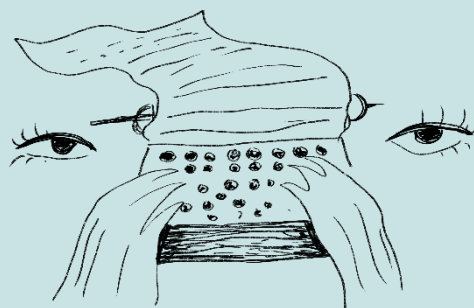


Angler Gaming

Rapportkommentar Q4 2022



Angler Gaming redovisade minskad omsättning och minskat rörelseresultat i det fjärde kvartalet. Kvartalet i siffror:

- Nettoomsättningen uppgick till €8,10 M (9,62), vilket är en minskning om cirka 15,73 % y-o-y
- Bruttomarginalen uppgick till 23,0 % (35,3)
- Rörelseresultatet uppgick till €0,27 M (1,45), vilket är en minskning om 81,33 % y-o-y
- Rörelsemarginalen uppgick till 3,35 % (15,10)
- Vinst per aktie uppgick till - €0,0331 (0,0006)

Nettoomsättningen och EBIT kom in 9,1 % respektive 64,4 % lägre än våra estimat för kvartalet. EBIT påverkades negativt av en lägre bruttomarginal samt lägre nettoomsättning än vad vi estimerat. Avseende rörelsekostnaderna var dessa 4,6 % lägre än vad vi estimerat.

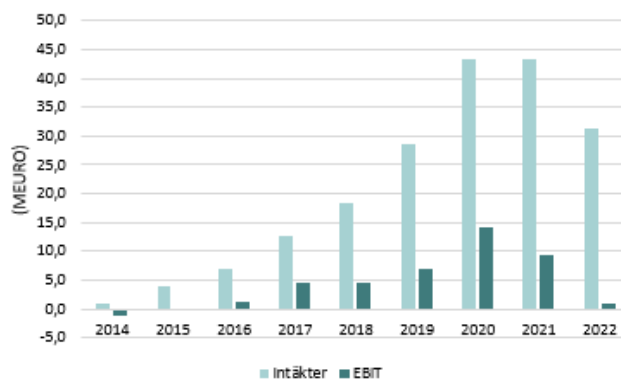
Nettoomsättningen påverkades negativt av bolagets fortsatta arbete med att avsluta icke-lönsamma samarbeten med affiliates. I den positiva vågskålen lanserades ett nytt B2B-partnerskap i december 2022 och ett nytt partnerskap ska lanseras i Q1'23. Ytterligare ett B2B-samarbete är på gång och förväntas lanseras Q2'23.

I övrigt fortsätter arbetet med att se över kostnadsbasen och bolaget har förhandlat om leverantörskontrakt. Styrelsen rekommenderar heller inte någon utdelning för 2022.

Vi väljer att justera våra estimat, då vi tror att omstruktureringen kan ta längre tid än vad vi först antog. På våra estimat för 2026E ser vi dock en uppsida, speciellt då aktien pressats. Vi ser positivt på att VD Thomas Kalitas insynsköp efter rapporten.

Key stats

Lista	Spotlight
Ticker	ANGL
VD	Thomas Kalita
Aktiekurs	4,168 SEK
Börsvärde	312,5 MSEK
Enterprise Value	314,5 MSEK
Insiderägande	7,2 %



Analytiker

Erik Lundberg

erik.lundberg@kalqyl.se

Twitter: @aktiehesten



Key Insights



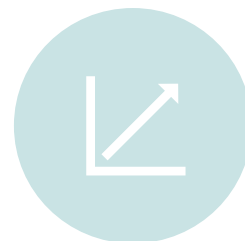
Historik

Angler Gaming har en stark historik av hög tillväxt och lönsamhet. Omsättningen steg från €1m till €43,4 mellan åren 2014-2021. Från bolagets första lönsamma år 2016 till 2021 steg EBIT från €1,2m till €9,3m. 2022 var ett tufft år för bolaget där nettoomsättningen sjönk cirka 28% y-o-y och EBIT med nära 92% y-o-y.



Trender

Angler Gaming har haft ett tufft 2022, men bolaget arbetar med att minska kostnaderna och få i gång tillväxten. Kan bolaget hitta tillbaka till tillväxt och stärka marginalerna igen?



Value case eller value trap?

I vårt huvudscenario handlas nu Angler Gaming till 4x EBIT på 2026E, vilket vi anser vara en låg värdering. Huvudscenariot förutsätter dock att bolaget hittar tillbaka till tillväxt och stärker marginalerna framåt.

“2022 was a very challenging year. I am proud of all my talented colleagues, as all the hard work starts to bear fruit, and Q1 2023 has started positively, both when comparing its revenues to Q1 2022 and to Q4 2022”

- VD Thomas Kalita

Investeringscase

- Stark historik
- Potentiell turn-around
- Låg värdering i vårt huvudscenario
- Nya vertikaler och B2B-samarbeten bidrar till tillväxten
- Implementerad handlingsplan kan leda till högre marginaler.
- Konjunkturokänslig bransch

Finansiell utveckling

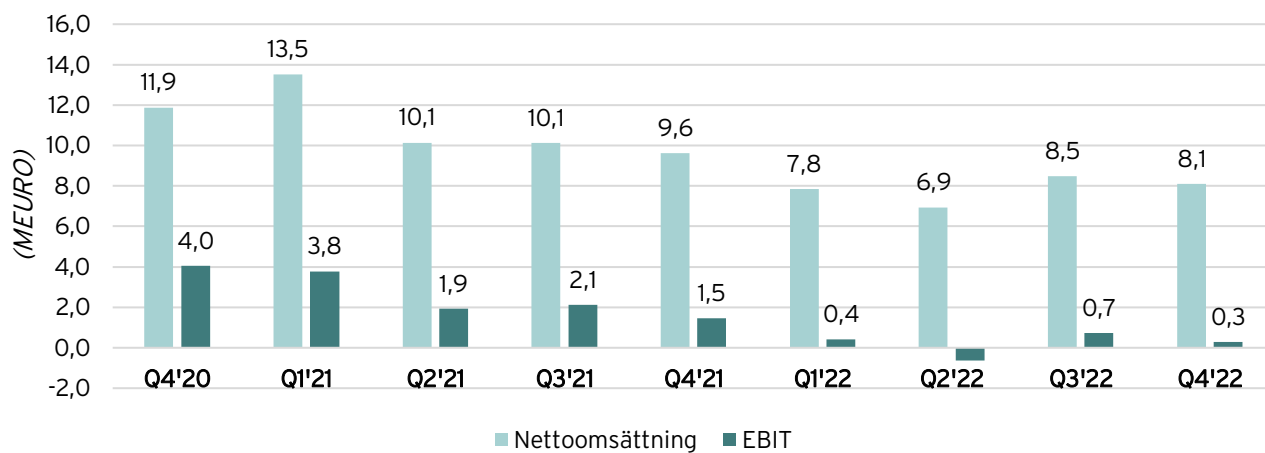
Nettoomsättningen för det fjärde kvartalet uppgick till €8,1 M (9,6), vilket motsvarade en minskning med cirka 16 procent. Minskningen berodde på bolagets fortsatta arbete med att avsluta icke-lönsamma samarbeten med affiliates. Vidare ser vi också en negativ utveckling för dotterbolaget PremierGaming, vars intäkter minskade med cirka 61 procent mellan Q3'22 och Q4'22. Detta troligen hänförligt till att bolaget minskat marknadsföringen i Sverige, då bolaget nekats tillträde till SWISH. Vår bedömning var att påverkan av detta redan uppkommit i sin helhet under Q3'22. För helåret 2022 uppgick nettoomsättningen till €31,4 M (43,4), vilket är en minskning med cirka 28 procent. Nettoomsättningen kom in 9,1 procent under våra tidigare estimat för kvartalet och cirka 2,5 procent lägre för helåret 2022.

Bruttomarginalen försvagades jämfört med Q3'22, då kostnad för sålda tjänster i stort sett var oförändrad mellan kvartalen trots lägre nettoomsättning. Bruttomarginalen för Q4'22 låg på cirka 23,0 procent och cirka 24,9 procent i Q3'22. Vi hade estimerat en bruttomarginal på cirka 27,3 procent för Q4'22. För helåret 2022 uppgick bruttomarginalen till cirka 23,1 procent

EBIT uppgick till €0,27 M (1,45), vilket motsvarade en minskning med cirka 81 procent. Detta var cirka 64 procent lägre än våra estimat. Minskningen är hänförlig främst till lägre än förväntad nettoomsättning samt en lägre bruttomarginal. Avseende rörelsekostnader var rapporten relativt i linje med våra estimat och kom in 4,6 procent lägre än estimerat. För helåret 2022 uppgick EBIT till €0,78 M, vilket är en minskning om cirka 92 procent i jämförelse med 2021. EBIT-marginalen för helåret uppgick till cirka 2,5 procent. Vi hade estimerat EBIT till €1,3 M och en EBIT-marginal om 4,0 procent.

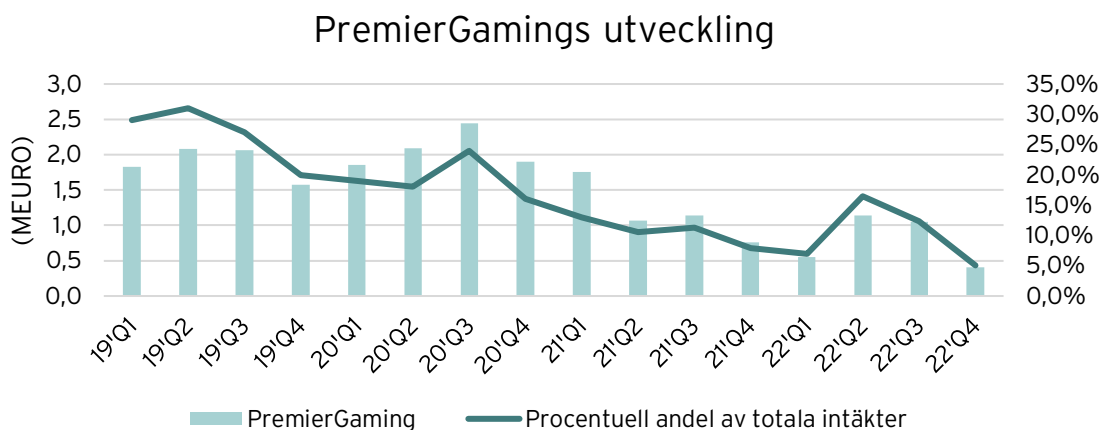
(MEURO)	Nettoomsättning	Bruttomarginal	EBIT-marg	EBIT
Utfall 2022	31,4	23,1%	2,5%	0,78
Estimat	32,2	24,2%	4,0%	1,3
Differens	-2,5%	-1,1 pp	-1,5 pp	-40%

Utveckling av nettoomsättning och EBIT



Intäktsfördelning

Som tidigare nämnt får dotterbolaget PremierGaming inte tillgång till SWISH i Sverige. Detta har medfört att Angler minskat marknadsföringen, vilket är den primära anledningen till den negativa utvecklingen för bolaget under kvartalet i jämförelse med Q3'22. I Q3'22 hade PremierGaming intäkter på €1,04 M och i Q4'22 €0,41 M, vilket är en minskning med cirka 61 procent. PremierGaming utgjorde i fjärde kvartalet endast cirka 5,1 procent av Anglers totala intäkter.

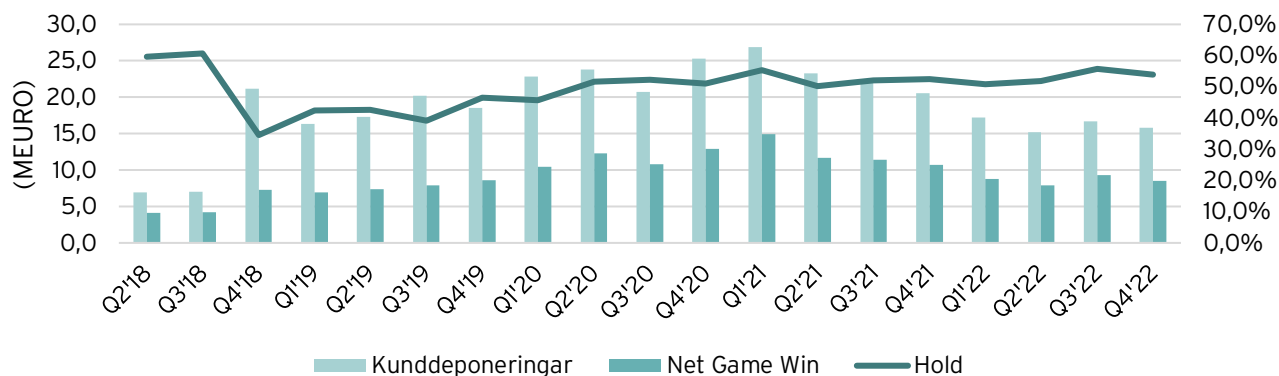


I den positiva vågskålen ökar intäkterna från den övriga verksamheten från €7,5 M i Q3'22 till €7,7 M i Q4'22, vilket är det högsta för ett enskilt kvartal under helåret 2022. PremierGamings intäkter är nu relativt små, så vidare intäktsminskningar för bolaget kommer ge mindre effekt på totalen framöver.



Key Performance Indicators

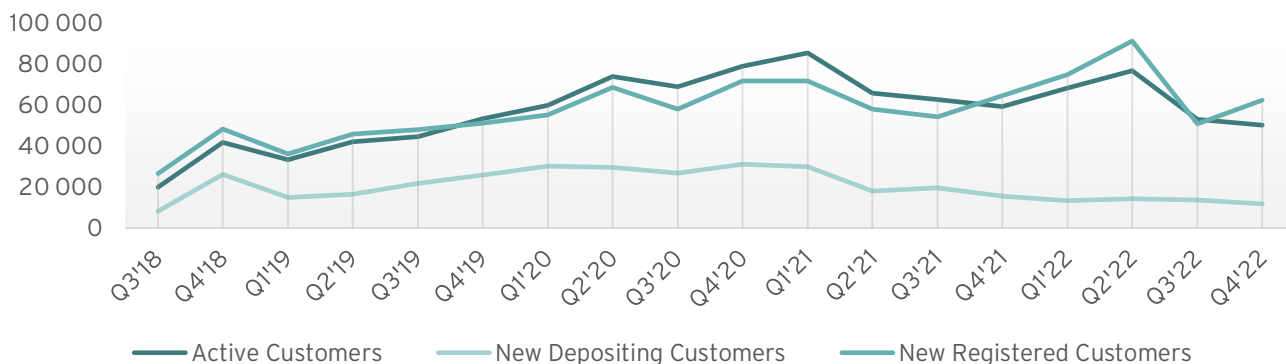
Angler Gaming redovisar ett antal KPI:er. För fjärde kvartalet uppgick kunddeponeringar till cirka €15,8 M och Net Game Win till cirka €8,5 M, vilket ger en hold på cirka 53,8 procent. Detta är en minskning gentemot Q3'22, men hold ligger fortsatt på relativt höga nivåer.



Avseende kundutvecklingen sjunker antalet nya deponerande kunder och uppgick till 11 725, vilket är den lägsta siffran sen 2018. Denna KPI:n har troligen fortsatt att påverkas negativt av fortsatta uppsägningar av affiliate-samarbeten samt den minskade marknadsföringen från PremierGaming. I en tidigare intervju med VD Thomas Kalita uppgav han att kvalitén på de nya kunderna bolaget får in är högre än tidigare. Vi ser att en positiv utveckling för denna KPI:n är av högsta vikt, då det är från dessa kunder de framtida intäkterna kommer ifrån.

Antalet registrerade kunder ökade dock från Q3'22 och uppgick nu till 62 339. Detta är också en viktig KPI, men det är nu av stor vikt att Angler lyckas konvertera dessa kunder till deponerande kunder. Antalet aktiva kunder fortsätter att minska och uppgår nu till 50 000, vilket är en minskning om cirka 16 procent y-o-y. Detta är den lägsta siffran sen 2019. Vi bedömer att en av anledningarna till minskningen kan härledas till PremierGamings minskning samt att bolaget haft mindre bonuserbjudanden i Q4'22.

Kundutveckling



Händelser under och efter kvartalet

B2B-samarbeten

I mitten av december 2022 lanserades ett B2B-partnerskap som tidigare kommunicerats. Detta var ett online casino byggt på Anglers senaste version av deras egenutvecklade iGaming-plattform. Enligt våra efterforskningar verkar det röra sig om brandet Alexander Casino, som finns tillgängligt på engelska, franska och spanska. Bolaget beskriver lanseringen som lyckad och brandet stod för 5 procent av gruppens Net Gaming Revenue i januari 2023.



Ytterligare två B2B-samarbeten planeras att lanseras nu i Q1'23 och i början av Q2'23. Det första samarbetet förväntas att börja generera intäkter i slutet av Q1'23 och det andra i Q2'23. I VD-ordet kommenterar VD Thomas Kalita att Anglers säljare fortsätter att leta nya samarbeten och har flertalet leads. Tidigare B2B-samarbeten ska också uppgraderas till den nya iGaming-plattformen.

Kostnadskontroll

Under fjärde kvartalet fortsatte Angler att avsluta icke-lönsamma affiliate-samarbeten. Bolaget har också omförhandlat avtal med leverantörer och detta arbete ska fortsätta framåt. Marknadsföringskostnaderna mot Sverige har också minskat, då PremierGaming har problem på den svenska marknaden då de inte får tillgång till SWISH. VD Thomas Kalita uppger i intervju att han inte är optimistisk till att PremierGaming kommer få tillträde till SWISH. Vidare fortsätter arbetet med en översyn av kostnader generellt.



Utveckling

Den tidigare "action plan" som bolaget tog fram är nu färdig och bolaget har utfört samtliga steg. Angler har fortsatt att utveckla sin egenutvecklade iGaming-plattform under 2022. Plattformen har utvecklats på många olika sätt. Bland annat finns den nu tillgänglig på fler språk och med vissa karakteristiska anpassade efter specifika geografiska marknader. I intervju uppger VD Thomas Kalita att de visar mer statistik kring antalet spelare, vad spelare vinner och förlorar på och så vidare på sidan. Bolaget har också arbetat med att knyta till sig mer unika spel som bara finns på Anglers plattform samt snabbat upp hela plattformen.

I VD-ordet uppger Thomas Kalita att Angler fortsatt att investera i de relativt nya vertikalerna sportbok och affiliate. Vidare fortsätter han i VD-ordet att ett bra och konkurrenskraftigt sportbokserbjudande är viktigt när Angler nu satsar mer på sitt B2B-erbjudande.

Insynsköp

Efter publicering rapporterades det att VD Thomas Kalita köpt 1 000 000 aktier för ett värde på cirka 4,17 MSEK. Nu äger Thomas Kalita 6 000 000 aktier i bolaget. Detta ser vi som en mycket positiv signal.

Finansiell ställning

I Q4'22-rapporten meddelades att Anglers styrelse rekommenderade att ingen utdelning lämnas för helåret 2022. Detta givet utmaningarna under året och att kassan just nu är cirka €1,2 M. Angler har också ett kortsiktigt lån på €1 M till VD Thomas Kalita som planeras att återbetalas under 2023. Under kvartalet identifierades extraordinära kostnader på cirka €2,5 M, där majoriteten var hänförligt till osäkra fordringar. Vi bedömer det som sunt att ingen utdelning sker för helåret 2022. Anglers finansiella ställning är fortsatt något ansträngd och bolaget behöver uppvisa ett positivt kassaflöde framöver för att inte behöva extern finansiering.

Nuläge och outlook 2023

Angler Gaming gav också en trading update i Q4'22-rapporten. Den genomsnittliga net gaming revenue per dag var 9 % högre de första 45 dagarna i Q1'23 i jämförelse med Q4'22 och 3% högre jämfört med hela Q1'22. Fortsätter det i samma takt skulle detta innebära en Net Gaming Revenue på cirka €9,1 M. Fortsätter förhållandet NGR/nettoomsättning likt tidigare och att kvartalet fortsätter likt de 45 första dagarna innebär detta en omsättning i Q1'23 på €8,0-8,6 M, vilket skulle innebära en ökning på cirka 2,5-10,3 procent y-o-y.

Vi ser positivt på Anglers ökade fokus på B2B-samarbeten, då detta är något bolaget tidigare varit framgångsrika med. Förhoppningsvis kan detta i kombination med den utvecklade plattformen bidra till tillväxt framåt för Angler.

Det fortsatta arbetet med att få ner kostnadsbasen hoppas vi snart visar sig i en förbättrad bruttomarginal och EBIT-marginal. Vi ser dock negativt på att New Depositing Customers minskar, vilket är ett viktigt KPI för framtida intäkter. Vår förhoppning är att PremierGaming inte förlorar mycket mer intäkter, utan att den stora minskningen från den svenska marknaden nu redan skett. Vi räknar inte med någon återhämtning för PremierGaming i det närmsta. Vi reviderar ner våra estimat utifrån Q4-rapporten som kom in under vår förväntan och 2023 blir upp till bevis för Angler.

Värdering

Antal aktier	74 984 995
Aktiekurs	4,168 SEK
Börsvärde	312,5 MSEK
Nettokassa	2 MSEK
Enterprise value	314,5 MSEK

Växelkurs som används är €/SEK 11,15

R12			
Nettoomsättning	331 MSEK	P/S	0,9
EBIT	8,2 MSEK	EV/EBIT	34,5
Vinst	35,8 MSEK	P/E	-8,3
FCF	9,6 MSEK	EV/FCF	29,6

Historisk värdering

	P/S	EV/EBIT	P/E	P/FCF
Snitt 3 år	2,4	12,5	7,7	18,9
Snitt 5 år	2,5	11,2	8,4	17,6

Noterade peers i Sverige

	P/S	EV/EBIT	P/E	EV/FCF
Betsson	1,6	8,8	9,8	9,1
Kindred	1,9	15,3	16,3	23,0
Better Collective	4,2	23,2	25,2	-14,8
Gaming Innovation	3,3	34,1	55,0	-24,8
Raketech	1,6	7,3	9,2	-20,6
Catena Media	1,8	10,5	12,3	8,6
Median	1,9	12,9	14,3	-3,1
Medel	2,4	16,5	21,3	-3,3
Angler Gaming	0,9	34,5	-8,3	29,6

Estimat

(MEURO)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	43,4	31,4	34,2	37,6	42,2	46,4
% y-o-y	0,0%	-27,6%	9,0%	10,0%	12,0%	10,0%
EV/S	0,7	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6
Bruttoresultat	15,5	7,3	8,6	9,9	11,6	13,3
Bruttomarginal	35,7%	23,1%	25,0%	26,3%	27,5%	28,6%
% y-o-y	-34,3%	-52,9%	17,2%	15,7%	17,1%	14,4%
EV/GP	1,8	3,9	3,3	2,9	2,4	2,1
Rörelsekostnader	-6,3	-6,5	-6,5	-6,4	-6,5	-6,6
% y-o-y	27,2%	3,2%	0,0%	-1,5%	1,6%	1,5%
EBIT	9,3	0,8	2,1	3,5	5,1	6,7
EBIT-marginal	21,4%	2,5%	6,0%	9,3%	12,1%	14,4%
% y-o-y	-34,3%	-91,7%	165,0%	70,3%	45,5%	30,8%
EV/EBIT	3,0	36,4	13,7	8,1	5,5	4,2

Vi väljer att värdera Angler Gaming utifrån en multipel på 8x EBIT på 2026E. Detta ger oss ett börsvärde och en aktiekurs beräknat på 2026E. Vi väljer också att visa värderingen när vi applicerat en säkerhetsmarginal på 30 % på våra estimat.

	Värdering			
	Multipel	EBIT 2025E (MSEK)	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)
2026E	8	74,3	594,6	7,93
<i>Säkerhetsmarginal (30%)</i>	8	52,0	416,2	5,55

Nedan följer potentiell avkastning på 2025E om Angler utvecklas likt våra estimat i huvudscenariot samt med en applicerad säkerhetsmarginal.

	Potentiell avkastning					
	Huvudscenario			Säkerhetsmarginal (30%)		
	Faktor	Procent	CAGR	Faktor	Procent	CAGR
2026E	1,90	90,2%	17,4%	1,33	33,2%	7,4%

Vidare följer en känslighetsanalys med ett beräknat utfall på vår estimerade EBIT för 2026E, där utfallet redovisas vid olika angivna EBIT-multiplar.

Känslighetsanalys						
Huvudscenario 2026E				Säkerhetsmarginal (30%)		
EBITx	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %
6	445,9	5,9	42,7%	312,1	4,2	-0,1%
7	520,2	6,9	66,5%	364,2	4,9	16,5%
8	594,6	7,9	90,2%	416,2	5,6	33,2%
9	668,9	8,9	114,0%	468,2	6,2	49,8%
10	743,2	9,9	137,8%	520,2	6,9	66,5%
11	817,5	10,9	161,6%	572,3	7,6	83,1%

Disclaimer

Kalqyl Analys Norden AB bedriver verksamhet avseende bolag- och aktieanalys där information har sammanställts utifrån källor som Kalqyl bedömer är tillförlitliga. Informationens riktighet kan Kalqyl dock inte garantera, och inget som skrivs i analysen ska eller bör betraktas som en rekommendation till investering av något slag.

Denna analys är en Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget har ingått avtal med Kalqyl avseende analys. Analysen/erna publiceras antingen vid enskilt tillfälle, eller per löpande basis under avtalsperioden mot en sedvanlig ersättning.

Åsikter och slutsatser som återfinns i analysen är enbart avsedd för mottagaren. Kalqyl ska ej hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut på grund av information i denna analys.

Alla investeringar i finansiella instrument är förknippade med ekonomisk risk, och historisk avkastning ger ingen garanti för framtida avkastning. Kalqyl och samtliga medarbetare i organisationen för ej handla värdepapper i kundbolag under de två arbetsdagar som följer efter publicerad analys.

Analytikern Erik Lundberg äger inte aktier i det analyserade bolaget.