

# Gold Town Games



## Har lanserat fem intäktsbringande spel på global basis

Gold Town Games AB ("Gold Town Games" eller "Bolaget") levererade under Q3-23 en nettoomsättning om 3,7 MSEK (3,8) och ett EBITDA-resultat om 0,6 MSEK (-1,2). Under kvartalet har fokus legat på den globala lanseringen av BFM, som hittills har påvisat positiva nyckeltal, vilket har påverkat användartillväxten i befintliga spel. Framgent väntas en fortsatt uppskalning av BFM och en uppföljare till WHM, vilket möjliggörs genom en påfylld kassa från företrädesemissionen under Q4-23. Baserat på en applicerad P/S-multipel om 3,5x på den estimerade nettoomsättningen 24,7 MSEK år 2024, en diskonteringsränta om 10 %, samt antalet utestående aktier givet 80 % teckning i företrädesemissionen, erhålls ett potentiellt nuvärde per aktie om 1,4 kr (2,9) i ett Base scenario.

### ▪ Lägre försäljning än väntat under kvartalet

Gold Town Games redovisade under Q3-23 en nettoomsättning om 3,7 MSEK (3,8), motsvarande en utveckling om -1 % Y-Y och lägre än vårt estimat om 6 MSEK. Minskningen såväl som skillnaden mot vårt estimat antas vara hänförlig till en lägre organisk användartillväxt i befintliga spel än förväntat. Framgent väntas nya speltitlar stärka användarbasen men vi ser det också som viktigt att Gold Town Games kan skala upp den organiska tillväxten i befintliga spel för att stärka intäkterna.

### ▪ Effektiviseringar medförde lägre kostnader

EBITDA-resultatet uppgick under Q3-23 till 0,6 MSEK (-1,2), där förbättringen var hänförlig till effektiviseringar inom organisationen, något som bl.a. medförde att personalkostnaderna sjönk till -2,5 MSEK (-3,1). Därtill steg bruttomarginalen till 52 % (37 %) genom minskade investeringar i marknadsföring. Givet detta var EBITDA-resultatet endast 0,9 MSEK lägre än vårt estimat om 1,5 MSEK, till följd av de lägre kostnaderna.

### ▪ Fyller på kassan genom företrädesemission

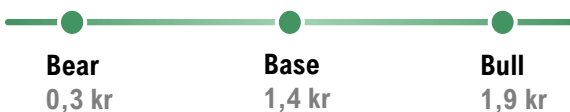
Bolaget genomför under Q4-23 en företrädesemission om 6,8 MSEK, där emissionslikviden avses användas för att fortsätta skala upp BFM samt skapandet av en uppföljare till WHM. Givet en pre-money värdering om 13,7 MSEK och att vi ser flera potentiellt värde drivande aktiviteter i korten anser vi att emissionen innebär ett intressant investeringsstillfälle. Däremot medför den senaste tidens svaga kursutveckling en större utspädning för aktieägare som inte väljer att delta i emissionen.

### ▪ Uppdaterat värderingsintervall

Givet att användartillväxten var lägre än estimerat under Q3-23 samt att minskade satsningar väntas på bl.a. FIHHM har vi sänkt våra estimat gällande användartillväxt i befintliga spel. Däremot har vi inkluderat det nyligen lanserade BFM såväl som samarbetet med Spinoff Games som väntas generera omsättning om ca 1 MSEK på årsbasis, vilket således till viss del stärker omsättningen. Likväl medför de uppdaterade prognoserna, i kombination med ett ökat antal aktier i samband med företrädesemissionen där vi antar 80 % teckning, ett uppdaterat värderingsintervall i samtliga scenarion.

<sup>1</sup>Givet ett konservativt antagande om att emissionen inte tecknas fullt utan enbart till 80 %

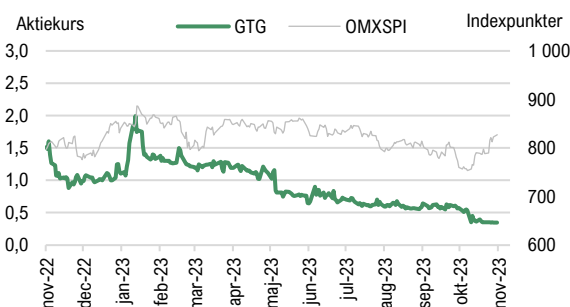
### VÄRDERINGSINTERVALL



### NYCKELDATA

Senast betalt (2023-11-20)	0,35
Antal Aktier (st.)	54 699 507 <sup>1</sup>
Market Cap (MSEK)	18,9
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	4,5 <sup>1</sup>
Enterprise Value (MSEK)	23,4
Lista	NGM Nordic SME
Bokslutskommuniké 2023	2024-02-22

### KURSENTVECKLING



### HUVUDÄGARE (KÄLLA: HOLDINGS)

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

### PROGNOSER (MSEK)

	2021	2022	2023E	2024E
Nettoomsättning	8,3	17,9	16,1	24,7
Bruttokostnader	-6,6	-8,7	-7,4	-9,9
<b>Bruttoresultat<sup>2</sup></b>	<b>21,5</b>	<b>25,2</b>	<b>16,1</b>	<b>22,3</b>
Bruttomarginal	19,8%	51,4%	53,7%	60,0%
Rörelsekostnader	-13,0	-16,6	-16,5	-16,1
<b>EBITDA<sup>2</sup></b>	<b>8,5</b>	<b>8,6</b>	<b>-0,4</b>	<b>6,3</b>
EBITDA-marginal <sup>3</sup>	neg.	neg.	neg.	neg.
P/S	2,3	1,1	1,2	0,8
EV/S	2,8	1,3	1,5	0,9
EV/EBITDA	2,8	2,7	neg.	3,7
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	neg.

<sup>2</sup>Inkl. aktiverat arbete och övriga intäkter.

<sup>3</sup>Exkl. aktiverat arbete och övriga intäkter.

## Innehållsförteckning

Kommentar Q3-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 fem spel som är lanserade globalt, World Hockey Manager, World Football Manager, Blitz Football Manager, FIH Hockey Manager samt Baseball Franchise Manager. Därtill utvecklas för närvarande ett spel inom Cricket (Cricket Star Manager) med lansering inom en snar framtid samt att Bolaget har tecknat ett LOI med Vorto Gaming om att utveckla ett managerspel inom Rugby, World Rugby Manager. Gold Town Games grundades år 2015 i Skellefteå och år sedan år 2016 noterade på NGM Nordic SME.

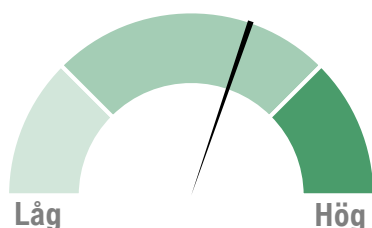
### VD OCH ORDFÖRANDE

Verkställande Direktör	Pär Hultgren
Styrelseordförande	Maria Lidström

### ANALYTIKER

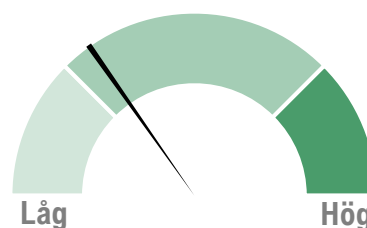
Namn	Patrik Brimedahl och Axel Ljunghammer
Telefon	+46 707 992 612
E-mail	patrik.brimedahl@analystgroup.se

### Värde drivare



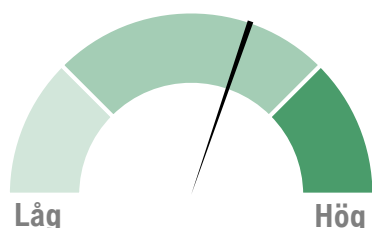
Gold Town Games har en välfylld pipeline med potentiella triggers som kan driva värdet i Bolaget. Under Q3-23 lanserades BFM på global nivå, vilket visat på positiva nyckeltal avseende installationskostnad och konvertering till köp under de inledande månaderna. Vidare väntas en global lansering av BFM under hösten år 2023, samt utveckling av ett nytt rugby-spel, WRM, vilket utgör ytterligare potentiella triggers framgent.

### Lönsamhet



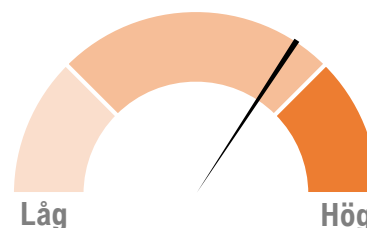
Gold Town Games har en historia av fluktuerande lönsamhet mellan svarta och röda siffror, bl.a. hänförligt till en variation i användartillväxt och engångsintäkter som bidragit under vissa kvartal, exempelvis under Q1-22 då Bolaget tillfördes ca 7,5 MSEK i samband med samarbetet med CS Games för att 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. Detta är dock före företrädesemissionen om 6,8 MSEK där VD Pär och styrelseledamöter Leif Rehnström och Tomas Alexandersson har tecknat teckningsförbindelser om totalt 139 TSEK.

### 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 att kassan förväntas stärkas genom en företrädesemission om 6,8 MSEK under Q4-23 minskar den finansiella risken i Bolaget.

Något lägre omsättning än väntat

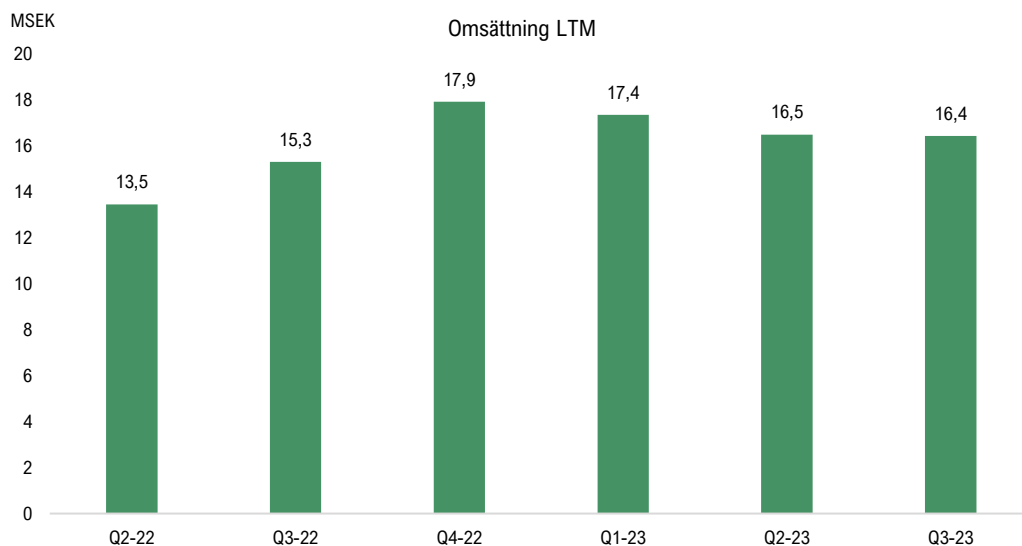
Nettoomsättningen under Q3-23 uppgick till 3,7 MSEK (3,8), motsvarande en minskning om 1 % Y-Y, vilket var lägre än våra förväntningar om 6 MSEK. Sett till utvecklingen Q-Q så minskade omsättningen med 12 % från 4,2 MSEK. Utvecklingen antas vara hänförlig till att bolaget under kvartalet haft stort fokus på att lansera Baseball Franchise Manager (BFM) globalt, vilket slutfördes i andra halvan av september. Således har befintliga spel prioriterats lägre under kvartalet samtidigt som mindre investeringar gjorts i marknadsföring, vilket påverkar omsättningen. Därmed har omsättningen under Q3-23 genererats genom existerande användare i stor utsträckning.

Flera potentiella värde drivare i korten

Sedan lanseringen av BFM har lovande användardata uppvisats gällande konvertering till köp samt installationskostnad, vilket är lovande inför en kommande uppskalning. Därtill väntas ett nytt hockeyspel lanseras under slutet av år 2024, baserat på Gold Town Games WXM-plattform samt som lärdomar från lanseringen av BFM kan bidra till ökad förståelse och intäktsgenerering. Givet att bolagets nuvarande största, såväl som första, World Hockey Manager (WHM) är ett hockey-spel så anser Analyst Group att Gold Town Games besitter en gedigen kunskap kring mobilspel för sporten samt innehar en stor databas för användare av hockeyspel, vilket väntas öka chanserna för en lyckad lansering som kan driva tillväxten framgent.

**Nettoomsättningen har stagnerat något under de senaste kvartalen men där vi förväntar oss en starkare tillväxt framgent genom fortsatta satsningar på BFM, ett nytt hockey-spel och stärkt intjäningsförmåga på befintliga spel.**

Historisk omsättning (LTM)



Källa: Bolaget samt Analyst Groups prognoser

52 %  
Bruttomarginal

Sett till kostnadsutvecklingen så var den lägre än vad vi estimerat. Personalkostnaderna sjönk till -2,5 MSEK (-3,1) och de externa kostnaderna till -0,8 MSEK (-1) samtidigt som Gold Town Games uppvisade en förbättrad bruttomarginal, justerat för aktiverat arbete och övriga rörelseintäkter, om 52 % (37 %). Den förbättrade bruttomarginalen antas vara hänförlig till minskade investeringar i marknadsföring samtidigt som de minskade rörelsekostnaderna antas vara hänförligt till den effektivisering av organisationen som tidigare kommunicerats, vilket vi ser som en viktig del i att nå positivt kassaflöde och som nu bär frukt. Till följd av kostnadsminskningarna förbättrades EBITDA-resultatet till 0,6 MSEK, motsvarande en marginal om 15 %. Det ska dock nämnas att Gold Town Games redovisar aktiverat arbete om 1,8 MSEK under kvartalet, justerat för detta var EBITDA-marginalen negativ. Med organisationseffektiviseringar på plats blir det nu viktigt för Gold Town Games att skala upp försäljningen, både genom befintliga och nya spel, för att nå ett uthålligt positivt kassaflöde.

52 %  
Tecknings-  
förbindelser från  
storägare och  
ledning

## Genomför företrädesemission om 6,8 MSEK

Efter utgången av det tredje kvartalet år 2023 meddelade Gold Town Games att bolaget genomför en företrädesemission om 6,8 MSEK. Teckningskursen uppgår till 0,35 SEK per aktie, motsvarande en pre-money värdering om 13,7 MSEK. Företrädesemissionen har säkerställts till 52 % genom teckningsförbindelser om 3,55 MSEK från de två största befintliga ägarna samt bolagets personal och ledning.

I vår senaste aktieanalys avseende Gold Town Games betonade vi vikten av att stärka lönsamheten genom en kostnadseffektiv uppskalning av försäljningen för att således stärka rörelsekapitalet. Givet att Gold Town Games har flera potentiellt värdedrivande aktiviteter i korten väljer bolaget i stället att stärka kassan genom en företrädesemission för att således kunna fortsätta i ett fortsatt högt operativt tempo. Emissionslikviden avses användas till en fortsatt uppskalning av det nyligen globalt lanserade spelet BFM, där installationskostnaden sedan lansering har varit låg, vilket i kombination med en påfylld kassa kan möjliggöra en acceleration av kundanskaffning under H1-24. Därtill förväntas lärdomar ha dragits från lanseringen av BFM vilka kan appliceras på övriga spel. WHM väntas få en uppföljare under år 2024 med funktioner och lärdomar från BFM, för att således vinna ytterligare marknadsandelar inom ishockeyspel i mobilen. Vidare förväntas fortsatta satsningar på World Football Manager (WFM), ett tecknat avtal med Spinoff Games gällande löpande arbete med marknadsföring, grafiskdesign och LiveOps för mobilspelet Disc Golf Valley, samt att Gold Town Games har tecknat ett LOI med Vorto Gaming om att utveckla ett rugbyspel med web3-funktionalitet med arbetstiteln World Rugby Manager (WRM).

Analyst Group ser positivt på att Gold Town Games nu stärker kassan för att fortsätta förbättra intjäningsförmågan på bred front genom nämnda aktiviteter. Givet detta samt en pre-money värdering om 13,7 MSEK anser vi att erbjudandet är attraktivt. Däremot medför den senaste tidens svaga kursutveckling samt nuvarande kyliga marknadsklimat för kapitalanskaffningar en större utspädning om 33 % för befintliga aktieägare som väljer att inte delta i företrädesemissionen.

**Sammantaget** visade Gold Town Games en lägre omsättning såväl som kostnader än estimerat, vilket sammantaget medförde ett EBITDA-resultat något under våra förväntningar. Under de kommande kvartalen blir utvecklingen av den globala lanseringen av BFM intressant att följa, vilken hittills har visat positiva datapunkter beträffande konvertering till köp och en låg installationskostnad. Därtill fortsätter bolaget arbeta på bred front att stärka intjäningsförmågan både i befintliga spel och genom externa samarbeten, vilket, i kombination med en lägre kostnadsbas genom effektiviseringar i organisationen, estimeras stärka lönsamheten.

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 högentressant, 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 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 topptitlarna 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 (FIHMH), vilka har lanserats globalt under år 2022, samt Baseball Franchise Manager (BFM), som lanserades globalt 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 Spinoff Games gällande löpande arbete med marknadsföring, grafikdesign och LiveOps för mobilspelet Disc Golf Valley, vilket bidrar med ytterligare en intäktskälla. Med fler spel och externa avtal 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. Fokus nu är fortsatt att vässa befintliga spel och uppnå ännu bättre KPI:er, t.ex. i termer av antal aktiva användare, intjäning per användare m.m., där Bolaget bl.a. nu siktar på att lansera BFM på Google Play samt fortsätta förbättra spelet tills säsongstarten av MLB i Q1-24. Givet detta anser vi att Gold Town Games kan ta en större marknadsandel under kommande kvartal. Därutöver väntas en uppföljare till WHM i slutet av år 2024, där Bolagets goda kunskap om marknaden för ishockey-spel väntas utgöra en fördel som kan medföra ett lyckat spel. WHM är Gold Town Games största titel historiskt med över 50 MSEK i intäkter sedan lansering.

## Sammanfattning av prognos och värdering

I ett Base scenario estimeras nettoomsättningen uppgå till 16,1 MSEK år 2023 och därefter, på de befintliga fyra spelen, inklusive annonsintäkter och samarbetet med Spinoff Games gällande Disc Golf Valley, öka till ca 24,1 MSEK år 2024. Det motsvarar således en CAGR om ca 44 % från 2021, samtidigt som utrymme finns för upprevidering givet de resterande speltitlarna. Baserat på en målmultipel om P/S 3,5x på 2024 års försäljning om 24,1 MSEK, samt en diskonteringsränta om 10 %, erhålls i ett Base scenario ett nuvärde per aktie om 1,4 kr.

## Stärker kassan genom företrädesemission

Spelutveckling är kapitalintensivt och Gold Town Games har hittills, utöver spelintäkter, finansierat Bolaget via nyemissioner för att stärka rörelsekapitalet. Under Q4-23 genomför Gold Town Games en företrädesemission om 6,8 MSEK för att stärka kassan och fortsätta uppskalningen av BFM samt utveckla en uppföljare till WHM. Analyst Group ser positivt på att Gold Town Games nu stärker kassan för att fortsätta förbättra intjäningsförmågan på bred front genom nämnda aktiviteter. Givet detta samt en pre-money värdering om 13,7 MSEK anser vi att erbjudandet är attraktivt. Däremot medför den senaste tidens svaga kursutveckling samt nuvarande kyliga marknadsklimat för kapitalanskaffningar en större utspädning om 33 % för befintliga aktieägare som väljer att inte delta i företrädesemissionen.



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

Uppföljare till WHM

De finansiella prognoserna i Base-, Bull- och Bear-scenario utgår från åren 2023-2024 där de idag fem globalt lanserade spelen World Hockey Manager, World Football Manager, Blitz Football Manager, FIH Hockey Manager och Baseball Franchise Manager utgör de primära finansiella drivarna, tillsammans med hänförliga annonsintäkter och andra externa uppdrag. Utöver nämnda spel förväntas Cricket Star Manager lanseras under år 2023 följt av en uppföljare till WHM under slutet av år 2024. 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).

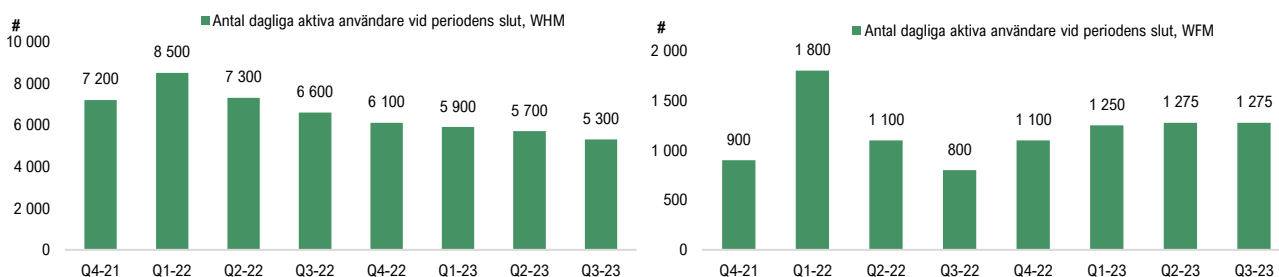
## World Football Manager



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



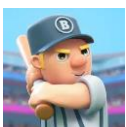
Amerikansk fotboll är till synes på ytan en tuff och fysisk kraftmätning men på insidan, känt som den mest strategiskt nyanserade och taktiska kampen i idrottsvärlden. Detta skapar förutsättningar att bli den nästa stora genren inom mobila sportmanager-spel.

## 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 mediekanaler, vilket gör att Gold Town Games på ett effektivt sätt kan nå många av sportens fans.

## Baseball Franchise Manager



Baseball har sitt ursprung i USA men har över tid vuxit sig till en populär sport i flera länder världen över. Sporten har en hög grad av taktik med mycket fokus på statistik, vilket gör att den anses lämpa sig väl för managerspel. Därtill anses konkurrensen på marknaden vara begränsad, vilket ses som en fördel för att kunna attrahera användare.

### Användartillväxt och omsättningsprognos

**Användartillväxt WHM:** Vid utgången av tredje kvartalet år 2023 uppgick antalet dagligt aktiva unika spelare av WHM till 5 100, Genom de enkäter som genomfördes under föregående kvartal har ett antal funktioner förbättrats under Q3-23, bl.a. erbjuds en prenumeration för att slippa den riktade reklamen i appen och istället få alla fördelar direkt. Vidare förväntas en uppföljare till WHM lanseras under Q4-24, vilket förväntas stärka antal användare därefter.

**Användartillväxt WFM:** Vid utgången av tredje kvartalet år 2023 uppgick antalet dagligt aktiva unika spelare av WFM till 1 000. Bolaget har under Q3-23 adderat Web3 komponenter till WFM, vilket bl.a. innefattar lansering av en ny webbsida samt discordkanal för att förbättra arbetet med community och karaktärer. Under de kommande kvartalen förväntas anskaffandet av nya spelare intensifieras för att växa inom web3 communityt och bredda målgruppen, vilket förväntas stärka användartillväxten.

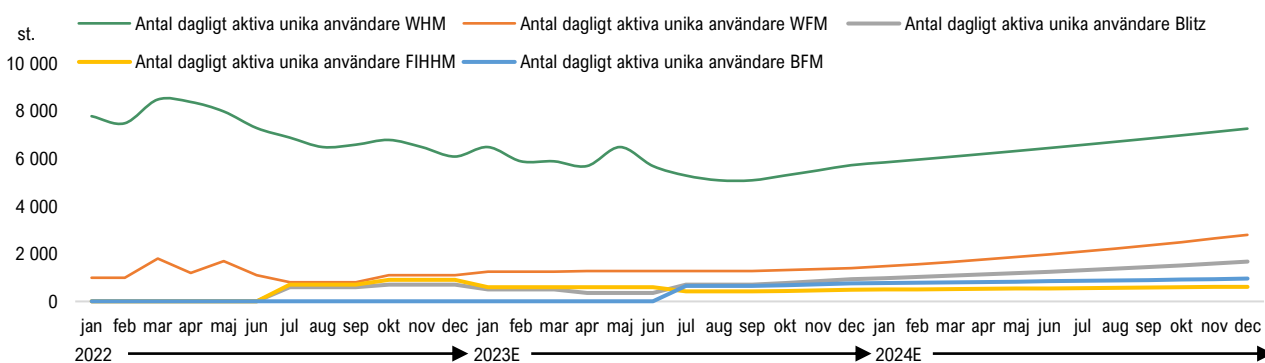
**Användartillväxt Blitz:** Vid utgången av Q3-23 uppgick antalet dagliga aktiva användare till 700 personer, att jämföra med 350 personer vid utgången av Q2-23. Under kommande kvartal väntas Blitz prioriteras ned, varför vi inte räknar med någon stor användartillväxt. På sikt väntas dock användartillväxten kunna stärkas genom att spelet når sportens epicentrum, USA, genom fortsatt vidareutveckling och marknadsföring.

**Användartillväxt FIHHM:** Vid utgången av Q3-23 uppgick antalet dagliga aktiva användare till 420 personer, att jämföra med 600 personer vid utgången av Q2-23. Spelet estimeras fortsatt prioriteras ned då den organiska tillväxten varit lägre än förväntat. Detta medför att vi estimerar en begränsad användartillväxt i spelet under prognosperioden.

**Användartillväxt BFM:** BFM lanserades globalt i Q3-23 på Appstore och sedan dess har spelet uppvisat en låg installationskostnad per användare samt god konvertering till köp. Under de kommande kvartalen väntas en lansering även på Google play, vilket förväntas medföra ännu lägre installationskostnad. Därtill en uppskalning i samband med att USA:s Baseballiga, MLB, startar i Q1-24.

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

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



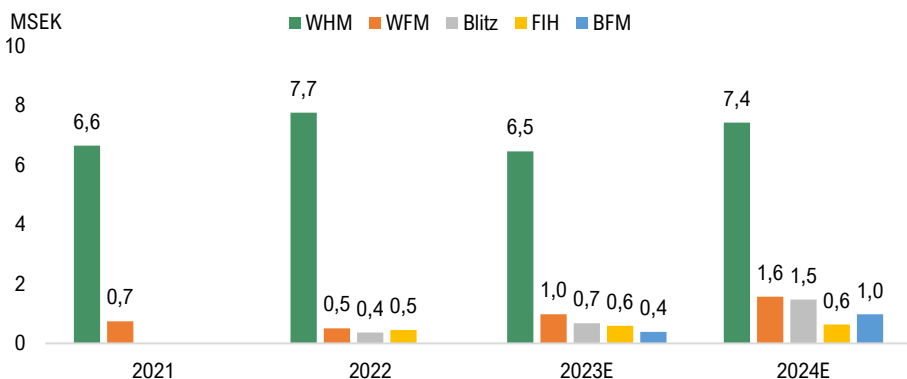
Analyst Groups prognoser

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 2,8 kr per dag, och för WFM, enligt Analyst Groups uppskattning, till omkring 1,4 kr per dag. Samma bruttointäkt för Blitz och FIHHM uppgick till omkring 1,3 kr respektive 3,7 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 starkt dollar får 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 och intäkter från externa uppdrag, vilket vi inkluderar i våra estimat.

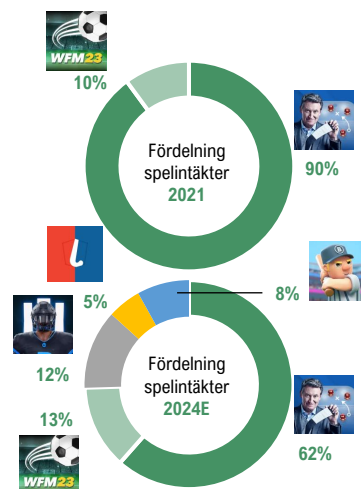
~0,20 - 0,30 USD  
Estimerad  
IAP/dag

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

Total intäkter från inkluderade spel och intäktsfördelning, 2021-2024E



Analyst Groups prognoser



### W3XM-plattformen ger starka synergier

Alla fem spel som förnärvarande är lanserade på global basis 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. uppföljaren till WHM under år 2024, 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 12,7 MSEK. Under år 2023 har Gold Town Games optimerat personalstyrkan, vilket har medfört minskade personalkostnader, något som förväntas ge full effekt under helåret 2024, samtidigt som omsättningen samtidigt förväntas växa genom organisk användartillväxt och lansering av nya spel, vilket medför förbättrad lönsamhet. Detta blir tydligt på 2024 års prognos, där vi estimerar att personalkostnaderna står för -49 % av omsättningen, att jämföra med 77 % 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 25 % av omsättningen år 2023 för att sedan sjunka till 15 % år 2024.

### Personal estimeras utgöra störst andel av de fasta kostnaderna

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



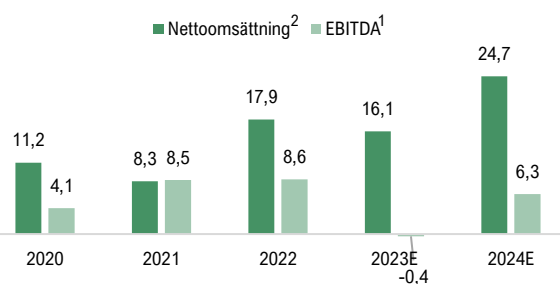
Analyst Groups prognoser



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 <sup>1</sup>	17,4	25,6	28,1	23,6	32,2	30
COGS	-7,5	-11,3	-6,6	-7,4	-9,9	25
<b>Bruttoresultat</b>	<b>9,9</b>	<b>14,3</b>	<b>21,5</b>	<b>16,1</b>	<b>22,3</b>	20
Bruttomarginal (adj.) <sup>2</sup>	27,6%	-1,1%	19,8%	53,7%	60,0%	15
Övriga externa kostnader	-2,8	-2,0	-3,2	-4,0	-3,8	10
Personalkostnader	-10,6	-7,5	-9,8	-12,4	-12,1	5
Övriga rörelsekostnader	0,0	-0,7	0,0	-0,1	-0,2	0
<b>EBITDA</b>	<b>-3,5</b>	<b>4,1</b>	<b>8,5</b>	<b>-0,4</b>	<b>6,3</b>	-5
EBITDA-marginal (adj.) <sup>2</sup>	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	



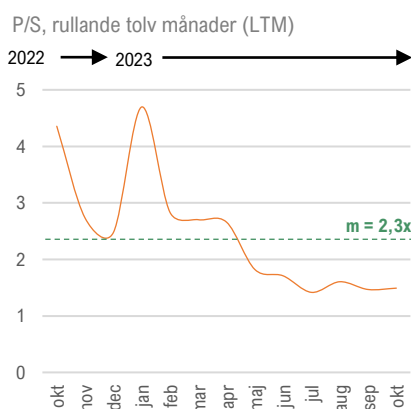
Analyst Groups prognoser <sup>1</sup>Inkl. aktiverat arbete och övriga intäkter. <sup>2</sup>Exkl. aktiverat arbete och övriga intäkter.

### Värdering: Base scenario

Avseende de fem befintliga spelen estimeras Gold Town Games uppvisa en tillväxt omkring 44 % (CAGR) under åren 2021-2024, och samtidigt stärka lönsamheten under kommande år. Eftersom vi estimerar en relativt hög tillväxt utgår värderingen från försäljningen. LTM värderas Gold Town Games till P/S ~1,1x (sett enbart till nettoomsättningen), samtidigt som genomsnittet under de senaste 12 månaderna har varit en multipel om 2,3x. Givet en målmultipel om 3,5x på 2024 års prognos om ca 25 MSEK i omsättning, motsvarar det ett bolagsvärde om ca 87 MSEK. Med hänsyn till att fler speltitlar väntas lanseras, kan detta motivera en sådan multipel, varför en P/S-multipel om 3,5x anses vara rimlig. Med en diskonteringsränta om 10 %, antalet utestående aktier givet 80 % teckning i företrädesemissionen och ett bolagsvärde om 87 MSEK år 2024, ger det ett potentiellt nuvärde per aktie om 1,4 kr i ett Base scenario.

**1,4 KR**  
Per aktie i ett  
Base scenario

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



Källa: Analyst Group

### 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, vilket stärker spelets intjäningsförmåga.
- BFM fortsätter uppvisa positiva nyckeltal, bl.a. genom en låg installationskostnad per användare och god konvertering till köp, vilket medför högre intäkter. Därtill förväntas användarbasen stärkas i samband med att MLB startar i Q1-24.

Givet en omsättning om ca 29 MSEK år 2024 i ett Bull scenario, en målmultipel om P/S ~4x och en diskonteringsränta om 10 %, härleds ett nuvärde per aktie om 1,9 kr i detta scenario. Det ska noteras att prognoserna baseras på olika faktorer, vilket innebär att dessa fortfarande ska inträffa.<sup>3</sup>

### Bear scenario

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

- Intäktsmässigt är det fortfarande WHM som "bär" Bolaget och övriga speltitlar. Om WHM inte kommer upp i högre volym, eller rent av tappar, blir den ekonomiska konsekvensen negativ vilket i sin tur skulle kunna få en negativ effekt även på WFM och andra titlar, då ett sådant läge begränsar Bolagets resurser.
- Det kan då dröja med lansering/uppskalning av andra titlar, samtidigt som befintliga intäkter inte kan täcka de fasta kostnaderna, vilket gör att likviditeten äts upp.
- Ytterligare 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 18 MSEK i omsättning samt en diskonteringsränta om 10 %, motiveras ett nuvärde per aktie om 0,3 kr i ett Bear scenario.<sup>3</sup>

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



**Gold Town Games presenterade nyligen Bolagets rapport för det tredje kvartalet år 2023. Hur skulle du vilja sammanfatta kvartalet?**

Vi har fokuserat på att färdigställa Baseball Franchise Manager till global lansering men också att integrera web3 i World Football Manager.

Det är viktigt för oss att investera i produkterna med målsättningen att framförallt förbättra retention vilket i sin tur ger oss förutsättningar öka antalet användare, omsättning och avkastning,

**Ni genomför just nu en företrädesemission om 6,8 MSEK. Vad avser ni använda emissionslikviden till?**

Emissionsbeloppet ska användas till att publicera Baseball Franchise Manager, skala upp marknadsföringen och på så sätt bygga ett starkare kassaflöde från produkten.

Resterande del av beloppet ska användas till att producera en uppföljare till World Hockey Manager, en ny hockeytitel som är enklare och snabbare att ta till sig som hockeyfan. Den nya hockeytiteln ska göra att vi kan ta allt större andelar av spelmarknaden inom hockey.

**I samband med emissionen har ni använt lönsamhet år 2024 som en tydlig ledstjärna. Vilka blir viktiga faktorer för att nå detta?**

Retention i produkterna, den första nyckeln är att öka kundbehållningen, att fler användare fortsätter att spela produkterna i fler dagar. Spelar de vidare efter sju dagar har vi goda chanser att behålla dom länge och vi vet att många användare som stannar över tid genererar intäkter. Utöver intäktsidan behöver vi också göra smarta besparingar, optimera kostnader för servrar, tjänster och personal.

**Avslutningsvis, kan du nämna tre anledningar till att Gold Town Games är en bra investering idag?**

Teamet - Hög potential - Roligt

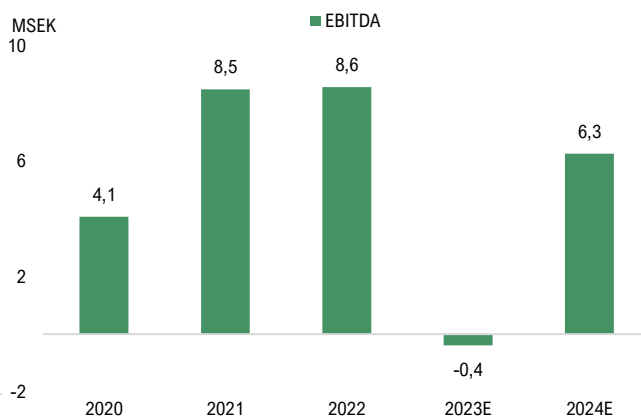
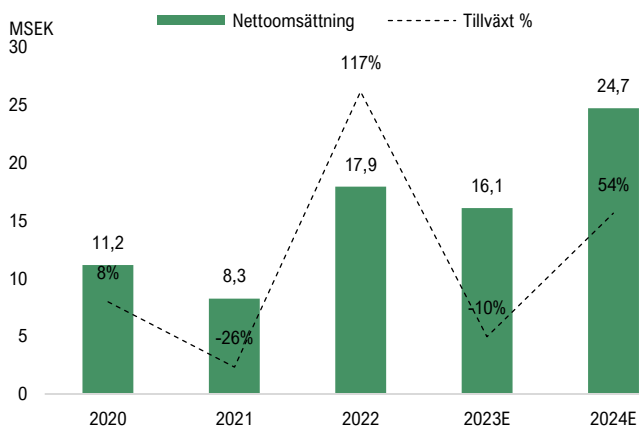
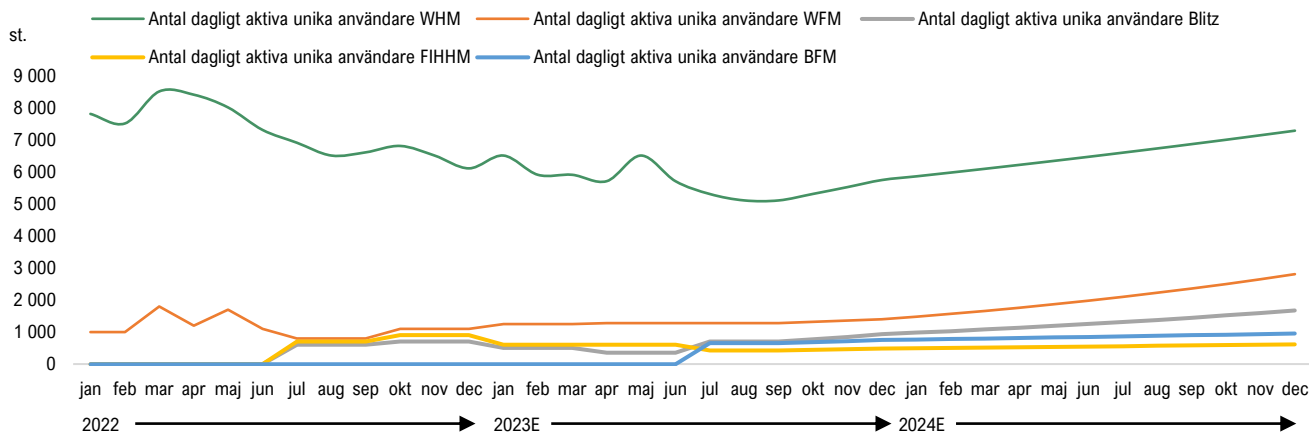
Teamet, GTG har många duktiga medarbetare som tillsammans har en bra mix av kunskaper och erfarenhet. Jag tycker att vi hela tiden tar steg framåt i det vi gör, blir bättre och bättre på att bygga starka produkter. Förhoppningsvis kan vi få bättre avkastning från befintliga titlar men också skapa ett riktigt bra nytt hockeyspel som tillsammans generera avkastning.

Hög potential, Gold Town Games har låg värdering med möjlighet till en hög uppsida då produkterna distribueras globalt till väldigt många möjliga kunder.

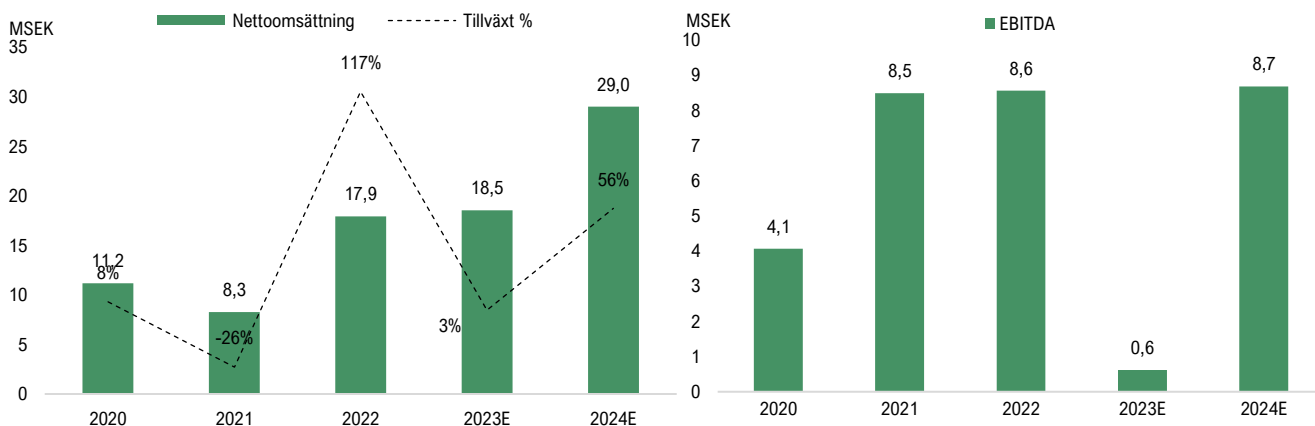
Roligt, spel och sport är underhållningsprodukter, det är enkelt och förhoppningsvis även underhållande att följa bolagets produkter som konsument.

21:a November 2023

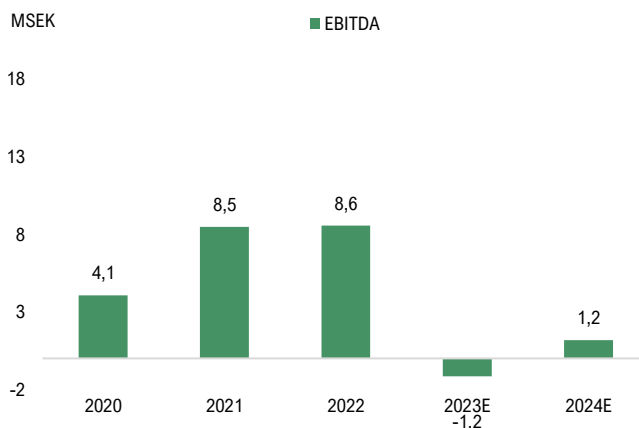
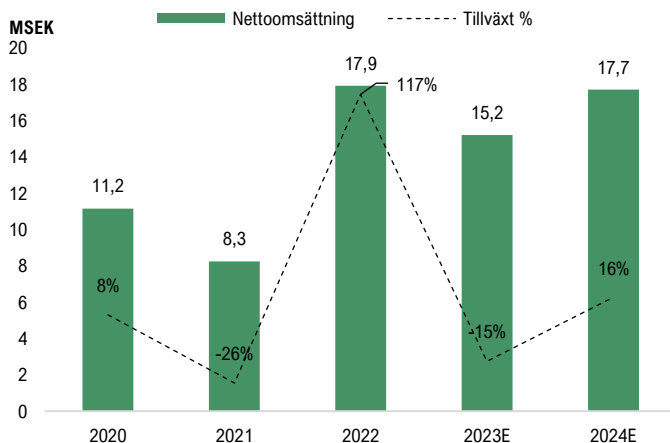
Base scenario, MSEK	2020	2021	2022	2023E	2024E
Nettoomsättning	11,2	8,3	17,9	16,1	24,7
Aktiverat arbete för egen räkning	4,8	11,2	6,4	6,5	6,5
Övriga rörelseintäkter	9,6	8,7	9,6	1,0	1,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>25,6</b>	<b>28,1</b>	<b>33,9</b>	<b>23,6</b>	<b>32,2</b>
Direkta försäljningskostnader	-11,3	-6,6	-8,7	-7,4	-9,9
<b>Bruttoresultat</b>	<b>14,3</b>	<b>21,5</b>	<b>25,2</b>	<b>16,1</b>	<b>22,3</b>
Bruttomarginal (adj.)	-1,1%	19,8%	51,4%	53,7%	60,0%
Övriga externa kostnader	-2,0	-3,2	-3,7	-4,0	-3,8
Personalkostnader	-7,5	-9,8	-12,9	-12,4	-12,1
Övriga rörelsekostnader	-0,7	0,0	0,0	-0,1	-0,2
<b>EBITDA</b>	<b>4,1</b>	<b>8,5</b>	<b>8,6</b>	<b>-0,4</b>	<b>6,3</b>
EBITDA-marginal (adj.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Avskrivningar	-5,6	-8,5	-12,0	-13,7	-13,8
<b>EBIT</b>	<b>-1,5</b>	<b>0,0</b>	<b>-3,4</b>	<b>-14,1</b>	<b>-7,6</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	-1,0	-1,0
<b>EBT</b>	<b>-1,6</b>	<b>-0,5</b>	<b>-4,0</b>	<b>-15,1</b>	<b>-8,6</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>-15,1</b>	<b>-8,6</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	1,7	2,3	1,1	1,2	0,8
EV/S	2,1	2,8	1,3	1,5	0,9
EV/EBITDA	5,7	2,8	2,7	neg.	3,7



Bull scenario, MSEK	2020	2021	2022	2023E	2024E
Nettoomsättning	11,2	8,3	17,9	18,5	29,0
Aktiverat arbete för egen räkning	4,8	11,2	6,4	6,5	6,5
Övriga rörelseintäkter	9,6	8,7	9,6	1,0	1,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>25,6</b>	<b>28,1</b>	<b>33,9</b>	<b>26,0</b>	<b>36,5</b>
Direkta försäljningskostnader	-11,3	-6,6	-8,7	-8,2	-10,9
<b>Bruttoresultat</b>	<b>14,3</b>	<b>21,5</b>	<b>25,2</b>	<b>17,8</b>	<b>25,6</b>
Bruttomarginal (adj.)	-1,1%	19,8%	51,4%	55,7%	62,3%
Övriga externa kostnader	-2,0	-3,2	-3,7	-4,2	-4,1
Personalkostnader	-7,5	-9,8	-12,9	-12,8	-12,5
Övriga rörelsekostnader	-0,7	0,0	0,0	-0,2	-0,2
<b>EBITDA</b>	<b>4,1</b>	<b>8,5</b>	<b>8,6</b>	<b>0,6</b>	<b>8,7</b>
EBITDA-marginal (adj.)	neg.	neg.	neg.	neg.	3,2%
Avskrivningar	-5,6	-8,5	-12,0	-13,9	-14,0
<b>EBIT</b>	<b>-1,5</b>	<b>0,0</b>	<b>-3,4</b>	<b>-13,3</b>	<b>-5,3</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	-1,0	-1,0
<b>EBT</b>	<b>-1,6</b>	<b>-0,5</b>	<b>-4,0</b>	<b>-14,3</b>	<b>-6,4</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>-14,3</b>	<b>-6,4</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	1,7	2,3	1,1	1,0	0,7
EV/S	2,1	2,8	1,3	1,3	0,8
EV/EBITDA	5,7	2,8	2,7	37,6	2,7



Bear scenario, MSEK	2020	2021	2022	2023E	2024E
Nettoomsättning	11,2	8,3	17,9	15,2	17,7
Aktiverat arbete för egen räkning	4,8	11,2	6,4	6,5	6,5
Övriga rörelseintäkter	9,6	8,7	9,6	1,0	1,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>25,6</b>	<b>28,1</b>	<b>33,9</b>	<b>22,7</b>	<b>25,2</b>
Direkta försäljningskostnader	-11,3	-6,6	-8,7	-7,2	-8,0
<b>Bruttoresultat</b>	<b>14,3</b>	<b>21,5</b>	<b>25,2</b>	<b>15,5</b>	<b>17,2</b>
Bruttomarginal (adj.)	-1,1%	19,8%	51,4%	52,7%	55,0%
Övriga externa kostnader	-2,0	-3,2	-3,7	-3,9	-3,5
Personalkostnader	-7,5	-9,8	-12,9	-12,3	-12,1
Övriga rörelsekostnader	-0,7	0,0	0,0	-0,4	-0,5
<b>EBITDA</b>	<b>4,1</b>	<b>8,5</b>	<b>8,6</b>	<b>-1,2</b>	<b>1,2</b>
EBITDA-marginal (adj.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Avskrivningar	-5,6	-8,5	-12,0	-13,6	-13,7
<b>EBIT</b>	<b>-1,5</b>	<b>0,0</b>	<b>-3,4</b>	<b>-14,8</b>	<b>-12,5</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	-1,0	-1,0
<b>EBT</b>	<b>-1,6</b>	<b>-0,5</b>	<b>-4,0</b>	<b>-15,8</b>	<b>-13,5</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>-15,8</b>	<b>-13,5</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	1,7	2,3	1,1	1,2	1,1
EV/S	2,1	2,8	1,3	1,5	1,3
EV/EBITDA	5,7	2,8	2,7	neg.	20,0



# 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.