

Bolag	Games Workshop Group PLC (GAW)	Omsättning (MGBP)	472
Lista	England	Vinst (MGBP)	135
Sektor	Sällanköpsvaror	Soliditet	72%
Bransch	Resor & Nöjen	P/E-tal	24,4
Antal aktier	32 900 000	P/S-tal	7,0
Köprekommendation	Nej	Aktiekurs (GBP / aktie)	99,5
Börsvärde (MGBP)	3 270	Värdering Range-r (GBP / aktie)	76,9
Enteprise value (MGBP)	3 230	Värdering DCF (GBP / aktie)	48,5

Om bolaget

Games Workshop Group PLC designar, tillverkar och säljer fantasy- och sci-fi-miniatyrer och andra spelrelaterade produkter. Miniaturerna tillverkas i Storbritannien och säljs globalt. Det verkar genom två segment: Core och Licensing. Kärnsegmentet omfattar alla intäkter och utgifter relaterade till design, tillverkning och försäljning av miniatyrer och relaterade produkter. Licensesegmentet omfattar alla intäkter och utgifter relaterade till licenser som beviljats externa partners. Företaget genererar majoriteten av sina intäkter från kärnsegmentet. Företaget erbjuder mer än 1000 produkter genom oberoende butiker i mer än 50 länder. Produkterna tilltalar tre typer av kunder, 1) de som gillar spelandet (figurspel, tänk stort brädspele med figurer och tärningar) 2) de som gillar målandet och skapandet (modellerna köps omålade) 3) de som gillar bakgrundshistorien, narrativen och möjligheten att skapa egna berättelser för egna projekt.

Hur hittade jag bolaget?

Genom hobbyn figurspel har jag själv köpt bolagets produkter (Warhammer) när jag var yngre. Insåg nu att företaget som säljer detta, Games Workshop, är börsnoterat. Bolaget skulle kunna vara värt att titta närmare eftersom hobbyn som sådan är beroendeframkallande (kallas "plastic crack") och att de som blev förtjusta i hobbyn när de var små nu börjar bli medelålders med fetare plånböcker. Vidare har bolaget en viss vallgrav runt sig i form av rättigheter till narrativet i både sci-fi- och fantasyuniversum med grenar ut i serier, datorspel, böcker m.m.

Kort om investeringen

Games Workshop har senaste 10 åren haft god omsättningstillväxt på i snitt 18% per år. Under pandemiåren 2020 till 2021 såg bolaget en ökning i omsättning, vilket kan vara förståeligt med tanke på att detta var en hobby som var tillåten att utöva. Däremot verkar det som tillväxten ökat även under 2023 trots lågkonjunktur, högre räntor och ett öppnat samhälle. Vinstmarginalen steg kraftigt under 2016 för att därefter legat relativt stabilt runt 25-30% senaste 5 åren. Vinstmarginalen står sig bra jämfört med andra sällanköpsvaror och hamnar på plats 6 i ranking med detta nyckeltal som filter (norden och USA). Värderingsmultiplarna kan anses något höga med P/E på 24 och P/S på 7. Detta är höga nivåer både jämfört med konkurrenter och börsen som helhet. PEG-talet uppgår till 5,2 vilket är högre än vad som är önskvärt, det finns alltså viss risk att priset idag är för högt i förhållande till vinst och tillväxt.

Nettoskuld (räntebärande skulder - kassa - kortsiktiga placeringar) i bolaget är -12,3%, vilket innebär att de räntebärande tillgångarna överstiger räntebärande skulder. Detta är positivt eftersom känsligheten för ökade räntor kan anses hanterbar. Soliditeten på cirka 70% innebär att 70% av tillgångarna är finansierat med eget kapital, d.v.s. lågt LTV vilket innebär låg finansiell risk. Det kan anses bra jämfört med andra bolag som säljer nöjesrelaterade produkter.

Värderingsmultiplar	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
P/E	15	11	16	16	23	43	30	19	24
P/S	2	1	3	4	6	11	10	6	7
EV/E	14	10	15	16	23	43	30	19	24
EV/S	15	1	3	4	6	11	10	6	7
EV/EBIT	10	8	12	13	19	34	24	15	19
Direktavkastning	9%	9%	6%	4%	3%	2%	2%	3%	4%

Resultatanalys	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Nettoomsättning (GBP per aktie)	3,7	3,7	4,9	6,8	7,9	8,3	10,8	12,6	14,3
Vinst (GBP per aktie)	0,4	0,4	1,0	1,9	2,0	2,2	3,7	3,9	4,1
Vinstmarginal (%)	10%	11%	19%	27%	26%	26%	35%	31%	29%

Nyckeltal Range-r

Genomsnittlig omsättningstillväxt (histori)	18%
Tillväxt omsättning	15%
Kurs idag (GBP / aktie)	100
P/E idag	24,4
FCF/P /yield)	5%
Omsättning idag (GBP / aktie)	14,3
Vinst idag	4,1
Vinstmarginal idag	28,60%
Vinstmarginal långsiktig	25,0%

Antaganden

P/E-talet har historiskt pendlat mellan cirka 10 som lägst och över 40 som högst. Den nuvarande nivån på 24 ligger i det övre spannet och är även något hög sett ur ett historiskt perspektiv på börsen generellt. Det samma gäller P/S-talet på 7 som historiskt pendlat mellan cirka 2 som lägst och över 10 som högst. P/S-talet är inte ett högt värde idag för Games Workshop, men inte heller ett lågt. Sett till börsen generellt anses P/S-tal på 7 vara högt. Tillväxten i omsättning på i snitt 18% drevs till stor del under perioden 2017 till 2019 (+61% på två år). I värderingen antas därför en något lägre tillväxt framåt på 15%.

Resultatanalys	2024	2025	2026	2027	2028	
Nettoomsättning (GBP per aktie)	16,4	18,9	21,7	25,0	28,8	Vinstmarginalen har varit relativt hög på cirka 25%-30%. Den nivån antas kunna vara hållbar
Vinst (GBP per aktie)	4,1	4,7	5,4	6,3	7,2	även kommande 5 år med tanke på produktens
Vinstmarginal (%)	25%	25%	25%	25%	25%	beskaffenhet och låga materialkostnad.

Värdering Range-r

Med den antagna tillväxten i omsättning på 15% per år och en antagen vinstmarginal på 25% fås en bedömd vinst per aktie om 7,2 GBP år 2028. Värderingsmultiplern P/E-tal antas ha 30 som övre gräns och 10 som undre. Det får bedömas som osannolikt att P/E-talet når 40 för denna typ av stabila bolag med tanke på tillväxten. Snitt för högt och lågt spann för de båda multiplarna ger liknande värdering år 2028, se tabell nedan. Om det estimerade värdet diskonteras med 15% fås ett värde på cirka 78 GBP per aktie. Avkastningen över perioden landar på mellan 9,5% och 13,4%, vilket med utdelning på 3% blir runt 13-16% årlig totalavkastning. Något bättre än börsen som genomsnitt, men för lågt för att rekommendera köp.

Antaganden nyckeltal om fem år	P/E	P/S
Högt	30	10
Lågt	10	1,5
Pris (snitt)	144	165
Nuvärde snittpris 15% diskonteringsr	72	82

Nyckeltal	P/E	P/S
Totalavkastning snitt	44%	65%
CAGR	9,5%	13,4%
Utdelning	3%	3%
Årlig totalavkastning	12,5%	16,4%

Värdering DCF

Marginalen för det operativa kassaflödet har ökat kraftigt sedan 2025 vilket inneburit att, tillsammans med ökad omsättning, det operativa kassaflödet också ökat kraftigt. Det gjordes stora investeringar under perioden 2025 och 2026 men sedan dess har nivån legat på cirka 20-30% av det operativa kassaflödet. I DCF-analysen antas en långsiktig nivå vara att CAPEX ökar med 15% per år, vilket motsvarar cirka 16% av operativt kassaflöde kommande år. Inga större investeringar är identifierade i daaslädet.

Kassaflödesanalys	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Nettoomsättning (MGBP)	117	118	158	220	256	271	354	416	472
Operativ kassaflödesmarginal (%)	20%	21%	28%	32%	28%	39%	38%	29%	41%
Operativt kassaflöde (MGBP)	23	24	44	70	73	105	133	122	193
Capex (MGBP)	-12,2	-12,6	-12,8	-21,5	-22,4	-24,5	-29,8	-32,1	-27,1
Capex/operativt kassaflöde (%)	52%	52%	29%	31%	31%	23%	22%	26%	14%
Fritt kassaflöde (MGBP)	11	12	31	49	50	81	103	90	166

Kassaflödesanalys	2024	2025	2026	2027	2028
Nettoomsättning (MGBP)	542	623	716	824	947
Operativ kassaflödesmarginal (%)	33%	33%	33%	33%	33%
Operativt kassaflöde (MGBP)	179	206	236	272	313
Capex (MGBP)	-31,1	-34,2	-37,6	-41,4	-45,5
Capex/operativt kassaflöde (%)	17%	17%	16%	15%	15%
Fritt kassaflöde (MGBP)	148	171	199	230	267
Nuvärde	128	130	131	132	133

Operativ kassaflödesmarginal antas vara i nivå med historiska siffror och något lägre än de senaste åren.

Nyckeltal DCF

Tillväxt omsättning	15%
Tillväxt CAPEX (historiskt)	15%
Diskonteringsränta	15%
Evig tillväxt	8%
Slutvärde	1897
Nuvärde slutvärde	943
Nuvärde kassaflöde	653
Nuvärde (GBP / aktie)	49

Antaganden & analys

Diskonteringsränta antas till 15% vilket bedöms som en rimlig nivå för etablerade bolag med en beprövad produkt. Den eviga tillväxten får antas vara lägre än historiskt i takt med att bolaget växer, därför sätts den till 8%.

Nuvärdet av kommande 5 års kassaflöden beräknas till 49 GBP per aktie. Detta är långt under nuvarande värdering vilket indikerar att aktien idag kan vara något överprissad. Variabler som skulle kunna inverka på priset är om tillväxten är högre än de 15% som antagits samt om den operativa kassaflödesmarginalen kan öka. Jag har för lite insyn i verksamheten för att bekvämt kunna göra ett antagande som går emot de historiska siffrorna.

Teknisk Analys



Den övergripande trenden för Games Workshop är positiv. Med en genomsnittlig avkastning på cirka 39% senaste 9 åren pekar trenden uppåt. Utvecklingen för börskursen har historiskt backats upp av fundamental data. Frågan är nu om dagens nivåer är för höga och att möjligheten för fortsatt god avkastning minskat. Jag tror det. I en mer högupplöst vy kan man se att kursen nu är under MA200 men börjar testa nivån.



Risk /Reward

Den avkastning som krävs för att nå upp till det bedömda värdet enligt Range-r metoden är på cirka 13-16%. Detta bör jämföras med börsens generella risknivå på cirka 15% vilket innebär att det givet detta blir risk/reward som bäst --> 16,4%/15% = 1,1. Detta anser jag vara alldeles för lågt för att kompensera för eventuell nedsida med bolaget. Games Workshop må vara ett bra bolaget med stabil produkt och utan några direkta konkurrenter i dagsläget. Men Prissättningen är enligt mig för hög och det saknas säkerhetsmarginaler. Rekommenderar **inte köp!**