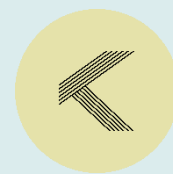


Angler Gaming

Rapportkommentar Q3'24



2024-11-18

Nettoomsättningen för det tredje kvartalet uppgick till 9,7 MEURO (10,3), vilket motsvarade en minskning med cirka 6,5 procent y-o-y. I jämförelse med samma kvartal föregående år stärktes bruttomarginalen från 25,8 procent till 36,1 procent, vilket är den högsta bruttomarginalen sedan Q1'21. EBIT uppgick till 1,5 MEURO (1,1), vilket var en ökning med 32,8 procent y-o-y. Detta innebar en EBIT-marginal om 15,0 procent (10,6).

Svagare nettoomsättning, men stark lönsamhet

Rapporten kom in lägre än våra estimat avseende nettoomsättning, men högre avseende EBIT och vinst. Nettoomsättningen påverkades negativt i kvartalet av högre spelarvinster än tidigare och avslutade affiliate- och marknadsföringsavtal som underpresterat. Lönsamheten överraskade då bruttomarginalen var väldigt stark även under detta kvartal och arbetet med att minska cost of sales imponerar. Detta var enligt vår bedömning ytterligare ett stabilt kvartal med en utveckling i rätt riktning.

PremierGaming

Angler har fortsatt satsningen på PremierGaming och i slutet av kvartalet lanserades sportbokserbjudandet. Intäkterna för PremierGaming påverkas fortsatt negativt av avslutade affiliatesamarbeten, men satsningen på ProntoCasino ledde till en tillväxt för varumärket om 66,0 procent y-o-y. Vår bedömning är att den nya satsningen på PremierGaming kommer att öka bolagets intäkter från dotterbolaget framöver och att sportbokserbjudandet är en intressant option för tillväxt.

KPI:er utvecklas stabilt

Hold kom in på 57,5 procent och låg således kvar på höga nivåer, trots att den påverkades negativt av högre spelarvinster. Kundanskaffningen utvecklades positivt för samtliga KPI:er sekventiellt, vilket var positivt. Kunddeponeringar låg kvar på höga nivåer, vilket vi ser som positivt. Vår bedömning är att samtliga KPI:er fortsatte att ligga på tillfredställande nivåer.

Outlook

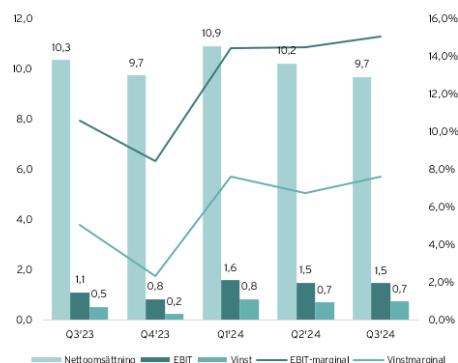
Vår bedömning är att Angler genomfört en turn around och även stärkt sin finansiella ställning. Trading updaten inför Q4'24 var något svagare än väntat, men förklaras av avslutade affiliatesamarbeten. Vår tro är dock fortsatt att förändringsarbetet som Angler utfört samt det återupptagna fokuset på B2B-samarbeten var helt rätt väg att gå för bolaget, vilket också kommer att möjliggöra en fortsatt lönsam tillväxt kommande år. På våra estimat för 2026E ser vi en betydande om 86,6 procent vid en värdering om PE 10.

| (MEUR) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| Nettoomsättning | 31,4 | 38,9 | 40,8 | 43,1 | 46,5 |
| Tillväxt y-o-y | -27,6% | 24,0% | 4,8% | 5,6% | 7,9% |
| EV/S | 0,8 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,5 |
| Bruttoresultat | 7,3 | 10,8 | 13,9 | 14,8 | 16,1 |
| Bruttomarginal | 23,1% | 27,9% | 34,1% | 34,3% | 34,6% |
| Rörelsekostnader | -6,5 | -6,8 | -8,0 | -8,2 | -8,7 |
| EBIT | 0,8 | 4,1 | 5,8 | 6,6 | 7,4 |
| EBIT-marginal | 2,5% | 10,5% | 14,2% | 15,3% | 15,9% |
| EV/EBIT | 31,2 | 5,9 | 4,2 | 3,7 | 3,3 |
| Vinst | -3,4 | 2,1 | 2,9 | 4,0 | 4,8 |
| Vinstmarginal | neg. | 5,4% | 7,1% | 9,3% | 10,3% |
| P/E | neg. | 12,2 | 8,9 | 6,4 | 5,4 |

Fakta

| | |
|-------------------------|---------------|
| VD | Thomas Kalita |
| Lista | Spotlight |
| Ticker | ANGL |
| Aktiekurs (SEK) | 3,97 |
| Antal aktier (Miljoner) | 75,0 |
| Börsvärde (MSEK) | 297,7 |
| Nettoskuld (MSEK) | -17,9 |
| EV (MSEK) | 279,8 |
| Insiderägande | 8,48% |
| Nästa rapport | 2025-02-20 |

Kvartalsutveckling



Analytiker

Erik Lundberg
erik.lundberg@kalqyl.se

Kursutveckling 12 månader



| Kursutveckling % | 1 m | 3 m | 12m |
|------------------|------|-------|-----|
| Angler Gaming | -8,7 | -13,9 | 2,7 |

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. De första kvartalen 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 4,1x EBIT eller 6,8x vinsten på 2026E, vilket vi anser vara en låg värdering. Huvudscenariot förutsätter dock att bolaget fortsätter växa och stärka marginalerna framåt.

"We are satisfied with the year-on-year quarterly growth in EBIT and Net Profit.

Our ongoing focus and work on improving the margin have had a good effect. I am particularly happy with the 40.29% increase in net profit comparing this quarter to the same quarter previous year."

- Thomas Kalita, VD Angler Gaming

Investeringscase

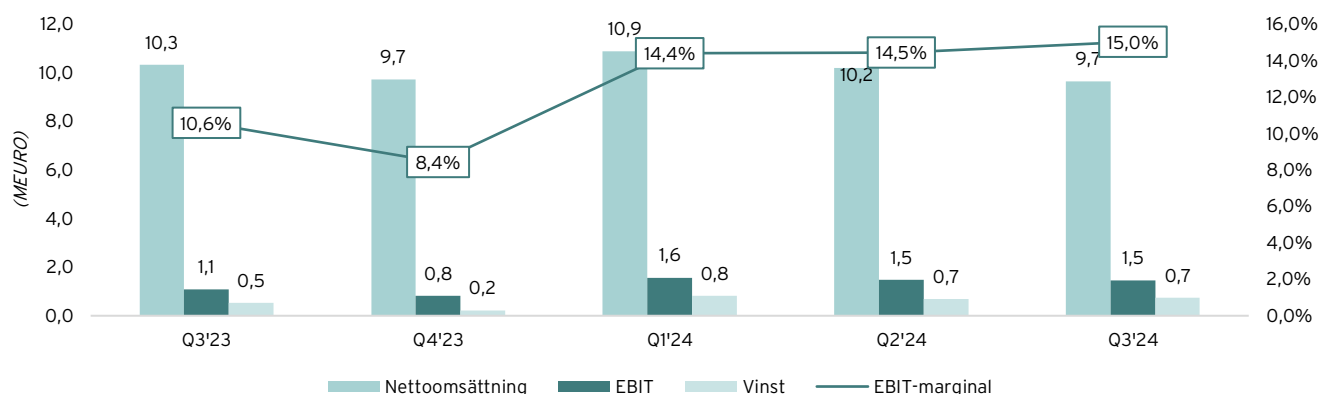
- Stark historik
- Turn-around
- Låg värdering i vårt huvudscenario
- Konjunkturokänslig bransch
- Nya vertikaler och B2B-samarbeten bidrar till tillväxt
- Implementerad handlingsplan kan leda till högre marginaler
- Ökat fokus på PremierGaming kan driva tillväxt
- Åtgärdsprogram för att stärka lönsamheten
- Lanserat sportbokserbudande i Sverige
- Långsiktig möjlighet inom affiliate

Svagare nettoomsättning, men stark lönsamhet

Nettoomsättningen för det tredje kvartalet uppgick till 9,7 MEURO (10,3), vilket motsvarade en minskning med cirka 6,5 procent y-o-y. Minskningen i nettoomsättning var huvudsakligen hänförlig till högre genomsnittliga spelarvinster som påverkade intäkterna från B2B-partnerskapen samt även avslutandet av underpresterande affiliate- och marknadsföringsavtal. Kvartalet bröt en svit där Angler Gaming uppvisat en y-o-y tillväxt sex kvartal i rad.

EBIT uppgick till 1,5 MEURO (1,1), vilket var en ökning med 32,8 procent y-o-y. Detta innebar en EBIT-marginal om 15,0 procent (10,6). Ökningen var hänförlig till en stark bruttomarginal om 36,1 procent (25,8) och en fortsatt god kostnadskontroll. Vinsten uppgick till 0,7 MEURO (0,5) och påverkades fortsatt negativt av höga finansiella kostnader.

Nettoomsättning, EBIT och vinst



Utfall vs Estimat

Nettoomsättningen kom in lägre än vad vi estimerat, medan bruttomarginalen kom in avsevärt högre än våra estimat. I våra estimat hade vi räknat med att sportbokserbjudandet skulle lanserats tidigare än 25 september, vilket vi bedömde skulle ha en positiv effekt på nettoomsättningen.

Rörelsekostnaderna var relativt i linje med vad vi räknat med. Den avsevärt högre bruttomarginalen medförde att EBIT och vinst markant översteg våra estimat procentuellt, men i absoluta tal var differensen på vinsten 0,2 MEURO. Sammanfattningsvis inkom kvartalet lägre avseende nettoomsättning, men överraskade positivt avseende lönsamheten.

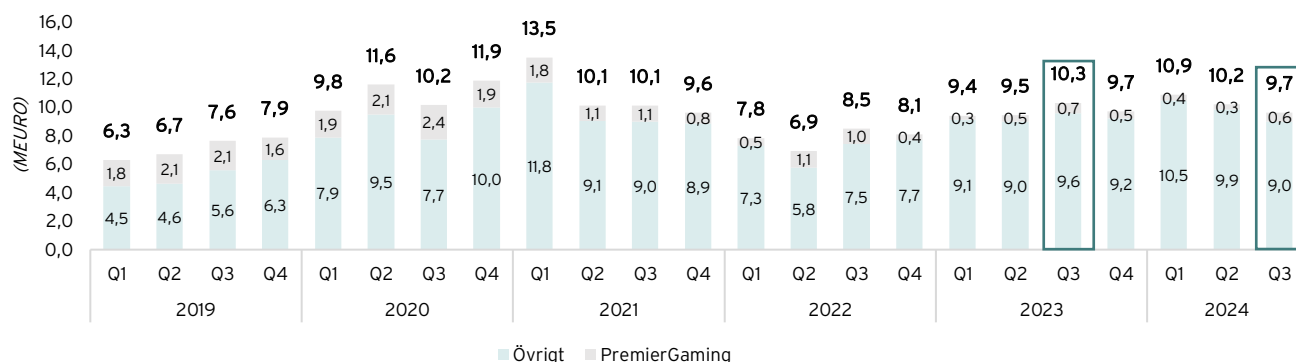
| (MEURO) | Estimat Q3'24 | Utfall Q3'24 | Differens |
|------------------|---------------|--------------|-----------|
| Nettoomsättning | 10,8 | 9,7 | -10,9% |
| Tillväxt y-o-y | 5,0% | -6,5% | -11,5pp |
| Bruttoresultat | 3,3 | 3,5 | +5,5% |
| Bruttomarginal | 30,5% | 36,1% | +5,6pp |
| Rörelsekostnader | 2,2 | 2,0 | -6,8% |
| EBIT | 1,1 | 1,5 | +29,3% |
| EBIT-marginal | 10,4% | 15,0% | +4,6pp |
| Vinst | 0,5 | 0,7 | +40,3% |
| Vinstmarginal | 4,8% | 7,6% | +3,8pp |

Intäktsfördelning

Nettoomsättningen för det tredje kvartalet uppgick till 9,7 MEURO (10,3), vilket motsvarade en minskning med cirka 6,5 procent y-o-y. Minskningen i nettoomsättning var huvudsakligen hänförlig till högre genomsnittliga spelarvinster som påverkade intäkterna från B2B-partnerskapen samt även avslutandet av underpresterande affiliate- och marknadsföringsavtal.

PremierGaming utgjorde 6,6 procent (7,1) av intäkterna i kvartalet, vilket motsvarade 0,6 MEURO (0,7). Andelen intäkter från övriga delar i Angler uppgick till 9,0 MEURO (9,6), vilket var en minskning om 6,0 procent.

Segmentsfördelning av intäkter, 2019-2024

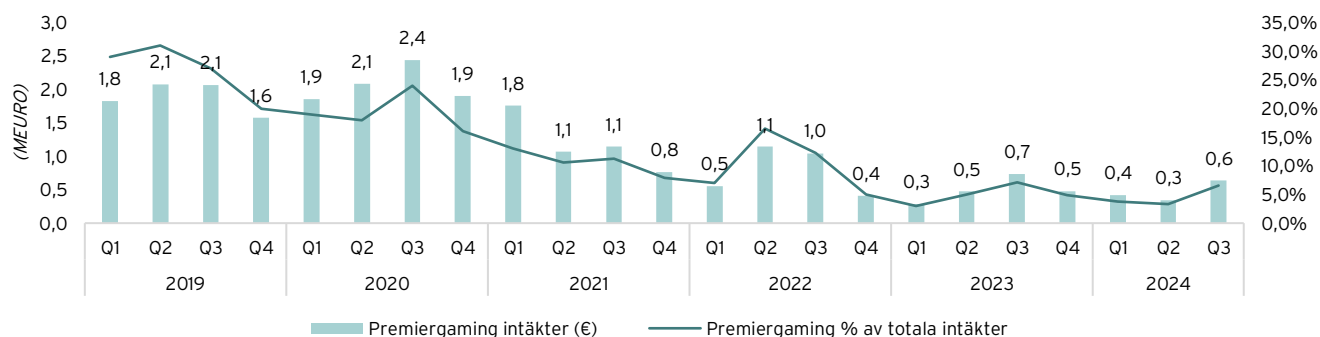


PremierGaming

Enligt Kalita uppvisade Prontocasino.se en tillväxt om 66,0 procent y-o-y, men trots detta minskade intäkterna från PremierGaming med 13,1 procent y-o-y. PremierGaming har varit ett fokusområde för Angler och bolaget har satsat på traditionell marknadsföring i media i Sverige och sagt upp alla affiliateavtal som inte var en del av den nya strategin för PremierGaming. Strategin har varit lyckosam och minskat kostnaderna, men avslutandet av affiliatesamarbetena har också medfört en negativ påverkan på intäkterna.

Vår bedömning är att den nya satsningen på PremierGaming kommer att öka bolagets intäkter från dotterbolaget framöver, vilket i kombination med den stabila prestationen från övriga delar kan leda till fortsatt nettoomsättningstillväxt framåt. Under Q2'24 lanserades en uppdaterad version av ProntoCasino.se mot den svenska marknaden, inklusive det nya lotteribettingerbjudandet. Angler har investerat i marknadsföring och de initiala nyckeltalen ser lovande ut, inklusive ROI på marknadsföringskostnaderna. Lanseringen av sportbokserbjudandet nu under Q3'24 är också en option på fortsatt tillväxt för PremierGaming. I rapporten uppgavs det att de initiala KPI:erna ser lovande ut.

PremierGamings intäkter och andel av totalen, 2019-2024



Nytt sportbokserbudande

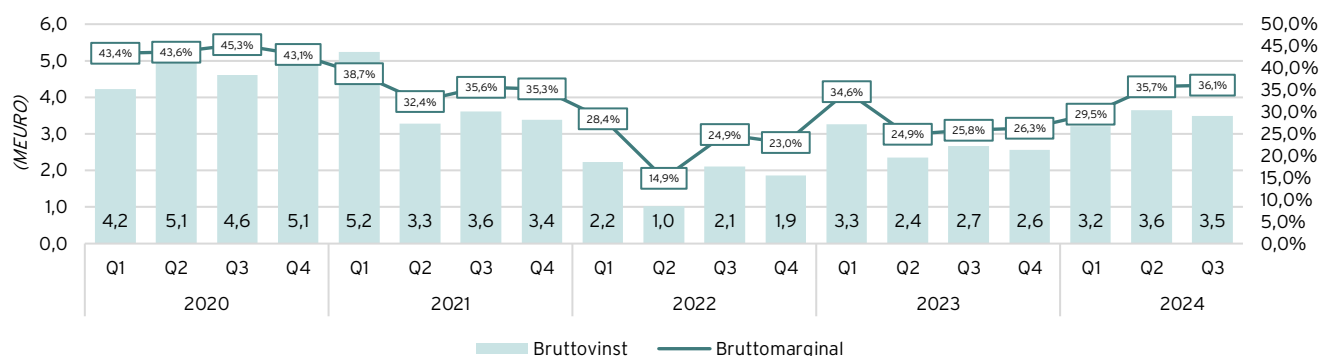
I Q1'24 kommunicerade Angler att deras dotterbolag PremierGaming ingått ett avtal med Delasport avseende sportbok för Pronto-varumärkena. Sportboken har många olika typer av funktioner som Early Payout, Bet Builder, Event Builder, If-Bet och kunden kan själv skraddarsy och anpassa sin upplevelse. Målsättningen var att lansera sportboken innan starten av fotbolls-EM i mitten av juni. Lanseringen blev dock försenad och lanseringen skedde 25 september på ProntoSport.se. Kalita ville inte gå in djupare på om lanseringen av sportboken kommer att göras på fler varumärken.



Bruttomarginalen imponerade för andra kvartalet i rad

Bruttomarginalen i kvartalet uppgick till 36,1 procent (25,8), vilket var den högsta bruttomarginalen sedan Q1'21. I föregående kvartal uppgick bruttomarginalen 35,7 procent, vilket var en rejäl ökning jämfört de fyra föregående kvartalen. Detta är det femte kvartalet i rad med ökad bruttomarginal, vilket avspeglar arbetet Angler genomfört med att minska cost of sales. Kalita har tidigare uppgett att cost of sales kan variera ganska kraftigt mellan kvartal, vilket är viktigt att ha i åtanke. Angler ger inte någon prognos avseende bruttomarginalen, men att fortsätta minska cost of sales är fortsatt ett fokusområde för bolaget.

Bruttovinst och bruttomarginal, 2020-2024



Anledningen till att bruttomarginalen varierar beror på att cost of sales påverkas av flera olika rörliga faktorer:

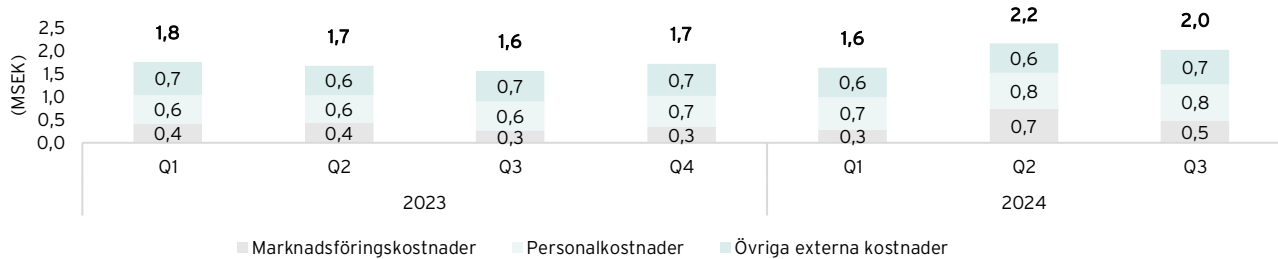
- **Kundanskaffning** - kostnaderna för kundanskaffning påverkas av varifrån kunderna kommer ifrån, det vill säga från vilken affiliatepartner, samt om kundanskaffningen sker genom CPA (köp av kund) eller intäktsfördelning (Angler delar intäkterna med affiliatepartnern).
- **Royalties** - Angler betalar olika royalties till spelleverantörer och kostnaderna påverkas därför av vilka spel som kunderna spelar. Till exempel har slots generellt lägre royalties än till exempel live casino, och premium-leverantörer har högre royalties än nya, okändare leverantörer.
- **Betalningslösningar** - Avgifterna mellan olika betalningsleverantörer skiljer sig och således påverkas cost of sales av vilken betalningslösning som kunderna använder,

Det finns alltså flera delar inom cost of sales som kan variera mycket från kvartal till kvartal. Angler 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. Detta arbete har enligt vår bedömning burit frukt och beviset återfinns i att bruttomarginalen stärkts fem kvartal i rad.

Fortsatt god kostnadskontroll

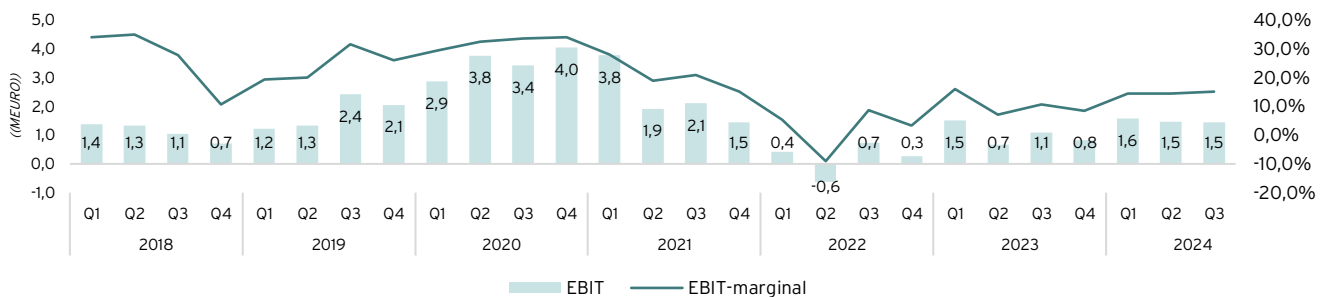
Rörelsekostnaderna uppgick till 2,0 MEURO (1,6) och ökningen var främst hänförlig till ökade marknadsföringskostnader relaterat till satsningen på PremierGaming. Sammanfattningsvis uppvisas fortsatt god kostnadskontroll.

Utveckling av rörelsekostnader, 2023-2024



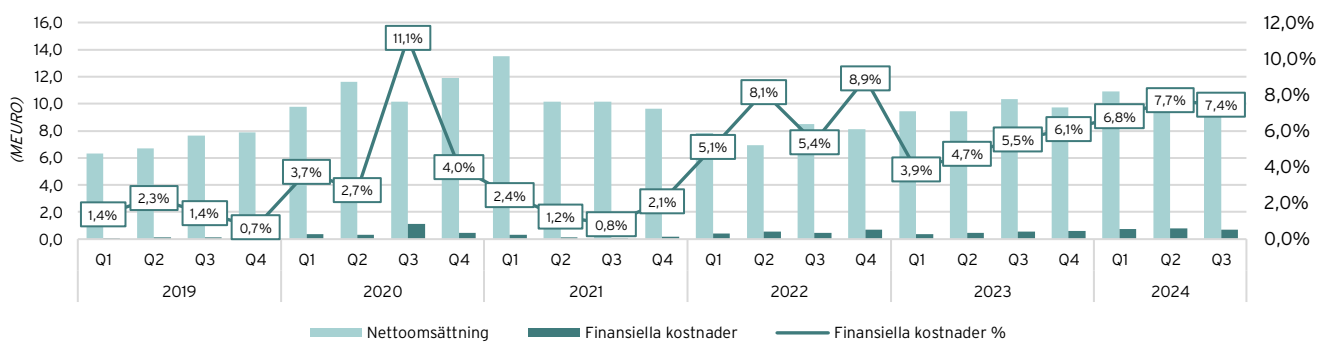
EBIT uppgick till 1,5 MEURO (1,1), vilket var en ökning med cirka 32,8 procent i jämförelse med samma kvartal föregående år. Ökningen var hänförlig till den goda kostnadskontrollen avseende rörelsekostnader i kombination med den starka bruttomarginalen. Angler fortsatte den positiva trenden avseende EBIT-marginalutvecklingen sedan botten Q2'22.

EBIT och EBIT-marginal, 2018-2024



Vinsten ökade med 40,3 procent y-o-y och uppgick till 0,7 MEURO (0,5). Detta trots att de finansiella kostnaderna fortsätter att öka y-o-y och uppgick till 0,7 MSEK (0,6). Kalita uppgav att de finansiella kostnaderna är relaterade till valutafluktuationer och även nedskrivning av kundfordringar i kvartalet. 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 7,4 procent (5,5) av nettoomsättningen. En stor del av vinsten försvinner i dagsläget i finansiella kostnader och kan Angler sänka dessa får detta en stor effekt på vinstutvecklingen.

Finansiella kostnader i relation till nettoomsättning, 2019-2024



Key Performance Indicators

Angler Gaming redovisar ett antal olika KPI:er utöver de finansiella. Kunddeponeringar minskade med 1,9 procent i jämförelse med föregående kvartal och ökade 2,1 procent y-o-y. Net Game Win minskade med 7,3 procent i jämförelse med föregående kvartal och med 5,5 procent y-o-y.

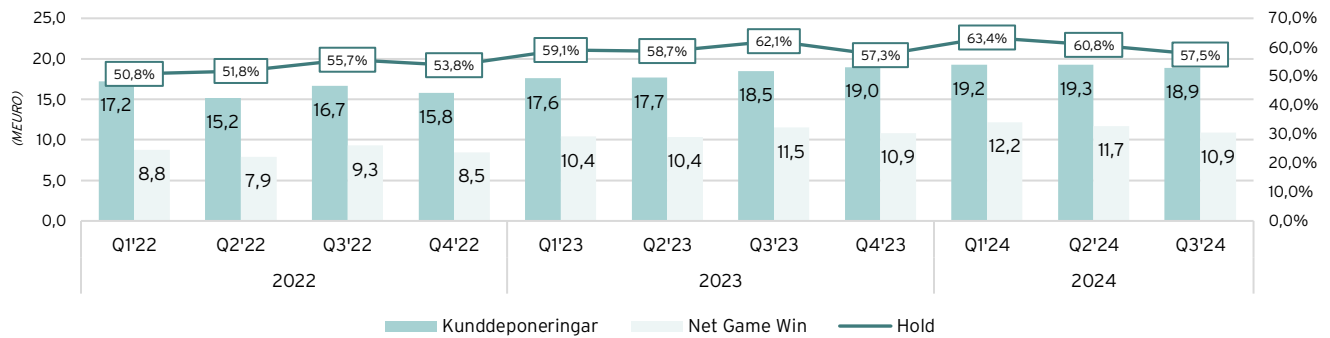
Kunddeponeringar = Summan pengar som satts in av kunder.

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.

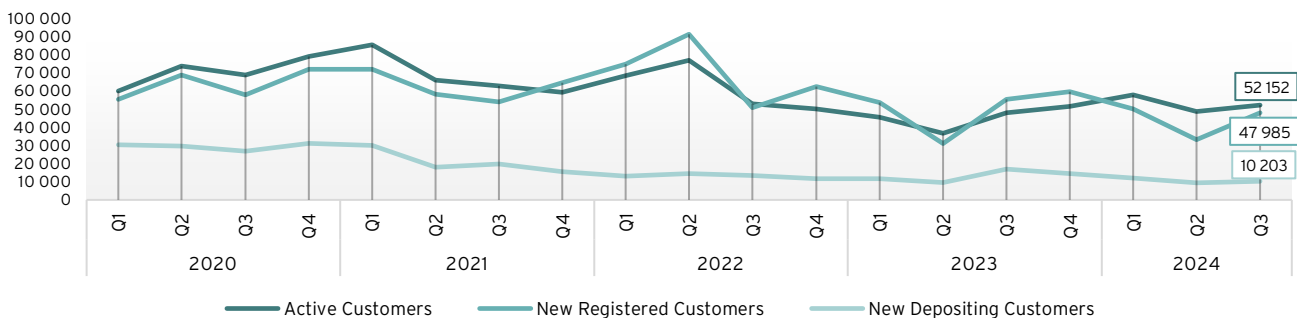
Hold kom in på 57,5 procent och Angler bibehåller således en fortsatt imponerande hög nivå avseende Hold även om det var en viss minskning kontra kvartalen i H1'24 på grund av höga spelarvinster. Kalita har tidigare förklarat att detta är en effekt av att Angler fokuserat på rätt kunder med högre kundvärden och att detta möjligen kan vara den nya nivån för Angler framgent. Kunddeponeringar var fortsatt på höga nivåer om än något lägre i jämförelse med kvartalen under H1'24, vilket vi ser som särskilt positivt då det är från dessa framtida intäkter genereras ifrån.

Kunddeponeringar, Net Game Win och Hold, 2022-2024



I kvartalet ökade antalet aktiva kunder med 9,0 procent till 52 152 (47 832) y-o-y. Vi såg en negativ utveckling för nya registrerade (-13,1 procent) och nya deponerande kunder (-39,4 procent) jämfört med samma kvartal föregående år, men båda uppvisade en ökning jämfört med föregående kvartal om 45,5 procent respektive 8,8 procent. Minskningarna i nya deponerande kunder var ett resultat av PremierGamings strategi att fokusera på traditionell marknadsföring och avsluta affiliateavtal som inte är en del av denna strategi. Q3'23 var också ett kvartal, där PremierGaming satsade mycket på att ta in 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. Vår bedömning är att antalet deponerande kunder kommer att öka under Q4'24 jämfört med detta kvartal, då denna tidsperiod säsongsmässigt är mer gynnsam för casino. Sammanfattningsvis var det en positiv sekventiell kundutveckling och fokuset på att få in rätt, lönsamma kunder är viktigare än mängden.

Kundutveckling, 2020-2024



Sammantaget fortsatte Anglers KPI:er att utvecklas tillfredställande sett till jämförelsekvartalet föregående år. Fortsatt är kunddeponeringar det viktigaste KPI:et och det fortsätter sin positiva utveckling trots ett säsongsmässigt svagare kvartal.

Kundutveckling, 2024

| | Q3'23 | Q4'23 | Q1'24 | Q2'24 | Q3'24 |
|-----------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Active Customers | 47 832 | 51 419 | 57 727 | 48 759 | 52 152 |
| <i>Tillväxt y-o-y</i> | <i>-9,5%</i> | <i>2,8%</i> | <i>26,7%</i> | <i>33,1%</i> | <i>9,0%</i> |
| <i>Sekventiell tillväxt q-o-q</i> | <i>30,6%</i> | <i>7,5%</i> | <i>12,3%</i> | <i>-15,5%</i> | <i>7,0%</i> |
| New Registered Customers | 55 204 | 59 478 | 49 900 | 32 988 | 47 985 |
| <i>Tillväxt y-o-y</i> | <i>8,9%</i> | <i>-4,6%</i> | <i>-6,6%</i> | <i>6,4%</i> | <i>-13,1%</i> |
| <i>Sekventiell tillväxt q-o-q</i> | <i>78,1%</i> | <i>7,7%</i> | <i>-16,1%</i> | <i>-33,9%</i> | <i>45,5%</i> |
| New Depositing Customers | 16 840 | 14 428 | 12 135 | 9 374 | 10 203 |
| <i>Tillväxt y-o-y</i> | <i>24,2%</i> | <i>23,1%</i> | <i>5,4%</i> | <i>-2,8%</i> | <i>-39,4%</i> |
| <i>Sekventiell tillväxt q-o-q</i> | <i>74,6%</i> | <i>-14,3%</i> | <i>-15,9%</i> | <i>-22,8%</i> | <i>8,8%</i> |

Marlin Media fortsätter att utvecklas

Angler har genomfört en strategisk översyn av affiliateverksamheten Fiebre och genomfört ett namnbyte till Marlin Media. Angler äger nu 100 procent och bolaget har fått 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.

Marlin Media och kommer att satsa på fler geografiska marknader än Sydamerika framöver. I nuläget finns sidorna på spanska och portugisiska via fiebredecasino.com och febredecasino.com som lanserades i september. Vad vi kan se innehåller sidorna i nuläget recensioner av casinon, nyheter och guider för hur du spelar främst live casino och poker.

Angler har kommunicerat att målet är att bolaget ska nå break-even inom två år och totalt kommer Angler investera cirka 60 000 EURO i månaden, vilket ska finansieras internt av Anglers befintliga medel och kostnadsbesparingar. Hittills håller sig Marlin Media väl inom denna budget. Den viktigaste höjdpunkten för tredje kvartalet har varit lanseringen av bolagets nya databasplattform, som kommer att möjliggöra effektiv skalning över flera marknader och språk. I nuläget är över 3000 operatörer integrerade i den egenutvecklade databasen. Bolagets tredje affiliatewebbplats är under utveckling och planeras att lanseras före årets slut.

B2B-samarbeten

Kalita upprepade att B2B-delen fortsatt är en nyckelaffär för Angler och kommer att vara ett fokusområde för Angler även framgent. Vidare menade Kalita att bolaget har ett konkurrenskraftigt B2B-erbjudande och förhoppningen framåt är att knyta till sig fler B2B-samarbeten. Kalita har tidigare uppgett att Angler ett antal pågående diskussioner med nya B2B-partners, men ville i vår senaste intervju inte gå in på hur diskussionerna går eller när nya samarbeten kan lanseras. Kalita har tidigare uppgett att ytterligare ett B2B-samarbete ska lanseras, men det ligger på kunden att bestämma när lanseringen ska ske.

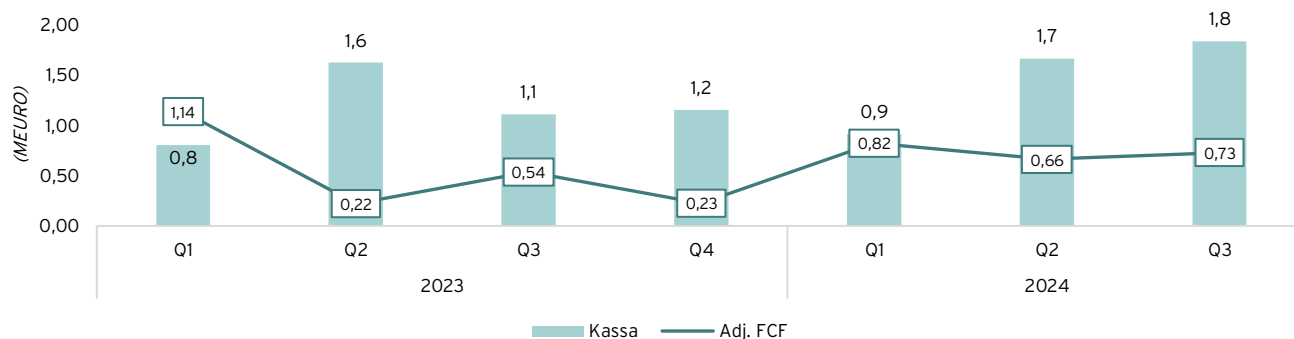
Finansiell ställning och kassaflöden

Kassan vid utgången av det tredje kvartalet var cirka 1,84 MEURO (1,11). Angler tog under Q3'22 upp ett kortsiktigt lån på 1,0 MEURO från VD Thomas Kalita, som betalats av med totalt 0,75 MEURO. Skulden uppgick således nu till 0,25 MEURO, vilket innebar en nettokassa om 1,55 MEURO. Angler har kommunicerat att lånet planeras att betalas tillbaka under 2024. Anglers finansiella ställning har förbättrats avsevärt, samt att Anglers kassaflöden fortsätter att stärkas. Kalita uppgav i VD-ordet att utdelningspolicyn att dela ut 50,0-100,0 procent av vinsten kvarstår, om pengarna inte används till förvärv eller för att säkerställa fortsatt drift av den operativa verksamheten.

| Kassa | Räntebärande skuld | Nettoskuld |
|-----------|--------------------|-------------|
| 1,8 MEURO | 0,25 MEURO | -1,55 MEURO |

Det löpande kassaflödet före förändringar i rörelsekapital uppgick till 0,72 MEURO (0,54) och efter förändringar i rörelsekapital till 0,16 MEURO (-0,51). Det fria kassaflödet för Q3'24 uppgick till 0,17 MEURO (-0,51), medan justerat fritt kassaflöde (kassaflöde från den löpande verksamheten före förändringar i rörelsekapital - CAPEX) uppgick till 0,73 MEURO (0,54).

Kassa och justerat FCF, 2023-2024



Nuläge och outlook

Angler fortsätter arbetet med att se över cost of sales för att förbättra bruttomarginalen. 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.

I trading updaten för Q4'24 uppgavs det att dagliga genomsnittliga intäkter fram till och med 9 november var 1,0 procent högre än de dagliga genomsnittliga intäkterna för hela Q4'24. Kalita uppgav att det varit en positiv start på Q4'24.

Vi justerar våra estimat avseende nettoomsättning för 2024E och framåt, då nettoomsättningstillväxten inte uppnått våra estimat. Vi justerar därmed den framtida tillväxten till 5,6 procent 2025E och 8,0 procent 2026E. Vi väljer att justera upp bruttomarginalen, då denna överraskade positivt i kvartalet igen. Angler har nu stärkt bruttomarginalen fem kvartal i rad. Vi trodde att bruttomarginal Q2'24 var ovanligt hög, men bruttomarginalen stärktes ytterligare i kvartalet. Vår bedömning är dock fortsatt att bruttomarginalen kan komma att vara slagig framgent. Nedjusteringen för nettoomsättning och uppjusteringen för bruttomarginalen innebär ingen större förändring på våra estimat avseende EBIT, men en viss uppjustering blir det. Vi räknar framåt att de finansiella kostnaderna minskar något, men estimerar ändå en nivå relativt i linje med 2024. Detta eftersom det i nuläget inte finns någon indikation på att dessa ska minska ännu.

Vår tro är fortsatt att satsningarna på B2B-projekt, PremierGaming och god kostnadskontroll kommer att på sikt bidra till tillväxt och förbättrad lönsamhet för Angler framöver. Under 2023 och 2024 har bolaget visat att utvecklingen går i rätt riktning och de aktiviteter som bolaget utfört har bidragit positivt. Vår förhoppning framåt bygger framför allt på en fortsatt hög bruttomarginal och en relativt modest nettoomsättningstillväxt. Skulle bruttomarginalen komma in svagare får detta en stor effekt på våra estimat.

Värdering

Key stats

| | | | |
|-----------------|------------|-------------------------|-------|
| Antal aktier | 74 984 995 | Börsvärde (MSEK) | 297,7 |
| Aktiekurs (SEK) | 3,97 | Nettoskuld* (MSEK) | -17,9 |
| | | Enterprise value (MSEK) | 279,8 |

*Beräknat på en kassa om 1,8 MEURO samt kortfristig skuld till Thomas Kalita om 0,25 MEURO.

EUR/SEK: 11,59

Rullande 12 månader

| | | | |
|-----------------|------------|--------------|------|
| Nettoomsättning | 469,0 MSEK | P/S | 0,6 |
| EBIT | 61,6 MSEK | EV/EBIT | 4,5 |
| Vinst | 28,7 MSEK | P/E | 10,4 |
| Adj. FCF | 28,3 MSEK | EV/Adj. FCF* | 9,9 |

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

Historiskt snitt

| | P/S | EV/EBIT | P/E | P/FCF |
|------------|-----|---------|------|-------|
| Snitt 3 år | 0,9 | 9,2 | -0,7 | 10,4 |
| Snitt 5 år | 1,8 | 9,9 | 4,6 | 14,8 |
| Snitt 7 år | 2,4 | 10,5 | 6,6 | 17,1 |

Nyckeltal (R12)

| Bruttomarginal | EBITDA-marginal | EBIT-marginal | Vinstmarginal |
|----------------|-----------------|---------------|---------------|
| 31,9% | 13,2% | 13,1% | 6,1% |
| OPCF-marginal | FCF-marginal | ROE | ROIC |
| 2,9% | 2,9% | 26,3% | 32,7% |

Peers

Angler Gaming har intäkter främst från operatörsverksamhet med fokus på casino. Bolagets närmaste peer 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 10, vilket är i linje med Betssons multipel på R12. Vår bedömning är att iGaming-bolagen i Sverige generellt värderas för lågt och att Betsson förtjänar en högre multipel. Den lägre multipeln i Angler bedömer vi dock som rimlig på grund av att bolaget nyligen genomgått en turn-around, historisk slagighet och att transparensen är bristfällig. Vi räknade tidigare P/E 8 som en rimlig multipel, men att bolaget nu bekräftat turn-arounden av verksamheten och stärkt sin finansiella ställning gör att vi höjer motiverad multipel. 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 huvudscenari väljer vi dock att räkna med 10x vinsten.

Peers

| | Omsättning | | EBITDA | | Vinst | |
|-------------------------|------------|----------------|----------------|----------------|-------------|----------------|
| | P/S, R12 | Tillväxt, 5 år | EV/EBITDA, R12 | Tillväxt, 5 år | P/E, R12 | Tillväxt, 5 år |
| Acroud | 0,2 | 22,1% | 2,7 | -1,2% | <i>neg.</i> | -192,2% |
| bet-at-home.com | 0,5 | -20,5% | 4,8 | -154,0% | <i>neg.</i> | -166,0% |
| Betsson | 1,6 | 16,7% | 5,3 | 21,1% | 10,1 | 18,5% |
| Better Collective | 2,1 | 39,8% | 9,2 | 31,7% | 29,0 | 5,8% |
| Catena Media | 0,6 | -12,1% | <i>neg.</i> | -237,0% | <i>neg.</i> | -233,0% |
| Entain | 1,0 | 6,4% | 15,4 | 0,5% | <i>neg.</i> | -184,7% |
| Flutter Entertainment | 3,7 | 35,6% | 61,8 | 9,1% | <i>neg.</i> | -221,8% |
| Gaming Innovation | 0,6 | 34,9% | <i>neg.</i> | -155,0% | <i>neg.</i> | -232,9% |
| GAN Ltd | 2,5 | -1,3% | 7,1 | 30,6% | 15,9 | 17,0% |
| Kindred | 1,6 | 6,3% | 10,9 | 7,3% | 30,8 | 4,3% |
| La Francaise Des Jeux | 2,7 | 7,1% | 9,2 | 18,2% | 16,3 | 28,3% |
| Lottomatica Group | 1,6 | - | 8,4 | - | 61,0 | - |
| PENN Entertainment | 0,5 | 3,5% | 16,3 | -21,3% | <i>neg.</i> | -256,1% |
| Raketech | 0,3 | 24,5% | 1,2 | 10,8% | <i>neg.</i> | -195,5% |
| Rush Street Interactive | 1,0 | 68,5% | 17,1 | 31,0% | <i>neg.</i> | 14,5% |
| Super Group | 1,6 | 26,7% | 16,1 | 45,4% | 654,6 | 17,1% |
| Medel | 1,4 | 17,2% | 13,3 | -24,2% | 116,8 | -105,1% |
| Median | 1,3 | 16,7% | 9,2 | 9,1% | 29,0 | -166,0% |
| Angler Gaming | 0,6 | 7,2% | 4,5 | -5,5% | 10,4 | -17,5% |

Estimat

| (MEURO) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Nettoomsättning | 31,4 | 38,9 | 40,8 | 43,1 | 46,5 |
| % y-o-y | -27,6% | 24,0% | 4,8% | 5,6% | 7,9% |
| EV/S | 0,8 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,5 |
| Bruttoresultat | 7,3 | 10,8 | 13,9 | 14,8 | 16,1 |
| Bruttomarginal | 23,1% | 27,9% | 34,1% | 34,3% | 34,6% |
| % y-o-y | -52,9% | 48,5% | 28,2% | 6,5% | 8,8% |
| EV/GP | 3,3 | 2,2 | 1,7 | 1,6 | 1,5 |
| Rörelsekostnader | -6,5 | -6,8 | -8,0 | -8,2 | -8,7 |
| % y-o-y | 3,2% | 3,9% | 18,5% | 2,5% | 6,1% |
| EBIT | 0,8 | 4,1 | 5,8 | 6,6 | 7,4 |
| EBIT-marginal | 2,5% | 10,5% | 14,2% | 15,3% | 15,9% |
| % y-o-y | -91,7% | 427,3% | 41,7% | 13,8% | 12,1% |
| EV/EBIT | 31,2 | 5,9 | 4,2 | 3,7 | 3,3 |
| Vinst | -3,4 | 2,1 | 2,9 | 4,0 | 4,8 |
| Vinstmarginal | neg. | 5,4% | 7,1% | 9,3% | 10,3% |
| % y-o-y | neg. | n/a | 37,4% | 37,9% | 20,0% |
| P/E | neg. | 12,2 | 8,9 | 6,4 | 5,4 |

Vi väljer att värdera Angler Gaming utifrån en multipel på 10x 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 30,0 procent på våra estimat. För aktiekursen 2026E har vi tagit hänsyn till incitamentsprogrammet och räknar med full teckning och därmed ett totalt antal aktier om 77 864 995 i jämförelse mot dagens 74 984 995.

Värdering

| | Multipel | Vinst 2026E | Börsvärde (MSEK) | Aktiekurs (kr) |
|--------------------------------|----------|-------------|------------------|----------------|
| 2026E | 10 | 55,6 | 556,3 | 7,14 |
| <i>Säkerhetsmarginal (30%)</i> | 10 | 38,9 | 389,4 | 5,00 |

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 |
| 2026E | 1,87 | 86,6% | 31,9% | 1,31 | 30,6% | 12,6% |

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 | 333,2 | 4,3 | 11,9% | 233,3 | 3,0 | -21,6% |
| 7 | 388,8 | 5,0 | 30,6% | 272,1 | 3,5 | -8,6% |
| 8 | 444,3 | 5,7 | 49,2% | 311,0 | 4,0 | 4,5% |
| 9 | 499,8 | 6,4 | 67,9% | 349,9 | 4,5 | 17,5% |
| 10 | 555,4 | 7,1 | 86,6% | 388,8 | 5,0 | 30,6% |
| 11 | 610,9 | 7,8 | 105,2% | 427,6 | 5,5 | 43,6% |
| 12 | 666,4 | 8,6 | 123,9% | 466,5 | 6,0 | 56,7% |
| 13 | 722,0 | 9,3 | 142,5% | 505,4 | 6,5 | 69,8% |
| 14 | 777,5 | 10,0 | 161,2% | 544,3 | 7,0 | 82,8% |

Vår bedömning är att Angler bekräftat att bolaget genomfört en turn-around från det svaga 2022. Vi ser en uppsida om 86,6 procent på våra estimat för 2026E, vilket motsvarar en CAGR om 31,9 procent. Vi ser det inte som orimligt att marknaden skulle värdera Angler högre än PE 10 om tillväxten och lönsamheten fortsätter att förbättras. Vi ser också att Angler kan uppnå en högre omsättningstillväxt och sänka de finansiella kostnaderna kan ge större effekt än vad vi estimerat. I det fallet finns en betydande uppsida i aktien. Vi har i våra estimat antagit att de höga bruttomarginalerna upprätthålls och det finns en risk att bruttomarginalerna inkommer lägre, vilket då får stor påverkan på lönsamheten.

Estimat - kvartalsvis 2024 och årsvis

| | Q1'24 | Q2'24 | Q3'24 | Q4'24E | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------------------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
| Nettoomsättning | 10,9 | 10,2 | 9,7 | 10,1 | 40,8 | 43,1 | 46,5 |
| <i>Tillväxt y-o-y</i> | 15,5% | 7,9% | -6,5% | 3,5% | 4,8% | 5,6% | 8,0% |
| Bruttoresultat | 3,2 | 3,6 | 3,5 | 3,5 | 13,9 | 14,8 | 16,1 |
| <i>Bruttomarginal</i> | 29,5% | 35,7% | 36,1% | 35,0% | 34,0% | 34,4% | 34,6% |
| Rörelsekostnader | -1,6 | -2,2 | -2,0 | -2,2 | -8,0 | -8,2 | -8,7 |
| EBIT | 1,6 | 1,5 | 1,5 | 1,3 | 5,8 | 6,6 | 7,4 |
| <i>EBIT-marginal</i> | 14,4% | 14,4% | 15,0% | 13,2% | 14,3% | 15,4% | 16,0% |
| Finansnetto | -0,7 | -0,8 | -0,7 | -0,6 | -2,9 | -2,5 | -2,5 |
| EBT | 0,8 | 0,7 | 0,7 | 0,7 | 3,0 | 4,1 | 4,9 |
| Skatt | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | -0,1 | -0,2 |
| Vinst | 0,8 | 0,7 | 0,7 | 0,7 | 2,9 | 4,0 | 4,8 |
| <i>Vinstmarginal</i> | 7,6% | 6,7% | 7,6% | 7,0% | 7,2% | 9,3% | 10,2% |

Källor

1. VD-intervju Q3'24: <https://www.youtube.com/watch?v=J4jUlsRryvs>

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