

2024-05-17

Nettoomsättningen för det första kvartalet uppgick till 10,9 MEURO (9,4), vilket motsvarade en ökning med cirka 15,5 procent y-o-y. Bruttomarginalen uppgick till 29,5 procent (34,6) jämfört med 26,3 procent för Q4'23. EBIT uppgick till 1,6 MEURO (1,5) och EBIT-marginalen uppgick till 14,4 procent (15,9).

### Fortsatt tillväxt

Rapporten kom in högre än våra estimat avseende nettoomsättning, men något lägre avseende EBIT och vinst. Enligt oss levererades dock ytterligare ett stabilt kvartal med en utveckling i rätt riktning. Anglers tillväxt drivs fortsatt av tillväxten i B2B-samarbetena, i kombination med de betydande investeringar som gjorts i spelplattformen vilket har gjort den mer konkurrenskraftig.

### Positiv leverans avseende KPI:er

Hold kom in på 63,4 procent och ligger således kvar på historiskt höga nivåer och var den högsta siffran någonsin. Kalita menade att detta kan vara den nya nivån för Angler framgent, då bolaget fokuserat på rätt kunder med högre kundvärden. Kunddeponeringar fortsatte att öka och var på de högsta nivåerna sedan 2021. Antalet aktiva kunder fortsatte att öka, men antalet nya registrerade kunder och deponerande kunder var något lägre än under H2'23.

### PremierGaming

Angler kommer att satsa på PremierGaming framgent och en migrering har skett till den nya plattformen. Bolaget kommer också att satsa på ett sportsbokserbudande och har ingått avtal kring detta med Delasport. Vidare har PremierGaming nu tillgång till Swish, vilket är mycket viktigt på den svenska marknaden. Fallers satsningen väl ut kan detta bli en intressant tillväxt drivare för Angler framgent.

### Outlook

Vår bedömning är att Angler är på god väg att helt genomföra en turn around. Trading updaten i kombination med de starka rapporterade KPI:erna ger oss en indikation på att den positiva utvecklingen fortsatt in i Q2'24. Vår tro är fortsatt att förändringsarbetet Angler utfört samt det återupptagna fokuset på B2B-samarbeten var helt rätt väg att gå för bolaget, vilket kommer möjliggöra en fortsatt lönsam tillväxt kommande år.

(MEUR)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>Nettoomsättning</b>	<b>31,4</b>	<b>38,9</b>	<b>45,0</b>	<b>49,0</b>	<b>53,0</b>
Tillväxt y-o-y	-27,6%	24,0%	15,6%	9,0%	8,0%
EV/S	1,1	0,9	0,7	0,7	0,6
<b>Bruttoresultat</b>	<b>7,3</b>	<b>10,8</b>	<b>12,6</b>	<b>13,9</b>	<b>15,2</b>
Bruttomarginal	23,1%	27,9%	28,1%	28,4%	28,6%
<b>Rörelsekostnader</b>	<b>-6,5</b>	<b>-6,8</b>	<b>-7,2</b>	<b>-7,5</b>	<b>-7,7</b>
<b>EBIT</b>	<b>0,8</b>	<b>4,1</b>	<b>5,4</b>	<b>6,5</b>	<b>7,5</b>
EBIT-marginal	2,5%	10,5%	12,0%	13,2%	14,1%
EV/EBIT	42,8	8,1	6,2	5,1	4,4
<b>Vinst</b>	<b>-3,4</b>	<b>2,1</b>	<b>2,8</b>	<b>4,3</b>	<b>5,3</b>
Vinstmarginal	neg.	5,4%	6,1%	8,8%	10,0%
P/E	neg.	15,8	12,2	7,7	6,3

### Fakta

VD	Thomas Kalita
Lista	Spotlight
Ticker	ANGL
Aktiekurs (SEK)	5,20
Antal aktier (Miljoner)	75,0
Börsvärde (MSEK)	389,9
Nettoskuld (MSEK)	-2,9
EV (MSEK)	387,0
Insiderägande	8,48%
Nästa rapport	2024-08-20

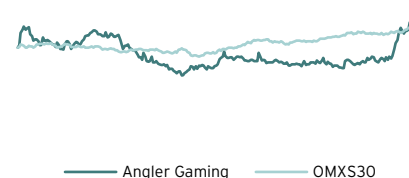
### Kvartalsutveckling



### Analytiker

Erik Lundberg  
[erik.lundberg@kalqyl.se](mailto:erik.lundberg@kalqyl.se)

### Kursutveckling 12 månader



Kursutveckling %	1 m	3 m	12m
Angler Gaming	29,1	35,0	15,7

## 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 procent y-o-y och EBIT med nära 92 procent y-o-y.



### Trendbrott

Angler Gaming hade ett tufft 2022, men bolaget arbetar med att minska kostnaderna och få fart på tillväxten. Det första kvartalet under 2024 samt 2023 visade att Angler hittat tillbaka till tillväxt och lönsamhet igen.



### Value case eller value trap?

I vårt huvudscenario handlas nu Angler Gaming till 4,4x EBIT eller 6,3x vinsten på 2026E, vilket vi anser vara en låg värdering. Huvudscenariot förutsätter dock att bolaget fortsätter växa och stärka marginalerna framåt.

“Q1 was relatively speaking a very good quarter, with the highest Revenues in 3 years and the highest EBIT in 2 years, a confirmation that the whole Group’s strategy and renewed operational focus are paying off.”

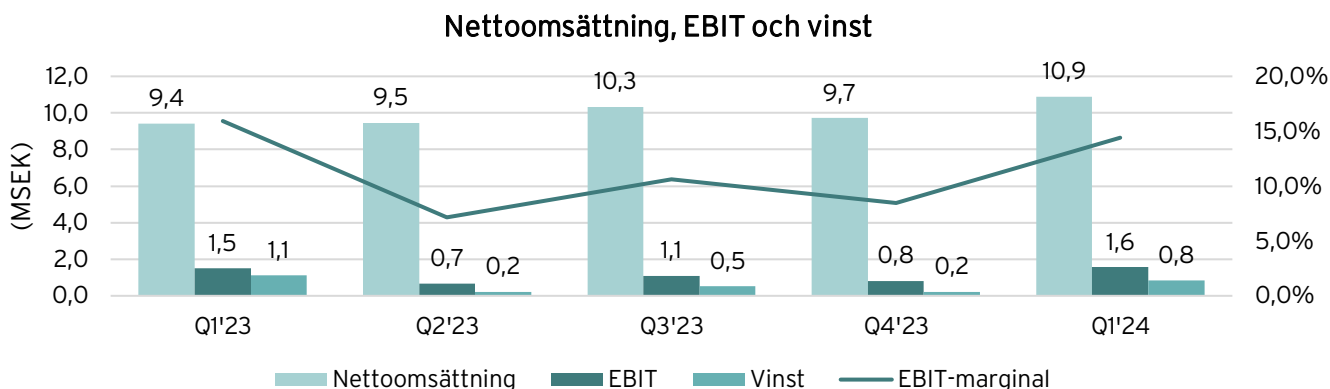
- Thomas Kalita, VD Angler Gaming

## Investeringscase

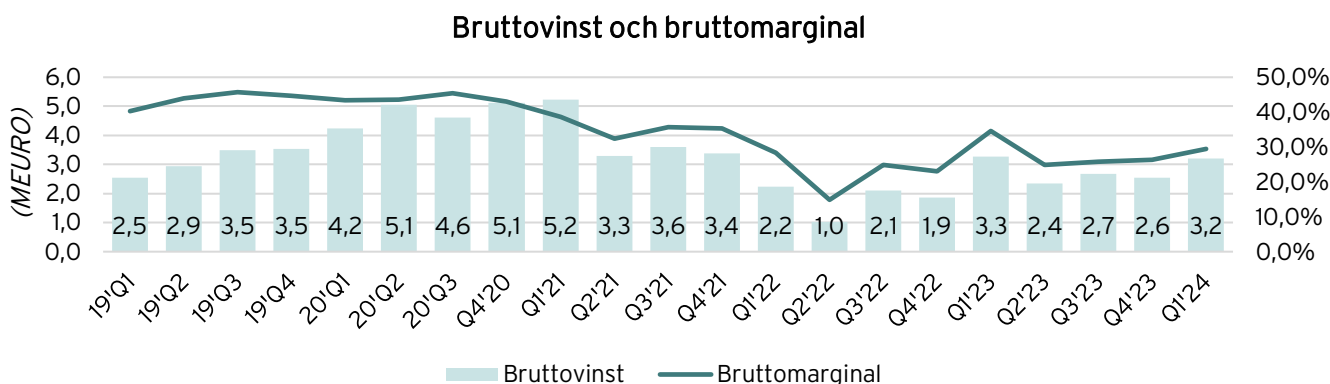
- Stark historik
- Potentiell turn-around
- Låg värdering i vårt huvudscenario
- Konjunkturokänslig bransch
- Nya vertikaler och B2B-samarbeten bidrar till tillväxt
- Implementerad handlingsplan kan leda till högre marginaler
- Ökat fokus på PremierGaming kan driva tillväxt
- Åtgärdsprogram för att stärka lönsamheten

## Finansiell utveckling

Nettoomsättningen för det första kvartalet uppgick till 10,9 MEURO (9,4), vilket motsvarade en ökning med cirka 15,5 procent y-o-y. Tillväxten drivs fortsatt av bolagets ökade fokus på B2B-samarbeten samt investeringarna som gjorts i spelplattformen som gjort den mer konkurrenskraftig<sup>1</sup>. VD Kalita har tidigare uppgett att Angler fokuserat på att se över affiliate-samarbeten under 2023, vilket har lett till kunder med högre kundvärden och detta har också varit en viktig komponent för tillväxten.



I jämförelse med samma kvartal föregående år försvagades bruttomarginalen från 34,6 procent till 29,5 procent. Det är dock en förbättring med 3,2 procentenheter i jämförelse med föregående kvartal.



Kalita har tidigare uppgett att cost of sales kan variera ganska kraftigt mellan kvartal, men att det brukar jämnas ut sig över tid. Anledningen till detta är att cost of sales påverkas mycket av varifrån kunderna kommer ifrån, det vill säga från vilken affiliatepartner samt om kundanskaffningen sker genom CPA (köp av kund) eller intäktsfördelning (Angler delar intäkterna med affiliatepartnern). Utöver detta beror det på vilka spel som kunderna spelar, då royalties som Angler betalar varierar från spel till spel. Slots har generellt lägre royalties än till exempel live casino, och premium-leverantörer har högre royalties än nya, okändare leverantörer. Vidare så påverkas cost of sales av vilken betalningslösning som kunderna använder, då avgifterna mellan lösningarna skiljer sig<sup>2</sup>. Det finns alltså flera delar inom cost of sales som kan variera mycket kvartal till kvartal.

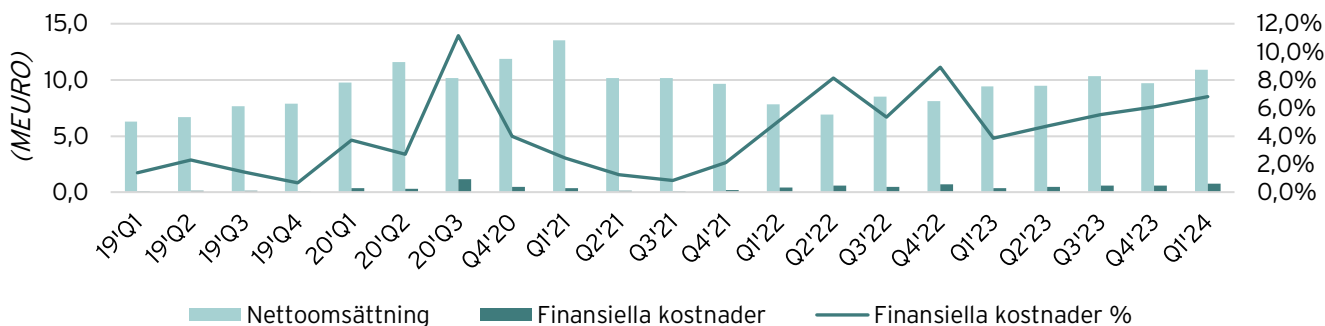
Angler arbetar kontinuerligt med att minska cost of sales och detta är ett av bolagets fokusområden framåt enligt Kalita. Bolaget arbetar med att förändra tillvägagångssättet för kundanskaffning via affiliates. Framåt ska tillvägagångssättet övergå till en fundamental datadriven modell som ska

underlätta för koncernen och B2B-partners att kontrollera kundanskaffningskostnaden. Utöver detta fortlöper arbetet med att avsluta icke-lönsamma affiliate-partnerskap och Angler har flera aktiviteter i gång för att sänka de royalties som bolaget betalar.

EBIT uppgick till 1,6 MEURO (1,5), vilket var en förbättring med cirka 4,4 procent i jämförelse med samma kvartal föregående år. Ökningen var hänförlig till en ökad nettoomsättning samt att rörelsekostnaderna var lägre. EBIT ökade inte i samma takt som nettoomsättningen, då bruttomarginalen försvagades y-o-y. EBIT-marginalen uppgick till 14,4 procent (15,9), vilket var en minskning y-o-y. I jämförelse med föregående kvartal ökade EBIT med 91,2 procent tack vare en högre nettoomsättning, starkare bruttomarginal och lägre rörelsekostnader.

Vinsten minskade med 27,4 procent y-o-y och uppgick till 0,8 MEURO (1,1). Detta berodde på ökade finansiella kostnader, som Kalita uppgav är relaterade till valutafluktuationer. De finansiella kostnaderna i kvartalet uppgick till 0,74 MEURO (0,36) och fortsatte att påverka vinsten negativt. Ett av fokusområdena framgent är att minska de finansiella kostnaderna i relation till nettoomsättningen och enligt Kalita är förhoppningen att sänka dessa kostnader framåt. Under 2021 utgjorde de finansiella kostnaderna 0,8-2,4 procent av nettoomsättningen, men låg under 2023 i intervallet 3,9-6,1 procent. I nuvarande kvartal utgjorde de finansiella kostnader 6,8 procent av nettoomsättningen.

Finansiella kostnader i relation till nettoomsättning



## Utfall vs Estimat

Nettoomsättningen kom in högre än vad vi estimerat, vilket berodde på en högre Hold än vad vi räknat med. Bruttomarginalen kom dock in lägre än våra estimat. Rörelsekostnaderna var dock lägre, vilket medförde att EBIT kom in i linje med våra estimat. Vinsten kom in lägre kopplat till högre finansiella kostnader.

(MEURO)	Estimat Q1'24	Utfall Q1'24	Differens
Nettoomsättning	10,32	10,89	+0,57
Bruttoresultat	3,46	3,21	-0,2
Bruttomarginal	33,5%	29,5%	-4,0pp
Rörelsekostnader	1,82	1,64	-0,18
EBIT	1,64	1,57	-0,07
EBIT-marginal	15,9%	14,4%	-1,5pp
Vinst	1,04	0,82	0,22
Vinstmarginal	10,0%	7,6%	-2,4pp

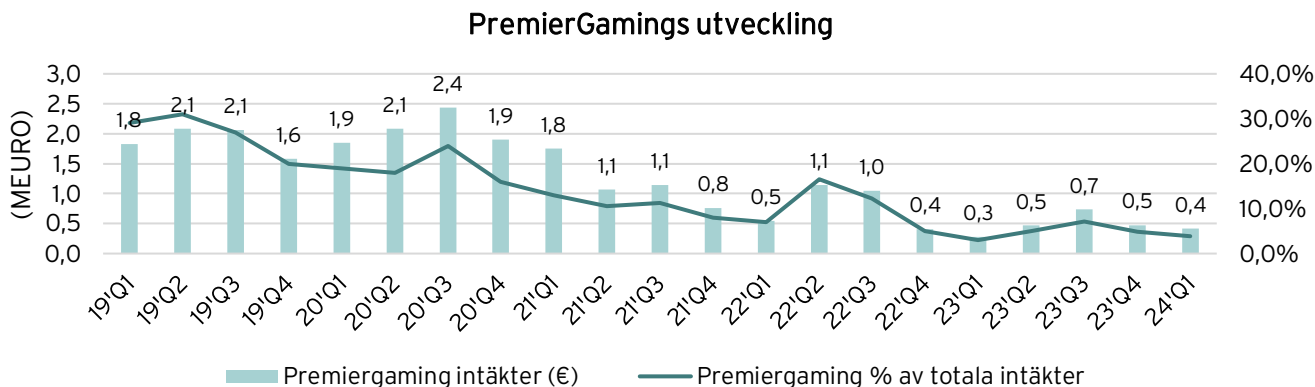
## Intäktsfördelning

PremierGaming utgjorde 3,8 procent av intäkterna i kvartalet och resterande 96,2 procent kom från övriga verksamheten. PremierGaming fortsatte att ligga kvar på låga nivåer i både absoluta tal och sett till procent av totalen. Vår bedömning är att den nya satsningen på PremierGaming kommer att öka bolagets intäkter framöver, vilket i kombination med den starka prestationen från övriga delar kan leda till att Anglers intäkter kan fortsätta ligga kvar på höga nivåer. Andelen intäkter från övriga delar i Angler uppgick till 10,5 MEURO (9,1), vilket var de näst högsta intäkterna i bolagets historia.



## PremierGaming

PremierGaming utgjorde cirka 3,8 procent av Anglers totala intäkter i Q1'24, vilket motsvarade 0,4 MEURO. Detta var en liten ökning från 0,3 MEURO samma kvartal föregående år, men en minskning jämfört med 0,5 MEURO föregående kvartal. PremierGaming fortsatte att ligga på låga nivåer sett till historiken. Vår bedömning är att den nya satsningen på PremierGaming kan komma att bli en intressant tillväxt drivare framöver för Angler.



## Nytt sportbokserbudande och Swish

I kvartalet kommunicerade Angler att deras dotterbolag PremierGaming ingått ett avtal med Delasport avseende sportbok för Pronto-varumärkena<sup>5</sup>. Enligt Delasport blir Pronto Casino det första varumärket, som adderar Delasports Plug & Play-sportbok "Sportsbook iFrame"<sup>6</sup>. Integrationen ska vara snabb och enkel, vilket stämmer väl överens med Kalitas uttalande om att målet är att sportboken ska vara live innan starten av fotbolls-EM i mitten av juni.

Kompletteringen med ett sportbokserbudande är helt i linje med PremierGamings strategi om en ny satsning mot den svenska marknaden. I slutet av 2023 meddelade Angler att bolaget förnyade PremierGamings svenska spellicens, där licensen är giltig fram till och med 28:e januari 2027. Licensen är en heltäckande licens som täcker rätten att erbjuda casino och sportsbetting online, men också landbaserad betting<sup>4</sup>. Enligt Kalita har PremierGamings organisation hög kunskapsnivå om den svenska marknaden och att kompetensen finns för att en ny satsning på PremierGaming ska bli lyckosam. Bolaget ska anpassa sitt produktutbud för att hitta en nisch på marknaden och fokuset kommer vara mot vardagsspelare (casual/recreational players). Den 15 april lanserade PremierGaming en uppdaterad version av ProntoCasino mot den svenska marknaden på Anglers nya plattform. ProntoCasino har nu tillgång till de viktiga betalningsalternativen i Sverige, såsom Swish och Trustly. Angler har tidigare inte fått tillgång till Swish, vilket varit en stor nackdel konkurrensmässigt. Det är således väldigt positivt att Angler nu kan erbjuda Swish som betalningsalternativ mot den svenska marknaden och det är en nyckel för att satsningen ska falla väl ut. Utöver detta har PremierGaming lanserat en ny kategori inom lotteri under licensen, EuroMillions, vilket man är relativt ensamma om att erbjuda i Sverige för tillfället.

De initiala KPI:erna ser lovande ut efter lansering, men enligt Kalita är det fortsatt för tidigt att kunna dra några slutsatser om lanseringen ännu. Målgruppen i satsningen är spelare som spelar ibland, så kallade "casual gamers", och enligt Kalita är det denna målgrupp man också nått initialt.

Framgent kommer ökad marknadsföring kring PremierGamings varumärken att ske och enligt Kalita kan marknadsföring via till exempel TV och radio vara ett alternativ till affiliate-marknadsföring. I rapporten meddelade Angler att PremierGaming planerar att investera cirka 500 000 EURO i marknadsföring under Q2'24. Målet är att sportboken ska vara lanserad innan fotbolls-EM och att de hinner göra marknadsföring i tid inför detta.

### Licensierade domäner - Kommersiellt online<sup>3</sup>

premierlivecasino.com	prontolive.se
premierlivecasino.se	prontlive.com - NY
prontobingo.com	prontodds.com
prontobingo.se	prontodds.se
prontocasino.com	prontolotter.se - NY
prontocasino.se	prontolotter.com - NY

## Key Performance Indicators

Angler Gaming redovisar ett antal olika KPI:er utöver de finansiella. Kunddeponeringar ökade med 1,5 procent i jämförelse föregående kvartal och 9,4 procent y-o-y. Net Game Win ökade 12,3 procent i jämförelse med föregående kvartal och 17,3 procent y-o-y.

**Kunddeponeringar** = Summan pengar som satts in av kunder.

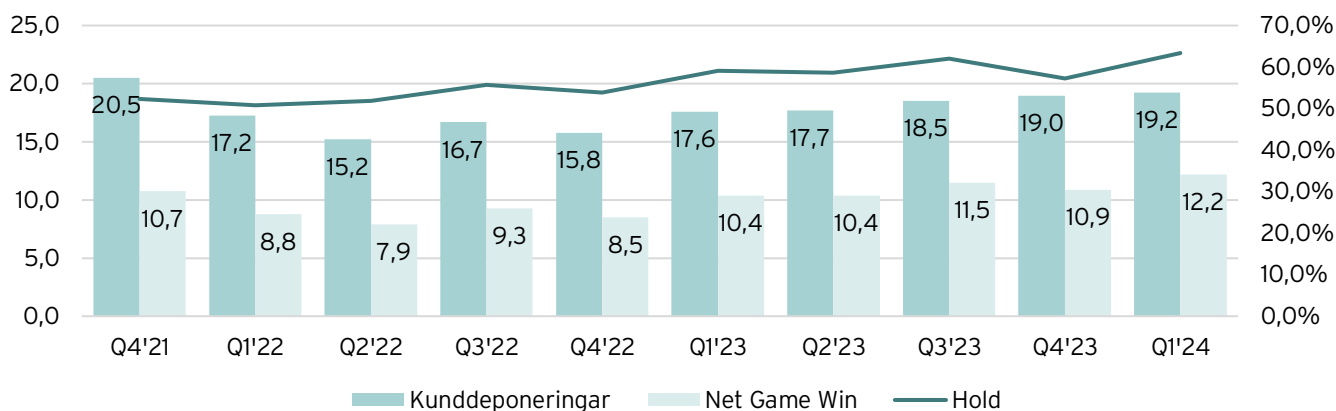
**Net Game Win** = Totala spelinsatser - totala vinster.

**Hold** = Påvisar hur mycket pengar casinot faktiskt behåller och en hög hold är att föredra för casinot.

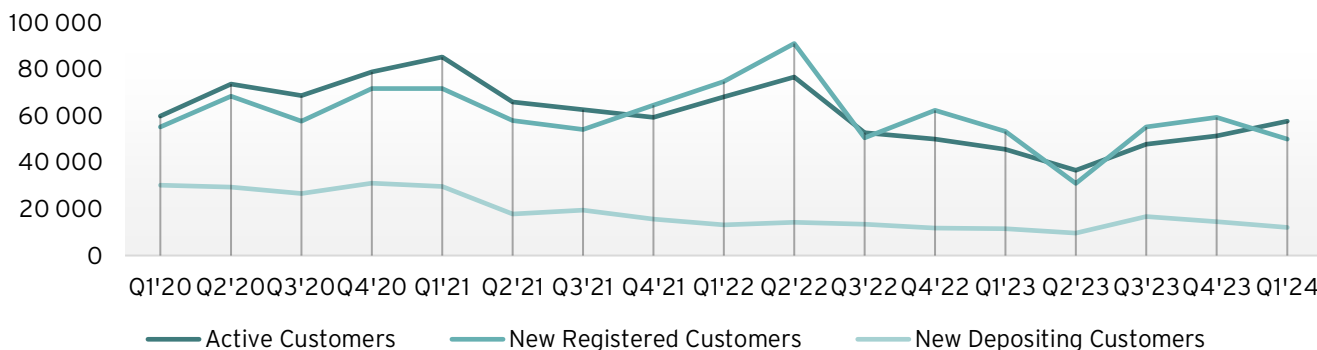
Beräknas här som Net Game

Win/kunddeponeringar.

Hold kom in på 63,4 procent, vilket var den högsta siffran någonsin. Kalita har tidigare förklarat att detta är en effekt att Angler fokuserat på rätt kunder med högre kundvärden och att detta möjligen kan vara den nya nivån för Angler framgent. Vi såg en positiv utveckling för samtliga KPI:er jämfört med samma kvartal föregående år, förutom för antalet nya registrerade kunder som minskade 6,6 procent. Kunddeponeringar fortsatte att öka, vilket vi ser som särskilt positivt då det är från dessa framtida intäkter genereras ifrån. Kunddeponeringarna i kvartalet är på en högsta nivå sedan Q4'21 och har successivt ökat sedan Q4'22.



I kvartalet fortsatte aktiva och nya deponerande kunder att öka jämfört med Q1'23, medan nya registrerade kunder sjönk något. Nya deponerande kunder var fortsatt på en högre nivå jämfört med Q1'23 och Q2'23 och Angler fortsatte att investera i nya kunder. Nya registrerade kunder är något Angler kan styra mer själva via kampanjer, och det viktigaste KPI:erna är kunddeponeringar och antalet nya deponerande kunder.



Antalet aktiva kunder var i kvartalet det högsta sedan 2022, och detta trots att Angler satsat mer på spelare med högre spelarvärden. Nya registrerande och deponerande kunder låg fortsatt kvar på tillfredställande nivåer, även om nivån var något lägre än i Q4'23. Sammantaget fortsatte Anglers KPI:er att utvecklas positivt, där vi ser speciellt positivt på utvecklingen av kunddeponeringar och aktiva kunder.

	Q1'24	Q4'23	Q1'23
<b>Active Customers</b>	<b>57 727</b>	<b>51 419</b>	<b>45 561</b>
<i>Tillväxt y-o-y</i>	<i>26,7%</i>	<i>2,8%</i>	<i>-33,2%</i>
<i>Sekventiell tillväxt q-o-q</i>	<i>12,3%</i>	<i>7,5%</i>	<i>-8,9%</i>
<b>New Registered Customers</b>	<b>49 900</b>	<b>59 478</b>	<b>53 408</b>
<i>Tillväxt y-o-y</i>	<i>-6,6%</i>	<i>-4,6%</i>	<i>-28,6%</i>
<i>Sekventiell tillväxt q-o-q</i>	<i>-16,1%</i>	<i>7,7%</i>	<i>-14,3%</i>
<b>New Depositing Customers</b>	<b>12 135</b>	<b>14 428</b>	<b>11 508</b>
<i>Tillväxt y-o-y</i>	<i>5,4%</i>	<i>23,1%</i>	<i>-12,7%</i>
<i>Sekventiell tillväxt q-o-q</i>	<i>-15,9%</i>	<i>-14,3%</i>	<i>-1,9%</i>

## Händelser under och efter kvartalet

### Fiebre blir Marlin Media

I föregående rapport nämndes att en strategisk översyn skulle göras av Fiebre (bolagets joint venture mot affiliatemarknadsföring). Angler har kommit överens med sin existerande partner att förvärva deras andel om 20 procent i Fiebre. Förvärvet görs för en liten summa och Angler kommer således att äga 100 procent av bolaget när transaktionen slutförts. Fiebre kommer att byta namn till Marlin Media och kommer att satsa på fler geografiska marknader än bara Sydamerika framöver. Målet är att Marlin Media ska nå break-even inom två år och totalt kommer Angler investera cirka 60 000 EURO i månaden. Marlin Media kommer få en ny VD i form av Ionut Constantinescu, som tidigare bland annat varit Chief Strategy Officer för Game Lounge Group och ansvarig för deras affiliatesidor i Europa, Asien och Nord- och Sydamerika. Tidigare har han även arbetat på Leo Vegas med SEO och har många års erfarenhet av detta. Kalita är mycket positiv till satsningen och tror att detta kan bli en viktig vertikal för gruppen i framtiden. Satsningen ska finansieras av den löpande verksamheten och kostnadsbesparingar.



## B2B-samarbeten

Kalita har uppgett att B2B-försäljning fortsatt kommer vara ett fokusområde för Angler framgent. Vidare menade Kalita att bolaget har ett konkurrenskraftigt B2B-erbjudande och förhoppningen framåt är att knyta till sig fler B2B-samarbeten. Enligt Kalita har Angler ett antal pågående diskussioner med nya B2B-partners.

Sent under Q4'23 lanserades ett onlinecasino genom ett B2B-samarbete, som mjuklanserades under Q3'23. Detta har utvecklats sig väl och Kalita betonar att sedan B2B-varumärkena övergått till den nya plattformen har samtliga haft en positiv utveckling. Ytterligare ett B2B-samarbete ska lanseras, men det ligger på kunden att bestämma när lanseringen ska ske.

## Finansiell ställning

Kassan vid utgången av Q1'24 var cirka 0,9 MEURO. Det löpande kassaflödet före förändringar i rörelsekapital uppgick till 0,8 MEURO och efter förändringar i rörelsekapital till -0,2 MEURO.

Angler tog under Q3'22 upp ett kortsiktigt lån på 1,0 MEURO från VD Thomas Kalita, som betalats av med totalt 0,35 MEURO. Skulden uppgick således nu till 0,65 MEURO, vilket innebar en nettokassa om 0,25 MEURO. Angler har kommunicerat att lånet planeras att betalas tillbaka under 2024.

Anglers finansiella ställning är fortsatt något ansträngd, men Anglers kassaflöden har förbättrats. Det fria kassaflödet för Q1'24 uppgick till -0,2 MEURO, medan justerat fritt kassaflöde (kassaflöde från den löpande verksamheten före förändringar i rörelsekapital - CAPEX) uppgick till 0,8 MEURO.

## Nuläge och outlook

Angler fortsätter arbetet med att se över cost of sales för att förbättra bruttomarginalerna. Bolaget har också initierat ett arbete att minska de finansiella kostnaderna i relation till intäkterna. Tillväxten ska ske genom ett ökat fokus på B2B-erbjudandet, PremierGaming, förbättra affiliate-verksamheten och via sportbokserbjudandet.

Angler Gaming gav också en trading update i Q1'24-rapporten för starten av Q2'24. I trading updaten anges i Q1'24 den genomsnittliga dagliga intäkten (average daily revenue), i stället för Net Gaming Revenue som i Q1'24. Den genomsnittliga intäkten per dag var 19 procent högre de första dagarna i Q2'24 till och med 14:e maj i jämförelse med genomsnittlig intäkt per dag för hela Q2'23. Nedan räknar vi med 19 procent tillväxt för båda måtten:

NGW Q2'23	10 382 910	Revenue Q2'23	9 458 630
Antal dagar	91	Antal dagar	91
NGW/dag Q1'23	114 098	Revenue/dag	103 941
Tillväxt tom 14/5	19%	Tillväxt tom 14/5	19%
NGW/dag tom 14/5	135 777	Revenue/dag tom 14/5	123 690
Antal dagar Q2'24	91	Antal dagar Q2'24	91
NGW Q2'24	12 355 663	Revenue Q2'24	11 255 770

Detta indikerar en Net Game Win om 12,4 MEURO och intäkter om 11,3 MEURO för Q2'24 om kvartalet fortsätter i samma takt framåt. Detta kan jämföras med Net Game Win för Q1'24 som var 12,2 MEURO och intäkter om 10,9 MEURO. Det är dock viktigt att ha med sig att detta bara en indikation på starten av kvartalet och inte guidning för kvartalet som helhet.

Fortsätter förhållandet NGW/nettoomsättning likt de fyra senaste kvartalen (89,5-91,1%) och att kvartalet fortsätter likt de första dagarna till och med 18:e februari innebär detta en omsättning i Q1'24 på cirka 11,1-11,3 MEURO, vilket skulle innebära en nettoomsättningsökning på cirka 17,2-19,0 procent y-o-y.

Vi väljer att justera upp våra estimat något avseende nettoomsättning, då Angler kom in högre än estimerat och trading updaten indikerar fortsatt tillväxt. Vi höjer våra estimat något avseende bruttomarginalen för Q2'24-Q4'24, då vi bedömer att insatserna för att stärka bruttomarginalerna kommer att fortsätta att ge effekt. Vi gör mindre justeringar avseende rörelsekostnader, där vi också tar höjd för de ökade marknadsföringsinsatserna i Q2'24 för PremierGaming. Vi höjer också vår prognos för de finansiella kostnaderna, vilket ger en negativ effekt på vinsten. Sammantaget får vi något lägre vinst än tidigare estimerat för 2024E, men högre för 2025E och 2026E. Vår tro är att satsningarna på B2B-projekt, PremierGaming och god kostnadskontroll bidrar till tillväxt och förbättrad lönsamhet för Angler framöver. Under 2023 har bolaget visat att utvecklingen går i rätt riktning och de aktiviteter som bolaget utfört har bidragit positivt.

## Värdering

### Key stats

Antal aktier	74 984 995	Börsvärde (MSEK)	389,9
Aktiekurs (SEK)	5,20	Nettoskuld* (MSEK)	-2,9
		Enterprise value (MSEK)	387,0

\*Beräknat på en kassa om 0,9 MEURO samt kortfristig skuld till Thomas Kalita om 0,65 MEURO.  
EUR/SEK: 11,66

### Rullande 12 månader

Nettoomsättning	470,9 MSEK	P/S	0,8
EBIT	48,5 MSEK	EV/EBIT	8,0
Vinst	21,0 MSEK	P/E	18,6
Adj. FCF	21,1 MSEK	EV/Adj. FCF*	18,4

\*Adj. FCF = FCF justerat för förändringar i rörelsekapital.

### Historiskt snitt

	P/S	EV/EBIT	P/E	P/FCF
Snitt 3 år	1,3	10,0	-0,6	11,1
Snitt 5 år	1,9	10,3	4,7	15,2
Snitt 7 år	2,8	12,1	7,8	21,4

### Nyckeltal (R12)

Bruttomarginal	EBITDA-marginal	EBIT-marginal	Vinstmarginal
26,7%	10,4%	10,3%	4,5%
OPCF-marginal	FCF-marginal	ROE	ROIC
0,31%	0,25%	22,6%	25,5%

## Peers

Angler Gaming har intäkter främst från operatörsverksamhet. Bolagets närmaste peers bedömer vi vara Betsson, även om bolaget är betydligt större än Angler. Flertalet av de internationella bolagen i listan är betydligt större än Angler och värderas generellt avsevärt högre än våra svenska peers.

Vår bedömning är att en rimlig multipel för Angler i nuläget är P/E 8, vilket är i linje med Betssons multipel på R12. Den låga multipeln bedömer vi rimlig på grund av att bolaget genomgår en turn-around och att transparensen är bristfällig. Den är också i linje med den historiska snittvärderingen de senaste sju åren. Fortsätter bolaget att bevisa sig och uppvisar fortsatt tillväxt och förbättrad lönsamhet framgent, så ser vi att en högre multipel skulle kunna vara motiverad. I vårt huvudscenario väljer vi dock att räkna med 8x vinsten.

### Peers

	Omsättning		EBITDA		Vinst	
	P/S, R12	Tillväxt, 5 år	EV/EBITDA, R12	Tillväxt, 5 år	P/E, R12	Tillväxt, 5 år
Acroud	0,3	16,3%	5,7	-14,9%	<i>neg.</i>	-211,7%
bet-at-home.com	0,5	-20,7%	<i>neg.</i>	-58,5%	<i>neg.</i>	-153,8%
Betsson	1,5	14,9%	4,9	19,3%	7,9	19,8%
Better Collective	5,3	51,8%	17,8	55,5%	36,9	39,3%
Catena Media	0,8	-10,9%	12,2	-11,6%	<i>neg.</i>	-203,5%
Entain	1,0	10,2%	19,6	2,3%	<i>neg.</i>	-257,2%
Flutter Entertainment	3,0	34,3%	63,8	3,4%	<i>neg.</i>	-225,7%
Gaming Innovation	2,9	0,2%	6,9	34,3%	13,7	17,9%
GAN Ltd	0,5	33,0%	<i>neg.</i>	-226,1%	<i>neg.</i>	-266,7%
Kindred	1,6	5,8%	12,0	5,0%	37,8	-0,5%
La Francaise Des Jeux	2,5	7,8%	8,7	17,0%	15,3	20,2%
Lottomatica Group	1,5	-	7,6	-	37,6	-
PENN Entertainment	0,4	3,5%	29,9	-32,7%	<i>neg.</i>	-280,7%
Raketech	0,5	27,6%	2,2	15,1%	11,1	-13,3%
Rush Street Interactive	0,8	63,6%	144,3	16,5%	<i>neg.</i>	10,7%
Super Group	1,1	25,4%	9,6	47,8%	49,4	30,4%
<b>Medel</b>	1,5	17,5%	24,7	-8,5%	26,2	-98,3%
<b>Median</b>	1,0	14,9%	10,8	5,0%	26,1	-13,3%
Angler Gaming	0,8	7,2%	8,0	-10,1%	19,0	-22,6%

## Estimat

(MEURO)	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
<b>Nettoomsättning</b>	<b>31,4</b>	<b>38,9</b>	<b>45,0</b>	<b>49,0</b>	<b>53,0</b>
% y-o-y	-27,6%	24,0%	15,6%	9,0%	8,0%
EV/S	0,8	0,7	0,7	0,7	0,6
<b>Bruttoresultat</b>	<b>7,3</b>	<b>10,8</b>	<b>12,6</b>	<b>13,9</b>	<b>15,2</b>
Bruttomarginal	23,1%	27,9%	28,1%	28,4%	28,6%
% y-o-y	-52,9%	48,5%	16,4%	10,3%	8,8%
EV/GP	3,6	2,4	2,6	2,4	2,2
<b>Rörelsekostnader</b>	<b>-6,5</b>	<b>-6,8</b>	<b>-7,2</b>	<b>-7,5</b>	<b>-7,7</b>
% y-o-y	3,2%	3,9%	7,3%	2,9%	2,8%
<b>EBIT</b>	<b>0,8</b>	<b>4,1</b>	<b>5,4</b>	<b>6,5</b>	<b>7,5</b>
EBIT-marginal	2,5%	10,5%	12,0%	13,2%	14,1%
% y-o-y	-91,7%	427,3%	31,5%	20,4%	15,6%
EV/EBIT	34,2	6,5	6,2	5,1	4,4
<b>Vinst</b>	<b>-3,4</b>	<b>2,1</b>	<b>2,8</b>	<b>4,3</b>	<b>5,3</b>
Vinstmarginal	neg.	5,4%	6,1%	8,8%	10,0%
% y-o-y	neg.	n/a	30,4%	57,1%	22,6%
P/E	neg.	12,8	12,2	7,7	6,3

Vi väljer att värdera Angler Gaming utifrån en multipel på 8x vinst (P/E) 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. För aktiekursen 2026E har vi tagit hänsyn till incitamentsprogrammet och räknar med full teckning och där med ett totalt antal aktier om 77 864 995 i jämförelse mot dagens 74 984 995.

	Värdering			
	Multipel	Vinst 2026E	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)
<b>2026E</b>	8	61,8	494,0	6,34
<i>Säkerhetsmarginal (30%)</i>	8	43,2	345,8	4,44

Nedan följer potentiell avkastning på 2026E om Angler utvecklas likt våra estimat i huvudscenariot samt med en applicerad säkerhetsmarginal.

	Potentiell avkastning					
	Huvudscenario			Säkerhetsmarginal (50%)		
	Faktor	Procent	CAGR	Faktor	Procent	CAGR
<b>2026E</b>	1,27	26,7%	9,0%	0,89	-11,3%	-4,3%

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

## Känslighetsanalys

VINSTx	Huvudscenario 2026E			Säkerhetsmarginal (30%)		
	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %
6	370,5	4,8	-5,0%	259,4	3,3	-33,5%
7	432,3	5,6	10,9%	302,6	3,9	-22,4%
<b>8</b>	<b>494,0</b>	<b>6,3</b>	<b>26,7%</b>	<b>345,8</b>	<b>4,4</b>	<b>-11,3%</b>
9	555,8	7,1	42,5%	389,0	5,0	-0,2%
10	617,5	7,9	58,4%	432,3	5,6	10,9%
11	679,3	8,7	74,2%	475,5	6,1	21,9%
12	741,0	9,5	90,0%	518,7	6,7	33,0%

Vår bedömning är att 2023 var ett år där Angler bevisade att en turn-around från det svaga 2022 är på gång. Vi ser en uppsida om 26,7 procent på våra estimat för 2026E, vilket motsvarar en CAGR om 9,0 procent. Vi ser det inte som orimligt att marknaden skulle värdera Angler högre än P/E 8, och att P/E 10-12 skulle kunna vara en rimlig multipel. Detta skulle ge en uppsida på 58,4-90,0 procent. Vi ser också att Angler kan uppnå en högre omsättningstillväxt samt att arbetet med att stärka bruttomarginalerna och sänka de finansiella kostnaderna kan ge större effekt än vad vi estimerat. I det fallet finns en betydande uppsida i aktien.

## Estimat - kvartalsvis 2024 och årsvis

	Q1'24	Q2'24E	Q3'24E	Q4'24E	2024E	2025E	2026E
<b>Nettoomsättning</b>	10,9	11,2	11,8	11,1	45,0	49,0	53,0
<i>Tillväxt y-o-y</i>	15,5%	18,7%	14,3%	14,0%	15,6%	9,0%	8,0%
<b>Bruttoresultat</b>	<b>3,2</b>	<b>3,1</b>	<b>3,3</b>	<b>3,1</b>	<b>12,6</b>	<b>13,9</b>	<b>15,2</b>
<i>Bruttomarginal</i>	29,5%	27,5%	27,6%	27,7%	28,1%	28,4%	28,6%
<b>Rörelsekostnader</b>	<b>-1,6</b>	<b>-2,1</b>	<b>-1,7</b>	<b>-1,8</b>	<b>-7,2</b>	<b>-7,5</b>	<b>-7,7</b>
<b>EBIT</b>	<b>1,6</b>	<b>1,0</b>	<b>1,6</b>	<b>1,3</b>	<b>5,4</b>	<b>6,5</b>	<b>7,5</b>
<i>EBIT-marginal</i>	14,4%	8,8%	13,2%	11,5%	12,0%	13,2%	14,1%
Finansnetto	-0,7	-0,7	-0,6	-0,6	-2,6	-2,0	-2,0
<b>EBT</b>	<b>0,8</b>	<b>0,3</b>	<b>1,0</b>	<b>0,6</b>	<b>2,8</b>	<b>4,5</b>	<b>5,5</b>
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,2
<b>Vinst</b>	<b>0,8</b>	<b>0,3</b>	<b>1,0</b>	<b>0,6</b>	<b>2,8</b>	<b>4,3</b>	<b>5,3</b>
<i>Vinstmarginal</i>	7,6%	3,0%	8,1%	5,8%	6,1%	8,8%	10,0%

## Källor

1. VD-intervju Q1'24: <https://youtu.be/nZH4zmvp2qo?si=WXuVyaRR4Xfgnu-7>
2. VD-intervju Q2'23: <https://youtu.be/dzWvQBSFDwY>
3. <https://www.spelinspektionen.se/sok-licens/bolag/?holder=5EB3379D455F834920D3C1D56CDB36EBA79D23BA08CD177669BED2DE128FD37E&l=366446131>
4. <https://mf.n.se/cis/a/angler-gaming/premiergaming-ltd-a-fully-owned-subsiidiary-of-angler-gaming-plc-was-granted-today-in-sweden-a-renewed-gaming-licence-for-an-extended-product-range-by-spelinspektionen-88fe560d>
5. <https://mf.n.se/cis/a/angler-gaming/angler-gamings-subsiidiary-adds-a-sportsbook-offering-for-its-pronto-brands-operating-in-sweden-e4f3ef0a>
6. <https://www.delasport.com/delasport-advances-in-sweden-with-premier-gaming-pronto-casino/>

## 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 inte aktier i det analyserade bolaget  
Analysen är en uppdragsanalys