

# Angler Gaming

## Rapportkommentar Q4'23



2023-02-22

Nettoomsättningen för det fjärde kvartalet uppgick till 9,7 MEURO (8,1), vilket motsvarade en ökning med cirka 19,9 procent y-o-y. Bruttomarginalen stärktes till 26,3 procent jämfört med 23,0 procent för Q4'22. EBIT uppgick till 0,8 MEURO (0,3) och EBIT-marginalen uppgick till 8,4 procent (3,4).

### Fortsatt tillväxt

Rapporten kom in något lägre än våra estimat, men enligt oss levererades ytterligare ett stabilt kvartal med en utveckling i rätt riktning. Bolagets tillväxt drivs fortsatt av bolagets ökade fokus på B2B-partnerskap, i kombination med de betydande investeringar som gjorts i spelplattformen vilket har gjort den mer konkurrenskraftig. Ytterligare ett B2B-samarbete lanserades i kvartalet och har börjat generera intäkter. Framgent ska ett nytt B2B-samarbete lanseras, men när lansering sker är inte fastställt.

### Positiv leverans avseende KPI:er

Vi såg en positiv utveckling för Anglers KPI:er kunddeponeringar och antal deponerande kunder, som ökade 20,2 respektive 23,1 procent y-o-y. Kunddeponeringar fortsatte att öka och uppgick till 19,0 MEURO, vilket är mycket positivt. Detta ger enligt oss en god indikation på att Angler har vänt den negativa utvecklingen vi såg under 2022. Angler rapporterade en Hold om 57,3 procent, vilket är svagaste siffran för 2023 men fortsatt på en historiskt hög nivå.

### Outlook

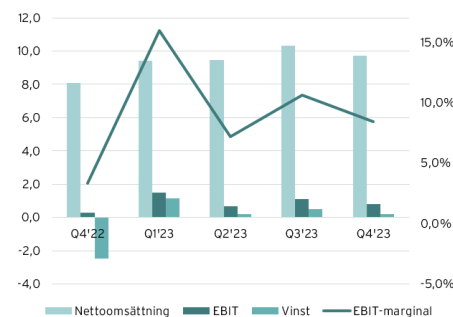
Vår bedömning är att Angler är på god väg att återhämta sig efter det utmanande året 2022. Trading updaten i kombination med de starka rapporterade KPI:erna ger oss en indikation på att den positiva utvecklingen fortsatt in i Q1'24. Vår tro är fortsatt att förändringsarbetet Angler utfört samt det återupptagna fokuset på B2B-samarbeten var helt rätt väg att gå för bolaget, vilket kommer möjliggöra en fortsatt lönsam tillväxt kommande år. Nylanseringen av PremierGaming, vars svenska licens förnyades under kvartalet, kan bli en spännande tillväxt drivare under 2024.

(MEUR)	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	31,4	38,9	42,8	46,6	50,3
Tillväxt y-o-y	-27,6%	24,0%	9,9%	9,0%	8,0%
EV/S	0,8	0,7	0,6	0,6	0,5
Bruttoresultat	7,3	10,8	12,0	13,2	14,4
Bruttomarginal	23,1%	27,9%	28,1%	28,4%	28,6%
Rörelsekostnader	-6,5	-6,8	-6,9	-7,1	-7,2
EBIT	0,8	4,1	5,1	6,1	7,2
EBIT-marginal	2,5%	10,5%	11,9%	13,2%	14,3%
EV/EBIT	34,2	6,5	5,2	4,3	3,7
Vinst	-3,4	2,1	3,0	4,0	5,0
Vinstmarginal	neg.	5,4%	6,9%	8,6%	10,0%
P/E	neg.	12,8	9,1	6,8	5,4

### Fakta

VD	Thomas Kalita
Lista	Spotlight
Ticker	ANGL
Aktiekurs (SEK)	4,04
Antal aktier (Miljoner)	75,0
Börsvärde (MSEK)	302,9
Nettoskuld (MSEK)	-5,6
EV (MSEK)	297,3
Insiderägande	8,5%
Nästa rapport	2024-05-16

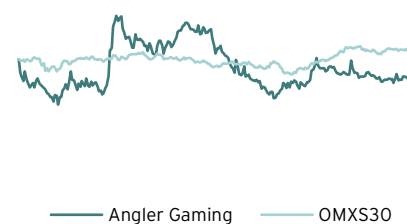
### Kvartalsutveckling



### Analytiker

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

### Kursutveckling 12 månader



Kursutveckling %	1 m	3 m	12 m
Angler Gaming	4,2	-9,6	-8,9

## 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 tre första kvartalen under 2023 visar att Angler hittat tillbaka till tillväxt och lönsamhet igen.



### Value case eller value trap?

I vårt huvudscenario handlas nu Angler Gaming till 3,7x EBIT eller 5,4x vinsten på 2026E, vilket vi anser vara en låg värdering. Huvudscenariot förutsätter dock att bolaget fortsätter växa och stärka marginalerna framåt.

“Q1 2024 has started strong. The average daily net gaming revenue in the first quarter 2024 up until and including 18th of February was 21% higher than the average daily net gaming revenue of the full first quarter 2023.”

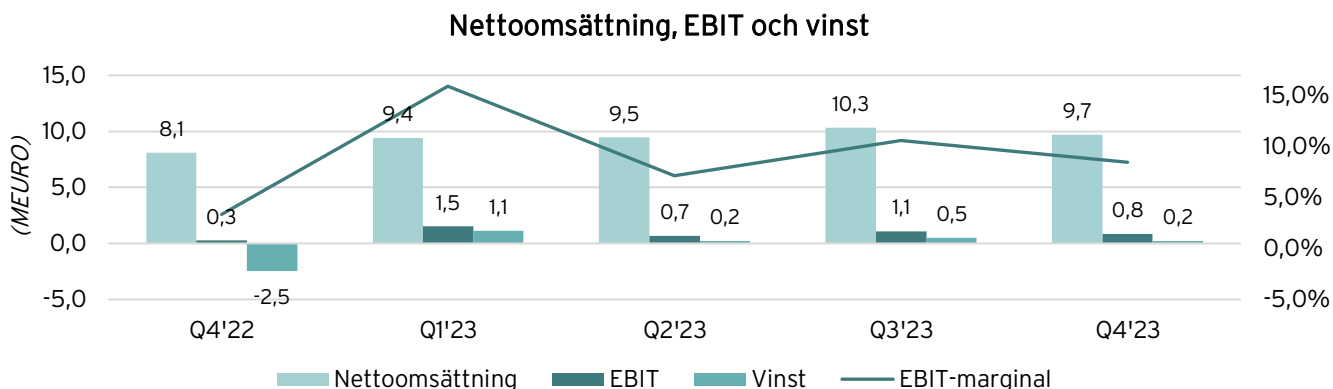
- Thomas Kalita, VD Angler Gaming

## Investeringscase

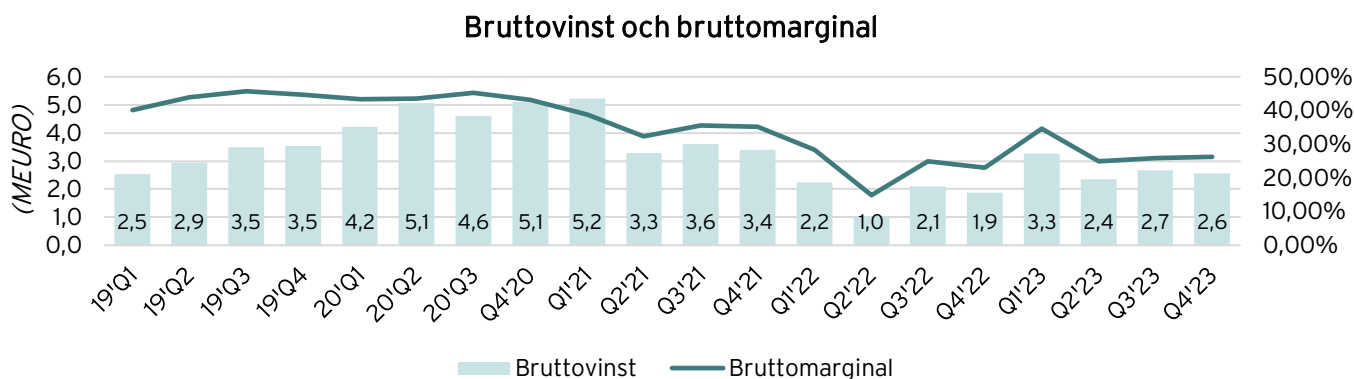
- Stark historik
- Potentiell turn-around
- Låg värdering i vårt huvudscenario
- Konjunkturokänslig bransch
- Nya vertikaler och B2B-samarbeten bidrar till tillväxt
- Implementerad handlingsplan kan leda till högre marginaler

## Finansiell utveckling

Nettoomsättningen för det fjärde kvartalet uppgick till 9,7 MEURO (8,1), vilket motsvarade en ökning med cirka 19,9 procent y-o-y. Tillväxten drivs av bolagets ökade fokus på B2B-samarbeten samt investeringarna som gjorts i spelplattformen som gjort den mer konkurrenskraftig. 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 slutet av kvartalet lanserades ett nytt casino i samarbete med en B2B-partner, vilket bidrog till nettoomsättningen och tillväxten. Vår bedömning är dock att bidraget är marginellt, då det är ett nystartat samarbete som lanserades sent i kvartalet.



I jämförelse med samma kvartal föregående år stärktes bruttomarginalen från 23,0 procent till 26,3 procent. Detta är också en förbättring med 0,5 procentenheter i jämförelse med föregående kvartal.

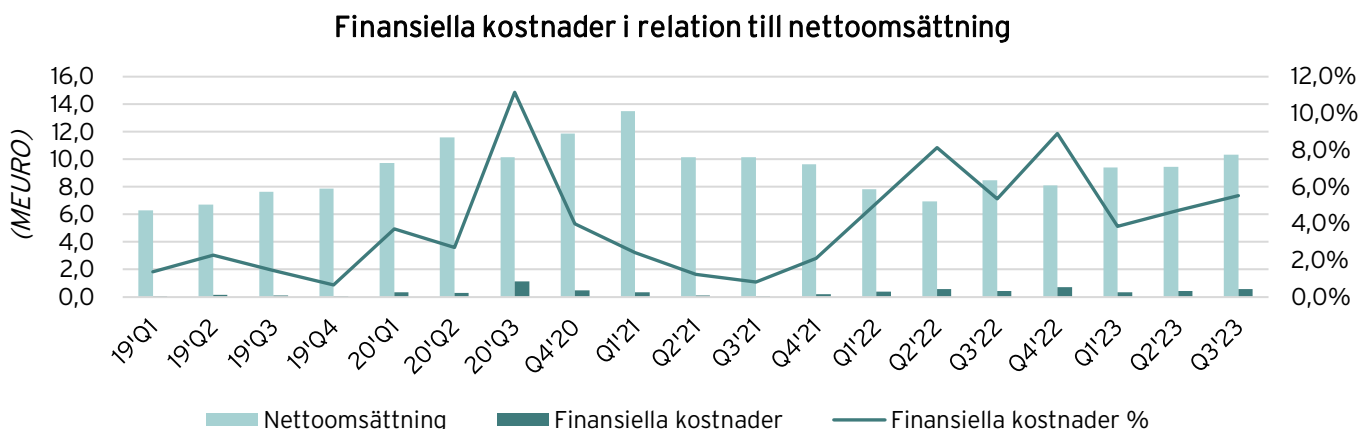


Kalita har tidigare uppgett att cost of sales kan variera ganska kraftigt mellan kvartal, men att det brukar jämna ut sig över tid. Anledningen till detta är att cost of sales påverkas mycket av varifrån kunderna kommer ifrån, det vill säga från vilken affiliatepartner samt om kundanskaffningen sker 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 0,8 MEURO (0,3), vilket var en förbättring med cirka 202,5 procent i jämförelse med samma kvartal föregående år. Ökningen var hänförlig till en ökad nettoomsättning, starkare bruttomarginal samt att rörelsekostnaderna fortsatt ligger på en stabil nivå. EBIT-marginalen uppgick till 8,4 procent (3,4), vilket var en klar förbättring y-o-y. I jämförelse med föregående kvartal var det dock en minskning med 0,3 MEURO relaterat till en något lägre nettoomsättning och något högre rörelsekostnader.

Vinsten förbättrades avsevärt y-o-y och uppgick till 0,2 MEURO (-2,5). Jämförelsekvartalet Q4'22 påverkades dock av en engångskostnad om -2,9 MEURO. Finansiella kostnader, som enligt rapporten är relaterade till valutafluktuationer, uppgick till 0,6 MEURO 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 har under 2022 och 2023 ökat till nivåer i intervallet 2,9-8,9 procent.



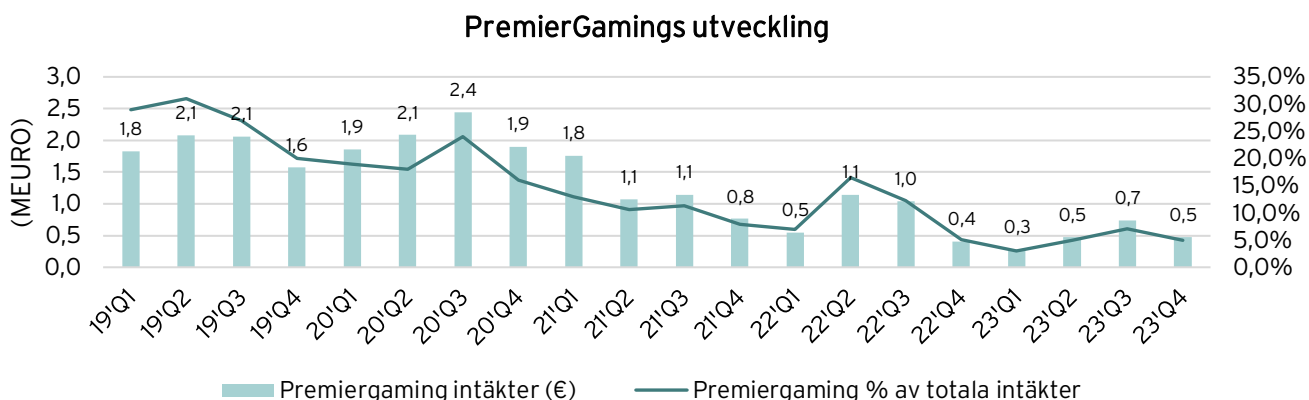
## Utfall vs Estimat

Nettoomsättningen kom in lägre än vad vi estimerat, vilket också påverkade EBIT och vinst. Sett till bruttomarginal och rörelsekostnader var rapporten i linje med våra estimat.

	Estimat Q4'23	Utfall Q4'23	Differens
Nettoomsättning	10,5	9,7	-0,8
Bruttoresultat	2,7	2,5	-0,2
<i>Bruttomarginal</i>	<i>26,0%</i>	<i>26,3%</i>	<i>+0,3pp</i>
Rörelsekostnader	1,76	1,73	-0,03
EBIT	0,97	0,82	-0,15
<i>EBIT-marginal</i>	<i>9,2%</i>	<i>8,4%</i>	<i>-0,8pp</i>
Vinst	0,41	0,23	-0,18
<i>Vinstmarginal</i>	<i>4,0%</i>	<i>2,3%</i>	<i>-1,7pp</i>

## Intäktsfördelning

PremierGaming utgjorde cirka 4,9 procent av Anglers totala intäkter i Q4'23, vilket motsvarade 0,5 MEURO. Detta var en liten ökning från 0,4 MEURO samma kvartal föregående år, men en minskning jämfört med 0,7 MEURO föregående kvartal. PremierGaming fortsatte att ligga på låga nivåer sett till historiken.



Som tidigare nämnt får dotterbolaget PremierGaming inte tillgång till Swish i Sverige. Detta har medfört att Angler kontinuerligt minskat marknadsföringen, vilket varit den primära anledningen till den negativa utvecklingen för dotterbolaget. Swish är en av de absolut vanligaste insättningsmetoderna i Sverige och att inte kunna erbjuda detta är en stor nackdel konkurrensmässigt.

Den 20:e december meddelade Angler att bolaget förnyade PremierGamings svenska spellicens, vilket var i linje med styrelsens tidigare beslut. Licensen är giltig fram till och med 28:e januari 2027 och är en heltäckande licens som täcker rätten att erbjuda casino och sportsbetting online, men också landbaserad betting. Enligt Kalita var detta i linje med PremierGamings strategi att fokusera mer på den svenska marknaden. Vidare menade han att organisationen har hög kunskapsnivå om den svenska marknaden och att kompetensen finns för att en ny satsning på PremierGaming ska bli lyckosam. PremierGaming ska uppdateras till den nya versionen av Anglers plattform och bolaget ska anpassa sitt produktutbud för att hitta en nisch på marknaden. Fokuset kommer vara mot vardagsspelare (casual/recreational players). 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.

### 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

Intäkterna från den övriga verksamheten ökade till 9,2 MEURO i kvartalet jämfört med 7,7 MEURO föregående år. Detta innebar en ökning om cirka 19,5 procent y-o-y och var det femte högsta intäkterna för ett enskilt kvartal i Anglers historia.



Noterbart är att intäkterna exklusive PremierGaming återigen är på historiskt höga nivåer under 2023. Även om en lyckad ompositionering av PremierGaming i Sverige och fortsatt tillväxt för övriga varumärken skulle leda till att intäkterna blir högre än under 2020 och 2021, så återstår arbetet med att stärka bruttomarginalen och lönsamheten.

Intäktsfördelning - helår			
(MEURO)	Totalt	PremierGaming	Övrigt
2019	28,5	7,5	21,0
2020	43,4	8,3	35,1
2021	43,4	4,7	38,7
2022	31,4	3,1	28,2
2023	38,9	2,0	37,0

## Key Performance Indicators

Angler Gaming redovisar ett antal olika KPI:er utöver de finansiella. Kunddeponeringar ökade med 2,4 procent i jämförelse föregående kvartal och 20,2 procent y-o-y. Net Game Win minskade 5,5 procent i jämförelse med föregående kvartal, men ökade 28,0 procent y-o-y.

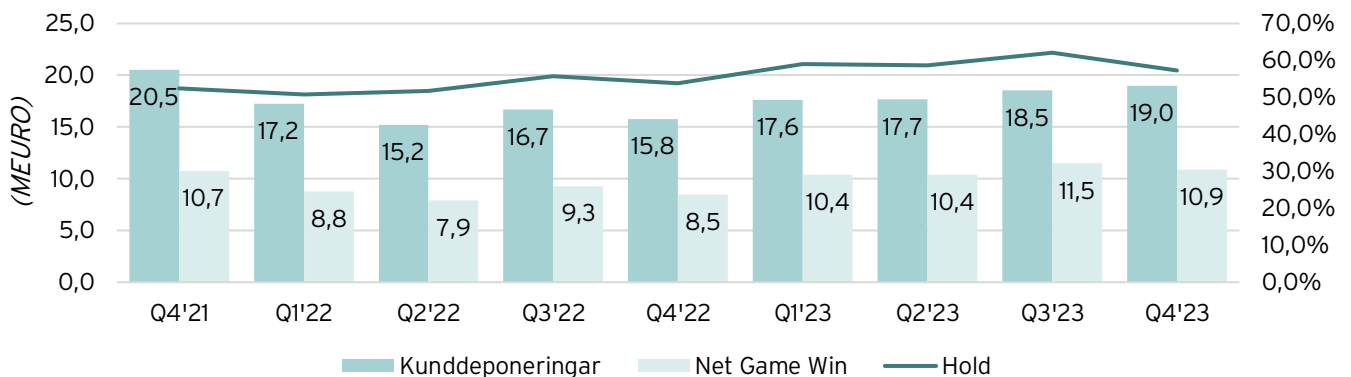
**Kunddeponeringar** = Summan pengar som satts in av kunder.

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

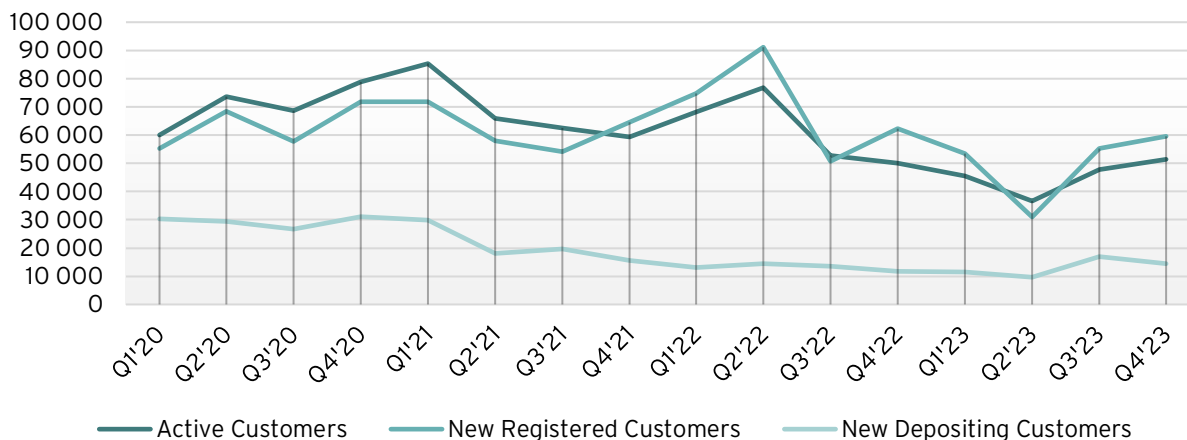
**Hold** = Påvisar hur mycket pengar casinot faktiskt behåller och en hög hold är att föredra för casinot.

Beräknas här som Net Game Win/kunddeponeringar.

Hold kom in på 57,3 procent och ligger således kvar på historiskt höga nivåer, även om det var lägre än övriga kvartal under 2023. Kalita har tidigare förklarat att detta är en effekt att Angler fokuserat på rätt kunder med högre kundvärden. Vi såg en positiv utveckling för samtliga KPI:er jämfört med samma kvartal föregående år, vilket enligt oss ger en god indikation på att Angler har vänt den negativa utvecklingen vi såg under 2022. 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 registrerande kunder att öka jämfört med Q3'23, medan nya deponerande 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.



	Q4'23	Q3'23	Q4'22
<b>Active Customers</b>	<b>51 419</b>	<b>47 832</b>	<b>50 000</b>
<i>Tillväxt y-o-y</i>	<i>2,8%</i>	<i>-9,5%</i>	<i>-15,7%</i>
<i>Sekventiell tillväxt q-o-q</i>	<i>7,5%</i>	<i>30,6%</i>	<i>-5,4%</i>
<b>New Registered Customers</b>	<b>59 478</b>	<b>55 204</b>	<b>62 339</b>
<i>Tillväxt y-o-y</i>	<i>-4,6%</i>	<i>8,9%</i>	<i>-3,5%</i>
<i>Sekventiell tillväxt q-o-q</i>	<i>7,7%</i>	<i>78,1%</i>	<i>23,0%</i>
<b>New Depositing Customers</b>	<b>14 428</b>	<b>16 840</b>	<b>11 725</b>
<i>Tillväxt y-o-y</i>	<i>23,1%</i>	<i>24,2%</i>	<i>-24,6%</i>
<i>Sekventiell tillväxt q-o-q</i>	<i>-14,3%</i>	<i>74,6%</i>	<i>-13,5%</i>

Antalet aktiva kunder var i kvartalet det högsta under 2023, efter att under första halvåret minskat markant. Nu var antalet aktiva kunder högre än under Q4'22. Nya registrerade och deponerade kunder låg fortsatt kvar på tillfredställande nivåer, även om nya deponerade kunder var något lägre än i Q3'23. Sammantaget fortsatte Anglers KPI:er att utvecklas positivt, där vi ser speciellt positivt på utvecklingen av kunddeponeringar och aktiva kunder under året.



## Händelser under och efter kvartalet

### B2B-samarbeten

I VD-ordet uppgav Kalita att B2B-försäljning är ett fortsatt 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<sup>4</sup>.

Sent under kvartalet lanserades ett onlinecasino genom ett B2B-samarbete, som mjuklanserades under Q3'23. Detta var den andra lanseringen under 2023, och ytterligare ett B2B-samarbete ska lanseras framgent. De två lanseringarna som gjordes under 2023 har inte namngivits, men enligt våra efterforskningar bör det röra sig om Brutal Casino och Alexander Casino.

### Investeringar och kostnadskontroll

Angler fortsätter kontinuerligt att investera i förbättringar i den egenutvecklade iGaming-plattformen för att göra den så konkurrenskraftig som möjligt. Angler ser ett konkurrenskraftigt sportbokserbjudande som en viktig strategisk nyckel och här fortsätter bolaget också att investera i förbättringar. Fortsatta investeringar görs också i dotterbolaget Fiebre, som är en affiliate-aktör i Sydamerika. I VD-ordet uppgav Kalita att en strategisk översyn ska göras av Fiebre för att stärka affiliate-erbjudandet. Enligt Kalita är det viktigt för Angler på lång sikt att ha ett fungerande affiliate-bolag i koncernen.

Den nya plattformen är enligt vår bedömning mycket bättre än vad den var tidigare, sett till såväl laddningshastigheter som design. Spelutbudet är också större och vi finner det intressant att Angler också börjat med några exklusiva spel på sina casinon, som till exempel Treasure of Alexander. Utöver detta har funktioner lagts till som till exempel "Bet with streamers" och "Daily drops" med drops and wins. Vidare har funktioner som antalet aktiva spelare och live-statistik adderats, där du bland annat kan följa andra spelares spel och vinster.

## Finansiell ställning

Kassan vid utgången av Q4'23 var cirka 1,1 MEURO. Det löpande kassaflödet före förändringar i rörelsekapital uppgick till 0,2 MEURO. För helåret uppgick det löpande kassaflödet före förändringar i rörelsekapital till 2,1 MEURO och efter förändringar i rörelsekapital till -0,04 MEURO.

Angler tog under Q3'22 upp ett kortsiktigt lån på 1,0 MEURO från VD Thomas Kalita, som betalats av med totalt 0,4 MEURO. Skulden uppgick således nu till 0,6 MEURO, vilket innebär en nettokassa om 0,5 MEURO.

Anglers finansiella ställning är fortsatt något ansträngd, men Anglers kassaflöden har förbättrats under året. Det fria kassaflödet under 2023 uppgick till -0,05 MEURO, medan justerat fritt kassaflöde (kassaflöde från den löpande verksamheten före förändringar i rörelsekapital - CAPEX) uppgick till 2,1 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 Q4'23-rapporten för starten av Q1'24. I trading updaten anges Net Gaming Revenue, vilket är detsamma som Net Game Win som Angler redovisar.

Den genomsnittliga Net Game Win per dag var 21 procent högre de första dagarna i Q1'24 till och med 18:e februari i jämförelse med genomsnittlig Net Game Win per dag för hela Q1'23.

NGW Q1'23	9 428 231
Antal dagar	90
NGW/dag Q1'23	104 758
Tillväxt tom 18/2	21%
NGW/dag tom 18/2	126 757
Antal dagar Q1'24	91*
NGW Q1'24	11 534 917

*\*2024 är skottår*

Detta indikerar en Net Game Win om 11,5 MEURO för Q1'24 om kvartalet fortsätter i samma takt framåt. Detta kan jämföras med Net Game Win för Q4'23 som var 10,8 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 10,3-10,5 MEURO, vilket skulle innebära en nettoomsättningsökning på cirka 9,5-11,5 procent y-o-y.

I trading updaten uppgavs också preliminära siffror för januari 2024:

- Nettoomsättning: 3,7 MEURO
- EBIT: 0,6 MEURO
- EBIT-marginal: 16,0 %

Siffrorna för januari liknade siffrorna för Q1'23, som var det starkaste kvartalet lönsamhetsmässigt för Angler under 2023 med en bruttomarginal om 34,6 procent och en EBIT-marginal om 15,9 procent. Vi estimerar ett starkare kvartal Q1'24 avseende bruttomarginal och EBIT-marginal för att lönsamheten sedan faller tillbaka något, vilket var ett mönster som sågs även 2021-2023.

Vi väljer att justera våra estimat något avseende nettoomsättning, EBIT och vinst framöver, då Angler Gaming rapporterar något lägre avseende dessa än vad vi estimerat. Vår tro är att satsningarna på B2B-projekt 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)	302,9
Aktiekurs (SEK)	4,04	Nettoskuld* (MSEK)	-5,6
		Enterprise value (MSEK)	297,3

\*Beräknat på en kassa om 1,1 MEURO samt kortfristig skuld till Thomas Kalita om 0,6 MEURO.

EUR/SEK: 11,21

Rullande 12 månader			
Nettoomsättning	436,8 MSEK	P/S	0,7
EBIT	45,9 MSEK	EV/EBIT	6,5
Vinst	23,7 MSEK	P/E	12,8
Adj. FCF	23,8 MSEK	EV/Adj. FCF*	12,5

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

Historiskt snitt				
	P/S	EV/EBIT	P/E	P/FCF
Snitt 3 år	1,5	10,3	-1,1	12,5
Snitt 5 år	2,0	10,3	4,1	16,2
Snitt 7 år	2,9	12,5	7,7	21,4

Nyckeltal (R12)			
Bruttomarginal	EBITDA-marginal	EBIT-marginal	Vinstmarginal
27,9%	10,6%	10,5%	5,4%
OPCF-marginal	FCF-marginal	ROE	ROIC
-0,1%	-0,13%	29,7%	35,4%

## Peers

Angler Gaming har intäkter främst från operatörsverksamheten. Bolagets närmaste peers bedömer vi vara Betsson och Kindred, då övriga främst bedriver affiliate-verksamhet. Anglers andel av intäkter från deras affiliate-segment ligger på fortsatt låga nivåer.

Värderingen på Betsson och Kindred skiljer sig avsevärt, då franska FDJ nyligen lade ett bud på Kindred och Betssons aktiekurs sett en markant nedgång senaste veckan. Vår bedömning är att en rimlig multipel för Angler i nuläget är P/E 8, vilket visserligen är högre än Betssons multipel på R12. Den låga multiplern i nuläget bedömer vi rimlig på grund av att bolaget genomgår en turn-around och att transparensen är bristfällig. Fortsätter bolaget att bevisa sig och uppvisar fortsatt tillväxt och förbättrad lönsamhet framgent, så ser vi att en högre multipel skulle kunna vara motiverad.

	Peers					
	Omsättning		EBIT		Vinst	
	P/S, R12	Tillväxt, 5 år	EV/EBIT, R12	Tillväxt, 5 år	P/E, R12	Tillväxt, 5 år
Betsson	1,4	12,7%	6,2	12,9%	7,4	11,5%
Better Collective	4,6	51,9%	19,1	58,6%	27,8	46,6%
Catena Media	0,8	-6,1%	<i>neg.</i>	-188,9%	<i>neg.</i>	-192,5%
Gaming Innovation	4,0	-10,1%	14,8	30,5%	26,9	19,6%
Kindred	1,8	5,9%	32,4	-15,3%	43,4	-17,6%
Raketech	0,8	22,5%	4,5	2,6%	7,3	9,0%
Median	1,6	9,3%	14,8	7,8%	26,9	10,3%
Medel	2,2	12,8%	15,4	-16,6%	22,6	-20,6%
<b>Angler Gaming</b>	<b>0,7</b>	<b>16,2%</b>	<b>6,5</b>	<b>-1,9%</b>	<b>12,8</b>	<b>-13,5%</b>

## Estimat

(MEURO)	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
<b>Nettoomsättning</b>	<b>31,4</b>	<b>38,9</b>	<b>42,8</b>	<b>46,6</b>	<b>50,3</b>
% y-o-y	-27,6%	24,0%	9,9%	9,0%	8,0%
EV/S	0,8	0,7	0,6	0,6	0,5
<b>Bruttoresultat</b>	<b>7,3</b>	<b>10,8</b>	<b>12,0</b>	<b>13,2</b>	<b>14,4</b>
Bruttomarginal	23,1%	27,9%	28,1%	28,4%	28,6%
% y-o-y	-52,9%	48,5%	10,7%	10,3%	8,8%
EV/GP	3,6	2,4	2,2	2,0	1,8
<b>Rörelsekostnader</b>	<b>-6,5</b>	<b>-6,8</b>	<b>-6,9</b>	<b>-7,1</b>	<b>-7,2</b>
% y-o-y	3,2%	3,9%	2,5%	2,6%	1,4%
<b>EBIT</b>	<b>0,8</b>	<b>4,1</b>	<b>5,1</b>	<b>6,1</b>	<b>7,2</b>
EBIT-marginal	2,5%	10,5%	11,9%	13,2%	14,3%
% y-o-y	-91,7%	427,3%	24,2%	20,8%	17,3%
EV/EBIT	34,2	6,5	5,2	4,3	3,7
<b>Vinst</b>	<b>-3,4</b>	<b>2,1</b>	<b>3,0</b>	<b>4,0</b>	<b>5,0</b>
Vinstmarginal	neg.	5,4%	6,9%	8,6%	10,0%
% y-o-y	neg.	n/a	40,6%	34,6%	25,6%
P/E	neg.	12,8	9,1	6,8	5,4

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	56,3	450,0	5,78
<i>Säkerhetsmarginal (30%)</i>	8	39,4	315,0	4,05

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>	1,49	48,5%	14,1%	1,04	4,0%	1,3%

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	337,5	4,3	11,4%	236,3	3,0	-22,0%
7	393,8	5,1	30,0%	275,6	3,5	-9,0%
<b>8</b>	<b>450,0</b>	<b>5,8</b>	<b>48,5%</b>	<b>315,0</b>	<b>4,0</b>	<b>4,0%</b>
9	506,3	6,5	67,1%	354,4	4,6	17,0%
10	562,5	7,2	85,7%	393,8	5,1	30,0%
11	618,8	7,9	104,2%	433,1	5,6	43,0%
12	675,0	8,7	122,8%	472,5	6,1	56,0%

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 48,5 procent på våra estimat för 2026E, vilket motsvarar en CAGR om 14,1 procent. Vi ser det inte som orimligt att marknaden skulle värdera Angler högre än P/E 8, vilket skulle innebära en högre uppsida.

## Estimat - kvartalsvis 2024 och årsvis

Vår bedömning är att Angler levererar ett starkt Q1'24 likt Q1'23, vilket stöds av trading updaten som visade starka siffror framför allt avseende lönsamheten.

	Q1'24E	Q2'24E	Q3'24E	Q4'24E	2024E	2025E	2026E
<b>Nettoomsättning</b>	<b>10,3</b>	<b>10,5</b>	<b>11,3</b>	<b>10,7</b>	<b>42,8</b>	<b>46,6</b>	<b>50,3</b>
<i>Tillväxt y-o-y</i>	9,5%	10,6%	9,0%	10,4%	9,9%	9,0%	8,0%
<b>Bruttoresultat</b>	<b>3,5</b>	<b>2,7</b>	<b>3,0</b>	<b>2,9</b>	<b>12,0</b>	<b>13,2</b>	<b>14,4</b>
<i>Bruttomarginal</i>	33,5%	26,1%	26,3%	26,6%	28,1%	28,4%	28,6%
<b>Rörelsekostnader</b>	<b>-1,8</b>	<b>-1,7</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,8</b>	<b>-6,9</b>	<b>-7,1</b>	<b>-7,2</b>
<b>EBIT</b>	<b>1,6</b>	<b>1,0</b>	<b>1,4</b>	<b>1,1</b>	<b>5,1</b>	<b>6,1</b>	<b>7,2</b>
<i>EBIT-marginal</i>	15,9%	9,8%	12,1%	9,8%	11,9%	13,2%	14,3%
Finansnetto	-0,6	-0,6	-0,5	-0,5	-2,1	-2,0	-2,0
<b>EBT</b>	<b>1,0</b>	<b>0,5</b>	<b>0,9</b>	<b>0,6</b>	<b>3,0</b>	<b>4,1</b>	<b>5,2</b>
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,2
<b>Vinst</b>	<b>1,0</b>	<b>0,5</b>	<b>0,9</b>	<b>0,6</b>	<b>3,0</b>	<b>4,0</b>	<b>5,0</b>
<i>Vinstmarginal</i>	10,0%	4,6%	7,6%	5,6%	6,9%	8,6%	10,0%

## Källor

1. <https://mf.n.se/cis/a/angler-gaming/angler-gaming-summary-of-the-adjournment-of-the-annual-general-meeting-2023-db75f348>
2. VD-intervju Q2'23: <https://youtu.be/dzWvQBSFDwY>
3. <https://www.spelinspektionen.se/sok-licens/bolag/?holder=5EB3379D455F834920D3C1D56CDB36EBA79D23BA08CD177669BED2DE128FD37E&l=366446131>
4. VD-intervju Q4'23: <https://youtu.be/4ESeMBB4oBw?si=12y4JX0EvcFOtRbl>
5. <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>

## 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