

2026



Værdiansættelse af Trophy Games

AALBORG UNIVERSITET

MATHIAS ALEXANDER MIKKELSEN MADS NYSTRUP ANDERSEN

VEDJLEDER TOM FRANSEN | Afgangprojekt, hold: HDR (Aalborg)

Indholdsfortegnelse**Litteraturliste**

1. Problemformulering.....	3
1.2 Afgrænsning.....	3
2. Metode	3
3. Indledning.....	5
3.1 Abstract	5
3.2 Virksomheden Trophy Games A/S.....	7
3.2.1 Nasdaq First North.....	8
3.2.2 Udvikling i aktiekursen for Trophy Games de seneste 5 år	9
4. Hvilke faktorer påvirker markedsværdien for Trophy games?	12
4.1 Porters Five Forces	12
4.1.1 Rivalisering blandt eksisterende konkurrenter	12
4.1.2 Leverandørernes forhandlingsstyrke	15
4.1.3 Kundernes forhandlingsstyrke	17
4.1.4 Truslen fra nye indtrængere.....	18
4.1.5 Truslen fra substituerende produkter.....	19
Konklusion på porters 5 forces	20
4.2 SWOT-analyse af Trophy Games Development	23
4.2.1 Strengths	23
4.2.2 Weaknesses	24
4.2.3 Opportunities	25
4.2.4 Threats.....	26
4.2.5 Konklusion af SWOT-analyse	26
5. Regnskabsanalyse.....	27
5.1 Overskudsgrad	28
5.2 Afkastningsgrad	28
5.3 Egenkapitalens forrentning	29
5.4 Likviditetsgrad.....	30
5.5 Soliditetsgrad.....	31
5.6 Aktivernes omsætningshastighed	33

5.7 Konklusion regnskabsanalyse	34
5.8 WACC	35
5.8.1 Kapitalstruktur	35
5.8.2 Risikofri rente	36
5.8.3 Markedsrisikopræmie	37
5.8.4 Beta	38
5.8.5 Samlet kapitalomkostning	38
5.8.6 Konklusion WACC	39
6. DCF-analyse af Trophy Games	40
6.1 Forudsætninger	40
6.2 Forecast af fremtidige pengestrømme (FCF)	42
6.3 Diskontering af FCF med WACC	43
6.4 Beregning af terminalværdien og total enterprise value	43
6.4 Resultat af DCF-analyse	44
6.5 Følsomhedsanalyse	46
7 Konklusion	47
Bibliografi	50
Bilag	52
1 WACC beregninger	52
2 DCF beregninger	54

1. Problemformulering

Hvordan påvirkes Trophy Games' aktieværdi samt investeringslysten blandt investorer af virksomhedens markedsmæssige position, interne forhold og hvordan stemmer denne markedsværdi overens med den teoretiske værdi, der beregnes på baggrund af regnskabsanalyse?

1.2 Afgrænsning

Analysen afgrænses til en værdiansættelse af Trophy Games ved brug af DCF-modellen, idet andre værdiansættelsesmetoder fravælges på grund af manglende sammenlignelige virksomheder.

Der foretages ikke en multipelbaseret værdiansættelse, da det vurderes vanskeligt at finde direkte sammenlignelige virksomheder inden for samme niche og forretningsmodel.

Analysen tager udgangspunkt i historiske regnskabsdata for perioden 2023–2025, og der inddrages ikke ældre regnskabsår, da fokus er på den nyeste udvikling. Derudover afgrænses analysen fra makroøkonomiske forhold såsom renteutvikling, inflation og valutakurser, da disse kun indirekte indgår i værdiansættelsen gennem WACC.

Endvidere baseres analysen udelukkende på offentligt tilgængelig information, og der inddrages ikke interne data fra virksomheden. Budgetperioden i DCF-modellen fastsættes til fem år, hvorefter der beregnes en terminalværdi. Dette medfører en vis usikkerhed forbundet med de langsigtede forudsætninger.

2. Metode

Den anvendte metode for projektet er udarbejdet efter den deduktive metode. Der er efterprøvet markedsværdien for Trophy Games. Til efterprøvelsen af værdiansættelsen er der anvendt kvantitative data, hvor årsrapporterne for Trophy Games for årene 2023 til 2025 er anvendt.

For at udarbejde analysen af hvilke interne og eksterne faktorer, der påvirker Trophy Games, er der benyttet en Porters Five Forces. Dette til vurdering af påvirkningen fra omverdenen og konkurrenterne på markedet.

Derudover er der anvendt en SWOT-analyse til at identificere virksomhedens styrker og svagheder samt de muligheder og trusler, der findes i markedet. SWOT-analysen giver dermed et samlet overblik over både de interne forhold i virksomheden og de eksterne forhold i omgivelserne, som kan have betydning for Trophy Games' fremtidige udvikling og strategiske beslutninger.

For at undersøge udviklingen i Trophy Games er der foretaget en regnskabsanalyse med tilhørende nøgletalsanalyse. Formålet med regnskabsanalysen er både at analysere virksomhedens historiske udvikling og at danne grundlag for de forudsætninger, der anvendes i det fremtidige budget til brug for værdiansættelsen. Analysen tager udgangspunkt i årsregnskaberne for perioden 2023 til 2025.

Derudover udføres et interview med John Norden, som har indgående kendskab til First North-markedet. John Norden har mange års erfaring inden for kapitalmarkeder, virksomhedsanalyse og investor relationer. John er CEO i virksomheden Norden CEF, som specialiserer sig i kapitalrejsning og børsnoteringsprocesser. Selskabet arbejder typisk med små og mellemstore virksomheder og John har selv været med til at få Trophy Games noteret på First North.

Formålet med interviewet er at opnå en dybere forståelse af markedet for vækstaktier samt de risici og muligheder, der typisk er forbundet med virksomheder noteret på First North. Interviewet vil fungere som et supplement til de kvantitative analyser og bidrage med kvalitative perspektiver på værdiansættelsen af Trophy Games. Interviewet vil således hjælpe med at be- eller afkræfte de øvrige analyser i opgaven igennem en ekspertkilde. Herudover har John kendskab til Trophy Games og deres situation på markedet. Derfor kan han besvare spørgsmål, vedrørende deres fremtidige muligheder og hvordan de er værdiansat på First North.

På baggrund af regnskabsanalysen opstilles der forudsætninger for budgettet. Vækstraten i budgettet fastsættes enten som et gennemsnit af de foregående regnskabsår eller på baggrund af et skøn over den forventede fremtidige udvikling. Budgetperioden fastsættes til fem år og vil danne grundlag for værdiansættelsen ved anvendelse af DCF-modellen.

Til beregning af værdien af Trophy Games' aktie pr. 01.01.2025 anvendes DCF-modellen. DCF-modellen baseres på data fra det udarbejdede budget samt resultaterne fra

nøgletalsanalysen. I denne forbindelse beregnes det frie cash flow, som danner grundlag for fastsættelsen af virksomhedens værdi.

Derudover udarbejdes en følsomhedsanalyse, hvor WACC justeres med henholdsvis +/- 1 % for at vurdere modellens følsomhed over for ændringer i kapitalomkostningen.

3. Indledning

Værdiansættelse af vækstvirksomheder er forbundet med betydelig usikkerhed, særligt når virksomhederne opererer på Nasdaq First North, hvor volatilitet, begrænset likviditet og høje forventninger præger investorerne. Trophy Games A/S er en dansk spiludviklingsvirksomhed, der siden børsnoteringen i 2021, har oplevet markante udsving i aktiekursen, samtidig med at virksomheden har gennemgået en betydelig udvikling i både produktportefølje og økonomiske resultater. Dette gør Trophy Games til en spændende case for at forstå, hvordan interne forhold, markedsmæssige faktorer og kapitalmarkedets struktur påvirker en virksomheds markedsværdi.

Formålet med opgaven er at undersøge, hvordan Trophy Games' aktieværdi påvirkes af virksomhedens strategiske position, konkurrencesituationen og finansielle performance, samt hvordan denne markedsværdi stemmer overens med en teoretisk værdiansættelse baseret på DCF-modellen. For at belyse dette kombineres kvantitative analyser med kvalitative indsigter fra et interview med John Norden, CEO i Norden CEF og rådgiver med indgående erfaring i First North-markedet. Interviewet bidrager med praktiske perspektiver på kapitaladgang, investoradfærd og de særlige forhold, der gør sig gældende for vækstvirksomheder på First North (Norden, 2026).

Gennem en samlet analyse af markedet, virksomhedens interne forhold og dens finansielle udvikling søger opgaven at give et billede af Trophy Games' værdi og de faktorer, der driver investorenes vurdering af virksomheden.

3.1 Abstract

This thesis examines the determinants of Trophy Games Development A/S' market value and evaluates how the company's observed share price aligns with a theoretically derived valuation based on discounted cash flow (DCF). As a Danish game developer listed on Nasdaq First North, Trophy Games operates in a market characterized by high volatility, limited liquidity, and strong investor expectations—factors that make the company an

illustrative case for understanding valuation dynamics in growth-oriented technology firms.

The study applies a mixed-method approach combining strategic analysis, financial analysis, and qualitative insights from an expert interview.

The external competitive environment is assessed through Porter's Five Forces, which highlights the intense rivalry in the mobile gaming industry, the significant bargaining power of digital distribution platforms, and the moderate threat posed by new entrants. A complementary SWOT analysis identifies Trophy Games' niche positioning, scalable business model, and strong product portfolio as key strengths, while also acknowledging challenges such as dependence on platform providers and the need for continuous innovation. These strategic analyses provide the contextual foundation for understanding the company's financial performance and future prospects.

A comprehensive financial analysis is conducted using key performance indicators including revenue growth, EBITDA, EBIT, profitability ratios, liquidity ratios, and capital structure metrics. These results form the basis for the DCF valuation, which forecasts future free cash flows and discounts them using a weighted average cost of capital (WACC). The valuation is supplemented by a sensitivity analysis to assess the robustness of the results under varying assumptions.

To strengthen the analytical depth, the thesis incorporates an expert interview with John Norden, CEO of Norden CEF and a specialist in First North listings. His insights provide valuable perspectives on investor behaviour, capital access, and the structural characteristics of the First North marketplace. Norden's statements help validate several analytical findings, particularly regarding the absence of a general "First North risk premium," the importance of realistic financial projections, and the role of investor expectations in shaping market value.

Overall, the study concludes that Trophy Games' market value is influenced by a combination of strategic positioning, financial performance, and market sentiment. While the DCF model provides a structured estimate of intrinsic value, the actual share price is significantly shaped by investor expectations and the dynamics of the First North market.

3.2 Virksomheden Trophy Games A/S

Trophy Games A/S er en dansk spiludviklingsvirksomhed, der udvikler og udgiver digitale Mobil- og computerspil. Selskabet blev stiftede af Søren Gleie, der også fungerer som direktør i dag. Trophy Games A/S laver spil inden for underholdningsindustrien, hvor de fokuserer især på strategispil bedre kendt som “manager-spil”, hvor spilleren styrer en organisation, et hold eller en virksomhed i et simuleret univers. Formålet med virksomheden er at udvikle spil, der kombinerer strategi og konkurrence og som kan spilles af brugere over hele verden. Spillene findes i dag på mere end 20 sprog, hvilket viser at virksomheden har globale ambitioner.

Trophy Games A/S blev grundlagt i 2006 og var en mindre spiludviklingsvirksomhed med fokus på browser- og mobilspil. Deres første udgivelse var spillet Trophy Manager, som udkom i 2006, spillet blev hurtigt populær og havde hurtigt mange downloads. I de efterfølgende år udvidede virksomheden sit sortiment med flere managerspil, især med en stor fokus inden for sport og simulering. I denne periode var det meget fodboldmanagerspil som Trophy Games havde fokus på, spil der blev lavet var blandt andet:

- Football Management Ultra (2013)
- Pro 11 – Football Manager Game (2017)
- Women’s Soccer Manager (2017)

Efter alle disse fodboldmanagerspil var udviklet, har virksomheden løbende udviklet sin teknologi og sit produktudbud, hvor de har haft mere fokus på andre typer simulationsspil, f.eks. transport- og logistikspil som Truck Manger. Disse spil har haft stor succes, som har bidraget til virksomhedens vækst og stigende omsætning. Selskabets portefølje består i dag af 17 spil, hvoraf 6 består af transport og logistik og 4 fodboldmanager spil.

Trophy Games forretningsmodel er baseret på udvikling og drift af digitale spil, som kan downloades igennem platforme såsom App Store, Google Play og PC-playforme. Trophy Games generer omsætning i gennem free-to-play-model, hvor spillet er gratis at downloade, men hvor spillerne så kan købe virtuelle varer eller funktioner i spillere. Denne model ses mere og mere i spilindustrien, fordi den gør det muligt at tiltrække mange spillere, samtidig med at en mindre andel af spillerne generer indtægter gennem køb i spillet (Nasdaq, 2021).

Samlet set er Trophy Games Development A/S en dansk spiludvikler, der specialiserer sig i manager- og simulationsspil til et internationalt marked. Virksomheden har opbygget en

global spillerbase og arbejder løbende på at udvikle nye spil og udvide sin portefølje (Trophy Games, 2026).

3.2.1 Nasdaq First North

I Danmark findes der en officiel børs, som er opdelt i to forskellige ”markedspladser”. Der findes Nasdaq Copenhagen bedre kendt som Københavns Fondsbørs, det er den primære og officielle børs i Danmark, hvor alle de store virksomheder befinder sig på, det er blandt andet Novo Nordisk, Mærsk og Carlsberg (Nasdaq Copenhagen, u.d.). Den anden er Nasdaq First North dette er en såkaldt “markedsplads”, der hører under Nasdaq Copenhagen. Det er mindre og mellemstore virksomheder der kan blive børsnoteret og få adgang til kapital fra investorer til deres vækst. First North er en del af Nasdaq og findes i flere nordiske lande herunder Sverige, Finland og Island. Formålet er at gøre det lettere for mindre vækstvirksomheder såsom Trophy Games at blive børsnoteret, selvom de endnu ikke opfylder alle kravene til de større og mere regulerede børser (Nasdaq First North, 2026).

Kravene på Nasdaq First North er mindre omfattende end Nasdaq Copenhagen. Dette betyder at virksomheder kan være yngre, mindre og være i udviklingsfasen, dog skal selskaberne stadig følge en række regler om gennemsigtighed, rapportering og information til investorer, så markedet fungerer troværdigt over for investorerne.

Når man vil på Nasdaq First North bruger virksomhederne ofte en Certified Adviser. Det er en rådgiver der hjælper selskaberne med at overholde reglerne på børsen og fungere som en mellemmand mellem selskabet og børsen. Denne ordning er med til at sikre at dem der befinder sig herpå, overholder alle kravene (Vækstaktier , 2021).

Selskaber bruger Nasdaq First North som første skridt mod en større børsnotering. En notering på First North giver virksomheder som Trophy Games forbedrede muligheder for at rejse kapital sammenlignet med ikke børsnoterede selskaber. Ifølge interview med John gør børsnoteringen det både nemmere og hurtigere at tiltrække ny kapital fra investorer, hvilket er særligt vigtigt for vækstvirksomheder med behov for løbende finansiering. Samtidig bliver virksomhedens værdi løbende bestemt af markedet gennem udbud og efterspørgsel på aktien. Det betyder, at værdien i høj grad afhænger af, hvad investorerne forventer af virksomhedens fremtid.

3.2.2 Udvikling i aktiekursen for Trophy Games de seneste 5 år

Trophy Games A/S har været handlet på Nasdaq First North siden 2021 under tickerkoden TGAMES, hvor investorer for første gang fik mulighed for at købe aktier i selskabet. Tegningskursen for aktien var 8 kr. per aktie, siden børsnoteringen har aktiekursen haft store udsving, hvilket man ser tit med selskaber på First North (Grant Thornton , 2021).

De første par år oplevede aktiekursen fald, hvor aktiekursen pr 31.12.2022 udgjorde 4 kr., hvilket altså er et fald på 50% i forhold til tegningskursen ved børsnoteringen. Selskabet nåede den laveste aktiekurs den 09.10.2023 hvor aktiekursen var 3,24 kr. pr. aktie. Op dette tidspunkt var aktiekursen således faldet yderligere i forhold til året før. Dette understreger den volatilitet, som man ofte ser aktier der er på Nasdaq First North.

Perioderne efter begyndte aktiekursen gradvist at stabilisere sig og senere begyndte den at stige. Udviklingen skyldes blandt andet at selskabet fik forbedrede økonomiske resultater, et øget fokus på overskud samt investorernes forventninger til fremtidig vækst i selskabet.

Selskabet aktiekurs pr. 30.12.2024 udgjorde 6.05 kr. pr aktie og siden hen er den steget meget, hvor den pr. 13.03.2026 har en aktiekurs på 14,9 kr. pr aktie (Nordnet, 2026). En af de vigtigste årsager til kursstigningen hos Trophy Games er steget så kraftigt skyldes at Airline Manager, Truck Manager og Farm Manager, omsatte for meget mere end forventet. Farm Manager omsatte alene for 22 mio. kr. det første halvår det var udgivet, men Truck Manager omsatte for omkring 25 mio kr. Dette var også med til at i løbet af 2025 har selskabet opjusterede sine forventninger flere gange til årets resultat efter stærke kvartalstal. Alle disse forventninger holdt også stik da selskabet udgav sin årsrapport for 2025, der viste at omsætningen var steget med cirka 40% til 126,5 mio. kr., mens resultat før skat steg til 19 mio. kr. (Trophy Games Development, 2026). Det faktum at selskabet præsterer over forventningerne fra investorer og markedet, har også en effekt på stigningen i aktiekursen for selskabet.

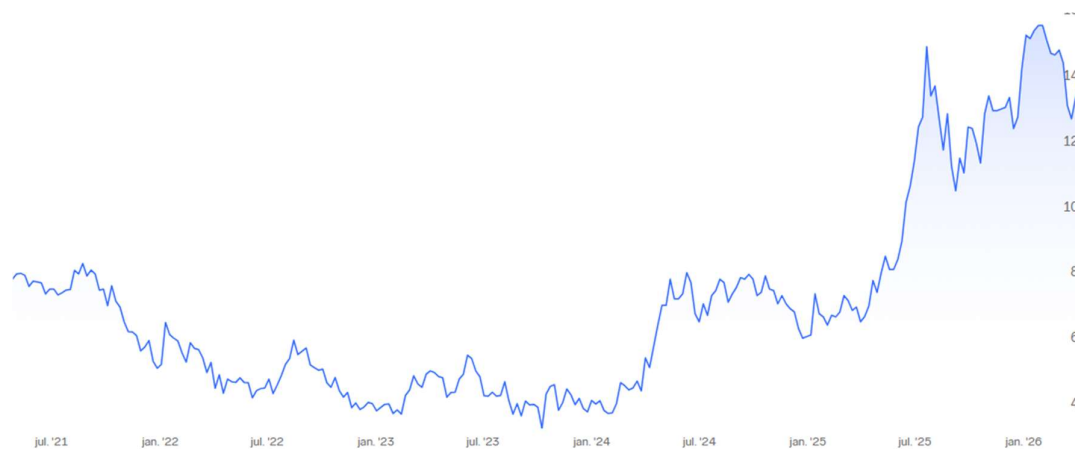
Trophy Games har igennem årene ikke haft en fast udbyttepolitik med udbetaling af udbytte til aktionærerne. De har ikke udbetalt udbytte da det er en vækstaktie, hvor overskuddet ofte geninvesteres i udvikling af nye produkter og markedsføring, for at få yderligere vækst i virksomheden.

Trophy Games har dog i flere perioder gennemført tilbagekøb af egne aktier, altså et tilbagekøbsprogram af aktier. Formålet med dette er at optimere selskabets kapitalstruktur og skabe værdi for aktionærene, hvilket der er mange investor der går efter. Når et selskab køber egne aktier, reduceres antallet af aktier i markedet, hvilket øger værdien pr. aktie.

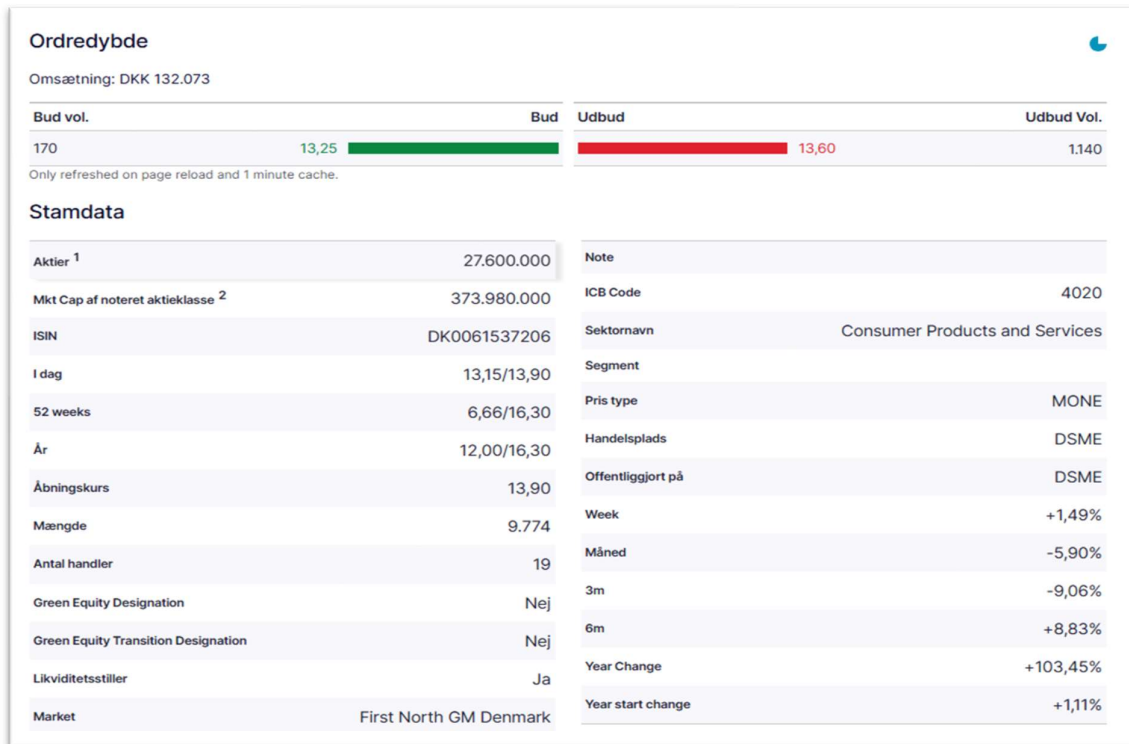
Første gang Trophy Games iværksatte tilbagekøb af aktier skete i 2023, hvor selskabet tilbagekøbte over 625.000 aktier, til en gennemsnitlig pris på omkring 4,03 kr. pr aktie. I 2025 annoncerede selskabet deres andet tilbagekøb med en samlet tilbagekøb på 5 mio. kr., hvor de købte 458.572 aktier med en gennemsnitlig pris på 10.89 kr (Trophy Games Development, 2026).

Disse punkter ovenfor har gjort at aktiekursen pr. 13.03.2026 er til 14,9 kr. hvilket svare til en stigning med 75,29% siden tegningskursen på de 8 kr. Den 31.12.2025 var der i alt 27.600.000 aktier, som giver en markedsværdi for Trophy games på omkring 411 mio. Kr. Selskabet har ligeledes pr. 31.12.2025 købt 1.068.502 af egne aktier svarende til 3,87% af alle aktier.

Figur 1: Trophy Games aktiekurs 2021 til 2025



Likviditeten har en stor betydning for aktiekursen, da aktier med lav omsætning ofte oplever større kursudsving end aktier med stor omsætning. Trophy Games handles på First North, hvor der ikke er lige så meget aktivitet og dækning hvilket gør aktien meget volatil. Trophy Games aktie havde den 14.04.2026 en omsætning på 132.073 kr. Svarende til at der blev købt og solgt 9.774 aktier.

Figur 2: Volume på aktien for Trophy Games

En lav likviditet kan medføre, at enkeltstående større køb eller salg kan påvirke aktiekursen markant. Dette kan være med til at forklare nogle af de udsving der har været i aktiekursen siden børsnoteringen. Likviditeten i aktien hænger sammen med investorernes interesse i aktien. Bliver selskabet ved med at vokse og laver forbedret regnskabsresultat, forventes det også at handelsaktivitet er stigende. En højere likviditet vil gøre aktien mere attraktiv for investorer, da det bliver lettere at købe og sælge uden at påvirke kursen væsentligt. (Femaleinvest , 2026)

Samlet set viser udviklingen i aktiekursen, at Trophy Games har været igennem en periode med betydelige udsving siden børsnoteringen i 2021. Efter en periode med fald i kursen har stærke økonomiske resultater, succesfulde spiludgivelser samt aktietilbagekøb bidraget til en markant stigning i aktiekursen frem mod 2026. Disse forhold er også med til at øge tilliden til aktion blandt investorerne.

4. Hvilke faktorer påvirker markedsværdien for Trophy games?

4.1 Porters Five Forces

I nedenstående er der laves en Porters Five Forces af branchen mobilspil med fokus på strategigenren. Denne analyse har til formål at skabe en forståelse af de forskellige kræfter der kan påvirke aktører på dette marked, herunder Trophy Games Development A/S. Ud fra analysen vil vi udlede hvilke faktorer der udgør en trussel for Trophy Games Development samt hvilke faktorer der ikke udgør trusler.

4.1.1 Rivalisering blandt eksisterende konkurrenter

Der findes mange aktører på markedet inden for mobilspil. Herunder strategi og management titler, som Trophy Games fokuserer meget på. På dette marked findes der mange større selskaber, der har større rækkevidde til at nå ud til brugere og flere ressourcer, til både at hyre arbejdskraft og udvikle teknologien til deres spil.

De største konkurrenter inden for denne kategori, og overfor Trophy Games vurderes at være “Paradox Interactive” og “Tilting Point”.

4.1.1.1 Paradox Interactive

Paradox Interactive er en international spiludvikler, der er kendt for strategispil og managementtitler. Eftersom de opererer i samme genre som Trophy Games vurderes de at udgøre en markant konkurrent for Trophy Games.

Paradox Interactive er en markant større international virksomhed med en stor udviklingsorganisation. Virksomheden er kendt for nogle af deres populære strategispil herunder Europa Universalis, Cities: Skylines og Crusader Kings. Populariteten fra deres spil betyder også at de har en stærk global fanbase og har nemt ved at nå ud med nye titler. Dog er denne popularitet også spredt på forskellige platforme eftersom de udgiver spil til både PC, konsoller og tablets, hvor deres største fokus er på betalte spil til PC, hvilket reducerer deres direkte fokus på mobilspil sammenlignet med Trophy Games. (Paradox Interactive, 2026)

Paradox Interactive opererer primært med en premium-baseret forretningsmodel, hvor hovedparten af omsætningen kommer fra salg af spil og efterfølgende DLC'er (DLC er ekstra digitalt indhold, som spillere kan tilkøbe for at udvide spiloplevelsen) og udvidelsespakker. Modellen er kendetegnet ved lange livstidscyklusser, hvor et spil kan generere indtægter i mange år gennem løbende udvidelser.

Denne model er særligt velegnet til de mere dedikerede spillere, men kræver store udviklingsbudgetter og en stærk brandposition. Samtidig betyder premium-modellen, at brugeranskaffelsen ofte er dyrere, da der kræves en høj betalingsvillighed fra forbrugeren.

Paradox Interactive genererede i 2025 en omsætning på ca. 2,19 mia. SEK, men virksomheden har de seneste år oplevet mere svingende vækst end tidligere. Dette indikerer, at Paradox befinder sig i en mere moden fase af virksomhedens livscyklus.

Paradox Interactive's størrelse og budget betyder også at der er større budget til reklamer og brugeranskaffelser. Som John Norden udtaler sig i interview "Fordelen ved hovedbørsen er at man kan tiltrække de store institutionelle investorer, som kun vil investere i Main Market".

Eftersom Paradox Interactive er børsnoteret på hovedbørsen giver dette også Paradox Interactive mulighed for at skaffe yderligere kapital fra store institutionelle investorer igennem nyheder og positive resultater eftersom hovedbørsen er bedre mediedækket.

(stockanalysis, u.d.) (Norden, 2026)

Selvom Paradox' størrelse og kapitalstyrke overstiger Trophy Games markant, betyder deres platform- og forretningsmodelvalg, at de ikke konkurrerer direkte på mobilmarkedet i samme omfang. Dog vurderes Paradox Interactive for at være en af Trophy Games største og mest direkte konkurrenter på baggrund af størelsen og fanbasen.

4.1.1.2 Tilting Point

Tilting Point er ikke selv en spiludvikler, dog udgiver de mange forskellige mobilspil fra mindre spiludviklere. Dette betyder at Tilting Point kan udgive spil indenfor mange forskellige kategorier, og herved får en spredt fanbase. Dog betyder dette også at deres fokus er spredt i forskellige kategorier. Tilting Point er ligesom Paradox Interactive også en større aktør på markedet, der har et større budget til marketing og kundeanskaffelse.

Deres såkaldte progressive publishing model indebærer, at de investerer i markedsføring, user acquisition og live-ops for allerede eksisterende spil udviklet af eksterne studier.

Tilting Point har stærk ekspertise indenfor free-to-play spil. Hvilket betyder at brugerne kan spille gratis. Dette gør det blandt andet nemmere at anskaffe nye brugere og blive større på markedet og herved også konkurrere om mobilspillerbasen.

Virksomheden genererer værdi gennem revenue sharing, brugerdata og kunstig intelligens-baseret optimering af livstidsværdi. Modellen er kapitaltung, men meget skalerbar og gør det muligt hurtigt at udvide porteføljen uden fuldt udviklingsansvar.

Tilting Points vækst er i høj grad drevet af ekstern kapital og opkøb. Virksomheden rejste i 2021 235 mio. USD til yderligere ekspansion, opkøb og UA-investeringer (Dækker over markedsføringsinvesteringer, der har til formål at tiltrække nye brugere og øge antallet af spillere. Selvom dette har muliggjort hurtig vækst, indebærer det også højere finansiel risiko og afhængighed af fortsat succes på spiludgivelser. (Businesswire, n.d.)

Rivaliseringen i mobilspilsbranchen er ikke primært prisbaseret, idet langt de fleste strategispil opererer under en free-to-play-model. I stedet konkurreres der særligt på spilmekanik, indholdskvalitet, live-ops, events samt evnen til løbende at engagere og fastholde brugerne. Dette medfører, at konkurrencen er kontinuerlig og dynamisk, da spil konstant opdateres for at bevare relevans.

Større aktører har her en fordel gennem større udviklingsteams og mulighed for hyppige indholdsopdateringer. Trophy Games forsøger dog at reducere denne ulempe ved at genanvende eksisterende platforme og systemer, hvilket muliggør hurtigere lancering af nye funktioner på tværs af spilporteføljen. Dette kan ses som et forsøg på at opnå operationelle stordriftsfordele i en ellers meget konkurrencepræget branche.

4.1.1.3 Konklusion på rivalisering blandt eksisterende konkurrenter

Det konkluderes at Trophy Games opererer i branche med intens konkurrence og mange aktører. I denne branche er der store internationale virksomheder der har større kapital og større fanbase. Mange af de store konkurrenter fokuserer dog på forskellige genre og platforme, hvilket betyder at disse virksomheder skal tilpasse sig flere krav og bruge ressourcer på at udvikle forskellige spil. Her har Trophy games muligheden for at fokusere på sit eget nicheprodukt og udvikle en solid platform til disse typer af spil.

Ud fra ovenstående kan det konkluderes at konkurrencen blandt eksisterende konkurrenter er høj.

4.1.2 Leverandørernes forhandlingsstyrke

I spilindustrien består leverandører typisk af softwareudviklere, teknologiplatforme, engine-leverandører, app-stores samt andre specialiserede underleverandører og arbejdskraft bestående af udviklere.

Inden for branchen mobilspil er der få udbydere af “butikker” der tilbyder at sælge produkterne direkte til forbrugerne. Her er der tale om leverandører som apple’s “app store”. Det faktum at der er meget få af disse leverandører og denne leverandører spiller en væsentlig rolle for at nå ud til forbrugerne betyder at disse leverandører har en høj forhandlingsstyrke. Disse app-stores anvender denne høje leverandør styrke ved at tage en høj procentdel af spiludviklerne/forlæggeres indtægter. I løbet af 2024-2025 er der indtrådt nye regler jf. Digital Markets Act (DMA), som har til mål at forhindre store Tech platforme i at misbruge deres magt og at skabe fair konkurrence på digitale markeder. Da Apple i 2025 blev dømt for at bryde disse regler, blev de udstedt en bøde på 500 mio. Euro (Techcrunch, n.d.). Dette medførte at Apple pr. 26. juni 2025 ændrede deres retningslinjer. Disse nye retningslinjer gjorde det muligt for iPhone brugere at downloade apps fra andre steder end Apple app store. Dette vil sige at spiludviklere nu kan udbyde spil over internettet og andre markedspladser. Apple fraråder dog brugere at gå udenom deres app store eftersom dette medfører sikkerhedsmæssige risiko. Herudover har Apples nye retningslinjer ændret betalingskravene for spiludviklere på deres app store.

Apples nye betalingskrav indebærer en “core technology comission” på 5% af omsætningen. Dette gebyr bliver pålagt spiludviklere for brugen af Apples teknologi. Apple kræver dette gebyr selvom spiludviklere ikke udbyder deres spil over app store. Herudover er der Apples service gebyr på 5-13% af omsætningen alt efter hvilken “niveau” af service man vil have på app store (Apple, n.d.). Dette vil sige at mange af de større spiludviklere betaler hele 18% af deres omsætning til Apple jf. disse nye regler. Tidligere bestod betalingerne af 0,5 euro pr. download efter 1 mio. Downloads og 15-30% gebyr af køb i appen (Techcrunch, n.d.).

Figur 3: Overblik over Store

Som spiludvikler er Trophy Games yderst afhængelige af deres arbejdskraft bestående af udviklere. Hvis Trophy Games ikke lever op til de ansattes krav, kan dette medføre udskiftning af nøgleudviklere, hvilket vil være en stor hæmning i produktionen samt en bekostelig affære at skulle oplære en ny udvikler inden for Trophy Games nicheprodukter. Eftersom Trophy Games baserer mange af deres spil på samme platform og opbygger disse ud fra samme modeller, må man forvente af spiludviklerne der arbejder for Trophy Games, er specialister indenfor disse modeller og har erfaring med disse præcise platforme, som udefrakommende udviklere først skulle oplæres i for at opnå den samme produktivitet. Trophy games koncernen havde i gennemsnit 39 ansatte i 2025 (Trophy Games Development, 2026). Sammenholdt med Paradox Interactive som har 500-1.000 (Paradox Interactive, n.d.) ansatte, er størrelsesforskellen af de to virksomheder mere tydelig. At Trophy Games har så få ansatte kan både være en styrke og svaghed idet alle medarbejdere fylder en mere central rolle i selskabet og derved bliver uundværlige. Derved opnår arbejdskraften en mellem forhandlingsstyrke.

Spiludviklere anvender også forskellige softwares og engines til at udvikle deres spil på. For normale spiludviklere er disse softwares og engines forholdsvis udskiftelige og der forekommer mange leverandører heraf. Selvom Trophy Games model bygger op på at genanvende den samme platform og proces, for udviklingen af alle deres spil og det ville være en stor proces, at om kode dette til en anden engine eller anvende andre softwares hertil, vurderes der ikke at være stor forhandlingsstyrke fra denne leverandør.

4.1.2.1 Konklusion på leverandørernes forhandlingsstyrke

Det konkluderes at Trophy games er yderst afhængig af ovenstående leverandører. Dog er der meget få leverandører af app-stores, som er yderst vigtige for spiludviklere. Dette giver app-store og Google Play en stor forhandlingsstyrke. Herudover er branchen afhængig af dygtig arbejdskraft med den rette know how, der findes mange dygtige spiludviklere, dog ville der stadig være store omkostninger ved at skifte arbejdskraften ud eftersom de skal oplæres i de specifikke modeller og platforme. Dette er især vigtigt for Trophy Games eftersom de bygger deres spil ud fra samme platforme og modeller. Dette giver arbejdskraften en middel forhandlingsstyrke. Herudover skal alle i branchen bruge softwares og engines til at udvikle deres spil på. Der forekommer dog mange leverandører heraf. Spilselskaberne kan forholdsvis nemt skifte mellem disse softwares og engines. Derfor vurderes disse leverandører ikke at have en stor forhandlingsstyrke.

På baggrund af ovenstående vurderes leverandørernes forhandlingsstyrke at være middel.

4.1.3 Kundernes forhandlingsstyrke

Kunderne i branchen består af de almene borgere der spiller strategispil, både på tablet og pc. Når det kommer til strategispil på PC og tablets har kunderne mange alternativer og der forekommer ingen omkostninger ved at skifte til konkurrenterne eftersom der er tale om free-to-play spil. Dette betyder at hvis et spil ikke tiltaler kunderne skifter de øjeblikkeligt.

Selskaber der lever af ”free-to-play” spil er afhængige af brugere der vil bruge penge på ting i spillene. Dog er det en meget lille procentdel af brugere der bruger penge på disse spil og dette gør de først hvis de bliver grebet af spillet. Derfor er det vigtigt for disse virksomheder at skabe et spil der griber brugerne og fastholder dem. I 2025 havde Trophy Games 605 tusinde betalende brugere ud af 34,7 mio. downloads. Dette udgør 1,7% af alle downloads. For at fastholde de betalende brugere og konvertere ikke betalende brugere skal selskaber, som Trophy Games tilbyde veludviklede spil der opfylder kundernes behov.

Trophy Games leverer et nicheprodukt inden for strategispil, hvor der ikke er mange andre aktører der leverer lignende produkter. Dette betyder at det bliver sværere for kunderne at finde andre alternativer der opfylder de præcis samme kriterier som Trophy Games leverer med deres produkter.

Selvom kunderne formelt set ikke har direkte skifteomkostninger, forekommer der alligevel visse indirekte lock-in-effekter i strategispil. Spillere investerer ofte betydelig tid i progression, opbygning af ressourcer og udvikling af deres spilunivers, hvilket skaber en psykologisk og tidsmæssig binding til spillet.

Denne form for investering kan reducere den reelle tilbøjelighed til at skifte til konkurrerende spil, selvom det økonomisk set er omkostningsfrit. Trophy Games fokus på langsigtet progression og management-fantasi bidrager derfor til at reducere kundernes faktiske forhandlingsstyrke sammenlignet med mere casual spil.

4.1.3.1 Konklusion på kundernes forhandlingsstyrke

Eftersom kunderne har mange valgmuligheder når det kommer til at vælge mellem spil og spiludviklere samt at der ikke er omkostninger ved at skifte leverandør, giver dette kunderne en høj forhandlingsstyrke.

I Trophy Games tilfælde kan det argumenteres for, at der er tale om et nicheprodukt inden for genren strategi. Eftersom der er tale om et nicheprodukt, er det svært for kunder at finde et produkt, der opfylder de samme kriterier hos Trophy Games' konkurrenter. Herudover har Trophy Games produkter flere lock-in effekter, der gør det mindre tilbøjeligt for kunderne at skifte til et andet produkt. Derfor vurderes det, at kunderne har en middelhøj forhandlingsstyrke der vejer mod den høje ende.

4.1.4 Truslen fra nye indtrængere

Adgangsbarrieren for nye spiludviklere er forholdsvis lav, da det er relativt nemt af udgive spil via platforme som Appstore, Google Play og Steam, især efter de nye regler fra DMA er trådt i kraft. Dog er det sværere for nye spiludviklere at etablere sig på markedet eftersom dette kræver en højere kapital til marketing, optimering og udvikling af spil. Dette betyder, at mange små udviklere ikke får et solidt fodfæste på markedet, og aldrig får en høj fanbase.

Endnu en barriere for nye udviklere er at de skal udvikle spil fra bunden og finde noget nyt. Her har Trophy Games og andre store aktører på markedet en fordel i, at de har en model der virker. Disse aktører anvender data fra deres tidligere produkter til at udvikle og bygge deres nye spil. Dette gør at de nuværende aktører på markedet kan udvikle nye spil mere effektivt og spare ressourcer herpå, mens nye aktører bruger mere tid og ressourcer på at skabe produkter.

Et yderligere element, der reducerer truslen fra nye indtrængere, er betydningen af stordriftsfordele inden for data, marketing og produktudvikling. Etablerede aktører som Trophy Games kan anvende spillerdata fra eksisterende titler til at optimere spilmekanikker, indtjeningsmodeller og brugerfastholdelse i nye spil. Nye udviklere mangler disse datamæssige fordele og må derfor gennemføre længere og mere usikre test- og udviklingsfaser.

Derudover kan etablerede aktører fordele marketingomkostninger på tværs af flere spil og drage fordel af eksisterende spillerbaser, hvilket yderligere øger adgangsbarriererne for nye spillere. Den eksisterende kundeplatform kan herudover bidrage til tests af nye spil, ved at invitere deres spillere til en testversion af spillet, mens spillet er i udviklingsfasen.

4.1.4.1 Konklusion på Truslen fra nye indtrængere

Den teknologiske barriere og muligheden for at få spil ud på markedet for nye aktører på markedet vurderes at være lav. Dog forekommer der store udfordringer med synligheden for nystartede aktører. Her er der en forholdsvis høj adgangsbarriere i forhold til reklameomkostninger og den allerede eksisterende konkurrence på markedet. Herudover skal nye aktører på markedet danne et nye fundament for deres spil og bygge alt op fra bunden, dette kræver også tid og arbejdskraft. Her er Trophy Games især godt stillet eftersom de anvender data fra deres tidligere projekter.

Ud fra ovenstående vurderes truslen fra nye indtrængere for at være moderat.

4.1.5 Truslen fra substituerende produkter

Inden for spilverdenen er der mange alternativer forbrugerne kan gå til. Herunder findes konsoller og pc. Disse platforme er ligesom alt andet teknologi også under udvikling og barriererne og mulighederne på disse platforme udvikles konstant. En af disse nye udviklinger er "cloud gaming" som tilbyder forbrugeren at "leje" en pc uden at skulle købe en (Cloud dosage, n.d.). Dette gør det muligt for flere forbrugere at gå fra mobilspil til pc-spil siden det var omkostningerne ved at købe en pc der tidligere afholdte mange fra dette. Derfor vurderes denne trussel for høj.

Uden for spilverdenen forekommer der også trusler i form af sociale medier og andre apps, der alle konkurrerer om skærmtid hos forbrugerne. Mobilspil konkurrerer direkte med streamingtjenester og sociale medier, som alle er designet til høj brugerfastholdelse.

Denne konkurrence øger presset på spiludviklere for konstant at levere nyt indhold og fastholde engagement. Trophy Games' fokus på vedvarende progression, langsigtet spiludvikling og management-mekanikker kan dog ses som en differentieringsstrategi, der øger sandsynligheden for gentagen brug sammenlignet med mere overfladisk underholdning.

Trophy Games produkter indeholder faktorer der stiller dem stærkere i konkurrence i at fastholde forbrugere og få skærmtid. Alle Trophy Games produkter indeholder en "management-fantasi" som giver en følelse af progression. Denne følelse får spillere til at vende tilbage og bruge mere skærmtid.

4.1.5.1 Konklusion på Trusler fra substituerende produkter

Forbrugerne har mange alternativer de kan vælge frem for mobilspil, herunder spillekonsoller og pc. Disse alternativer er, ligesom alt andet teknik, under konstant udvikling og bliver gjort mere tilgængelige for forbrugere der tidligere ikke havde økonomi til at købe en god computer. Truslen herved vurderes for at være høj.

Herudover er der også en trussel i de andre apps på forbrugernes telefoner. Dette kan være sociale medier og video apps såsom TikTok og YouTube. Truslen fra disse er også høj. For at vinde over disse trusler skal selskaberne skabe vedvarende spil med dybde og tilbagevendende events der kan fastholde forbrugerne. Dette gør Trophy Games igennem management-fantasien der giver en følelse af progression i spillet.

Konklusion på porters 5 forces

Kraft	Styrke	Drivers
Rivalisering	Høj	Mange store aktører med mange udviklere og stor fanbase
Leverandører	Moderat	<ul style="list-style-type: none"> - Nøglemedarbejdere der er svære at erstatte. - Mange udbydere af software - Få udbydere af appstores (Især Apple og Google)
Kunderne	Høj	<ul style="list-style-type: none"> - Ingen omkostninger ved at skifte - Mange valgmuligheder

		<ul style="list-style-type: none"> - Høje forventninger til spil, især hvis kunderne skal fastholdes og bruge penge herpå
Nye indtrængere	Moderat	<ul style="list-style-type: none"> - Lav indgangsbarriere fordi softwares er billige og app stores tager procentvis af omsætning - Svært at få kunder grundet dyr marketing og mange eksisterende konkurrenter
Substituerende produkter	Høj	<ul style="list-style-type: none"> - Mange alternativer som bliver nemmere for forbrugere at gå til. Især igennem "Cloud gaming" - Andre mobilapps. Herunder sociale medier og video apps.

Analysen af konkurrencedynamikkerne i mobil- og strategispilsbranchen viser, at Trophy Games opererer i et marked præget af betydelig kompleksitet og intens konkurrence. Rivaliseringen blandt eksisterende aktører vurderes som høj, især på grund af store internationale virksomheder med væsentligt større budgetter, større udviklingsteams og etablerede globale fanbaser. Disse konkurrenter har stærke markedsføringsmæssige fordele og kan hurtigt opnå synlighed med nye titler. Trophy Games formår dog at differentiere sig gennem sit nichefokus på management- og strategispil samt effektiv genbrug af egne platforme og processer.

Leverandørernes forhandlingsstyrke er samlet set middel. App store og Google Play har fortsat betydelig magt som nødvendige distributionskanaler, selv efter reguleringsændringer, mens arbejdstagere besidder moderat styrke grundet deres specialiserede viden. Engineleverandører har relativt lav magt i branchen generelt, men en vis indflydelse for Trophy Games, der anvender specialiserede interne modeller.

Kundernes forhandlingsstyrke ligger i den middelhøje ende. Forbrugere har mange alternativer og ingen skifteomkostninger, hvilket stiller høje krav til spiloplevelsen. Trophy Games' nicheposition reducerer kundemagten en smule, men grundlæggende har brugerne stor valgfrihed.

Truslen fra nye indtrængere vurderes som moderat. Selvom det teknisk set er let at udgive nye spil, kræver reel markedsadgang betydelige investeringer i marketing og dataanalyse, hvor etablerede aktører har en klar fordel.

Truslen fra substituerende produkter er høj, både fra andre spilplatforme og bredere digitale underholdningsformer. Trophy Games står dog relativt stærkt gennem sine spilmekanikker, der understøtter fastholdelse og progression.

Samlet set befinder Trophy Games sig i en branche med højt konkurrencepres, men også betydelige muligheder for at styrke sin position gennem fortsat specialisering, effektiv produktudvikling og fokus på brugerfastholdelse.

Porters Five Forces-analysen indikerer samlet set, at Trophy Games opererer i en branche med højt konkurrencepres og betydelig ekstern påvirkning fra både kunder, leverandører og substituerende produkter. Dette stiller store krav til selskabets evne til at differentiere sig og opbygge interne fordele. Trophy Games' strategi med fokus på nichebaserede strategispil, genbrug af platforme og data-drevet udvikling fremstår som en nødvendighed snarere end et valg i dette marked.

For at opnå langsigtet konkurrencemæssig styrke bør Trophy Games fortsat fokusere på brugerfastholdelse, skalérbare processer og løbende optimering af produkter, da prisbaseret konkurrence ikke vurderes som en bæredygtig strategi i denne branche.

4.2 SWOT-analyse af Trophy Games Development

SWOT-analysen har til formål at identificere Trophy Games styrker, svagheder, muligheder og trusler. For at udarbejde en fyldestgørende SWOT-analyse vil vi anvende vores kendskab til branchen fra ovenstående Porters Five Forces. Ud fra SWOT-analysen vil vi kunne danne et helhedsbillede af Trophy Games' strategiske position og identificere, hvor virksomheden står stærkt, hvor der er interne udfordringer, samt hvilke eksterne forhold der rummer potentiale eller udgør risici. Denne indsigt danner grundlaget for at vurdere, hvilke strategiske tiltag der bedst kan styrke virksomhedens konkurrenceevne fremadrettet.

4.2.1 Strengths

Nichefokus og stærk specialisering i strategi- og managementspil giver en stærk position på et meget konkurrencepræget marked, hvor mange større konkurrenter spreder deres fokus på forskellige spil genre og platforme. Dette giver Trophy Games muligheder for at udvikle en solid, genanvendelig platform og effektivisere udviklingsprocesserne af deres fremtidige produkter. Dette giver dem også muligheden for at relatere til en meget specifik kundeportefølje og lave et mere fuldendt produkt der udfylder flere af deres krav.

En yderligere styrke for Trophy Games er selskabets datadrevne tilgang til spiludvikling. Ved at anvende data fra eksisterende spil kan virksomheden optimere gameplay, indtjeningsmodeller og brugerfastholdelse i nye titler. Denne systematiske genanvendelse af data og tekniske platforme reducerer udviklingsrisikoen og muliggør hurtigere udgivelser sammenlignet med konkurrenter, der udvikler hvert spil fra bunden.

Samtidig er Trophy Games' fokus på løbende opdateringer med til at forlænge spillenes levetid, hvilket øger den samlede livstidsværdi pr. bruger og styrker indtjeningsstabiliteten over tid.

John Norden udtaler sig ”Trophy Games er børsnoteret på First North hvilket giver dem gode muligheder for at hente yderligere kapital”. (Norden, 2026) John Norden påpeger også, at en vækstaktie som Trophy Games vil kunne anskaffe yderligere kapital eftersom selskaberne værdiansættes ud fra deres omsætning, ebitda og ebit samt potentiale og realistiske budgetter. Trophy Games er et selskab i vækst, der har vist stort potentiale igennem deres tidligere års vækst samt deres realistiske budgetter, der udviser fortsat vækst. Trophy Games har

herudover en fordel i at være på First North eftersom der er flere omkostninger, regler, regnskabsaflæggelse og compliance forbundet med at være noteret på hovedbørsen.

4.2.2 Weaknesses

Trophy Games er en forholdsvis lille organisation med kun 39 gennemsnitligt ansatte i 2025, sammenholdt med deres større konkurrenter som Paradox Interactive der har over 500 ansatte. Dette gør Trophy Games mere sårbare overfor tab af nøglemedarbejdere, eftersom en lille organisation arbejder tættere sammen, og er ofte mere afhængelig af alle medarbejderne.

Selvom DMA-reguleringer har tvunget Apple til at åbne markedet for andre appstores er der stadig meget få udbydere heraf som alle tager store gebyrer og kommissioner. Dette udgør en væsentlig omkostning for Trophy Games, men dette er stadig nødvendigt for at komme ud på markedet og blive set af forbrugerne. Dette er især vigtigt for Trophy Games fordi de har relativt lille global synlighed sammenholdt med de større konkurrenter der har større fanbases og marketing og udviklingsbudgetter.

Trophy Games har meget begrænset diversifikation, hvilket betyder, at de ikke ville være særligt omstillingsparate og er meget afhængige af markedet for management- og strategigenren. Dette kan blive en svaghed for Trophy Games, hvis en af de større aktører vil fokusere mere på denne genre, eller hvis der bliver udviklet noget banebrydende inden for denne specifikke genre.

Selvom Trophy Games har en yderst finansiell robusthed, er deres finansielle kapitalreserver stadig lavere end mange af deres større konkurrenter. Dette kan begrænse selskabets evne til at foretage aggressive markedsføringsinvesteringer.

Herudover er selskabet i høj grad afhængigt af succesfulde nøglespil, hvilket øger indtjeningsrisikoen, hvis enkelte titler ikke lever op til forventningerne. Denne koncentrationsrisiko gør Trophy Games mere sårbar over for ændringer i spilleradfærd og markedstendenser.

4.2.3 Opportunities

Trophy Games har planer om at forbedre sin eksisterende portefølje i løbet af 2026. Forbedringer af deres eksisterende spil forventes at medføre at spillerne bruger flere penge i deres spil, og dermed forlænger spillenes livscyklus (Trophy Games Development, 2026).

Trophy Games havde i slutningen af 2025 også en meget solid likviditet. Trophy Games udtalt sig om forventninger om at tilbagekøbe egenkapital med denne likviditet. Herudover kan de anvende likviditeten til blandt andet udvikling af nye produkter og modeller og ansættelse af flere ansatte og dermed fortsætte væksten for at være mere konkurrencedygtige med de større konkurrenter.

I forbindelse med DMA's nye reguleringer vil det være en mulighed for Trophy Games at tilbyde deres spil til forbrugerne igennem andre platforme og websider. Dette kan medføre lavere omkostninger og en bedre bruttofortjeneste. DMA's nye reguleringer har også gjort det muligt for Trophy Games at lade deres "in game purchases" blive foretaget igennem andre kilder end appstore. Derfor kan disse køb nu foretages igennem en webbrowser. Dette lader Trophy Games beholde større procentdele af omsætningen.

Eftersom Trophy Games allerede har titler til PC og mobil, vil tværplatformsintegration være en oplagt mulighed for selskabet. Tværplatformsintegration betyder at spillere kan spille fra den samme profil på både PC og mobil og følge deres udvikling begge steder. Dette giver også mere liv til spillets netværk eftersom kundesegmentet vil være langt større. Herudover er PC brugeres betalingsvillighed historisk set højere end mobilbrugernes. Dette kan medføre flere betalende brugere samt et højere forbrug pr. bruger. Når produktet samles, betyder dette også at selskabet kun skal "administrere" et produkt, dette vil medføre mindre arbejde ved opdateringer og vedligehold af spil. Herudover skal der ikke betales dyre gebyrer til app stores når der foretages køb på PC i stedet for på mobilen. Man kunne eventuelt friste forbrugerne til at købe ting i spillet på PC ved at tilbyde en lille ekstra ting.

4.2.4 Threats

Høj rivalisering og stærke konkurrenter på markedet spiller en stor trussel for Trophy Games. Disse konkurrenter har en større organisation med flere medarbejdere, større budgetter til marketing og større fanbase. Dette gør at kampen for synlighed blandt eventuelt nye kunder bliver intensiveret og mere udfordrende at fastholde eksisterende kunder.

Platformsgebyrer på app stores udgør en stor omkostning for selskaber som Trophy Games. Hvis Trophy Games har salg igennem app store betales op til 18% af omsætningen i gebyr. Dette begrænser blandt andet muligheden for vækst. Med de nye reguleringer er det muligt for Trophy Games at tilbyde deres spil igennem andre kilder, som f.eks. igennem en webbrowser. Dette vil bespare Trophy Games betydelige gebyrer, eftersom Apple udelukkende vil opkræve 5% af omsætningen heraf på iPhone. Dog er der også trusler forbundet med denne løsning eftersom mange kunder vil forholde sig skeptiske fra at downloade apps fra en webbrowser. Herudover vil selskabet have mindre eksponering eftersom de ikke bliver reklameret på Apple's app store. Denne trussel kan delvis løses igennem tværplatformekspansion som beskrevet i ovenstående afsnit. Ved køb igennem platforme som Steam vil disse platformgebyrer være lavere.

4.2.5 Konklusion af SWOT-analyse

SWOT-analysen indikerer at Trophy Games opererer i et attraktiv men konkurrencepræget marked, hvor nichefokus, opdateringer og udvikling af spil på baggrund af deres tidligere data er centrale konkurrenceparametre for Trophy Games Development. Virksomheden står stærkt grundet deres specialisering og porteføljen de har oparbejdet, men hvis de skal konkurrere med de større virksomheder, er den fortsatte vækst vigtig for virksomheden. I fremtiden skal Trophy Games også overveje mulighederne for platformsskifte for at spare gebyrer fra Apple samt skabe bedre tværplatformsmuligheder, som gør deres apps kan sælges som det samme produkt til PC og mobil. Dette viser et betydeligt potentiale for fremtidig værdiskabelse med færre omkostninger.

Samlet set understøtter SWOT-analysen en strategi, hvor Trophy Games bør fokusere på at udnytte sine interne styrker i form af nichefokus, data-drevet udvikling og platform-genbrug, samtidig med at selskabet adresserer sine strukturelle svagheder gennem kontrolleret vækst og risikostyring. De identificerede trusler og brancheforhold understøtter en konservativ tilgang til langsigtede vækst- og marginforudsætninger, hvilket er konsistent med de antagelser, der er anvendt i DCF-analysen.

5. Regnskabsanalyse

I forbindelse med værdiansættelsen af Trophy Games vil der blive foretaget en regnskabsanalyse med henblik på at vurdere Trophy Games økonomiske performance.

Regnskabsanalysen vil være med til at bidrage til at danne et grundlag for at vurdere Trophy Games værdi samt om hvorvidt Trophy Games er attraktivt for investorer på aktiemarkedet.

Regnskabsanalysen tager udgangspunkt i en række centrale nøgletal, som vil give oplysninger i forskellige økonomiske aspekter i Trophy Games. Gennem analysen af rentabilitetsnøgletal vurderes det, hvor effektiv Trophy Games formår at skabe overskud i forhold til deres omsætning, sine aktiver og den investerede kapital. Disse nøgletal skal være med til at give et overblik over deres evne til at generere værdi for aktionærene.

Der vil ligeledes blive analyseret på Trophy Games likviditet og kapitalstruktur, for at vurdere deres finansielle robusthed. Likviditetsanalysen vil vise hvor godt Trophy Games formår at betale sine kortfristede betalingsforpligtelser, mens soliditets- og gældsrelaterede nøgletal viser hvordan Trophy Games er finansieret, samt hvilken finansiell risiko der er i denne struktur.

Regnskabsanalysen danner samtidig grundlag for de forudsætninger, der anvendes i DCF-modellen til værdiansættelsen. Analysen af Trophy Games historiske udvikling inden for omsætning, rentabilitet, kapitalstruktur og likviditet bidrager til at vurdere virksomhedens fremtidige indtjening og vækstpotentiale.

Samlet skal denne regnskabsanalyse give et grundlag for en vurdering af Trophy Games økonomiske performance og finansielle stabilitet. Analysen vil blive anvendt til at se hvilke økonomiske forhold der kan påvirke investorernes vurdering af Trophy Games samt dens markedsværdi på First North.

5.1 Overskudsgrad

Overskudsgraden viser, hvor stor en del af Trophy Games' omsætning der bliver til overskud efter driftsomkostninger. Overskudsgraden er et vigtigt mål for at se lønsomheden og effektiviteten i driften.

Figur 4: Overskudsgrad for Trophy Games 2023–2025

	2025	2024	2023
Overskudsgrad	16.22%	10.16%	6.43%

Kilde: Egen tilvirkning på baggrund af regnskabsdata fra Trophy Games Development A/S (2023–2025)

Trophy Games har haft en positiv udvikling i overskudsgraden fra 2023 til 2025, hvor den er steget hvert år. I 2023 lå overskudsgraden på 6,43%, hvorefter den steg til 10,16% i 2024 og videre til 16,22% i 2025. Denne udvikling indikerer, at Trophy Games i stigende grad formår at generere overskud i forhold til deres omsætningen. Samtidig er deres omsætning steget med 36 mio. kr. fra 2024 til 2025, hvilket understøtter den positive udvikling i deres indtjeningsevne.

Den markante stigning viser at Trophy Games har forbedret sin omkostningsstruktur samt at de oplever en stærkere indtjening fra deres spil. Stigningen i overskudsgraden er positivt tegn for investorer, da det viser at Trophy Games bliver mere effektiv i sin drift og formår at skabe større værdi ud af deres omsætning. Dette kan også være med til at aktiekursen stiger, da en højere overskudsgrad er en indikation på en stærkere indtjeningsevne, hvilket der er mange investorer der kigger efter inden der investeres i en virksomhed.

5.2 Afkastningsgrad

Afkastningsgraden viser, hvor effektivt Trophy Games udnytter sin samlede aktiver til at skabe overskud. Afkastningsgraden er derfor et centralt nøgletal i vurderingen af rentabilitet, da det viser, hvor godt Trophy Games formår at udnytte sin kapital til at skabe værdi.

Figur 5: Afkastningsgrad for Trophy Games 2023–2025

	2025	2024	2023
Afkastningsgrad	24.25%	13.42%	5.61%

Kilde: Egen tilvirkning på baggrund af regnskabsdata fra Trophy Games Development A/S (2023–2025)

Afkastningsgraden viser igen en meget tydelig forbedring i perioden 2023 – 2025. I 2023 lå afkastningsgraden på 5,61%, hvorefter den stiger til 13,42% i 2024 og videre til 24,25% i 2025. Dette viser at Trophy Games er blevet bedre til at udnytte sine aktiver mere effektivt til at generere overskud. Den stigende afkastningsgrad viser derfor at Trophy Games i 2025 generer ca. 24,25 kr. i driftsoverskud for hver 100 kr. der er investeret i aktiver.

Den kraftige stigning i afkastningsgraden hænger godt sammen med både den stigende overskudsgrad og en forbedring i aktivernes omsætningshastighed.

Udviklingen kan blandt andet forklares ved en stigende omsætning kombineret med lavere omkostninger i forhold til stigningen i omsætningen, hvilket har forbedret Trophy Games samlede indtjening. Trophy Games kan desuden opnå en stordriftsfordel, da ekstra salg ikke nødvendigvis medfører tilsvarende stigning i omkostninger. En afkastningsgrad på 24,25% vurderes at være højt, som indikerer en stærk evne til at skabe afkast af de investerede kapitaler.

Dette er positivt for investorer, da det viser en mere effektiv udnyttelse af kapitalen, hvilket kan øge virksomhedens værdi.

5.3 Egenkapitalens forrentning

Egenkapitalens forrentning viser, hvor godt Trophy Games formår at forrente den likvide kapital som ejerne har investeret i selskabet.

Figur 6: Egenkapitalens forrentning for Trophy Games 2023–2025

	2025	2024	2023
Egenkapitalens forrentning	28.76%	15.42%	5.95%

Kilde: Egen tilvirkning på baggrund af regnskabsdata fra Trophy Games Development A/S (2023–2025)

Egenkapitalens forrentning for Trophy Games viser en markant og kontinuerlig stigning i perioden 2023 til 2025. I 2023 lå forrentningen på 5,95%, hvorefter den er steget til 15,42 % i 2024 og videre til 28,76% i 2025. Denne udvikling indikerer, at Trophy Games i stigende

grad igennem de sidste 3 år er blevet i stand til at skabe et højere afkast til sine aktionær.

Konkret betyder det, at Trophy Games i 2025 generer et afkast på ca. 28,76 kr. for hver 100 kr. der er investeret i egenkapitalen.

Den kraftige stigning i egenkapitalens forrentning hænger sammen med udviklingen i Trophy Games resultat, dette gøres da årets resultat direkte overføres til egenkapitalen. En egenkapitalforrentning på 28,76% vurderes som en meget høj og indikerer en stærk indtjeningsevne set for aktionernes synspunkt. Dette er med til at gøre Trophy Games attraktiv for både nuværende og potentielle investorer, da mange investorer ser på egenkapitalens forrentning, da den viser en høj værdiskabelse pr. Investeret krone.

Det er dog vigtigt at forholde sig kritisk til udviklingen. En meget høj egenkapitalforrentning kan i nogle tilfælde være påvirket af en relativt lav egenkapital, hvilket kan øge risikoen i Trophy Games. Det ses dog, at egenkapitalen er steget i den 3-årige periode, hvilket indikerer at stigningen i egenkapitalen forrentning i højere grad skyldes en forbedret indtjening frem for en lav kapitalbase (den samlede kapital, der er investeret i virksomheden).

Samlet set viser udviklingen i egenkapitalens forrentning, at Trophy Games har forbedret sin evne til at skabe værdi for aktionærene markant. En meget høj egenkapitalforrentning kan dog også indebære øget risiko, hvis den er drevet af lav egenkapital.

5.4 Likviditetsgrad

Likviditetsgraden viser Trophy Games evne til at betale deres kortfristede gældsforpligtelser ved hjælp af sine omsætningsaktiver. Dette er også vigtigt for aktionær til at vurderes virksomhedens kortsigtede beredskab, altså om de har pengene til at kunne betale deres kortfristede gældsforpligtelser og sikkerheden af den fortsatte drift.

Figur 7: Likviditetsgrad for Trophy Games 2023–2025

	2025	2024	2023
Likviditetsgrad	4.36	8.46	6.64

Kilde: Egen tilvirkning på baggrund af regnskabsdata fra Trophy Games Development A/S (2023–2025)

Likviditetsgraden for Trophy Games viser at i perioden 2023 til 2025 har der været udsving. I 2023 lå den på 6,64, hvorefter den stiger til 8,46 i 2024 og derefter falder til 4,36 i 2025.

Selvom der ses et fald i 2025, er likviditetsgraden fortsat på et højniveau.

Når likviditetsgraden er over 1 betyder det, at Trophy Games har flere omsætningsaktiver end kortfristede gældsforpligtelser. Trophy Games ligger markant over dette niveau i hele den treårige periode. Dette viser at Trophy Games har en meget stærk likviditet og har ingen problemer med at betale deres kortfristede gældsforpligtelser. Faldet i likviditetsgraden fra 8,46 i 2024 til 4,36 i 2025 kan forklares ved udviklingen i både omsætningsaktiver og kortfristet gæld. Selvom omsætningsaktiverne er steget markant fra 35.490 t.kr. til 55.261 t.kr., er de kortfristede forpligtelser steget endnu kraftigere fra 4.196 t.kr. til 12.671 t.kr., hvilket presser likviditetsgraden ned. Den væsentligste årsag til stigningen i omsætningsaktiverne er en kraftig stigning i tilgodehavender, som samlet set er vokset fra 10.061 t.kr. til 32.212 t.kr. Særligt posten "andre tilgodehavender" er steget markant til 18.645 t.kr. Det bør dog bemærkes, at en væsentlig del består af tilgodehavender moms på ca. 14.000 t.kr., dette står om en særlig post i regnskabet, hvilket kan være lidt underligt at de har et så stort momsbeløb til gode, men da vi ikke kan se mere ned i regnskabet, gøres der intet ved dette.

På gældssiden ses en markant stigning i kortfristet gæld, især i leverandørgæld, som er steget fra 248 t.kr. til 3.901 t.kr., samt anden gæld og selskabsskat. Denne udvikling indikerer, at virksomheden i højere grad finansierer sin drift gennem kortfristede forpligtelser.

På trods af faldet vurderes likviditeten fortsat som meget solid. En så høj likviditetsgrad kan dog også indikere, at virksomheden ikke udnytter sine ressourcer optimalt, da store likvide beholdninger kan betyde, at kapital står ubrugt i stedet for at blive investeret og skabe afkast.

Samlet set viser udviklingen, at Trophy Games har et stærkt betalingsberedskab, men også at virksomheden muligvis kan optimere sin kapitalanvendelse fremadrettet. Dette reducerer den finansielle risiko, hvilket kan gøre virksomheden mere attraktiv for investorer.

5.5 Soliditetsgrad

Soliditetsgraden viser, hvor stor en andel af Trophy Games aktiver der er finansieret med egenkapitalen. Nøgletallet er et centralt nøgletal til vurderingen af den finansielle styrke og langsigtede risiko, da en høj soliditetsgrad indikerer lavere risiko, da selskabet ikke er så afhængigt af fremmedkapital.

Figur 8: Soliditetsgrad for Trophy Games 2023–2025

	2025	2024	2023
Soliditetsgrad	78.16%	86.24%	84.41%

Kilde: Egen tilvirkning på baggrund af regnskabsdata fra Trophy Games Development A/S (2023–2025)

Soliditetsgraden for Trophy Games har fra 2023 – 2025 lagt i et højt niveau, men er faldet i det seneste år. I 2023 ligger soliditetsgraden på 84,41%, hvorefter den stiger til 86,24% i 2024 og derefter er faldet i 2025 til 78,16%. På trods af faldet er soliditetsgraden fortsat meget høj, hvilket indikerer, at Trophy Games i høj grad er finansieret med egenkapital og dermed har en stærk finansiell robusthed, hvis de skulle komme ind i en krise med dårlige år.

Faldet i soliditetsgraden fra 2024 til 2025 kan forklare ved, at Trophy Games samlede aktiver er steget fra 68.188 t.kr. til 84.597 t.kr., samtidig med at gælden er steget relativt mere end egenkapitalen. Selvom egenkapitalen også er vokset i perioden, er stigningen i de kortfristede gældsforpligtelser, herunder leverandørgæld, selskabsskat og anden gæld, med til at reducere egenkapitalens andel af den samlede finansiering.

Den høje soliditetsgrad betyder, at Trophy Games har en lav finansiell risiko, da selskabet i begrænset omfang er afhængigt af ekstern finansiering. Dette giver selskabet en større modstandsdygtighed over for økonomiske udsving og øger dens evne til at håndtere tab eller fald i indtjening.

Omvendt kan en meget høj soliditetsgrad også indikere, at selskabet ikke udnytter mulighederne for fremmedfinansiering optimalt. Ved at anvende en vis grad af gæld kan selskabet ofte øge deres egenkapitalforrentning gennem gearing. I dette tilfælde kan den relativt høje soliditet derfor betyde, at Trophy Games har et uudnyttet potentiale for at optimere sin kapitalstruktur f.eks. investere mere i nyere spil eller flere aktiver som kan være med til at øge omsætningen.

Samlet set viser udviklingen i soliditetsgraden, at Trophy Games fortsat har en stærk finansiell position, selvom der ses et mindre fald i det seneste år. Selskabet fremstår som økonomisk robust, men kan samtidig have mulighed for at øge sit afkast gennem en mere aktiv anvendelse af fremmedkapital. Dette signalerer lav finansiell risiko, hvilket typisk vurderes positivt af investorer og kan understøtte en højere værdiansættelse.

5.6 Aktivernes omsætningshastighed

Aktivernes omsætningshastighed viser, hvor effektivt Trophy Games anvender sine samlede aktiver til at skabe omsætning. Nøgletallet angiver, hvor mange gange selskabets aktiver omsættes i løbet af et år. Nøgletallet bruges derfor til at se effektiviteten i kapitalanvendelsen.

Figur 9: Aktivernes omsætningshastighed for Trophy Games 2023–2025

	2025	2024	2023
Aktivernes omsætningshastighed	1.66	1.38	0.89

Kilde: Egen tilvirkning på baggrund af regnskabsdata fra Trophy Games Development A/S (2023–2025)

Aktivernes omsætningshastighed for Trophy Games viser en markant stigning i perioden 2023-2025. I 2023 lå den på 0,89, hvilket betyder, at Trophy Games ikke engang omsætter sine aktiver en gang årligt. I 2024 stiger den dog til 1,38 og i 2025 når den op på 1,66. Dette indikerer, at Trophy Games i stigende grad er blevet i stand til at generere mere omsætning pr. investeret krone i aktiver. Den positive udvikling viser, at virksomheden er blevet mere effektiv i sin udnyttelse af aktiverne. Konkret betyder en omsætningshastighed på 1,66 i 2025, at virksomheden genererer 1,66 kr. i omsætning for hver 1 kr., der er bundet i aktiver. Dette er et tydeligt tegn på forbedret brug af deres aktiver i forhold til omsætningen.

Udviklingen kan forklares ved, at omsætningen er steget hurtigere end virksomhedens samlede aktiver. Selvom aktiverne er vokset i perioden – fra 62.070 t.kr. i 2023 til 84.597 t.kr. i 2025 – mens omsætningen er gået fra 51.155 t.kr. i 2023 til 126.448 t.kr. i 2025 det vil altså sige at omsætningen er steget markant mere end hvad aktiverne er steget, som har ført til at selskabet har en meget bedre omsætningshastighed. Dette skyldes at Trophy Games har formåede at lave nogle spil som er blevet mere og mere populær, samt at bruger køber ting in game.

For en virksomhed som Trophy Games, der opererer i en digital branche, er en stigende aktivernes omsætningshastighed særlig forventelig. Digitale produkter, såsom spil, kan skaleres uden tilsvarende stigning i aktiverne, da der ikke kræves store fysiske investeringer for at øge salget. Dette betyder, at Trophy Games kan øge sin omsætning betydeligt uden at øge aktivmassen i samme grad, hvilket bidrager til en højere omsætningshastighed.

Det ses dog også, at en stigende andel af Trophy Games aktiver er bundet i tilgodehavender, herunder et markant beløb i andre tilgodehavender, som blandt andet indeholder

tilgodehavende moms. Dette kan trække i den modsatte retning, da kapital bundet i tilgodehavender ikke bidrager direkte til omsætningen på samme måde som mere produktive aktiver. På trods af dette formår Trophy Games stadig at øge sin omsætningshastighed, hvilket understreger en stærk underliggende drift.

Det er dog relevant at forholde sig kritisk til udviklingen. En meget høj omsætningshastighed kan i nogle tilfælde indikere, at Trophy Games har et relativt lavt aktivgrundlag, hvilket kan være risikabelt, hvis der opstår behov for investeringer eller kapacitetsudvidelser. Derudover kan udviklingen være påvirket af midlertidige forhold, såsom ekstraordinært højt salg i en periode.

Samlet set viser udviklingen i aktivernes omsætningshastighed, at Trophy Games har forbedret sin evne til at udnytte sine aktiver effektivt og skabe omsætning. Dette understøtter den generelle positive udvikling i Trophy Games rentabilitet og indikerer en effektiv og skalerbar forretningsmodel.

5.7 Konklusion regnskabsanalyse

Samlet set viser regnskabsanalysen, at Trophy Games har haft en positiv økonomisk udvikling i perioden 2023–2025. Særligt rentabilitetsnøgletallene, herunder overskudsgrad, afkastningsgrad og egenkapitalens forrentning, er steget en del, hvilket viser, at virksomheden i højere grad er blevet bedre til at generere overskud og skabe værdi. Denne udvikling hænger blandt andet sammen med en stigende omsætning og en bedre kontrol over omkostningerne, hvilket har styrket virksomhedens indtjening. Denne udvikling hænger blandt andet sammen med en stigende omsætning og en bedre kontrol over omkostningerne, hvilket har styrket virksomhedens indtjening. Dette hænger også sammen med udviklingen i virksomhedens indtjening, herunder EBIT, som ligger til grund for flere af de anvendte nøgletal.

Samtidig viser analysen, at Trophy Games har en stærk finansiell position med høj likviditet og soliditet, hvilket mindsker den finansielle risiko og gør virksomheden mere robust over for økonomiske udsving. Det er dog vigtigt at være opmærksom på, at en meget høj likviditet og soliditet også kan betyde, at virksomheden ikke udnytter sin kapital optimalt, hvilket kan begrænse det fremtidige afkast.

Samlet set fremstår Trophy Games som en økonomisk sund virksomhed med en forbedret indtjeningsevne og en mere effektiv udnyttelse af kapitalen, hvilket typisk vil blive vurderet positivt af investorer og kan have en positiv effekt på værdiansættelsen.

Disse nøgletal danner grundlag for de forudsætninger, der anvendes i DCF-modellen, herunder vækst og indtjening.

5.8 WACC

I forbindelse med værdiansættelsen af Trophy Games er der udarbejdet en DCF-model (Discounted Cash Flow), hvor fremtidige frie pengestrømme tilbagediskonteres til nutidsværdi. En central beregning i denne model er fastsættelsen af selskabets kapitalomkostning, også kaldet WACC (Weighted Average Cost of Capital). Formlen for WACC ser således ud.

$$WACC = \frac{E}{D+E} \cdot R_e + \frac{D}{D+E} \cdot R_d \cdot (1 - T)$$

WACC repræsenterer det gennemsnitlige afkastkrav, som både egenkapital- og gæld som stilles til virksomheden, som bliver vægtet efter kapitalstrukturen. Diskonteringsfaktorerne er alt afgørende, da selv mindre ændringer i WACC kan have stor betydning for den beregnede selskabsværdi, hvilket fremgår i den udførte følsomhedsanalyse i DCF-modellen (Lyngø, 2025).

I det følgende afsnit vil der blive gennemgået de enkelte elementer i beregningen af WACC, herunder kapitalstruktur, egenkapitalomkostning og gældsomkostninger.

5.8.1 Kapitalstruktur

Kapitalstrukturen er fastlagt med udgangspunkt i Trophy Games aktuelle finansiering, hvor fordelingen mellem egenkapital og gæld er opgjort på baggrund af soliditetsgrad, samt gældsandelen. Denne opdeling brugtes til at finde Trophy Games kapitalomkostning, da den bestemmer vægtningen mellem egenkapitalens og gældens afkastkrav.

Trophy Games er finansieret med 78,16 % egenkapital og 21,84% gæld. Dette opstilles i formelen $E / D + E = 0,782$ og $D / D + E = 0,218$, hvor E står for egenkapitalen og D står for rentebærende gæld. Disse beregninger anvendes direkte i WACC beregningen til at fastlægge den samlede kapitalomkostning som er vægtet gennemsnit af de to finansieringskilder.

Kapitalstruktur har betydning for Trophy Games risikoprofil og dermed også for det samlede afkastkrav. Den høje egenkapitalandel viser en finansieringsstrategi, hvor de i begrænset omfang anvender fremmedkapital. Dette er med til at reducerer den finansielle risiko, idet Trophy Games har færre faste forpligtelser i form af rente- og afdragsbetalinger. I situationer med faldende indtjening vil en høj egenkapitalandel derfor typisk bidrage til større finansiell robusthed.

Omvendt medfører en høj egenkapitalandel også en højere samlet kapitalomkostning. Dette skyldes, at egenkapitalinvestorer bærer en større risiko end långivere, da de først modtager afkast efter, at alle øvrige forpligtelser er opfyldt. Dette gør at investorer kræver et højere afkast, hvilket trækker WACC op. Gæld er derimod en billigere finansieringskilde, blandt andet som følge af den skattemæssige fradragret for renteomkostninger

Kapitalstrukturen har direkte betydning for værdiansættelsen i DCF-modellen, idet WACC anvendes som diskonteringsrente. Selv mindre ændringer i fordelingen mellem egenkapital og gæld kan påvirke WACC og dermed den beregnede nutidsværdi af de fremtidige pengestrømme. Dette understreger vigtigheden af en velbegrundet fastlæggelse af kapitalstrukturen, da den udgør en central forudsætning i værdiansættelsen.

5.8.2 Risikofri rente

Den risikofri rente er fastsat til 2,4 % med udgangspunkt i renten på 10-årige danske statsobligationer. Anvendelsen af en langsigtet statsobligationsrente skyldes, at i DCF-modellen baserer sig på tilbagediskontering af fremtidige pengestrømme over en længere periode. Det er derfor relevant at anvende en risikofri rente med tilsvarende løbetid for at sikre konsistens mellem diskonteringsrenten og cash flowet i perioden.

Figur 10: 10-årige dansk statsobligationsrente

Effektiv rente af statsobligationer efter land og tid

Enhed: Pct. pro anno

	2025
Danmark	2,4

Kilde: OECD.

Kilde: (Danmarks statistik, 2025)

Den risikofri rente repræsenterer det afkast, en investor kan opnå uden en rigtig investeringsrisiko. Statsobligationer udstedt af den danske stat betragtes som risikofrie, da sandsynligheden for misligholdelse anses for meget lav. Renten på disse obligationer anvendes derfor som element for den risikofri rente i WACC.

Valgt af netop 10-årige statsobligationer er desuden i tråd med praksis inden for værdiansættelse, hvor der man typisk anvender lange renter fremfor korte. Korte renter er også mere volatile og bliver ofte påvirket af pengepolitiske forhold, mens lange renter i højere grad bliver påvirket af forventningerne.

Den risikofri rente danner udgangspunkt for det samlede afkastkrav. En ændring i den risikofri rente vil have direkte påvirkning på den samlede WACC. En højere risikofri rente vil føre til en højere afkastkrav og dermed en lavere værdiansættelse i DCF-modellen.

5.8.3 Markedsrisikopræmie

Markedsrisikopræmien er det fastsatte merafkast, som investorer forventer at opnå ved investeringen i Trophy Games. Præmien viser således den "kompensation", investorer kræver at påtage sig den risiko, der er forbundet med investeringen i Trophy Games.

Fastlæggelsen af markedsrisikopræmien er baseret på markedsestimater, her ligger markedsrisikopræmien typisk i intervaller mellem 4-6 %. I forbindelse med Trophy Games er en vækst virksomhed der er på First North, er den valgte præmie på 5,5% hvilket vil sige den ligger i den høje ende af intervallet. Valget af en høj markedsrisikopræmie skyldes som tidligere nævnt at Trophy Games er en vækstvirksomhed på First North, som er kendt ved at der er højere usikkerhed omkring fremtidige indtjening og pengestrømme, hvilket gør at risikoen for investorer bliver øget, som også medfølger at afkast skal stige. Sikkerheden kan blandt andet være markedsudvikling, konkurrenceforhold og Trophy Games evne til at realisere sine vækstforventninger.

En højere markedsrisikopræmien vil føre til et højere afkastkrav hos investorerne og dermed få en højere WACC

5.8.4 Beta

Fastlæggelsen af beta er i praksis forbundet med usikkerhed, da den enten kan estimeres på baggrund af historiske data eller ved sammenligning med andre børsnoterede selskaber. I denne opgave er beta fastsat som et kvalificeret skøn baseret på Trophy Games' risikoprofil, vækstkarakteristika og brancheforhold.

Til beregningen anvendes equity beta, da WACC tager udgangspunkt i investorenes afkastkrav til egenkapitalen samt omkostningen ved gæld.

Beta er estimeret til 1,5 ud fra de forudsætninger der er opstillede og udtrykker at der er en risiko i forhold til det samlede marked, som Trophy Games befinder sig i. Et beta på over 1 betyder, at aktien forventes at være mere volatil end markedet, hvilket indebærer, at virksomhedens afkast forventes at svinge mere end markedsafkastet. Et beta på 1,5 indikerer således, at aktien gennemsnitligt forventes at bevæge sig cirka 50 % mere end markedet ved ændringer i de generelle markedsforhold.

Fastlæggelsen af beta er forbundet med usikkerhed, særligt for et mindre selskab som Trophy Games. Det anvendte beta på 1.5 må derfor betragtes som et kvalificeret skøn og mindre ændringer i denne forudsætning kan have væsentlig indflydelse på den beregnet værdi.

Valget med et beta på 1.5 er med til at gøre WACC højere, som er med til at vælge en forsigtig værdiansættelse af Trophy Games.

5.8.5 Samlet kapitalomkostning

På baggrund af alle de opstillede forudsætninger er egenkapitalomkostningen (RE) beregnet til 10,60% (Beta*markedsrisikopræmie) + Risikofri rente. Dette viser det afkastkrav, som aktionærene stiller for at investere i Trophy Games i forhold til den givne risiko.

Afkastningskravet afspejler både den risikofri rente, markedsrisikopræmien samt beta for Trophy Games.

Gældsomkostningen (RD) er fastsat til 8,85% (finansielle omkostninger / gæld i alt) med udgangspunkt i renteomkostninger, som fremgår af regnskabet 2025 (Trophy Games Development, 2026). Jf. Skattelovens § 6 stk. 1. er renteomkostninger skattemæssigt fradragsberettigede, der tages udgangspunkt i at selskabet ikke har nogle renteomkostninger til skat, som ikke er fradragsberettigede hvor af der skal reduceres renteomkostninger med

selskabsskatten. Den effektive gældsomkostning reduceres derfor med selskabsskatten på 22 %, hvilket medfører en lavere omkostning på gælden, dette er med til at gøre gældsfinansiering relativt billigere end egenkapitalen.

Gæld er dermed en billigere finansieringskilde end egenkapital, da rentekomkostninger er skattemæssigt fradragsberettigede, og fordi långivere påtager sig lavere risiko end aktionærer. Aktionærer kræver et højere afkast, hvilket gør egenkapital dyrere.

Den samlede kapitalomkostning (WACC) er beregnet til 9,79% som et vægtet gennemsnit af egenkapital- og gældsomkostninger, hvor der er taget højde for kapitalstrukturen samt skattefordelen ved gælden. WACC udtrykker det gennemsnitlige afkastkrav for Trophy Games aktionær og anvendes som diskonteringsrente i DCF-modellen til at beregne værdien nutidsværdien af de fremtidige pengestrømme for Trophy Games.

5.8.6 Konklusion WACC

På baggrund af de opstillede forudsætninger er WACC for Trophy Games beregnet til 9,79 %, hvilket afspejler det samlede afkastkrav fra både investorer og gældsgiver. Beregningen er baseret på en relativt høj egenkapitalandel, en risikofri rente på 2,35 %, en markedsrisikopræmie på 5,50 % samt et beta på 1,5, hvilket samlet indikerer at Trophy Games er en forhøjet risikoprofil.

Den høje beta og markedsrisikopræmie medfører et relativt højt afkastkrav fra investorerne, hvilket øger egenkapitalomkostningen og dermed den samlede WACC. Samtidig bidrager den begrænsede anvendelse af gæld til en mere robust virksomhed, men også til en højere omkostning, da egenkapital er dyrere end gælden.

I forhold til risiko ved investering i First North-selskaber kunne det forventes, at investorer kræver en særskilt risikopræmie. Ifølge interview med John er dette dog ikke nødvendigvis tilfældet. Værdiansættelsen fastsættes i højere grad individuelt for den enkelte virksomhed i samarbejde mellem selskab og rådgivere, hvor der tages udgangspunkt i, hvad der vurderes som en rimelig pris. Dette indikerer, at en eventuel risikopræmie ikke fastlægges som et generelt tillæg for First North-selskaber, men snarere indgår indirekte i investorernes samlede vurdering af virksomhedens risiko (Norden, 2026).

Den beregnede WACC anvendes som diskonteringsrente i DCF-modellen og har afgørende betydning for den endelige værdiansættelse af Trophy Games. Selv mindre ændringer i de anvendte forudsætninger, herunder beta og markedsrisikopræmien, kan have væsentlig indflydelse på den beregnede selskabsværdi, hvilket også fremgår af den gennemførte følsomhedsanalyse i DCF-modellen.

6. DCF-analyse af Trophy Games

Formålet med DCF-analysen er at beregne en teoretisk værdiansættelse ud fra selskabets forventede fremtidige pengestrømme som beregnes ud fra ledelsens egne udmeldinger i årsrapporten kombineret med analytiske vurderinger af fremtidig vækst og WACC'en som vi har fastsat ud fra markedsparemetre som beskrevet ovenstående.

Denne model tager ikke udgangspunkt i markedets prissætning af sammenlignelige virksomheder, men i stedet fokuserer denne op selskabets egne økonomiske forhold.

Det er væsentligt at fremhæve, at DCF-analysen i høj grad er antagelsesdrevet og derfor forbundet med betydelig usikkerhed. Modellen er særligt følsom over for valg af afkastkrav, langsigtet vækst og marginforudsætninger, hvilket betyder, at selv mindre ændringer i disse input kan medføre store udsving i den beregnede værdi. Resultatet af analysen bør derfor ikke betragtes som en præcis værdiansættelse, men snarere som et estimeret værdiinterval baseret på de opstillede forudsætninger.

Herfor vil vi foretage følsomhedsanalyse for at fastlægge et værdiinterval og herefter sammenholde de beregnede værdier med markedsværdien af Trophy Games.

DCF-modellen består af tre hoveddele:

- Forecast af fremtidige pengestrømme (FCF)
- Diskontering af FCF med WACC
- Beregning af terminalværdien og total enterprise value

6.1 Forudsætninger

Disse foretagne beregninger er udarbejdet med forudsætninger om den fremtidige vækst i omsætningen. Disse forudsætninger er taget på baggrund af Trophy Games årsrapport fra 2025 som oplyser en forventet stigning i omsætningen på 3% - 21% som vil føre til en omsætning mellem 130 – 153m. Det forventes at denne vækst i omsætningen gradvist falder i løbet af de næste år, dette afspejler overgangen fra et vækstselskab til et selskab med mere

moden drift. DCF-modellen afspejler dette med en forventet vækst i omsætningen på 8,7,6 og 4% for årene 2027,2028,2029 og 2030.

Figur 11: Trophy Games Financial overblik 2026

Financial Outlook 2026			
	2025 Actual	2026 Guidance*	Δ
Revenue	126.5m	130-153m	3% - 21%
EBITDA	31.1m	28-36m	(10%) - 16%
EBIT	20.5m	18-24m	(12%) - 17%

Herudfra er der valgt 11% stigning i omsætningen for 2026. Yderligere oplyses der, at Ebit forventes af udvikle sig inden for et interval på -12% - +17%. Dette betyder at der forventes lavere EBIT sammenholdt med den højere omsætning. Hvorfor der i DCF-beregningen er sat en lavere EBIT-margin sammenholdt med sidste års realiserede EBIT-procentdel af omsætningen. Sidste år udgjorde EBIT 16,2% af omsætningen. I DCF-modellen fastsættes en EBIT på 15,5% af omsætningen. Den forventede lavere EBIT kan forklares i deres øgede marketing budget i 2026, som er steget til 45-50m fra 42,3m i 2025.

I 2025 udgjorde afskrivning af anlægsaktiver 8,38% af omsætningen. Der forudsættes derfor, at afskrivningen af anlægsaktiver udgør ca. 8% af omsætningen eftersom det vurderes, at den projekterede stigning i omsætningen er realistisk at opnå med de nuværende anlægsinvesteringer.

Selskabets anlægsaktiver består hovedsageligt af aktiverede udviklingsomkostninger, som der i 2025 havde en tilgang på 9.357m. Dette udgør 7,3% af omsætningen. Dog sættes der en forudsætning om lavere aktiverede udviklingsomkostninger eftersom Trophy Games i årsrapporten nævner en forventet optimering af udviklingsomkostningerne. De forventede udviklingsomkostninger fastsættes derfor til 6,5% (Trophy Games, 2026)

I 2025 havde Trophy Games en working capital på 42.590m. Som udgør 34% af omsætningen. Af dette beløb bestod 14m af tilgodehavende moms. Denne moms forventes at være et ekstraordinært tilfælde og vil give en misvisende analyse i DCF-modellen, hvorfor dette fratrækkes beregningen. Herefter udgjorde WCR 23% af omsætningen. Dette er en

meget høj WCR eftersom selskabet har meget begrænset gæld og næsten ingen fremmedgæld samtidig med de har store debitorer. Beregningerne foretages derfor med en forventning om en WCR der udgør 23% af omsætningen.

Ovenstående budgettering danner grundlag for nedenstående 5-årige forecast af fremtidige pengestrømme:

Figur 12: Trophy Games frit cash flow

Frit cash flow									
År	Omsætning	Vækst i omsætning	EBIT	NOPAT	Afskrivninger	Tilgang anlæg	WCR	ΔWCR	FCFF
2025	126,448.00		19,599.44	15,287.56	10,115.84	8,219.12	29,083.04	-	17,184.28
2026	140,357.28	11%	21,755.38	16,969.20	11,228.58	9,123.22	32,282.17	3,199.13	15,875.42
2027	151,585.86	8%	23,495.81	18,326.73	12,126.87	9,853.08	34,864.75	2,582.57	18,017.94
2028	162,196.87	7%	25,140.52	19,609.60	12,975.75	10,542.80	37,305.28	2,440.53	19,602.02
2029	171,928.69	6%	26,648.95	20,786.18	13,754.29	11,175.36	39,543.60	2,238.32	21,126.79
2030	178,805.83	4%	27,714.90	21,617.63	14,304.47	11,622.38	41,125.34	1,581.74	22,717.97

Spilindustrien er generelt karakteriseret ved høj usikkerhed i fremtidige pengestrømme, idet værdiskabelsen ofte er afhængig af et begrænset antal spil og disses evne til at fastholde brugere over tid. Indtjeningen påvirkes i høj grad af faktorer såsom brugerengagement, levetid på spiltitler, marketingeffektivitet og ændringer i spilleradfærd. Samtidig er konkurrencen i markedet intens, og succesfulde spil kan relativt hurtigt blive kopieret eller overhalet af nye udgivelser. Disse forhold bidrager til øget volatilitet i indtjening og understøtter forsigtighed i både vækstforudsætninger og fastsættelse af WACC.

6.2 Forecast af fremtidige pengestrømme (FCF)

På baggrund af ovenstående forudsætninger er de frie pengestrømme til virksomheden (Free Cash Flow, FCF) estimeret for perioden 2026–2030. FCF beregnes som selskabets driftsresultat efter skat (NOPAT), tillagt afskrivninger, fratrukket investeringer i anlægsaktiver samt ændringer i arbejdskapitalen. Denne metode sikrer, at pengestrømmene er uafhængige af selskabets kapitalstruktur.

NOPAT beregnes ved at justere EBIT for selskabsskatten, som i Danmark er 22%.

Afskrivningerne tillægges igen, da disse ikke udgør en reel pengestrøm, mens investeringer i

anlægsaktiver samt ændringer i working capital reducerer de frie pengestrømme, da disse binder likviditet i virksomheden.

Når der er reguleret for ovenstående, er der beregnet et estimat af fremtidige pengestrømme. Beregningerne vises at der forventes positive og stigende pengestrømme for hele forecast perioden. Ud fra dette vurderes det at Trophy Games har en stabil og stigende indtjeningsevne.

6.3 Diskontering af FCF med WACC

De estimerede FCF diskonteres til nutidsværdi ved indregning af WACC (Weighted Average Cost of Capital). WACC repræsenterer det samlede afkastkrav fra virksomhedens kapitaludbydere og afspejler både risikoen forbundet med egenkapital og fremmedkapital. Ved at diskontere pengestrømmene med WACC sikres det, at værdien af fremtidige pengestrømme justeres for både tidsværdien af penge og den underliggende risiko. Jo højere risiko, desto højere WACC og desto lavere nutidsværdi af pengestrømmene. WACC'en bliver afspejlet af risikoen investorerne løber.

Diskonteringen foretages individuelt for hvert år i forecastperioden, hvilket betyder, at pengestrømme langt ude i fremtiden vægtes mindre end kortsigtede pengestrømme.

6.4 Beregning af terminalværdien og total enterprise value

Efter forecastperiodens udløb antages virksomheden at gå ind i en stabil fase med konstant, langsigtet vækst, hvilket også afspejles af den faldende stigning af omsætningen. Denne værdi repræsenteres ved terminalværdien, som beregnes ved hjælp af Gordons vækstmodel.

Terminalværdien er et udtryk for al fremtidig værdiskabelse efter forecastperioden og udgør ofte en betydelig andel af den samlede enterprise value. Den anvendte terminalvækst på 2% afspejler en konservativ antagelse om, at Trophy Games på langt sigt vokser i takt med den generelle økonomi. Den valgte terminalvækst på 2 % vurderes at være realistisk for et modent spiludviklingselskab og ligger på linje med langsigtede forventninger til den generelle økonomiske vækst. En højere terminalvækst ville forudsætte vedvarende strukturelle konkurrencefordele, hvilket vurderes usikkert i en branche præget af høj konkurrence og hurtig teknologisk udvikling.

Netop fordi terminalværdien er meget følsom over for små ændringer i både vækst og WACC, er det vigtigt, at disse antagelser er konsistente og realistiske.

Den samlede enterprise value beregnes som summen af nutidsværdien af de estimerede FCF i forecastperioden og nutidsværdien af terminalværdien. Herefter justeres EV for netto-rentebærende gæld for at nå frem til egenkapitalens værdi.

I Trophy Games' tilfælde medfører en lav gæld og betydelige likvide beholdninger, at egenkapitalværdien overstiger enterprise value. Denne justering er afgørende for at opnå en korrekt teoretisk værdi pr. Aktie.

6.4 Resultat af DCF-analyse

En stor andel af den teoretiske beregnede værdi stammer fra terminalværdien. Dette skyldes forventningen om at Trophy Games på langt sigt kan skabe positive cash flow, opretholde stabil drift og fortsat være i vækst i takt med eller lidt over markedets udvikling. Dette ses typisk for DCF-analyser der foretages af selskaber der stadig er i en vækstfase, og dette betyder også at værdiansættelsen er følsom overfor ændringer i de langsigtede antagelser. Derfor har vi foretaget følsomhedsanalyse der viser hvordan den teoretiske værdi vil udvikle sig i forbindelse med stigning eller fald i WACC. Denne følsomhedsanalyse viser at ændringer i WACC vil resultere i forholdsvis store udsving af den teoretiske værdi. Dette betyder at resultatet af DCF-analysen bør fortolkes som et interval og ikke en præcis værdiansættelse.

Den beregnede enterprise value (EV) på ca. 273,7 mio. kr. repræsenterer værdien af Trophy Games' samlede operationelle aktiviteter uafhængigt af, hvordan virksomheden er finansieret. EV kan dermed fortolkes som den pris, en hypotetisk køber skulle betale for at overtage selskabets drift.

Denne værdi er et resultat af positive cash flows i forecast perioden, gradvist aftagende men fortsat positiv vækst og et afkastkrav der afspejler selskabets markedsmæssige og forretningsmæssige risiko.

At EV udgør en relativt høj multipl af den nuværende omsætning indikerer, at en væsentlig del af værdien ligger i fremtidige forventninger snarere end i allerede realiserede resultater. Dette er karakteristisk for virksomheder i spilindustrien, hvor værdiskabelse ofte er stærkt fremadskuende.

For at nå frem til den værdi, der reelt tilfalder aktionærene, justeres enterprise value for selskabets finansielle struktur. Trophy Games har betydelige likvide beholdninger og stort set ingen rentebærende gæld, hvilket betyder, at egenkapitalværdien overstiger enterprise value.

Den beregnede egenkapitalværdi på ca. 296,8 mio. kr. kan fortolkes som den samlede markedsværdi af aktionærernes ejerandel i selskabet, under antagelse af, at DCF-modellens forudsætninger er korrekte. For at sammenholde denne teoretiske værdi med den reelle markedsværdi deles vores beregnede værdi i antallet af aktier der er oplyst i Trophy Games' årsrapport. Herved får vi en markedsværdi på 10,75 kr. Pr. Aktie. Sammenholdt med den reelle markedsværdi som pr. 31.12.2025 udgjorde 13,4 kr. Pr. Aktie kan det konkluderes at den teoretiske værdi på baggrund af vores forudsætninger og beregninger er lavere end den reelle markedsværdi.

Forskellen mellem den teoretiske værdi fastsat ved DCF-analysen og den observerede markedsværdi kan forklares ved en række forhold. DCF-modellen baserer sig udelukkende på eksplicitte antagelser om fremtidige pengestrømme, vækst og risiko, og indregner alene den værdi, der med rimelighed kan understøttes af disse forudsætninger. Markedsværdien derimod afspejler investorenes samlede forventninger, herunder også optimisme omkring fremtidige vækstmuligheder, strategiske tiltag og potentielle succesfaktorer, som endnu ikke nødvendigvis er reflekteret i selskabets aktuelle cash flows. Her kan relateres til udviklingen i AI samt de tidligere omtalte lovgivninger der åbner nye muligheder for disse spilselskaber. Disse faktorer kan påvirke investorenes risikovillighed og dermed også aktiekursen. Ligesom beskrevet tidligere kan der være usikkerheder i vores forudsætninger. Hvis aktiemarkedet tror på større vækst end vi har i vores forudsætninger, vil dette skabe en difference fra vores beregning til den aktuelle markedsværdi.

6.5 Følsomhedsanalyse

For at vurdere den beregnede værdiansættelse er der foretaget en følsomhedsanalyse med fokus på ændring i WACC. Da WACC udgør afkastkravet for investorerne og dermed diskonteringsfaktoren i DCF-modellen, har mindre ændringer i WACC væsentlige indflydelse på den beregnede aktiekurs. Følsomhedsanalysen er lavet med forskellige WACC med henholdsvis lavere og et højere niveau på hhv. 8,5% og 11%.

Figur 13: Beregnet WACC for Trophy Games

WACC	8,5	9,79	11,0
Pris pr. aktie	12.71	10.75	9.42
Børsværdi i alt	350,877,191	296,762,239	259,980,766

Kilde: Egen tilvirkning på baggrund af regnskabsdata fra Trophy Games Development A/S (2023–2025)

Følsomhedsanalysen viser, en omvendt sammenhæng mellem WACC og den beregnede aktieværdi. Når afkastkravet reduceres til 8,5% stiger den beregnede aktieværdi til 12,71 kr., mens en stigning i WACC til 11% reducerer den beregnede aktieværdi til 9,42 kr. pr. aktie. Dette viser hvor følsom værdien er over for ændringer i investorenes afkastkrav. Dette skyldes særligt, at en stor del af den beregnede enterprise value stammer fra terminalværdien, som er meget følsom over for ændringer i diskonteringsrenten.

Forskellen mellem højeste og laveste værdi i følsomhedsanalysen er 3,29 kr. pr. aktie hvilket svare til at Trophy Games vil være 90.896.000 kr. mere værd med en WACC på 8,5% fremfor en WACC på 11%. Sammenholdt med aktiekursen pr. 31.12.2025 som udgør 13,4 kr. pr. aktie. Ligger markedsværdien over alle scenarier i følsomhedsanalysen. Dette kan indikere, at investorer enten opererer med lavere afkastkrav, højere vækstforventninger eller en større optimisme end forventningerne til Trophy Games fremtidige indtjening end hvad der er indregnet i DCF-modellen.

Samlet set viser følsomhedsanalysen, at værdiansættelsen af Trophy Games er særligt afhængig af afkastkravet og selv mindre ændringer i forudsætningerne i WACC kan medføre væsentlige ændringer i den beregnede værdiansættelse. Resultat af følsomhedsanalysen skal derfor ses, som et interval frem for en præcis værdiansættelse, dette hænger sammen med den generelle usikkerhed, der er i forbindelse med at lave en DCF-model.

7 Konklusion

Opgaven har haft til formål at undersøge, hvordan Trophy Games aktieværdi og investeringslysten blandt investorer påvirkes af Trophy Games markedsmæssige position og interne forhold, samt hvordan markedsværdien stemmer overens med den teoretiske beregnet værdi på baggrund af regnskabsanalyse og DCF-modellen.

Analysen viser at Trophy Games befinder sig i en branche præget af høj konkurrence, hvor der især findes stor internationale aktører, substituerende produkter og platforme, som App Store har en væsentlige indflydelse på Trophy Games muligheder. Porters Five Forces viser at leverandører og nye indtrængere udgør en moderat påvirkning. På trods af dette har Trophy Games formået at opbygge en stærk nicheposition inden for strategi- og managementspil, hvor selskabets helt store konkurrencefordele kommer fra at de kan genbruge store dele af deres platforme til nye spil.

SWOT-analysen viser at Trophy Games har nogle klare styrker, især deres fokus på deres niche inden for strategi- og managementspil, hvor deres måde på at genbruge koncepter til udvikling samt et stigende engagement fra spillerne. Trophy Games har også svagheder i form af at de er afhængig af enkelte spil, som stadig oplever succes, de skal udvikle nye succesfulde spil imens de har en betydelig lavere økonomisk ressource i forhold til deres store konkurrenter, som har en betydelig større kapital. Der ses dog også gode muligheder for fremtidig vækst ved opdatering af eksisterende spil, nye platforme og lavere omkostninger i forbindelse med udvikling samt distribution.

Regnskabsanalysen viser at Trophy Games økonomiske tal har haft en markant stigning i perioden 2023-2025. Nøgletal som overskudsgrad, afkastningsgrad og egenkapitalens forrentning er steget i perioden, hvilket viser at Trophy Games har fået en stærkere indtjeningssevne og en mere effektiv udnyttelse af deres ressourcer. Samtidig har virksomheden en høj soliditetsgrad og stærk likviditet, hvilket er med til at reducerer den finansielle risiko, da de har lidt fremmedkapital, så de har en stærk finansiell robusthed.

Det ses i udviklingen i aktiekursen at den understøtter denne positive udvikling, idet Trophy Games aktie efter en periode med fald har oplevet en markant stigning frem mod 2026. Denne udvikling kan forklares ved forbedrede regnskabsresultater, flere succesfulde spiludgivelser samt en øget optimisme hos aktionær.

DCF-modellen viser at den teoretiske værdi af Trophy Games er lavere end markedsværdien på børsen. Den beregnede aktieværdi på ca. 10,75 kr. pr. aktie ligger under markedsprisen på omkring de 13-14 kr., hvilket indikerer at aktien er overvurderet ud fra de beregnede forudsætninger. Den højere aktiepris kan bl.a. forklares ved at aktionær har indregnet højere fremtidige vækstforventninger, og flere potentielle spil succeser, som der ikke er taget højde for i DCF-modellen.

Overordnet fremstår Trophy Games som en vækstvirksomhed med et betydeligt potentiale, men også med en relativ høj risiko, hvilket ofte forbindes med selskaber som er noteret på Nasdaq First North.

Samlet set påvirkes Trophy Games aktiekurs i høj grad af virksomhedens markedsmæssige position og interne forhold. Der stærke position med nicheprodukter og de betydelig forbedrede økonomiske resultater har øget aktionærernes forventninger og dermed investeringslysten.

Interviewet med John Norden understøtter opgavens samlede analyse ved at bekræfte flere af de centrale forhold omkring First North-markedet og værdiansættelsen af vækstvirksomheder. Norden fremhæver, at der ikke eksisterer en generel "First North-risikopræmie", hvilket stemmer overens med analysens vurdering af, at forskellen mellem markedsværdi og DCF-værdi primært skyldes investorenes forventninger – ikke en strukturel risikofaktor.

Han peger samtidig på, at en notering på First North giver virksomheder "gode muligheder for at hente yderligere kapital", hvilket understøtter SWOT-analysens konklusion om, at børsnoteringen er en strategisk styrke for Trophy Games. Norden vurderer desuden, at Trophy Games næppe ville opnå en højere værdiansættelse på hovedbørsen, da selskabet ville ligge i small-cap-segmentet uden væsentlig presseinteresse. Dette bekræfter analysens vurdering af, at First North er det rette marked for virksomhedens nuværende størrelse.

Endelig fremhæver Norden omsætning, EBITDA og EBIT som de vigtigste nøgletal i værdiansættelsen af denne type virksomheder, hvilket styrker validiteten af den anvendte regnskabsanalyse og de forudsætninger, der ligger til grund for DCF-modellen.

Samlet set viser analysen, at Trophy Games' stærke nicheposition, forbedrede finansielle udvikling og fremtidige vækstmuligheder har øget investorenes forventninger og dermed markedsværdien af selskabet. DCF-analysen indikerer dog, at markedet prissætter selskabet

højere end den teoretiske værdi baseret på de opstillede forudsætninger, hvilket afspejler investorenes optimisme omkring virksomhedens fremtidige potentiale.

Bibliografi

- Apple. (n.d.). *Apple.com*. Retrieved from Update on apps distributed in the European Union: <https://developer.apple.com/support/dma-and-apps-in-the-eu/>
- Businesswire. (n.d.). *Businesswire.com*. Retrieved from Tilting Point Raises \$235 Million to Fuel Expansion and Acquisitions: <https://www.businesswire.com/news/home/20210720005253/en/Tilting-Point-Raises-%24235-Million-to-Fuel-Expansion-and-Acquisitions>
- Cloud dosage. (n.d.). *Clouddosage.com*. Retrieved from 2025 Cloud gaming trends...: <https://clouddosage.com/2025-cloud-gaming-trends-growth-challenges-and-the-push-toward-b2b/>
- Danmarks statistik. (2025). *Danmarks statistik*. Retrieved from <https://m.statbank.dk/Data?lang=da>
- Femaleinvest . (2026). Retrieved from <https://www.femaleinvest.com/dk/investeringsordbog/likviditet>
- Grant Thornton . (2021). *Initial Public Offering* .
- Lyngø, A. (2025). Retrieved from <https://www.economic.dk/regnskabsprogram/ordbog/kapitalvaerdi>
- Nasdaq. (2021, 04 27). *Nasdaq*. Retrieved from <https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=1017136&lang=da>
- Nasdaq Copenhagen. (n.d.). Retrieved from <https://www.nasdaq.com/solutions/european-markets/copenhagen>
- Nasdaq First North. (2026). Retrieved from <https://www.nasdaq.com/solutions/listings/markets/nordic/first-north>
- Norden, J. (2026, april 30). CEO og Partner, Certified advisor. (M. N. Anders, & M. A. Mikkelsen, Interviewers)
- Nordnet. (2026). Retrieved from <https://www.nordnet.dk/aktier/kurser/trophy-games-development-tgames-dsme>
- Paradox Interactive. (n.d.). *LinkedIn Profile*. Retrieved from LinkedIn, Paradox Interactive: https://dk.linkedin.com/company/paradox-interactive?trk=pprofile_company
- Paradox Interactive. (2026). *Årsrapport 2025*.
- stockanalysis. (n.d.). <https://stockanalysis.com>. Retrieved from <https://stockanalysis.com/quote/sto/PDX/revenue/>

Techcrunch. (n.d.). *Techcrunch.com*. Retrieved from Apple updates the rules for its EU App Store by adding more complicated fees:
<https://techcrunch.com/2025/06/26/apple-updates-the-rules-for-its-eu-app-store-by-adding-more-complicated-fees/>

Trophy Games. (2026, marts). *Trophy Games*. Retrieved from <https://trophy-games.com/>

Trophy Games Development. (2026). *Årsrapport 2025*.

Vækstaktier . (2021). Retrieved from <https://vaekstaktier.dk/certified-advisor/>

Bilag

1 WACC beregninger

T.kr.	2025	2024	2023
Resultatopgørelsen			
Omsætning	126.448,00	90.070,00	54.155,00
Andre driftsindtægter	75,00	-	280,00
Arbejde udført for egen regning indregnet i aktiver	8.246,00	10.485,00	10.176,00
Direkte omkostninger	- 30.460,00 -	- 22.708,00 -	- 13.832,00 -
Andre eksterne omkostninger	- 49.310,00 -	- 29.882,00 -	- 20.382,00 -
Bruttoresultat	54.999,00	47.965,00	30.397,00
Personaleomkostninger	- 23.882,00 -	- 23.294,00 -	- 19.459,00 -
Af- og nedskrivninger på amterielle og imaterielle	- 10.603,00 -	- 15.521,00 -	- 7.456,00 -
Resultat af primær drift	20.514,00	9.150,00	3.482,00
Finansielle indtægter	135,00	307,00	145,00
Finansielle omkostninger	- 1.636,00 -	- 389,00 -	- 481,00 -
Resultat før skat	19.013,00	9.068,00	3.146,00
Skat af årets resultat	- 6.474,00 -	- 1.597,00 -	- 905,00 -
Årets resultat	12.539,00	7.471,00	2.241,00
Aktiver			
Udviklingsprojekter under udførelse	2.890,00	4.273,00	6.166,00
Færdiggjorte udviklingsprojekter	23.586,00	23.449,00	19.330,00
Immaterielle anlægsaktiver i alt	26.476,00	27.722,00	25.496,00
Indretning af lejede lokaler og inventar	-	-	218,00
Materielle anlægsaktiver i alt	-	-	218,00
Andre tilgodehavender	2.041,00	4.168,00	3.356,00
Deposita	819,00	808,00	754,00
Finansielle anlægsaktiver i alt	2.860,00	4.976,00	4.110,00
Anlægsaktiver i alt	29.336,00	32.698,00	29.824,00
Tilgodehavender fra salg og tjenesteydelser	13.567,00	6.735,00	4.700,00
Tilgodehavender hos tilknyttede virksomheder	-	-	-
Tilgodehavende selskabsskat	-	-	-
Andre tilgodehavender	18.645,00	3.326,00	2.827,00
Tilgodehavender i alt	32.212,00	10.061,00	7.527,00
Likvide beholdninger	23.049,00	25.429,00	24.719,00
Omsætningsaktiver i alt	55.261,00	35.490,00	32.246,00
Aktiver i alt	84.597,00	68.188,00	62.070,00
Passiver			
Aktiekapital	552,00	552,00	552,00
Reserve for valutakursregulering	- 578,00 -	- 86,00 -	- 74,00 -
Reserve for udviklingsomkostninger	-	-	-
Reserve for opskrivning af dattervirksomheder	-	-	-
Overført resultat	66.144,00	58.336,00	52.392,00
Egenkapital i alt	66.118,00	58.802,00	52.870,00
Minoritetsinteresser i dattervirksomheder	-	-	478,00
Egenkapital og minoritetsinteresser i alt	66.118,00	58.802,00	52.392,00
Udskudt skat	5.808,00	5.190,00	4.820,00
Langfristede forpligtelser i alt	5.808,00	5.190,00	4.820,00
Bank gæld	4,00	7,00	94,00
Leverandør af varer og tjenesteydelser	3.901,00	248,00	1.076,00
Gæld til tilknyttede virksomheder	-	-	-
selskabsskat	3.372,00	1.263,00	327,00
Anden gæld	5.394,00	2.678,00	3.361,00
Kortfristede gæld i alt	12.671,00	4.196,00	4.858,00

Gæld i alt	18.479,00	9.386,00	9.678,00
Passiver i alt	84.597,00	68.188,00	62.070,00

	2025	2024	2023
Overskudsgrad	16,22%	10,16%	6,43%
Afkastningsgrad	24,25%	13,42%	5,61%
Egenkapitalens forrentning	28,76%	15,42%	5,95%
Likviditetsgrad	4,36	8,46	6,64
Soliditetsgrad	78,16%	86,24%	84,41%
Aktivernes omsætningshastighed	1,66	1,38	0,89
Gældsandel	21,84%	13,76%	15,59%

WACC

Selskabet finansiering er 78,16% egenkapital og 21,84% gæld se soliditetsgrad og gældsandel

E / D + E 0,782

D / D + E 0,218

Risikofri rente 2,35%

https://fred.stlouisfed.org/series/IRLTLT01DKA156N?utm_source=chatgpt.com

https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html

Markedsrisikopræmie 5,50% Den sættes højere da det er en væksaktie

Beta 1,50 Aktien er mere risikofyldt end mar

Re = 8,25%

10,60%

Aktionærenes afkastkrav skal således være cirka 10.60

Rd = 8,85% Renten på gælden jf. regnskabet

Selskabsskat i Danmark 22%

WACC = 9,79%

2 DCF beregninger

Parameter	Værdi
Base Revenue (2025, t.kr.)	126.448,00
WACC	9,79%
Tax rate	22,00%
vækst 2026	11,00%
Vækst 2027	8,00%
Vækst 2028	7,00%
Vækst 2029	6,00%
Vækst 2030	4,00%
Terminal growth (g)	2,00%
EBIT margin	15,50%
afskrivninger % af omsætning	8,00%
Investering i anlæg % af omsætning	6,50%
WCR % af omsætning	23,00%
Cash (t.kr.)	23.049,00
Rentebærende gæld (t.kr.)	4,00
Aktier (stk.)	27.600.000,00

Frit cash flow									
År	Omsætning	Vækst	EBIT	NOPAT	Afskrivninger	Tilgang anlæg	WCR	ΔWCR	FCFF
2025	126.448,00		19.599,44	15.287,56	10.115,84	8.219,12	29.083,04	-	17.184,28
2026	140.357,28	11%	21.755,38	16.969,20	11.228,58	9.123,22	32.282,17	3.199,13	15.875,42
2027	151.585,86	8%	23.495,81	18.326,73	12.126,87	9.853,08	34.864,75	2.582,57	18.017,94
2028	162.196,87	7%	25.140,52	19.609,60	12.975,75	10.542,80	37.305,28	2.440,53	19.602,02
2029	171.928,69	6%	26.648,95	20.786,18	13.754,29	11.175,36	39.543,60	2.238,32	21.126,79
2030	178.805,83	4%	27.714,90	21.617,63	14.304,47	11.622,38	41.125,34	1.581,74	22.717,97

Parameter	Værdi			
WACC	9,79%			
Terminal growth (g)	0,02			
År	FCFF	DF	PV(FCFF)	
2026	15.875,42	0,911	14.459,81	
2027	18.017,94	0,830	14.947,88	
2028	19.602,02	0,756	14.811,96	
2029	21.126,79	0,688	14.540,60	
2030	22.717,97	0,627	14.241,49	
		Sum PV(FCFF 2026–2030)	73.001,75	
		Terminal Value (undiscounted)	320.180,46	
		PV(Terminal Value)	200.715,49	
		Enterprise Value (EV)	273.717,24	
		+ Cash	23.049,00	
		- Interest-bearing debt	4,00	
		Equity value (t.kr.)	296.762,24	
		Aktier pr. 31.12.2025	27.600.000,00	Jf. årsrapport
		Pris pr. aktie	10,75	

Parameter	Værdi			
WACC	8,50%			
Terminal growth (g)	0,02			
År	FCFF	DF	PV(FCFF)	
2026	15.875,42	0,922	14.631,72	
2027	18.017,94	0,849	15.305,44	
2028	19.602,02	0,783	15.346,58	
2029	21.126,79	0,722	15.244,55	
2030	22.717,97	0,665	15.108,48	
		Sum PV(FCFF 2026–2030)	75.636,77	
		Terminal Value (undiscounted)	379.215,32	
		PV(Terminal Value)	252.195,42	
		Enterprise Value (EV)	327.832,19	
		+ Cash	23.049,00	
		- Interest-bearing debt	4,00	
		Equity value (t.kr.)	350.877,19	
		Aktier pr. 31.12.2025	27.600.000,00	Jf. årsrapport
		Pris pr. aktie	12,71	

Parameter	Værdi			
WACC	11,00%			
Terminal growth (g)	0,02			
År	FCFF	DF	PV(FCFF)	
2026	15.875,42	0,901	14.302,18	
2027	18.017,94	0,812	14.623,77	
2028	19.602,02	0,731	14.332,83	
2029	21.126,79	0,659	13.916,87	
2030	22.717,97	0,593	13.482,01	
		Sum PV(FCFF 2026–2030)	70.657,66	
		Terminal Value (undiscounted)	280.188,28	
		PV(Terminal Value)	166.278,11	
		Enterprise Value (EV)	236.935,77	
		+ Cash	23.049,00	
		- Interest-bearing debt	4,00	
		Equity value (t.kr.)	259.980,77	
		Aktier pr. 31.12.2025	27.600.000,00	Jf. årsrapport
		Pris pr. aktie	9,42	

WACC	8,5	9,79	11,0
Pris pr. aktie	12,71	10,75	9,42
Børsværdi i alt	350.877.191	296.762.239	259.980.766
			90.896.424