

Angler Gaming

Rapportkommentar Q1'23



2022-05-19

Nettoomsättningen för det första kvartalet uppgick till €9,4 M (7,8), vilket motsvarade en ökning med cirka 20,1 procent y-o-y. Bruttomarginalen stärktes till 34,6 procent jämfört med Q4'22 då bruttomarginalen uppgick till 23,0 procent. EBIT uppgick till €1,5 M (0,4), vilket motsvarade en ökning med cirka 260 procent. EBIT-marginalen uppgick till 15,9 procent (5,3), vilket är den högsta marginalen sedan 2021.

Turn-around?

Angler Gamings rapport kom in högre än våra estimat i samtliga avseenden och rapporten bekräftar enligt oss att bolaget är på rätt väg. Trading updaten för Q2'23 indikerar också att Angler har fortsatt momentum in i det andra kvartalet. Vi ser att bolagets satsningar mot att förbättra sin egenutvecklade iGaming-plattform gett resultat med flera kommande B2B-samarbeten, vilka kan bli viktiga tillväxt drivare framöver.

Kostnadskontroll, tillväxt och ökad lönsamhet

Angler Gaming uppvisar en god tillväxt under kvartalet med ökad lönsamhet. Bruttomarginalen och EBIT-marginalen stärks betydligt i jämförelse med 2022. Vi är positivt överraskade att Angler lyckas växa starkt trots att icke-lönsamma affiliate-samarbeten avslutats och andra kostnadsbesparingar gjorts. Anglers satsning mot B2B-samarbeten visade även positiva resultat under kvartalet och det första B2B-samarbetet som lanserades i december 2022 står redan för sju procent av Net Game Win i Q1'23 och tolv procent i april. Ytterligare B2B-samarbeten ska lanseras i Q2'23, vilket kan fortsätta driva tillväxt.

Höjda prognoser

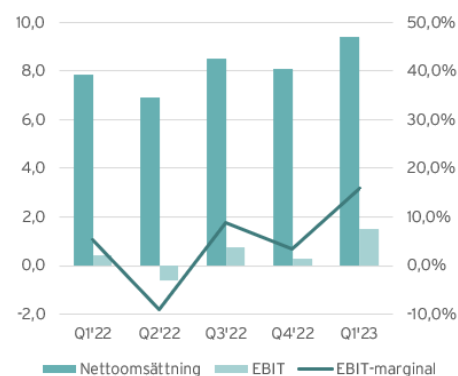
Bolaget visade i och med rapporten att de är på god väg att bryta den negativa trenden bolaget hade under 2022. Den goda tillväxten och den stärkta lönsamheten gör att vi höjer våra estimat. Nu återstår det framåt för bolaget att bevisa att de kan bibehålla det positiva momentum avseende tillväxt och lönsamhet.

(MEUR)	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	31,4	38,0	41,8	45,6	49,2
Tillväxt y-o-y	-27,6%	21,0%	10,0%	9,0%	8,0%
EV/S	1,0	0,8	0,7	0,7	0,6
Bruttoresultat	7,3	12,2	13,6	14,9	16,2
Bruttomarginal	23,1%	32,1%	32,5%	32,7%	32,9%
Rörelsekostnader	-6,5	-6,6	-6,7	-6,7	-6,8
% y-o-y	3,2%	1,5%	1,5%	0,0%	1,5%
EBIT	0,8	5,6	6,9	8,2	9,4
EBIT-marginal	2,5%	14,7%	16,5%	18,0%	19,1%
% y-o-y	-91,7%	621,1%	23,0%	19,1%	14,5%
EV/EBIT	40,1	5,6	4,5	3,8	3,3

Fakta

VD	Thomas Kalita
Lista	Spotlight
Ticker	ANGL
Aktiekurs (SEK)	4,65
Antal aktier (Miljoner)	75,0
Börsvärde (MSEK)	348,7
Nettoskuld (MSEK)	2,3
EV (MSEK)	350,9
Insiderägande	8,5%
Nästa rapport	2023-08-17

Kvartalsutveckling



Analytiker

Erik Lundberg
erik.lundberg@kalqyl.se

Kursutveckling 12 månader



Kursutveckling %	1 m	3 m	12m
Angler Gaming	28,6%	16,5%	-15,5%

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.



Trendbrott?

Angler Gaming hade ett tufft 2022, men bolaget arbetar med att minska kostnaderna och få fart på tillväxten. Kan bolaget hitta tillbaka till tillväxt och stärka marginalerna igen? Första kvartalet visar tecken på att en potentiell turn-around är på gång.



Value case eller value trap?

I vårt huvudscenario handlas nu Angler Gaming till 3,3x EBIT på 2026E, vilket vi anser vara en låg värdering. Huvudscenariot förutsätter dock att bolaget hittar tillbaka till tillväxt och stärker marginalerna framåt.

"We will continue to focus on improving the Group's revenues and EBIT by further benefiting from and improve the actions that were implemented in 2022"

- Thomas Kalita, VD Angler Gaming

Investeringscase

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

Finansiell utveckling

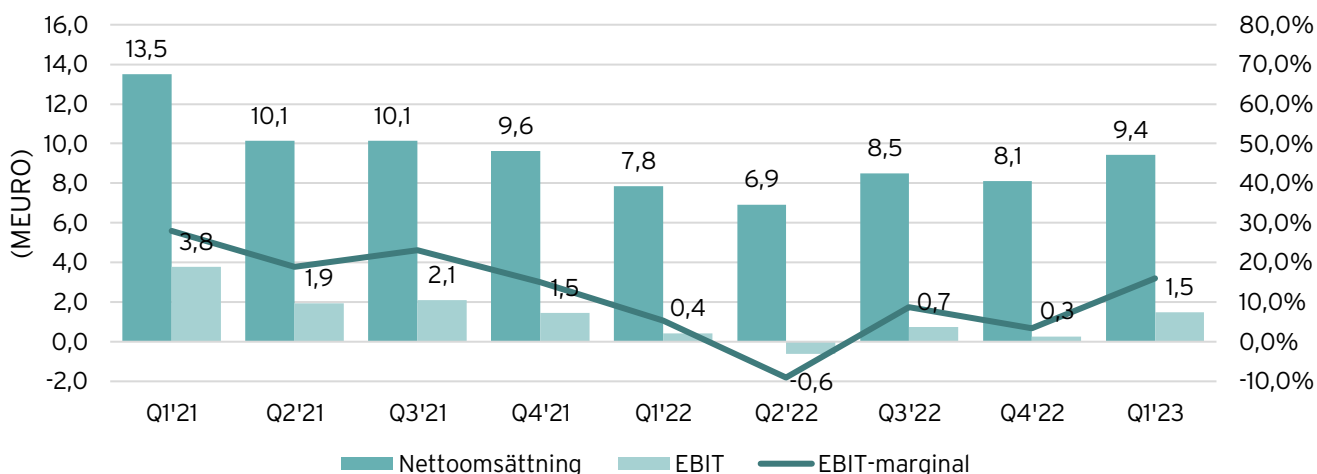
Nettoomsättningen för det första kvartalet uppgick till €9,4 M (7,8), vilket motsvarade en ökning med cirka 20,1 procent y-o-y. Ökningen i nettoomsättning berodde bland annat på lanseringen av B2B-casino som skedde i december 2022. Lanseringen beskrivs i VD-ordet av VD Thomas Kalita som en succé och B2B-casinet står redan för sju procent av Net Game Win i Q1'23. Casinet som lanserades var Alexander Casino, vilket vi tog upp i rapportkommentaren för det fjärde kvartalet. Enligt VD Thomas Kalita har Angler ytterligare fyra B2B-projekt på gång och fler lanseringar kommer att ske framöver. Vi är mycket positivt inställda till att Angler fortsätter med B2B-samarbeten, vilket var en vinnande strategi under perioden då Angler växte som mest. Det faktum att Angler lockar till sig flera B2B-kunder är enligt oss ett bevis på att deras senaste version av den egenutvecklade iGaming-plattformen håller en konkurrenskraftig nivå.

Vi såg en fortsatt minskning av PremierGamings intäkter under kvartalet. Detta hänförligt till att bolaget minskat marknadsföringen i Sverige, då bolaget nekats tillträde till SWISH. PremierGaming utgjorde endast tre procent av Anglers totala intäkter, vilket motsvarar €0,3 M och är den lägsta siffran någonsin för PremierGaming.

Bruttomarginalen stärktes till 34,6 procent jämfört med Q4'22 då den uppgick till 23,0 procent. Detta då kostnad för sålda tjänster minskat något mellan kvartalen trots högre nettoomsättning. Den stärkta bruttomarginalen bedömer vi också vara hänförlig till Anglers arbete med att avsluta icke-lönsamma affiliate-samarbeten och att de omförhandlat avtal med leverantörer.

EBIT uppgick till €1,5 M (0,4), vilket motsvarade en ökning med cirka 260 procent. Ökningen är hänförlig till en ökad nettoomsättning och starkare bruttomarginal samt att rörelsekostnaderna fortsatt ligger på en stabil nivå. EBIT-marginalen uppgick till 15,9 procent (5,3), vilket är den högsta marginalen sedan 2021.

Utveckling av nettoomsättning och EBIT

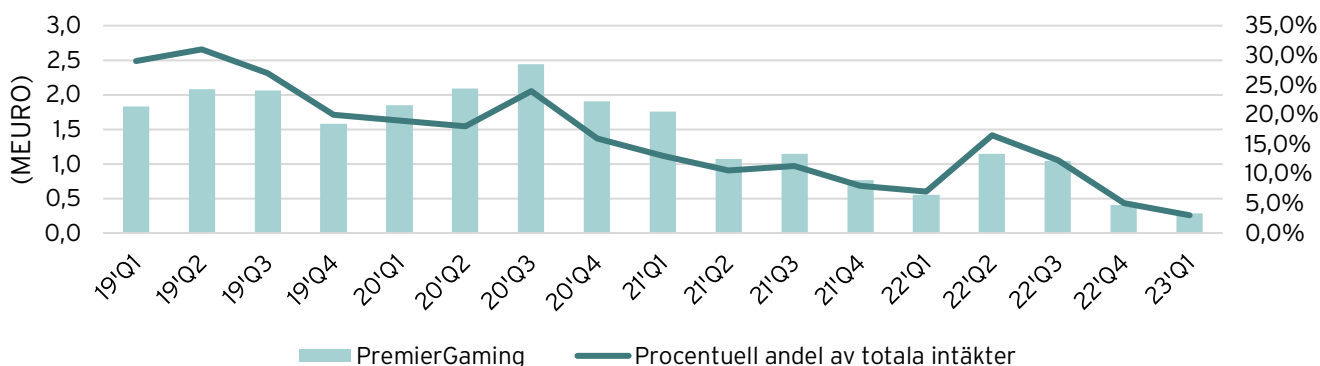


Angler Gaming kommer in högre på samtliga parametrar sett till våra estimat, med såväl högre omsättningstillväxt som högre bruttomarginal och EBIT-marginal.

Intäktsfördelning

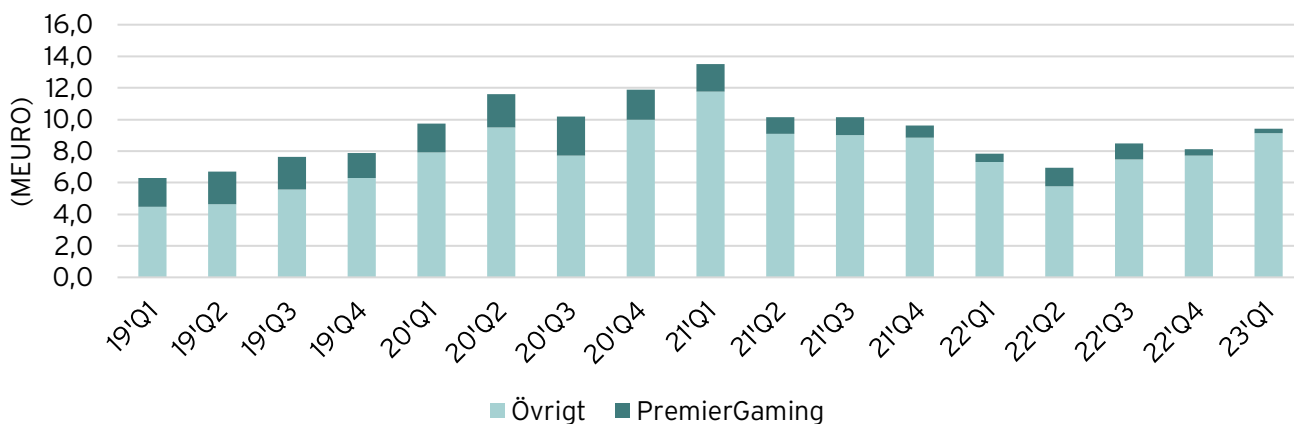
Som tidigare nämnt får dotterbolaget PremierGaming inte tillgång till SWISH i Sverige. Detta har medfört att Angler minskat marknadsföringen, vilket är den primära anledningen till den negativa utvecklingen för dotterbolaget. PremierGaming utgjorde endast tre procent av Anglers totala intäkter i Q1'23, vilket motsvarar €0,3 M. Detta är den lägsta siffran för PremierGaming någonsin.

PremierGamings utveckling



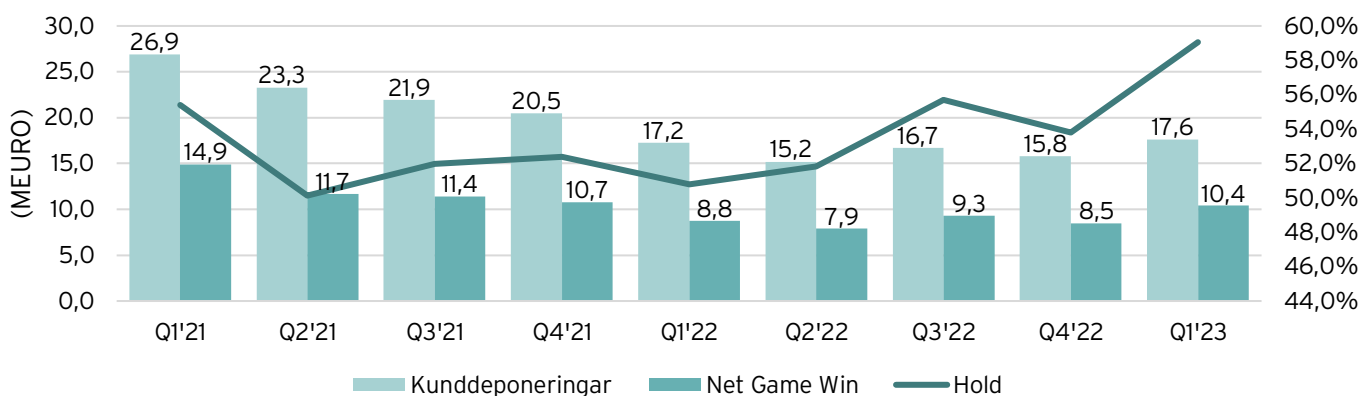
I den positiva vågskålen ökar intäkterna från den övriga verksamheten från €7,7 M i Q4'22 till €9,1 M i Q1'23, vilket är det högsta för ett enskilt kvartal sedan Q1'21. PremierGamings intäkter utgör i nuläget en relativt liten del av totalen, så eventuella vidare intäktsminskningar för dotterbolaget kommer ge en liten effekt på totalen om detta sker framöver.

Intäktsfördelning



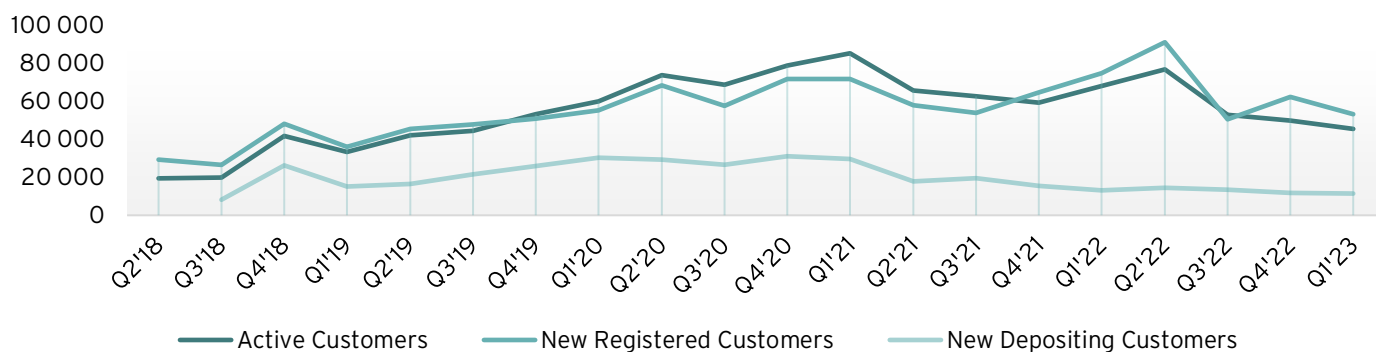
Key Performance Indicators

Angler Gaming redovisar ett antal olika KPI:er. Kunddeponeringar är ett viktigt KPI, då det är från dessa deponeringar de framtida intäkterna kommer ifrån. Net Game Win är totala spelinsatser - totala vinster. Hold påvisar hur mycket pengar casinot faktiskt behåller och en hög hold är att föredra för casinot, och beräknas här som Net Game Win/kunddeponeringar. För första kvartalet ser vi en stark utveckling för samtliga tre KPI:er, där framför allt Anglers hold på 59,1 procent är väldigt stark och är 8,3 procentenheter högre än samma kvartal föregående år.



I Q1'23 sjunker antalet aktiva kunder, antalet nya registrerade kunder och antalet nya deponerande kunder. KPI:erna fortsätter att påverkas negativt av uppsägningar av affiliate-samarbeten samt den minskade marknadsföringen. I en tidigare intervju uppgav VD Thomas Kalita att kvalitén på de kunder bolaget får in nu är högre än tidigare³. Detta bekräftas av att kunddeponeringar ökar trots den negativa kundutvecklingen, vilket innebär att kunderna har högre spelarvärde i snitt. Vi ser att en positiv utveckling för nya deponerande kunder är av högsta vikt, då det är från dessa kunder de framtida intäkterna kommer ifrån, men att kunddeponeringar i absoluta tal är det som spelar störst roll.

Kundutveckling



Händelser under och efter kvartalet

B2B-samarbeten

I december 2022 lanserades Alexander Casino, vilket var den första lanseringen av flera B2B-samarbeten. Lanseringen blev en succé och stod för 7 procent av Anglers Net Gaming Revenues i Q1'23. Ett brandat och operatörunik slots-spel från Altente har också släppts på casinot - Treasure of Alexander¹. Detta är det första operatörsunika slots-spelet vi noterat på Anglers sidor. Vi ser det som positivt att Angler försöker differentiera sig i det hårda konkurrenslandskapet



Ytterligare två B2B-samarbeten är nära lansering och planeras gå live i slutet av Q2'23. Under första kvartalet skrevs ytterligare ett avtal med en B2B-partner och planeras att lanseras tidigt i Q3'23.

Vi har noterat att Brutal Casino lanserats under kvartalet, som är ett online casino som drivs av Atum Poisson LTD². Online casinot är baserat på Anglers senaste version av den egenutvecklade iGaming-plattformen och du når även ett av Angler Gamings dedikerade roulette-bord från Evolution, Skylounge Roulette Royale. Sidan verkar dock fortsatt under uppbyggnad och vår tro är att Brutal Casino är ett av de två B2B-samarbetena som kommer lanseras i slutet av Q2'23.



Investeringar och kostnadskontroll

I VD-ordet nämner VD Thomas Kalita återigen att bolaget lagt mycket fokus på att investera och förbättra den egenutvecklade iGaming-plattform under 2022. Vi anser att den goda utvecklingen för den första B2B-lanseringen, även om det är tidigt, och att Angler har fler B2B-projekt på gång visar på att iGaming-plattformen är mer konkurrenskraftig än tidigare.

Angler fortsätter investera i dotterbolaget Fiebre som är en affiliate-aktör i Sydamerika samt sitt sportbokserbudande. Ett konkurrenskraftigt sportsbokserbudande är en viktig strategisk nyckel för fortsatta B2B-samarbeten uppgav Thomas Kalita i vår senaste intervju.

Vidare belyser Thomas Kalita att de fortsätter arbetet med att avsluta icke-lönsamma och dyra affiliate-samarbeten samt omförhandlar vissa avtal. Marknadsföringskostnaderna i Sverige är lägre än tidigare, då PremierGaming nekas tillträde till SWISH.

Vi är positivt överraskade av att Anglers initiativ till att se över kostnadsmassan och återigen satsa på B2B-samarbeten redan visar resultat i Q1'23. Lyckas övriga B2B-projekt lika bra som Alexander Casino kan förhoppningsvis tillväxten fortsätta under 2023.

Finansiell ställning

Anglers styrelse rekommenderar att ingen utdelning lämnas för helåret 2022, detta givet utmaningarna under året och att kassan just nu är cirka €0,8 M. Angler ser också att det finns flera investeringar i olika projekt, som de kan använda kassan till för att driva framtida tillväxt. Angler har också ett kortsiktigt lån på €1,0 M till VD Thomas Kalita som planeras att återbetalas under 2023. Detta ger oss en nettoskuld om €0,2 M.

Vi bedömer det som sunt att ingen utdelning sker för helåret 2022 och ser det som positivt att Angler identifierat investeringar för att säkra vidare tillväxt. Anglers finansiella ställning är fortsatt något ansträngd och bolaget behöver uppvisa ett positivt kassaflöde framöver för att inte behöva extern finansiering. Justerat fritt kassaflöde (Kassaflöde från den löpande verksamheten före förändringar i rörelsekapital - CAPEX) uppgick i kvartalet till €1,1 M, medan det fria kassaflödet efter förändringar i rörelsekapital uppgick till -€0,4 M.

Nuläge och outlook

Angler Gaming gav också en trading update i Q1'23-rapporten för starten av Q2'23. I trading update anges Net Gaming Revenue, vilket är detsamma som Net Game Win som Angler redovisar.

Den genomsnittliga Net Game Win per dag var 29 % högre de första dagarna i Q2'23 till och med 12:e maj i jämförelse med genomsnittlig Net Game Win per dag för hela Q2'23. Detta indikerar att Net Game Win till och med 12:e maj uppgår till cirka €4,7 M. Fortsätter utvecklingen i samma takt landar Net Game Win på cirka €10,2 M för Q2'23 och en genomsnittlig Net Game Win om €111 657,8 per dag. Detta något lägre än för Q1'23, där Net Game Win uppgick till €10,4 M och taktade cirka €115 482,0 per dag.

Net Game Win Q2'22	€7 876 639
Antal dagar Q2'22	91
NGW/dag i Q2'22	€86 556,5
Tillväxt t.o.m. 12:e maj	29 %
NGW/dag t.o.m. 12:e maj	€111 657,8
Antal dagar Q2'23	91
Net Game Win Q2'23	€10 160 864,3

Fortsätter förhållandet NGW/nettoomsättning likt de två senaste kvartalen (90,7-95,5%) och att kvartalet fortsätter likt de första dagarna till och med 12:e maj innebär detta en omsättning i Q2'23 på €9,2-9,7 M, vilket skulle innebära en ökning på cirka 31,9-39,1 procent y-o-y. Detta är dock något lägre än för Q1'23, men ofta är april en svagare månad säsongsmissigt.

Vi väljer att justera våra estimat avseende såväl nettoomsättningstillväxt, bruttomarginal och EBIT framöver, då Angler Gaming rapporterar högre tillväxt och högre lönsamhet än vad vi estimerat. Vår tro är att satsningarna på B2B-projekt och god kostnadskontroll kan ge en fin utveckling för Angler framöver. B2B-projektet som lanserades i december stod för sju procent av Net Game Win i Q1'23 och för tolv procent i april. Vår förhoppning är att den fina utvecklingen kan fortsätta och att lanseringarna av de övriga B2B-projekten också kan komma att bli lyckade.

Värdering

Key stats			
Antal aktier	74 984 995	Börsvärde (MSEK)	348,7
Aktiekurs (SEK)	4,65	Nettoskuld* (MSEK)	2,3
		Enterprise value (MSEK)	350,9

*Beräknat på en kassa om €0,8 M samt kortfristig skuld till Thomas Kalita om €1,0 M.

EUR/SEK: 11,28

Rullande 12 månader			
Nettoomsättning	347,0 MSEK	P/S	1,0
EBIT	19,6 MSEK	EV/EBIT	17,4
Vinst	-24,0 MSEK	P/E	-14,6
FCF	7,4 MSEK	EV/FCF	46,2

Källa: Börndata

Historiskt snitt				
	P/S	EV/EBIT	P/E	P/FCF
Snitt 3 år	2,2	12,1	6,2	20,4
Snitt 5 år	2,4	11,0	7,4	18,5

Källa: Börndata

Nyckeltal (R12)			
Bruttomarginal	EBITDA-marginal	EBIT-marginal	Vinstmarginal
25,1 %	5,7 %	5,6 %	-6,9 %
OPCF-marginal	FCF-marginal	ROE	ROIC
2,2 %	2,1 %	-37,1 %	-42,6 %

Källa: Börndata

Peers

Angler Gaming har intäkter främst från operatörsverksamheten. Bolagets närmaste peers blir därför Betsson och Kindred, då övriga främst bedriver affiliate-verksamhet. Angler får i nuläget en låg andel av sina intäkter från deras affiliate-segment. Vi anser att Angler ska handlas med rabatt gentemot Betsson och Kindred, främst beroende på den bristande transparensen. Vi anser att en rimlig multipel för Angler i nuläget är EBIT 8x, vilket är något lägre än 3- och 5-årsnittet

	P/S	EV/EBIT	P/E	EV/FCF
Betsson	1,9	9,9	11,1	10,0
Kindred	2,1	14,7	15,8	19,6
Better Collective	4,0	17,2	20,9	neg.
Gaming Innovation	2,8	26,3	37,9	neg.
Raketech	1,3	6,0	8,3	10,1
Catena Media	1,3	11,0	14,5	3,6
Median	2,0	12,9	15,2	10,1
Medel	2,2	14,2	18,1	10,8
Angler Gaming	1,0	17,4	-14,6	46,2

Estimat

(MEURO)	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	31,4	38,0	41,8	45,6	49,2
% y-o-y	-27,6%	21,0%	10,0%	9,0%	8,0%
EV/S	1,0	0,8	0,7	0,7	0,6
Bruttoresultat	7,3	12,2	13,6	14,9	16,2
<i>Bruttomarginal</i>	<i>23,1%</i>	<i>32,1%</i>	<i>32,5%</i>	<i>32,7%</i>	<i>32,9%</i>
% y-o-y	-52,9%	67,1%	11,4%	9,7%	8,7%
EV/GP	4,3	2,6	2,3	2,1	1,9
Rörelsekostnader	-6,5	-6,6	-6,7	-6,7	-6,8
% y-o-y	3,2%	1,5%	1,5%	0,0%	1,5%
EBIT	0,8	5,6	6,9	8,2	9,4
<i>EBIT-marginal</i>	<i>2,5%</i>	<i>14,7%</i>	<i>16,5%</i>	<i>18,0%</i>	<i>19,1%</i>
% y-o-y	-91,7%	621,1%	23,0%	19,1%	14,5%
EV/EBIT	40,1	5,6	4,5	3,8	3,3

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 26/27E	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)
2026E	8	105,9	847,2	11,30
<i>Säkerhetsmarginal (30%)</i>	8	74,1	593,1	7,91

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

	Potentiell avkastning					
	Huvudscenario			Säkerhetsmarginal (50%)		
	Faktor	Procent	CAGR	Faktor	Procent	CAGR
2026E	2,43	143,0%	24,9%	1,70	70,1%	14,2%

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

Känslighetsanalys						
EBITx	Huvudscenario 2026E			Säkerhetsmarginal (30%)		
	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %
6	635,4	8,5	82,2%	444,8	5,9	27,6%
7	741,3	9,9	112,6%	518,9	6,9	48,8%
8	847,2	11,3	143,0%	593,1	7,9	70,1%
9	953,1	12,7	173,4%	667,2	8,9	91,3%
10	1 059,0	14,1	203,7%	741,3	9,9	112,6%
11	1 164,9	15,5	234,1%	815,5	10,9	133,9%

Källor

1. <https://stage.igamingpartners.com/services/our-brands/>
2. <https://www.brutalcasino.com/>
3. <https://youtu.be/g2FktJTYLAg>

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 får ej handla värdepapper i kundbolag från och med det tillfälle som ansvarig analytiker initierar arbetet med den aktuella analysen, och till dess att analysen varit publicerad i 48h.

Intressekonflikt

Erik Lundberg äger aktier i det analyserade bolaget



Analysen är en uppdragsanalys

