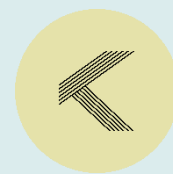


Angler Gaming

Rapportkommentar Q2'24



2024-08-22

Nettoomsättningen för det andra kvartalet uppgick till 10,2 MEURO (9,5), vilket motsvarade en ökning med cirka 7,9 procent y-o-y. I jämförelse med samma kvartal föregående år stärktes bruttomarginalen från 24,9 procent till 35,7 procent, vilket är den högsta bruttomarginalen sedan Q1'21. EBIT uppgick till 1,5 MEURO (0,7), vilket innebar en EBIT-marginal om 14,5 procent (7,2).

Fortsatt tillväxt

Rapporten kom in lägre än våra estimat avseende nettoomsättning, men högre avseende EBIT och vinst. Detta då bruttomarginalen var väldigt stark under kvartalet. Detta var 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.

PremierGaming

En anledning till att nettoomsättningen kom in lägre än vad vi estimerat var att sportbokserbjudandet försenats. Målet var att lansera detta innan EM, men nu siktar Angler på en lansering i slutet av Q3'24. Angler kommer att fortsätta satsa på PremierGaming framgent, och marknadsföringsinsatserna i kvartalet uppvisade en god ROI. KPI:erna för PremierGaming ser lovande ut och varumärket presterade starkt i juli.

KPI:er utvecklas stabilt

Hold kom in på 60,8 procent och låg således kvar på historiskt höga nivåer. Samtliga KPI:er utvecklades positivt y-o-y, förutom antalet nya deponerande kunder som sjönk något. Kunddeponeringar fortsatte att öka och var på de högsta nivåerna sedan 2021. Vår bedömning är att samtliga KPI:er fortsatte att ligga på tillfredställande nivåer, vilket bådar väl inför H2'24.

Outlook

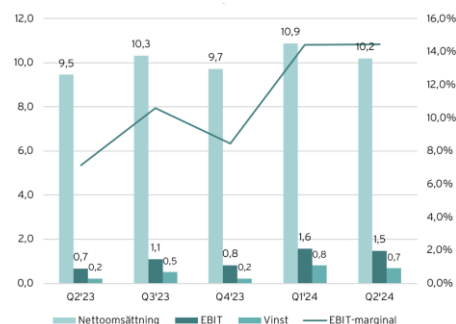
Vår bedömning är att Angler genomfört en turn around och även stärkt sin finansiella ställning. Trading updaten var något svagare än väntat på grund av ovanligt höga spelarvinster. Vår tro är dock fortsatt att förändringsarbetet som Angler utfört samt det återupptagna fokuset på B2B-samarbeten var helt rätt väg att gå för bolaget, vilket också kommer att möjliggöra en fortsatt lönsam tillväxt kommande år.

(MEUR)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	31,4	38,9	43,0	46,9	50,6
Tillväxt y-o-y	-27,6%	24,0%	10,5%	9,0%	8,0%
EV/S	0,9	0,7	0,7	0,6	0,6
Bruttoresultat	7,3	10,8	13,5	14,7	15,9
Bruttomarginal	23,1%	27,9%	31,3%	31,4%	31,4%
Rörelsekostnader	-6,5	-6,8	-8,2	-8,5	-8,8
EBIT	0,8	4,1	5,3	6,2	7,1
EBIT-marginal	2,5%	10,5%	12,3%	13,3%	14,0%
EV/EBIT	37,2	7,1	5,5	4,6	4,1
Vinst	-3,4	2,1	2,5	3,7	4,4
Vinstmarginal	neg.	5,4%	5,9%	7,9%	8,8%
P/E	neg.	14,3	11,9	8,1	6,8

Fakta

VD	Thomas Kalita
Lista	Spotlight
Ticker	ANGL
Aktiekurs (SEK)	4,58
Antal aktier (Miljoner)	75,0
Börsvärde (MSEK)	343,4
Nettoskuld (MSEK)	-14,8
EV (MSEK)	387,0
Insiderägande	8,48%
Nästa rapport	2024-11-11

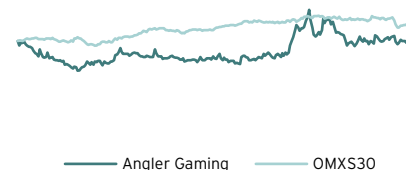
Kvartalsutveckling



Analytiker

Erik Lundberg
erik.lundberg@kalqyl.se

Kursutveckling 12 månader



Kursutveckling %	1 m	3 m	12 m
Angler Gaming	-1,7	5,7	-1,8

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.

"In Q2 PremierGaming Ltd, the Group's B2C operator, launched a completely new version of prontocasino.se, including the new Lottery Betting offering, on the Swedish market. I am satisfied that the launch was successful, with strong KPIs in Q2 which continued to hold in Q3, so that in July prontocasino.se represented 8.5% of the Group's total revenues."

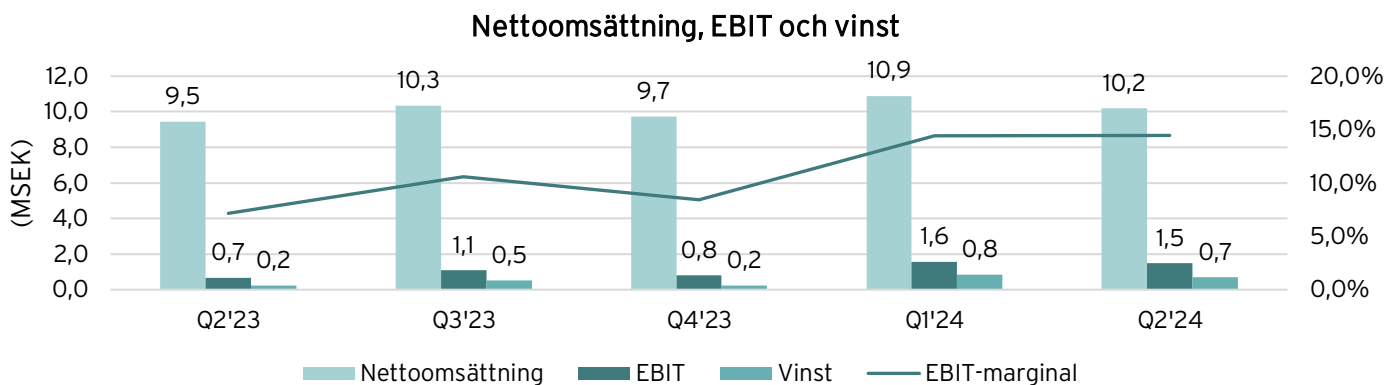
- Thomas Kalita, VD Angler Gaming

Investeringscase

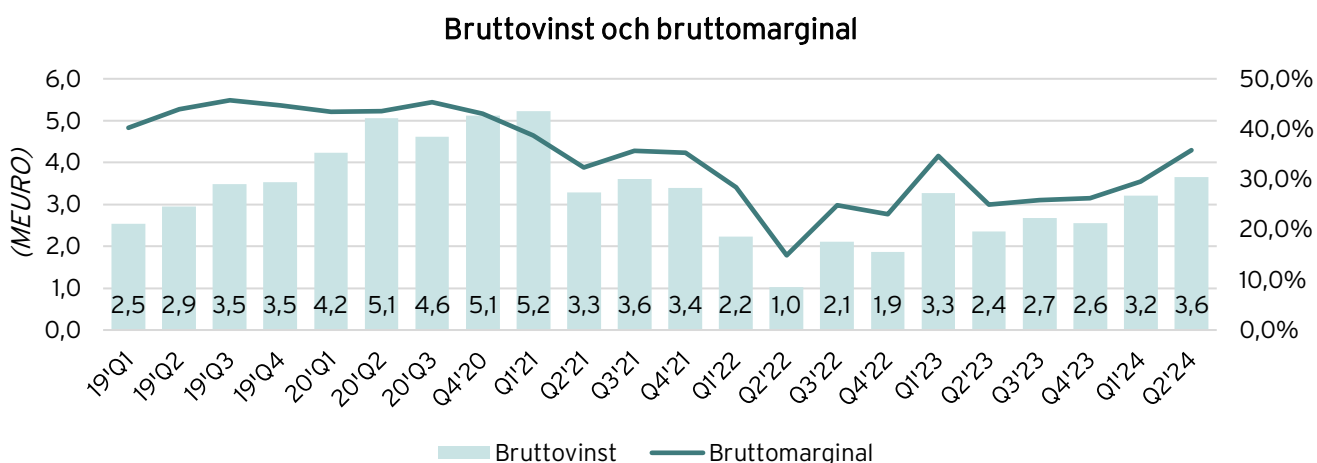
- Stark historik
- Turn-around
- Låg värdering i vårt huvudscenario
- Konjunkturokänslig bransch
- Nya vertikaler och B2B-samarbeten bidrar till tillväxt
- Implementerad handlingsplan kan leda till högre marginaler
- Ökat fokus på PremierGaming kan driva tillväxt
- Åtgärdsprogram för att stärka lönsamheten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

Finansiell utveckling

Nettoomsättningen för det andra kvartalet uppgick till 10,2 MEURO (9,5), vilket motsvarade en ökning med cirka 7,9 procent y-o-y. Tillväxten drivs fortsatt av bolagets ökade fokus på B2B-samarbeten samt investeringarna som gjorts i spelplattformen som gjort den mer konkurrenskraftig¹. Jämfört med Q1'24 var nettoomsättningen 6,2 procent lägre, vilket kan förklaras av säsongvariationer och även viss negativ påverkan från de stora mästerskapen. VD Kalita har tidigare uppgett att Angler fokuserat på att se över affiliate-samarbeten under 2023, vilket har lett till anskaffning av kunder med högre kundvärden och detta är fortsatt en viktig komponent för tillväxten.



I jämförelse med samma kvartal föregående år stärktes bruttomarginalen från 24,9 procent till 35,7 procent, vilket är den högsta bruttomarginalen sedan Q1'21. Bruttomarginalen varierar fortsatt kraftigt från kvartal till kvartal och Kalita har tidigare uppgett att cost of sales kan variera ganska kraftigt mellan kvartal. Kalita uppgav i vår intervju att Angler inte ger någon prognos kring bruttomarginalen framgent, men att minska cost of sales fortsatt är ett fokusområde för bolaget.

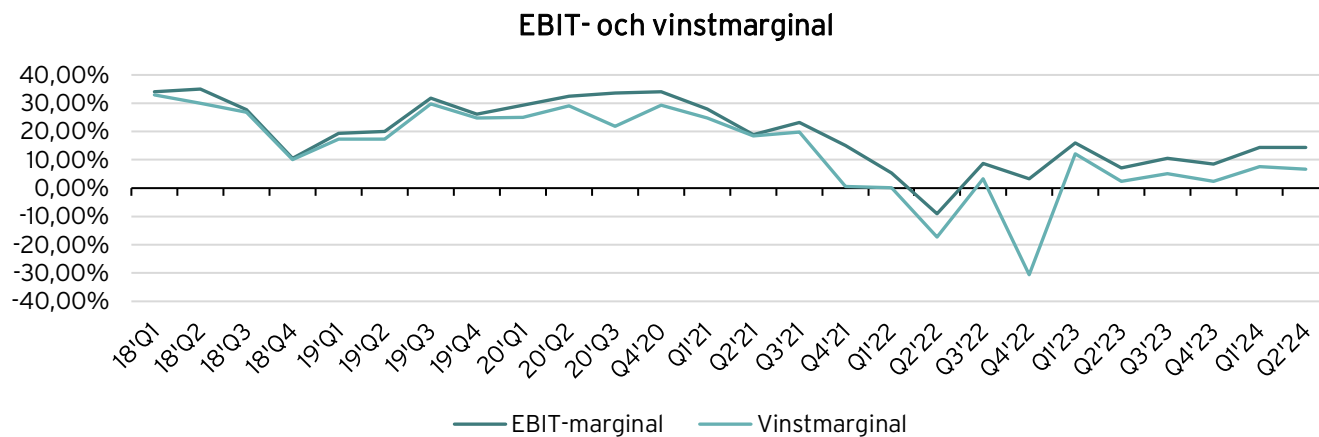


Anledningen till att bruttomarginalen varierar beror på att cost of sales påverkas mycket av varifrån kunderna kommer ifrån, det vill säga från vilken affiliatepartner samt om kundanskaffningen sker genom CPA (köp av kund) eller intäktfördelning (Angler delar intäkterna med affiliatepartnern). Utöver 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 även av vilken betalningslösning som kunderna använder, då avgifterna mellan lösningarna skiljer sig². Det finns alltså flera delar inom cost of sales som kan variera mycket från kvartal till kvartal.

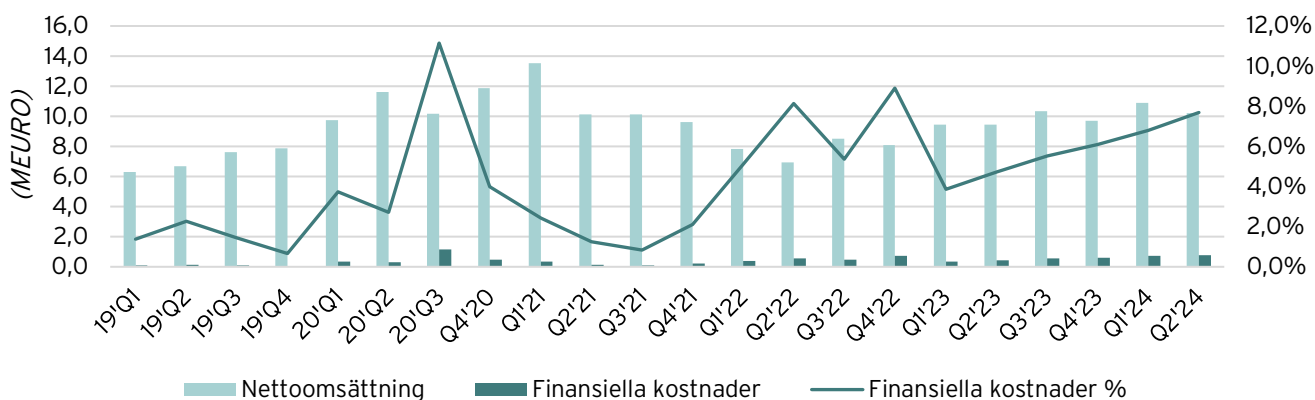
Angler arbetar med att förändra tillvägagångssättet för kundanskaffning via affiliates. Framåt ska tillvägagångssättet övergå till en fundamental datadriven modell som ska underlätta för koncernen och B2B-partners att kontrollera kundanskaffningskostnaden. Utöver detta fortlöper arbetet med att avsluta icke-lönsamma affiliate-partnerskap och Angler har flera aktiviteter i gång för att sänka de royalties som bolaget betalar.

EBIT uppgick till 1,5 MEURO (0,7), vilket var en förbättring med cirka 118,0 procent i jämförelse med samma kvartal föregående år. Ökningen var hänförlig till en ökad nettoomsättning, men framför allt en kraftigt förbättrad bruttomarginal i jämförelse med föregående år. Rörelsekostnaderna uppgick i kvartalet till 2,2 MEURO (1,7), där det var framför allt marknadsförings- och personalkostnader som ökade. I rapporten angavs att PremierGaming hade marknadsföringskostnader om 0,4 MEURO i kvartalet, vilket är hänförligt till den nya satsningen. Bland annat har Angler i kvartalet haft TV-reklam för ProntoCasino.se och de satsar på olika marknadsföringskanaler och inte bara marknadsföring via affiliates. Marknadsföringen har varit lyckosam och kundanskaffningskostnaderna är lägre än kundvärdena. Angler följer upp detta noggrant och kommer fortsätta marknadsföringen så länge ROI är positiv. EBIT-marginalen uppgick till 14,5 procent (7,2), vilket var en avsevärd förbättring y-o-y hänförligt framför allt då till den högre bruttomarginalen i kvartalet.



Vinsten ökade med 202,2 procent y-o-y och uppgick till 0,7 MEURO (0,2). Detta trots att de finansiella kostnaderna fortsätter att öka. Kalita uppgav att de finansiella kostnaderna är relaterade till valutafluktuationer. De finansiella kostnaderna i kvartalet uppgick till 0,79 MEURO (0,45) 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 7,7 procent av nettoomsättningen.

Finansiella kostnader i relation till nettoomsättning



Nytt sportbokserbudande

I Q1'24 kommunicerade Angler att deras dotterbolag PremierGaming ingått ett avtal med Delasport avseende sportbok för Pronto-varumärkena. Målsättningen var att lansera sportboken innan starten av fotbolls-EM i mitten av juni. Lanseringen har dock blivit försenad och planeras nu att lanseras i slutet av Q3'24. Enligt Kalita beror förseningen på ett flertal faktorer. Angler arbetade hårt för att lansera den, men nådde inte riktigt i mål. Sportboksmarknaden i Sverige är mogen och väldigt konkurrensutsatt, så när lansering sker så gäller det att lansera en produkt som är konkurrenskraftig. Kalita ville inte gå in djupare på hur lanseringen av sportboken kommer att göras, om det blir på samtliga brands eller ett enskilt. Noterbart är dock att ProntoOdds.se, som tidigare inte varit en aktiv domän har aktiverats med budskapet "Kommer snart".



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 sportbokserbudandet skulle lanserats, vilket vi bedömde skulle ha en positiv effekt på nettoomsättningen.

Rörelsekostnaderna var relativt i linje med våra estimat. Den avsevärt högre bruttomarginalen medförde att EBIT och vinst översteg våra estimat. Sammanfattningsvis inkom kvartalet lägre avseende nettoomsättning, men överraskade positivt avseende lönsamheten.

(MEURO)	Estimat Q2'24	Utfall Q2'24	Differens
Nettoomsättning	11,2	10,2	-1,0
Bruttoresultat	3,1	3,7	+0,6
Bruttomarginal	27,5%	35,7%	+8,2pp
Rörelsekostnader	2,1	2,2	+0,1
EBIT	1,0	1,5	+0,5
EBIT-marginal	8,8%	14,5%	+5,7pp
Vinst	0,3	0,7	+0,4
Vinstmarginal	3,0%	6,7%	+3,7pp

Intäktsfördelning

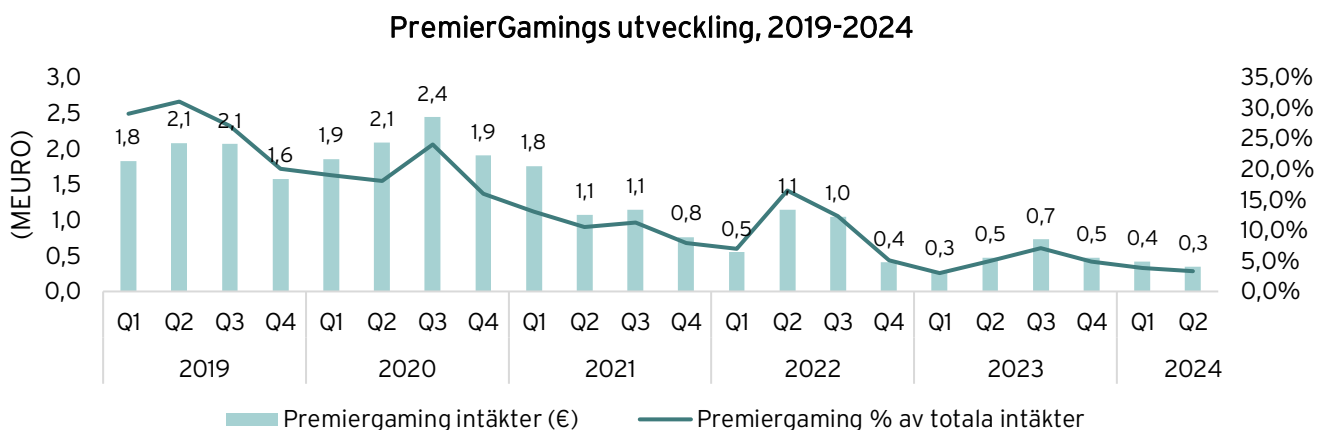
PremierGaming utgjorde 3,4 procent av intäkterna i kvartalet och resterande 96,6 procent kom från övriga verksamheten. Andelen intäkter från övriga delar i Angler uppgick till 9,9 MEURO (9,0), vilket var de fjärde högsta intäkterna i bolagets historia.



PremierGaming

PremierGaming utgjorde cirka 3,4 procent (5,0) av Anglers totala intäkter i Q2'24, vilket motsvarade 0,3 MEURO (0,5). Detta var en minskning från 0,5 MEURO samma kvartal föregående år och en minskning jämfört med Q1'24. PremierGaming fortsatte således att ligga på låga nivåer sett till historiken.

Vår bedömning är att den nya satsningen på PremierGaming kommer att öka bolagets intäkter från dotterbolaget framöver, vilket i kombination med den starka 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. I trading updaten angavs att ProntoCasino stod för 8,5 procent av de totala intäkterna i juli 2024, vilket indikerar på en stark tillväxt om än från låga nivåer. Lanseringen av sportbokserbjudandet under Q3'24 är också en option på fortsatt tillväxt för PremierGaming.



Key Performance Indicators

Angler Gaming redovisar ett antal olika KPI:er utöver de finansiella. Kunddeponeringar ökade med 0,2 procent i jämförelse föregående kvartal och 9,0 procent y-o-y. Net Game Win minskade med 3,8 procent i jämförelse med föregående kvartal, men ökade med 13,0 procent y-o-y.

Kunddeponeringar = Summan pengar som satts in av kunder.

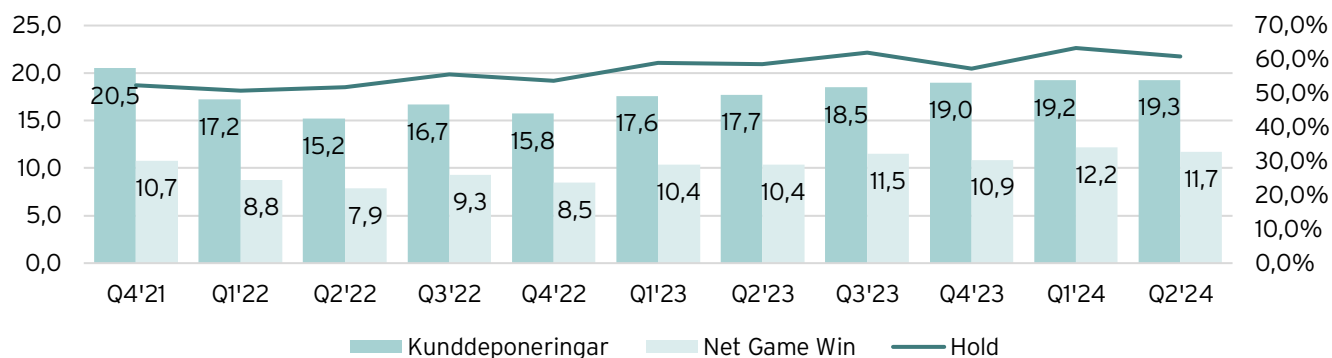
Net Game Win = Totala spelinsatser - totala vinster.

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

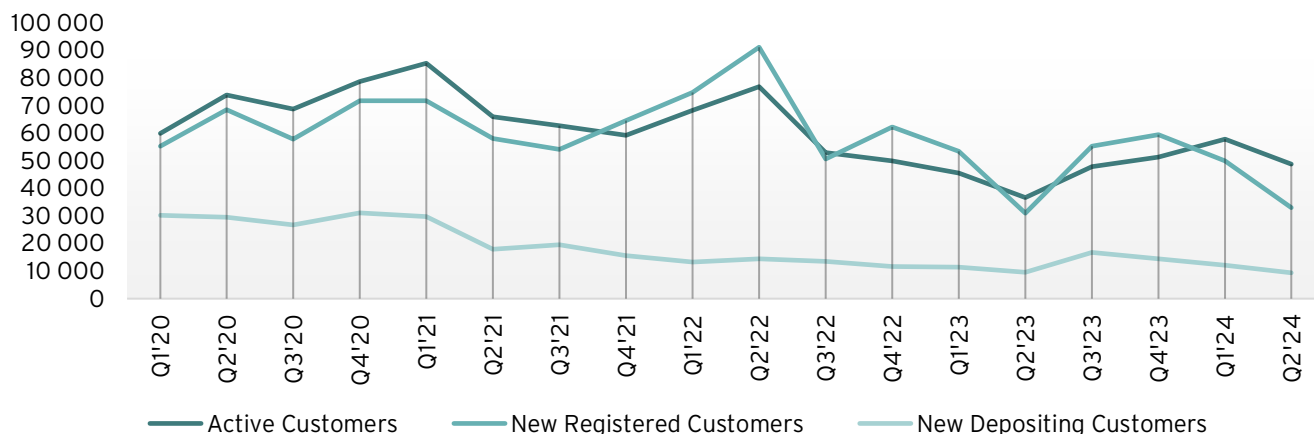
Beräknas här som Net Game

Win/kunddeponeringar.

Hold kom in på 60,8 procent och Angler bibehåller således en fortsatt imponerande hög nivå avseende Hold. 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 deponerande kunder som minskade med 2,8 procent. Kunddeponeringar i absoluta tal fortsatte som sagt att öka, vilket vi ser som särskilt positivt då det är från dessa framtida intäkter genereras ifrån. Kunddeponeringarna i kvartalet var på en högsta nivå sedan Q4'21 och har successivt ökat sedan Q4'22.



I kvartalet fortsatte aktiva och nya registrerade kunder att öka jämfört med Q2'23, medan nya deponerande kunder sjönk något. Nya deponerande kunder var ungefär i linje med Q2'23, och det andra kvartalet är ett generellt svagare kvartal för casino. 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 H2'24 jämfört med detta kvartal, då denna tidsperiod säsongsmässigt är mer gynnsam för casino.



Antalet aktiva kunder var 33,0 procent högre under kvartalet i jämförelse med föregående år, men lägre än i Q1'24. Nya registrerande och deponerande kunder låg fortsatt kvar på tillfredställande nivåer, även om nivån var något lägre än i Q1'24, vilket vi bedömer beror på säsongsvariationer. 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.

	Q2'24	Q1'24	Q2'23
Active Customers	48 759	57 727	36 638
<i>Tillväxt y-o-y</i>	<i>33,1%</i>	<i>26,7%</i>	<i>-52,3%</i>
<i>Sekventiell tillväxt q-o-q</i>	<i>-15,5%</i>	<i>12,3%</i>	<i>-19,6%</i>
New Registered Customers	32 988	49 900	30 990
<i>Tillväxt y-o-y</i>	<i>6,4%</i>	<i>-6,6%</i>	<i>-66,0%</i>
<i>Sekventiell tillväxt q-o-q</i>	<i>-33,9%</i>	<i>-16,1%</i>	<i>-42,0%</i>
New Depositing Customers	9 374	12 135	9 646
<i>Tillväxt y-o-y</i>	<i>-2,8%</i>	<i>5,4%</i>	<i>-32,8%</i>
<i>Sekventiell tillväxt q-o-q</i>	<i>-22,8%</i>	<i>-15,9%</i>	<i>-16,2%</i>

Händelser under och efter kvartalet

Fiebre blir Marlin Media

Angler har genomfört en strategisk översyn av affiliateverksamheten Fiebre och genomfört ett namnbyte till Marlin Media. Angler äger nu 100 procent av Marlin Media och kommer att satsa på fler geografiska marknader än Sydamerika framöver. 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.

Marlin Media 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. Constantinescu och teamet har sedan starten:

- Förstärkt organisationen och den operativa infrastrukturen
- Omlanserat och designat om affiliate-varumärket
- Påbörjat utveckling av en helt ny plattform för presentation av operatörer via flertalet brands och geografiska områden
- Påbörjat arbetet med att lansera ytterligare ett affiliate-varumärke

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, och han uppgav i vår senaste intervju att efterfrågan är högre nu sedan erbjudandet och plattformen utvecklats.

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 och kassaflöden

Kassan vid utgången av Q2'24 var cirka 1,7 MEURO. Det löpande kassaflödet före förändringar i rörelsekapital uppgick till 0,7 MEURO och efter förändringar i rörelsekapital till 0,8 MEURO.

Angler tog under Q3'22 upp ett kortsiktigt lån på 1,0 MEURO från VD Thomas Kalita, som betalats av med totalt 0,6 MEURO. Skulden uppgick således nu till 0,4 MEURO, vilket innebar en nettokassa om 1,3 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. Det fria kassaflödet för Q2'24 uppgick till 0,75 MEURO, medan justerat fritt kassaflöde (kassaflöde från den löpande verksamheten före förändringar i rörelsekapital - CAPEX) uppgick till 0,66 MEURO.

Kassa	Räntebärande skuld	Nettoskuld
1,7 MEURO	0,4 MEURO	1,3 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.

I trading updaten för Q3'24 uppgavs det att daglig genomsnittlig Net Game Win fram till och med 15 augusti var 4,0 procent lägre än den dagliga genomsnittliga Net Game Win för hela Q3'23. Anledningen till detta uppgavs vara högre vinster bland spelarna än vanligt.

Positivt var dock att genomsnittliga dagliga deponeringar i Q3'24 fram till och med 15 augusti var 8,0 procent högre än genomsnittliga dagliga deponeringar under hela Q3'23. Angler angav också att ProntoCasino.se stod för 8,5 procent av gruppens totala intäkter i juli 2024. Detta indikerar på en god utveckling för varumärket jämfört med tidigare kvartal under 2024 och även 2023.

NGW Q3'23	11 499 205
Antal dagar	92
NGW/dag Q3'23	124 991
Tillväxt tom 15/8	-4,0%
NGW/dag tom 15/8	119 992
Antal dagar Q3'24	92
NGW Q3'24	11 039 237

Detta indikerar en Net Game Win om 11,0 MEURO och fortsätter förhållandet NGW/nettoomsättning likt de fyra senaste kvartalen (87,0-89,8%) indikerar detta intäkter om 9,6-9,9 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. Vi sänker vår nettoomsättning något för Q3'24, också på grund av att lanseringen av sportbokserbjudandet försenats och nu är planerad till slutet av Q3'24. Vår bedömning är dock att nettoomsättningen kommer att komma in högre än vad trading updaten indikerar, då vår tro är att PremierGamings positiva momentum kan fortsätta och att kundbasen består av spelare med höga spelarvärden. Vi väljer att justera upp bruttomarginalen något framåt, men inte i nivå med bruttomarginalen för Q2'24. Vi tror att detta kvartalets bruttomarginal var ovanligt hög, likt Q1'23, och räknar inte med dessa nivåer framåt. Vår bedömning är att bruttomarginalen fortsatt kommer att vara slagig framgent. Nedjusteringen för nettoomsättning och uppjusteringen för bruttomarginalen innebär ingen större förändring på våra estimat avseende bruttoresultat jämfört med tidigare för Q3'24 och Q4'24.

Avseende rörelsekostnader justerar vi upp dessa, då vår bedömning är att Angler kommer fortsätta med marknadsföringsinsatserna för PremierGaming likt i Q2'24. Detta får en negativ effekt på EBIT jämfört med våra tidigare estimat för Q3'24 och Q4'24 samt 2025E och 2026E. Vi justerar även upp de finansiella kostnaderna eftersom det i nuläget inte finns någon indikation på att dessa ska minska ännu. Detta påverkar framtida estimerad vinst.

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.

Värdering

Key stats

Antal aktier	74 984 995	Börsvärde (MSEK)	343,4
Aktiekurs (SEK)	4,58	Nettoskuld* (MSEK)	-14,8
		Enterprise value (MSEK)	328,6

*Beräknat på en kassa om 1,7 MEURO samt kortfristig skuld till Thomas Kalita om 0,4 MEURO.
EUR/SEK: 11,38

Rullande 12 månader

Nettoomsättning	468,2 MSEK	P/S	0,7
EBIT	56,4 MSEK	EV/EBIT	5,8
Vinst	25,7 MSEK	P/E	13,4
Adj. FCF	25,6 MSEK	EV/Adj. FCF*	12,9

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

Historiskt snitt

	P/S	EV/EBIT	P/E	P/FCF
Snitt 3 år	1,0	9,4	-0,9	9,8
Snitt 5 år	1,9	10,1	4,7	14,6
Snitt 7 år	2,7	11,5	7,3	19,8

Nyckeltal (R12)

Bruttomarginal	EBITDA-marginal	EBIT-marginal	Vinstmarginal
29,4%	12,1%	12,1%	5,5%
OPCF-marginal	FCF-marginal	ROE	ROIC
0,2%	0,1%	27,0%	33,7%

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. 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 huvudscenario 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	0,3	22,1%	3,5	-1,2%	-0,4	-192,2%
bet-at-home.com	0,7	-20,7%	-13,5	-58,5%	-16,7	-153,8%
Betsson	1,6	15,7%	5,1	20,2%	9,0	19,1%
Better Collective	3,2	39,4%	12,8	31,0%	40,0	8,7%
Catena Media	0,9	-11,8%	42,2	-29,3%	-1,2	-204,9%
Entain	0,8	6,4%	13,5	0,5%	-9,9	-184,7%
Flutter Entertainment	3,0	34,3%	64,0	3,8%	-28,4	-225,7%
Gaming Innovation	2,6	0,2%	6,5	34,3%	12,5	17,9%
GAN Ltd	0,6	33,4%	-11,7	-201,0%	-3,3	-249,3%
Kindred	1,7	6,2%	10,5	7,9%	29,4	5,2%
La Francaise Des Jeux	2,5	7,1%	8,3	18,2%	14,9	28,3%
Lottomatica Group	1,6	-	8,3	-	52,9	-
PENN Entertainment	0,5	3,5%	403,2	-58,9%	-2,5	-284,0%
Raketech	0,3	27,4%	2,8	-1,6%	-3,6	-199,0%
Rush Street Interactive	0,9	66,0%	24,3	24,6%	-105,1	12,7%
Super Group	1,0	26,0%	9,8	43,7%	283,2	18,0%
Medel	1,4	17,0%	36,8	-11,1%	16,9	-105,6%
Median	1,0	15,7%	9,1	3,8%	-0,8	-153,8%
Angler Gaming	0,7	7,6%	5,8	-6,8%	13,4	-18,9%

Estimat

(MEURO)	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	31,4	38,9	43,0	46,9	50,6
% y-o-y	-27,6%	24,0%	10,5%	9,0%	8,0%
EV/S	0,9	0,7	0,7	0,6	0,6
Bruttoresultat	7,3	10,8	13,5	14,7	15,9
Bruttomarginal	23,1%	27,9%	31,3%	31,4%	31,4%
% y-o-y	-52,9%	48,5%	24,2%	9,3%	8,0%
EV/GP	4,0	2,7	2,1	2,0	1,8
Rörelsekostnader	-6,5	-6,8	-8,2	-8,5	-8,8
% y-o-y	3,2%	3,9%	21,3%	3,8%	3,5%
EBIT	0,8	4,1	5,3	6,2	7,1
EBIT-marginal	2,5%	10,5%	12,3%	13,3%	14,0%
% y-o-y	-91,7%	427,3%	29,0%	17,9%	14,1%
EV/EBIT	37,2	7,1	5,5	4,6	4,1
Vinst	-3,4	2,1	2,5	3,7	4,4
Vinstmarginal	neg.	5,4%	5,9%	7,9%	8,8%
% y-o-y	neg.	n/a	19,7%	47,4%	19,3%
P/E	neg.	14,3	11,9	8,1	6,8

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	50,5	505,2	6,49
<i>Säkerhetsmarginal (30%)</i>	10	35,4	353,6	4,54

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	1,47	47,1%	16,7%	1,03	3,0%	1,2%

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	303,1	3,9	-11,7%	212,2	2,7	-38,2%
7	353,6	4,5	3,0%	247,5	3,2	-27,9%
8	404,1	5,2	17,7%	282,9	3,6	-17,6%
9	454,7	5,8	32,4%	318,3	4,1	-7,3%
10	505,2	6,5	47,1%	353,6	4,5	3,0%
11	555,7	7,1	61,8%	389,0	5,0	13,3%
12	606,2	7,8	76,5%	424,4	5,4	23,6%
13	656,7	8,4	91,2%	459,7	5,9	33,9%
14	707,3	9,1	105,9%	495,1	6,4	44,2%

Vår bedömning är att Angler bekräftat att bolaget genomfört en turn-around från det svaga 2022. Vi ser en uppsida om 47,1 procent på våra estimat för 2026E, vilket motsvarar en CAGR om 16,7 procent. Vi ser det inte som orimligt att marknaden skulle värdera Angler högre än P/E 10 om tillväxten och lönsamheten fortsätter att förbättras. 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	Q2'24	Q3'24E	Q4'24E	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	10,9	10,2	10,8	11,1	43,0	46,9	50,6
<i>Tillväxt y-o-y</i>	15,5%	-1,1%	5,0%	14,0%	10,5%	9,0%	8,0%
Bruttoresultat	3,2	3,6	3,3	3,3	13,5	14,7	15,9
<i>Bruttomarginal</i>	29,5%	35,7%	30,5%	29,8%	31,3%	31,4%	31,4%
Rörelsekostnader	-1,6	-2,2	-2,2	-2,2	-8,2	-8,5	-8,8
EBIT	1,6	1,5	1,1	1,1	5,3	6,2	7,1
<i>EBIT-marginal</i>	14,4%	14,4%	10,4%	10,0%	12,3%	13,3%	14,0%
Finansnetto	-0,7	-0,8	-0,6	-0,6	-2,8	-2,5	-2,5
EBT	0,8	0,7	0,5	0,5	2,5	3,7	4,6
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,2
Vinst	0,8	0,7	0,5	0,5	2,5	3,6	4,4
<i>Vinstmarginal</i>	7,6%	6,7%	4,8%	4,4%	5,8%	7,7%	8,8%

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/>
7. VD-intervju Q2'24: https://www.youtube.com/watch?v=qUf_doNtLAB

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