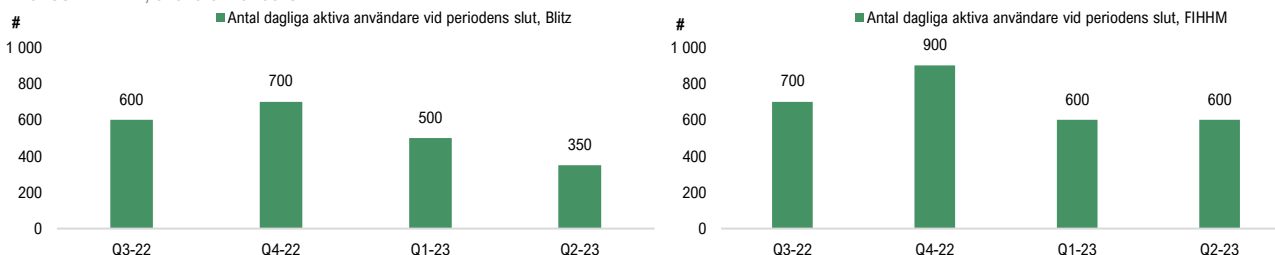
FIH Hockey Manager



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 5 700 vid utgången av Q2-23. 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. Under Hockey-VM i maj år 2023 genomfördes insatser för ett ökat engagemang, vilket medförde ett ökat antal användare såväl som intäkter. Under kommande år väntas nya uppdateringar samt en lansering av WHM 24, vilket estimeras kunna driva användartillväxten framgent.

Användartillväxt WFM: Vid inledningen av tredje kvartalet 2020 uppgick antalet dagligt aktiva unika spelare av WFM till 3 900, att jämföra med 1 275 vid utgången av Q2-23. Ett avtal med Vorto Gaming har tecknats Q2-23, där syftet med avtalet är att addera Web3 komponenter till WFM, vilket bl.a. innefattar lansering av en ny webbsida samt discordkanal för att förbättra arbetet med community och karaktärer, något som väntas stärka spelets intjäningsförmåga och unikhet och bidra med stärkta intäkter från Q3-23.

Användartillväxt Blitz: Vid utgången av Q2-23 uppgick antalet dagliga aktiva användare till 350 personer, att jämföra med 500 personer vid utgången av Q1-23. Givet att den amerikanska fotbollssäsongen är i lågsäsong under det andra kvartalet räknar vi med att spelet kan stärka intjäningen under resterande del av år 2023 i takt med att säsongen startar under september år 2023, samt att nya uppdateringar väntas i samband med detta.

Användartillväxt FIHHM: Vid utgången av Q2-23 uppgick antalet dagliga aktiva användare till 600 personer, att jämföra med 600 personer vid utgången av Q1-23. 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

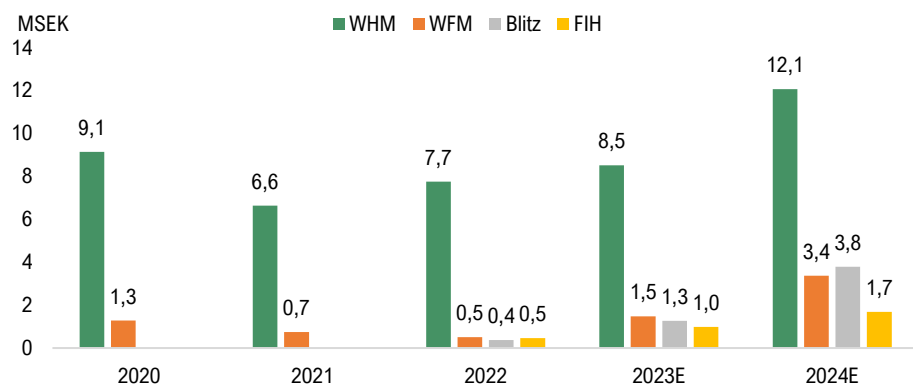
~0,20 - 0,30 USD
Estimerad
IAP/dag

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 Q2-23 uppgick den genomsnittliga bruttointäkten per dagligt aktiv och unik per spelare för WHM till 3,0 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 2,3 kr respektive 2,9 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 har varit fallet under det senaste 1,5 åren. 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.

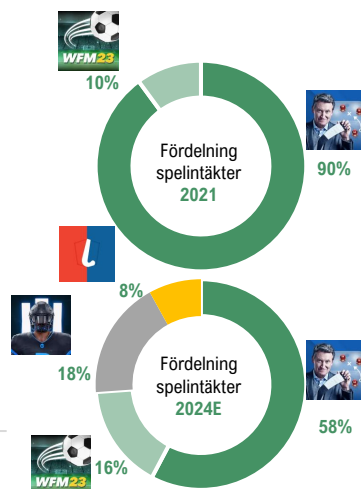
Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

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. BFM under år 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 11 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 13,3 MSEK. I takt med att Gold Town Games kommer att 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.

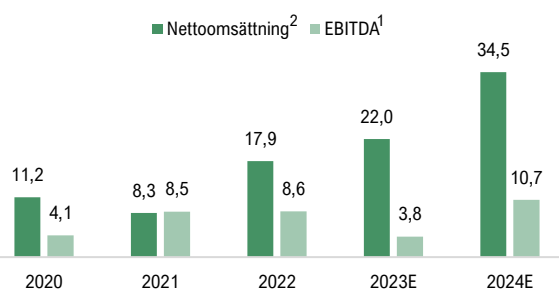


Analyst Groups prognoser

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	17,4	25,6	28,1	33,9	30,5	40
COGS	-7,5	-11,3	-6,6	-8,7	-9,4	
Bruttoresultat	9,9	14,3	21,5	25,2	21,1	30
Bruttomarginal (adj.) ²	27,6%	-1,1%	19,8%	51,4%	57,2%	20
Övriga externa kostnader	-2,8	-2,0	-3,2	-3,7	-4,1	10
Personalkostnader	-10,6	-7,5	-9,8	-12,9	-13,0	0
Övriga rörelsekostnader	0,0	-0,7	0,0	0,0	-0,2	
EBITDA	-3,5	4,1	8,5	8,6	3,8	0
EBITDA-marginal (adj.) ²	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	



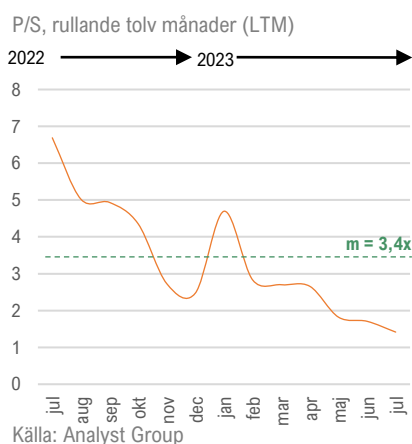
Analyst Groups prognoser ¹Inkl. aktiverat arbete och övriga intäkter. ²Exkl. aktiverat arbete och övriga intäkter.

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 ~1,5x (sett enbart till nettoomsättningen), samtidigt som genomsnittet under de senaste 12 månaderna har varit en multipel om 3,4x. Givet en målmultipel om 3,8x, således i nära linje med snittet, på 2024 års prognos om ca 35 MSEK i omsättning, motsvarar det ett bolagsvärde om ca 131 MSEK. Med hänsyn till att fler speltitlar väntas lanseras, kan detta motivera en sådan multipel, varför en P/S-multipel om 3,8x anses vara rimlig. Med en diskonteringsränta om 10 %, dagens utestående aktier och ett bolagsvärde om 131 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:

- I ett Bull scenario ökar antalet WHM-spelare i en högre takt, samtidigt som WFM kan skalas upp och nå *Proof of Concept*, och med tiden, tillsammans med WHM, konkurrera med toptitlarna i världen inom sin kategori.
- Blitz får ett stark fäste i USA genom lyckade uppdateringar och marknadsföringskampanjer i samband med att den amerikanska fotbolls-säsongen startar under Q3-23, vilket stärker spelets intjäningsförmåga.
- Den globala lanseringen av BFM blir lyckad, bl.a. genom en låg installationskostnad per användare, vilket medför att en större användarbas kan byggas upp snabbt.

Givet en omsättning om ca 43 MSEK år 2024 i ett Bull scenario, en målmultipel om P/S ~4x och en diskonteringsränta om 10 %, härleds ett nuvärde per aktie om 3,9 kr i detta scenario. Det ska noteras att prognoserna baseras på olika faktorer, vilket innebär att dessa fortfarande ska inträffa.³

3,9 KR
Per aktie i ett Bull
scenario

0,5 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 0,5 kr i ett Bear scenario.³

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



Gold Town Games presenterade nyligen Bolagets rapport för det andra kvartalet år 2023. Vad är du extra nöjd med under kvartalet och finns det något som ni hade kunnat göra bättre?

Vi är nöjda med Hockey VM kampanjen vi körde under maj, även om jag hade hoppats på att den skulle generera fler nedladdningar. Vi är också nöjda med hur samarbetet med Vorto fortlöper och ser med tillförsikt fram emot vad det kan generera i framtiden. Vad vi kan göra bättre är att öka våra intäkter, vi ska ha fler produkter som genererar mer intäkt per dag, månad och kvartal.

World Football Manager ökade intäkterna under det andra kvartalet jämfört med de tre föregående kvartalen. Hur har samarbetet med Vorto utvecklats och i vilken utsträckning är tillväxten hänförlig till den nya Web3-funktionaliteten?

Samarbetet med Vorto fungerar mycket bra, vi håller än så länge tidsplanen och det ska bli spännande att se om vi kan lyckas positionera spelet på Web3-marknaden. Den intäktsökning som skedde under kvartalet går inte direkt härleda till samarbetet med Vorto då vi där inte integrerar funktionalitet för shoppen. Kvartalets ökning beror på lite mer organisk trafik tack vare mindre features i Appstore.

De externa kostnaderna uppgick under Q2-23 till ca 1,8 MSEK, att jämföra med ca 1,1 MSEK under Q2-22. Vad ligger bakom de ökade kostnaderna?

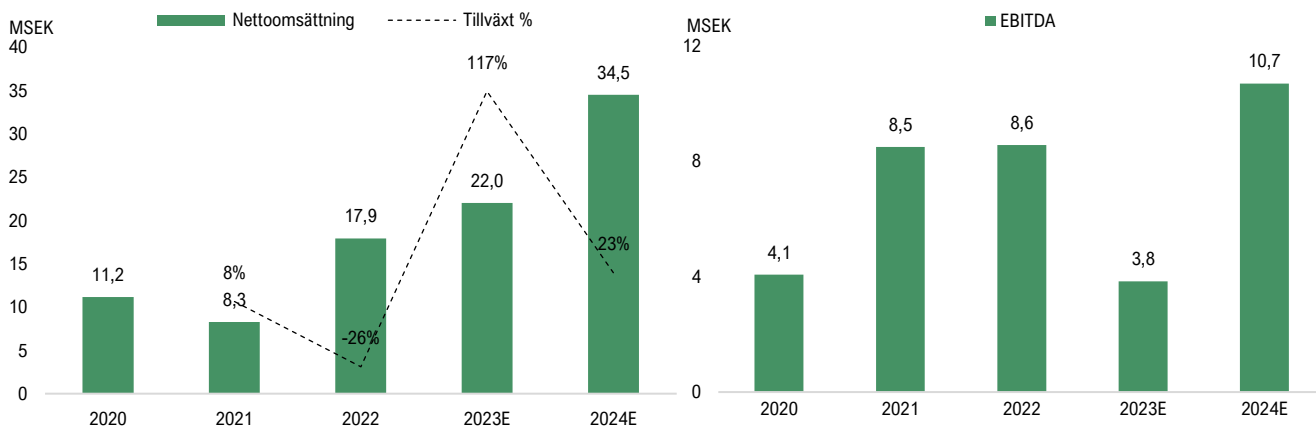
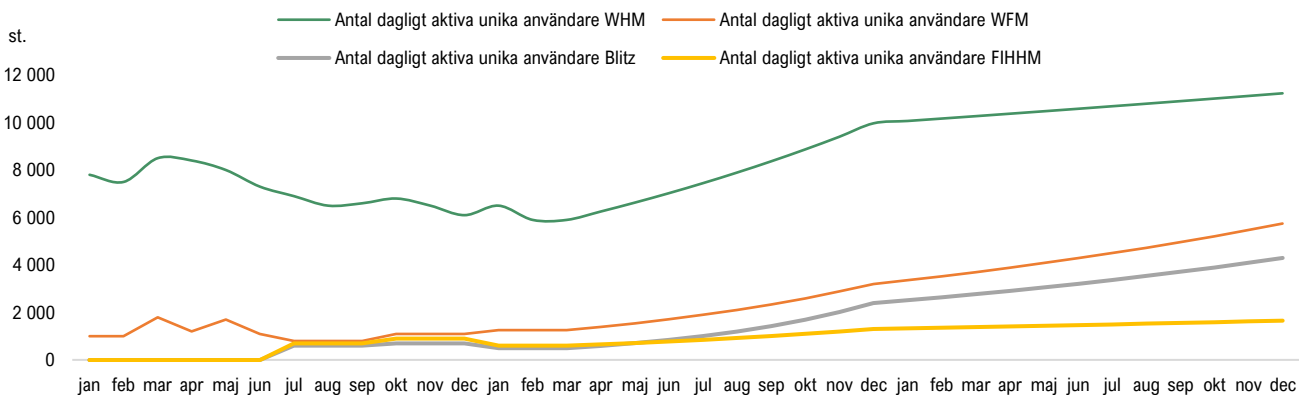
Det rör sig om en reservation för en förlust av det obetalda beloppet om 1,05 MSEK från CSG. Frånser vi det obetalda beloppet har de externa kostnaderna minskat jämfört med föregående år.

Vad skulle du vilja lyfta fram som extra intressant för investerare att bevaka gällande Gold Town Games under resterande del av år 2023?

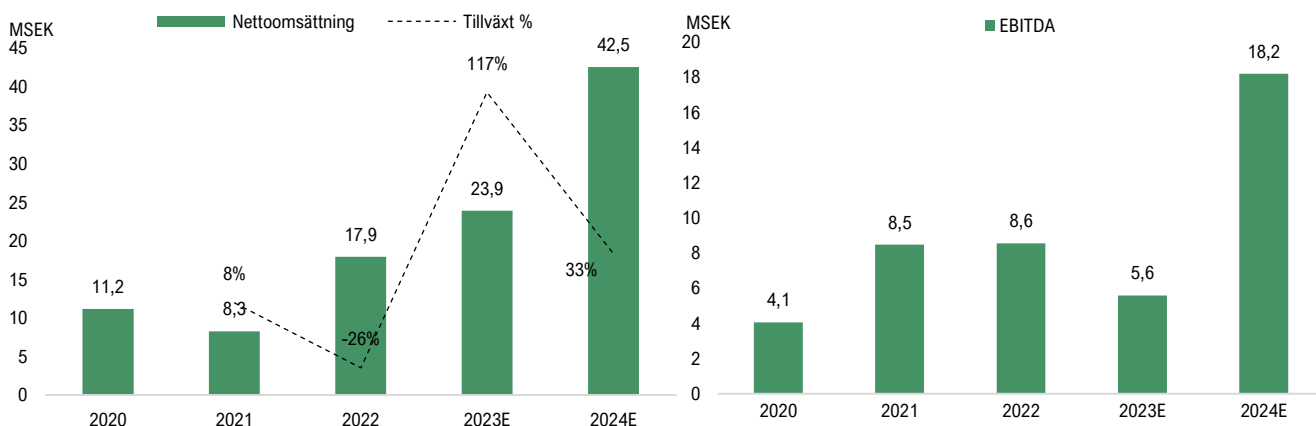
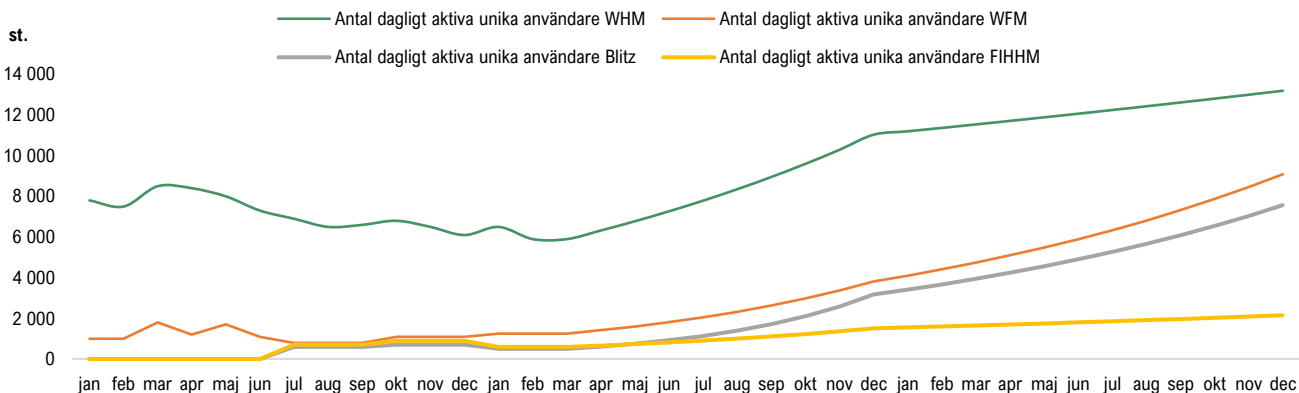
Det är primärt våra spelsläpp som är viktiga, Baseball Franchise Manager kommer att lanseras globalt och det är riktigt spännande att se hur det tas emot framför allt i USA.

Blitz Football Manager får inom några veckor en ordentlig uppdatering och förhoppningsvis kan den förbättra spelets användardata. Web3 lanseringen på World Football Manager hoppas vi kan ta nya kunder och möjligheter till spelet. Det är några av de viktiga sakerna som sker inom koncernen och förhoppningsvis kan vi också bjuda på en eller annan överraskning.

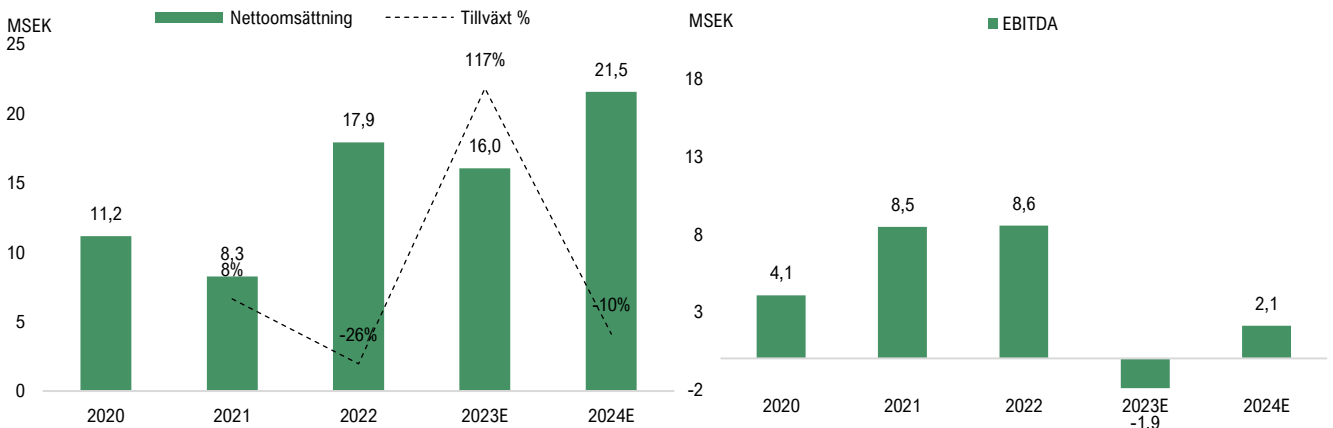
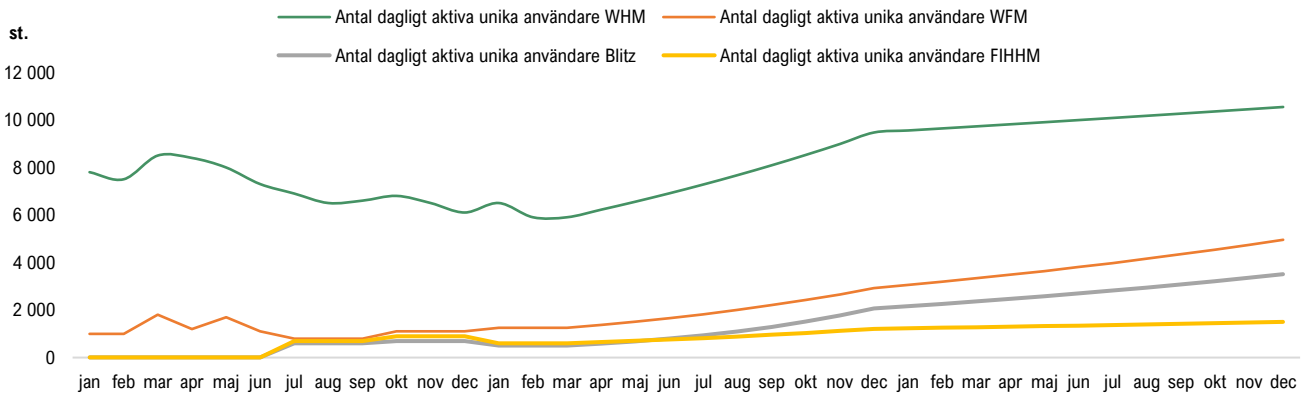
Base scenario, MSEK	2020	2021	2022	2023E	2024E
Nettoomsättning	11,2	8,3	17,9	22,0	34,5
Aktiverat arbete för egen räkning	4,8	11,2	6,4	6,5	6,5
Övriga rörelseintäkter	9,6	8,7	9,6	2,0	2,0
Totala intäkter	25,6	28,1	33,9	30,5	43,0
Direkta försäljningskostnader	-11,3	-6,6	-8,7	-9,4	-13,8
Bruttoresultat	14,3	21,5	25,2	21,1	29,2
Bruttomarginal (adj.)	-1,1%	19,8%	51,4%	57,2%	60,0%
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	3,8	10,7
EBITDA-marginal (adj.)	neg.	neg.	neg.	neg.	5,1%
Avskrivningar	-5,6	-8,5	-12,0	-12,2	-12,4
EBIT	-1,5	0,0	-3,4	-8,4	-1,8
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	-9,4	-2,8
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoresultat	-1,6	-0,5	-4,0	-9,4	-2,8
Nettomarginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Nyckeltal	2020	2021	2022	2023E	2024E
P/S	2,0	2,7	1,2	1,0	0,6
EV/S	2,7	3,6	1,7	1,4	0,9
EV/EBITDA	7,4	3,5	3,5	7,8	2,8



Bull scenario, MSEK	2020	2021	2022	2023E	2024E
Nettoomsättning	11,2	8,3	17,9	23,9	42,5
Aktiverat arbete för egen räkning	4,8	11,2	6,4	6,5	6,5
Övriga rörelseintäkter	9,6	8,7	9,6	2,0	2,0
Totala intäkter	25,6	28,1	33,9	32,4	51,0
Direkta försäljningskostnader	-11,3	-6,6	-8,7	-8,5	-13,3
Bruttoresultat	14,3	21,5	25,2	23,9	37,7
Bruttomarginal (adj.)	-1,1%	19,8%	51,4%	64,3%	68,7%
Övriga externa kostnader	-2,0	-3,2	-3,7	-4,5	-5,4
Personalkostnader	-7,5	-9,8	-12,9	-13,5	-13,9
Övriga rörelsekostnader	-0,7	0,0	0,0	-0,3	-0,2
EBITDA	4,1	8,5	8,6	5,6	18,2
EBITDA-marginal (adj.)	neg.	neg.	neg.	neg.	19,0%
Avskrivningar	-5,6	-8,5	-12,0	-12,1	-12,3
EBIT	-1,5	0,0	-3,4	-6,5	5,9
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	-7,6	4,8
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,0
Nettoresultat	-1,6	-0,5	-4,0	-7,6	3,8
Nettomarginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Nyckeltal	2020	2021	2022	2023E	2024E
P/S	2,0	2,7	1,2	0,9	0,5
EV/S	2,7	3,6	1,7	1,3	0,7
EV/EBITDA	7,4	3,5	3,5	5,3	1,6



Bear scenario, MSEK	2020	2021	2022	2023E	2024E
Nettoomsättning	11,2	8,3	17,9	16,0	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	2,0	2,0
Totala intäkter	25,6	28,1	33,9	24,5	30,0
Direkta försäljningskostnader	-11,3	-6,6	-8,7	-7,7	-8,6
Bruttoresultat	14,3	21,5	25,2	16,9	21,4
Bruttomarginal (adj.)	-1,1%	19,8%	51,4%	52,1%	60,0%
Övriga externa kostnader	-2,0	-3,2	-3,7	-5,4	-5,6
Personalkostnader	-7,5	-9,8	-12,9	-13,0	-13,2
Övriga rörelsekostnader	-0,7	0,0	0,0	-0,5	-0,5
EBITDA	4,1	8,5	8,6	-1,9	2,1
EBITDA-marginal (adj.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Avskrivningar	-5,6	-8,5	-12,0	-12,0	-12,1
EBIT	-1,5	0,0	-3,4	-14,0	-10,1
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	-15,0	-11,1
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoresultat	-1,6	-0,5	-4,0	-15,0	-11,1
Nettomarginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Nyckeltal	2020	2021	2022	2023E	2024E
P/S	2,0	2,7	1,2	1,4	1,0
EV/S	2,7	3,6	1,7	1,9	1,4
EV/EBITDA	7,4	3,5	3,5	neg.	14,3



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.