

2025-02-24

Nettoomsättningen för det fjärde kvartalet uppgick till 9,4 MEURO (9,7), vilket motsvarade en minskning med cirka 3,7 procent y-o-y. I jämförelse med samma kvartal föregående år stärktes bruttomarginalen från 26,3 procent till 31,9 procent. EBIT uppgick till 1,2 MEURO (0,8), vilket var en ökning med 32,8 procent y-o-y och motsvarade en EBIT-marginal om 12,5 procent (8,4). Vinsten påverkades av en icke-kassaflödespåverkande engångspost om 0,4 MEURO i kvartalet. Justerat för denna uppgick vinsten till 0,5 MEURO.

Svagare avslutning på året

Under första halvåret av 2024 uppvisade Angler omsättningstillväxt och stigande bruttomarginal. Under H2'24 minskade omsättningen y-o-y, men lönsamheten fortsatte att förbättras jämfört med föregående år. Bruttomarginalen stärktes y-o-y till 31,9 procent. Det var dock en försvagning jämfört med Q2'24 och Q3'24, vilket dock kan förklaras av ett ökat fokus på kundanskaffning i det fjärde kvartalet.

Stark utveckling för flertalet KPI:er

Hold uppgick till 55,6 procent (57,3), påverkat av högre spelarvinster jämfört med Q4 2023 och tidigare kvartal under 2024. Samtidigt visade kundanskaffningen en stark utveckling för samtliga KPI:er, både sekventiellt och y-o-y, och kunddeponeringarna nådde 19,6 MEUR, den högsta nivån sedan Q4'21. Fortsatt tillväxt i kunddeponeringar blir en nyckelfaktor framåt, då det är det som ska generera framtida intäkter. Vi bedömer att KPI:erna fortsatt utvecklas positivt, även om den lägre hold-nivån påverkar intäkterna. Hold kommer dock att variera naturligt mellan kvartalen beroende på spelarutfall.

Outlook

Vi bedömer att Angler har genomfört en operationell turn-around, stärkt sin finansiella ställning och stabiliserat lönsamheten. Under 2025 hoppas vi se en återgång till tillväxt, bibehållen bruttomarginal och lägre finansiella kostnader. PremierGaming har hittills inte drivit tillväxt, och vi ser B2B-segmentet som den främsta tillväxtfaktorn framåt. Trading-updaten inför Q1'25 var i linje med det starka Q1'24, vilket får ses som positivt jämfört med Q4'24.

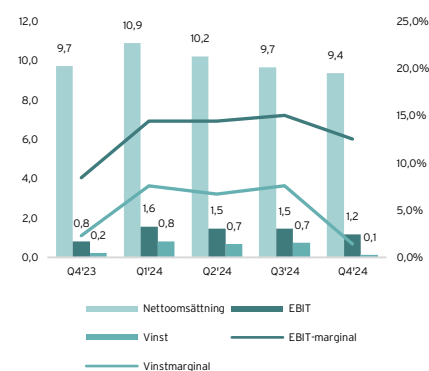
Angler har föreslagit en utdelning på 1,0 MEUR, motsvarande en direktavkastning på cirka 3,8 procent. Kombinationen av en aktieägarvänlig utdelningspolicy och potential till hög uppsida på våra estimat om 80,5 procent för 2026E gör Angler till ett intressant case framgent. Vi har räknat med en relativt försiktig tillväxttakt, och om den accelererar finns goda möjligheter till stark vinsttillväxt framöver.

(MEUR)	2022	2023	2024	2025E	2026E
Nettoomsättning	31,4	38,9	40,1	42,9	45,9
Tillväxt y-o-y	-27,6%	24,0%	3,0%	6,9%	7,0%
EV/S	0,8	0,7	0,6	0,6	0,6
Bruttoresultat	7,3	10,8	13,3	14,5	15,5
Bruttomarginal	23,1%	27,9%	33,2%	33,7%	33,8%
Rörelsekostnader	-6,5	-6,8	-7,7	-8,2	-8,7
EBIT	0,8	4,1	5,7	6,3	6,8
EBIT-marginal	2,5%	10,5%	14,1%	14,6%	14,8%
EV/EBIT	31,2	5,9	4,5	4,0	3,7
Vinst	-3,4	2,1	2,4	3,8	4,8
Vinstmarginal	neg.	5,4%	5,9%	8,8%	10,5%
P/E	neg.	12,6	11,2	7,1	5,5

Fakta

VD	Thomas Kalita
Lista	Spotlight
Ticker	ANGL
Aktiekurs (SEK)	3,95
Antal aktier (Miljoner)	75,0
Börsvärde (MSEK)	296,2
Nettoskuld (MSEK)	-14,3
EV (MSEK)	281,9
Insiderägande	8,48%
Nästa rapport	2025-05-15

Kvartalsutveckling



Analytiker

Erik Lundberg
erik.lundberg@kalqyl.se

Kursutveckling 12 månader



Kursutveckling %	1 m	3 m	12m
Angler Gaming	-16,6	2,9	-1,9

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 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 3,7x EBIT eller 5,5x vinsten på 2026E, vilket vi anser vara en låg värdering. Huvudscenariot förutsätter dock att bolaget fortsätter växa och stärka marginalerna framåt.

"We are proud that all our hard work in 2024 has resulted in the Board of Directors proposing €1,000,000 in dividends for the fiscal year 2024. For the fiscal years 2018-2022 Angler Gaming's shareholders have received €27,346,200 in dividends - and after two years without dividend it feels very satisfying to be back on track."

- Thomas Kalita, VD Angler Gaming

Investeringscase

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

Minskning i nettoomsättning, men ökad lönsamhet

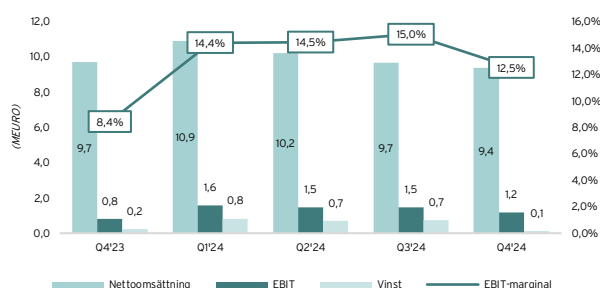
Nettoomsättningen för det fjärde kvartalet uppgick till 9,4 MEURO (9,7), vilket motsvarade en minskning med cirka 3,7 procent y-o-y. Minskningen i nettoomsättning var huvudsakligen hänförlig till högre genomsnittliga spelarvinster som påverkade intäkterna från B2B-partnerskapen, lägre hold samt även avslutandet av underpresterande affiliate- och marknadsföringsavtal². Detta var det andra kvartalet i rad där Angler Gaming uppvisade en negativ y-o-y tillväxt efter den positiva starten i H1'24. Positivt var dock att viktiga KPI:er så som kunddeponeringar och samtliga KPI:er kopplade till kunder uppvisade de högsta nivåerna på länge. För helåret ökade Anglers nettoomsättning till 40,1 MEURO (39,0), en tillväxt om cirka 3,0 procent.

EBIT uppgick till 1,2 MEUR (0,8), en ökning med 43,1 procent y-o-y, motsvarande en EBIT-marginal på 12,5 procent (8,4). Uppgången drevs av en stärkt bruttomarginal på 31,9 procent (26,3) samt fortsatt god kostnads kontroll. Vinsten landade på 0,1 MEUR (0,2), men påverkades negativt av en engångskostnad på 0,4 MEUR och fortsatt höga finansiella kostnader.

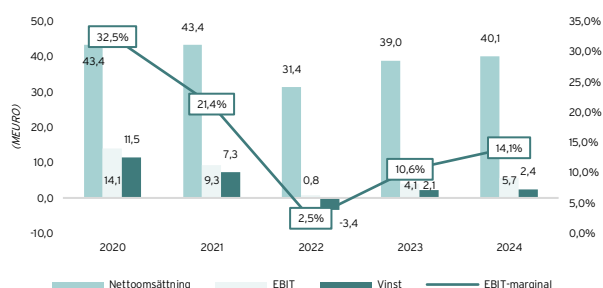
För helåret steg EBIT till 5,7 MEUR (4,1), motsvarande en EBIT-marginal på 14,1 procent (10,6), en förbättring med 37,7 procent y-o-y, vilket bekräftar att Anglers åtgärder under 2023 och 2024 har haft avsedd effekt.

Nettoomsättning, EBIT och vinst

Kvartalsbasis



Årsbasis



Utfall vs Estimat

Nettoomsättningen inkom lägre än vad vi estimerat, främst eftersom PremierGamings intäkter minskade jämfört med Q3'24, i stället för att öka som vi hade räknat med. Vi hade också räknat med att Q4'24 skulle inkomma något högre jämfört med Q3'24, då det är ett säsongsmässigt starkt kvartal för onlinekasino. Bruttomarginalen försämrades också mer än förväntat jämfört med Q2'24 och Q3'24, trots att vi hade räknat med en viss nedgång.

Däremot var rörelsekostnaderna lägre än våra prognoser, vilket gjorde att EBIT ändå landade i linje med våra estimat, med en avvikelse på endast 0,1 MEUR. Vinsten tyngdes av en ej kassafloedepåverkande engångspost, men justerat för den var vinsten också i stort sett enligt våra förväntningar.

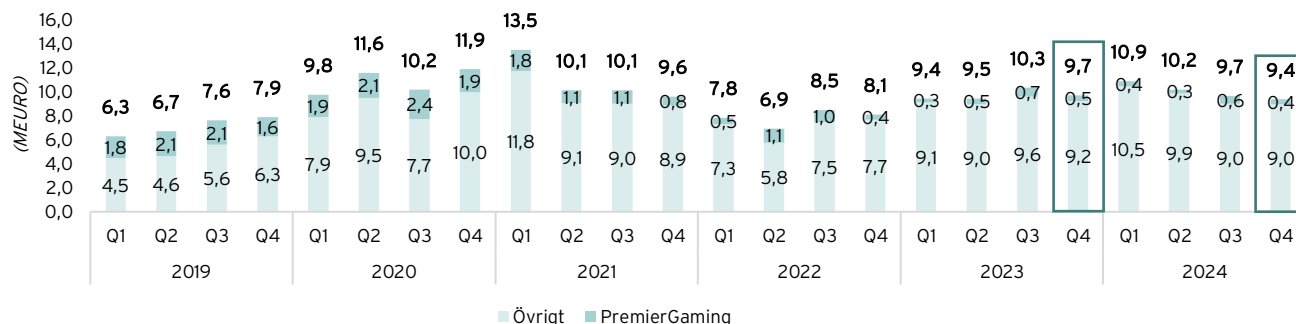
(MEURO)	Estimat Q4'24	Utfall Q4'24	Differens
Nettoomsättning	10,1	9,4	-6,9%
Tillväxt y-o-y	3,5%	-3,7%	-7,2pp
Bruttoresultat	3,5	3,0	-14,3%
Bruttomarginal	35,0%	31,9%	-3,1pp
Rörelsekostnader	2,2	1,8	-18,2%
EBIT	1,3	1,2	-7,7%
EBIT-marginal	13,2%	12,5%	-0,7pp
Justerad vinst	0,7	0,5	-28,5%
Justerad vinstmarginal	7,0%	5,3%	-1,7pp

Intäktsfördelning

Nettoomsättningen för det tredje kvartalet uppgick till 9,4 MEURO (9,7), vilket motsvarade en minskning med cirka 3,7 procent y-o-y. Kalita uppgav i vår intervju att minskningen i nettoomsättning var huvudsakligen hänförlig till högre genomsnittliga spelarvinster som påverkade intäkterna från B2B-partnerskapen, lägre hold samt även avslutandet av underpresterande affiliate- och marknadsföringsavtal². Detta var i linje med vad som var orsaken till nettoomsättningsminskningen i Q3'24.

PremierGaming utgjorde 4,2 procent (4,9) av intäkterna i kvartalet, vilket motsvarade 0,4 MEURO (0,5). Andelen intäkter från övriga delar i Angler uppgick till 9,0 MEURO (9,2), vilket var en minskning om 2,9 procent.

Segmentsfördelning av intäkter, 2019-2024



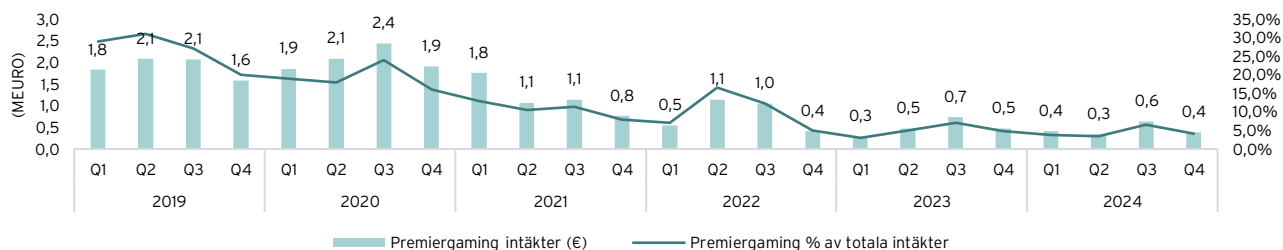
PremierGaming

Q3'23 rapporterade Kalita att ProntoCasino.se växte med 66,0 procent y-o-y, men i det här kvartalet redovisades ingen specifik tillväxtsiffra. Det rapporterades dock att antalet aktiva kunder och kundlivslängden ökade för PremierGaming, även om intäkten per kund var fortsatt låg. Marknadsföringen för varumärkena ProntoCasino.se och ProntoSport.se fortsatte under perioden, och enligt Kalita följer Angler metodiskt upp ROI för investeringarna i marknadsföring².

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. Strategin har varit lyckosam och bolaget har minskat kostnaderna, men avslutandet av affiliatesamarbetena har också medfört en negativ påverkan på intäkterna.

Vår bedömning är fortsatt att den nya satsningen på PremierGaming kommer att öka bolagets intäkter från dotterbolaget framöver, men att det troligen kommer att ta lite tid. Detta i kombination med den stabila prestationen från övriga delar bedömer vi kommer att leda till nettoomsättningstillväxt framåt. Under Q2'24 lanserades en uppdaterad version av ProntoCasino.se mot den svenska marknaden, inklusive det nya lotteribettingerbjudandet. Lanseringen av sportbokserbjudandet nu under Q3'24 är också en option på fortsatt tillväxt för PremierGaming.

PremierGamings intäkter och andel av totalen, 2019-2024



ProntoCasinos sportbokserbudande

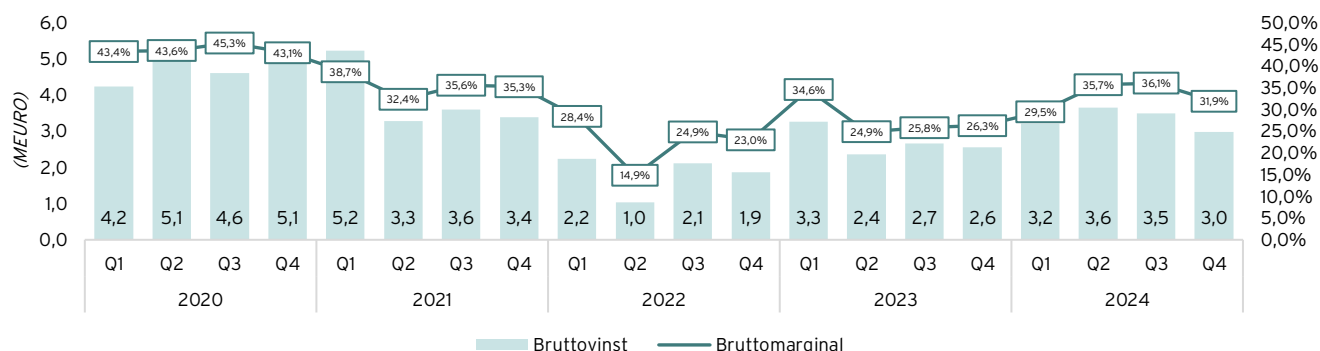
I Q1'24 kommunicerade Angler att deras dotterbolag PremierGaming ingått ett avtal med Delasport avseende sportbok för Pronto-varumärkena. Sportboken har många olika typer av funktioner som Early Payout, Bet Builder, Event Builder, If-Bet och kunden kan själv skraddarsy och anpassa sin upplevelse. Lanseringen skedde 25 september på ProntoSport.se och enligt Kalita har denna satsning tagits emot positivt av kunderna som uppskattar sportbokens funktioner².

**Något svagare bruttomarginal än föregående kvartal**

Bruttomarginalen under kvartalet uppgick till 31,9 procent (26,3), en markant förbättring jämfört med samma kvartal föregående år. Däremot innebär det en försvagning i relation till de två senaste kvartalen, vilket främst berodde på ett ökat fokus på kundanskaffning. Detta påverkade bruttomarginalen negativt, men resulterade samtidigt i positiva utfall för de kundrelaterade KPI:erna.

Enligt Kalita finns en tydlig korrelation mellan en lägre bruttomarginal, och därmed högre cost of sales, och intensifierad kundanskaffning inom både B2B- och B2C-segmenten. Trots detta lyckades Angler upprätthålla en stabil bruttomarginal över 30,0 procent, vilket speglar bolagets framgångsrika arbete med att reducera cost of sales. Kalita har tidigare påpekat att cost of sales kan variera avsevärt mellan kvartal, en faktor som bör beaktas.

Angler lämnar ingen specifik prognos för bruttomarginalen framöver, men Kalita betonade att en fortsatt minskning av cost of sales förblir ett prioriterat fokusområde. För helåret 2024 uppgick bruttomarginalen till 33,2 procent (27,9), vilket utgör en avsevärd förbättring jämfört med 2023.

Bruttovinst och bruttomarginal, 2020-2024

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

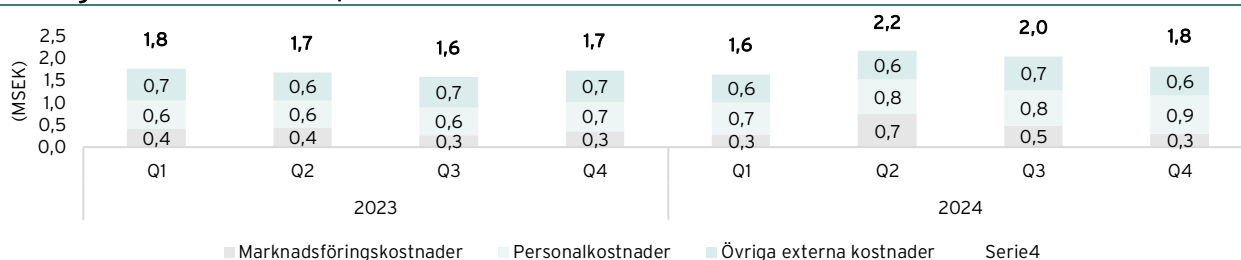
- **Kundanskaffning** - kostnaderna för kundanskaffning påverkas av varifrån kunderna kommer ifrån, det vill säga från vilken affiliatepartner, samt om kundanskaffningen sker genom CPA (köp av kund) eller intäktsfördelning (Angler delar intäkterna med affiliatepartnern).
- **Royalties** - Angler betalar 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 nu etablerats över 30,0 procent.

Fortsatt god kostnadskontroll

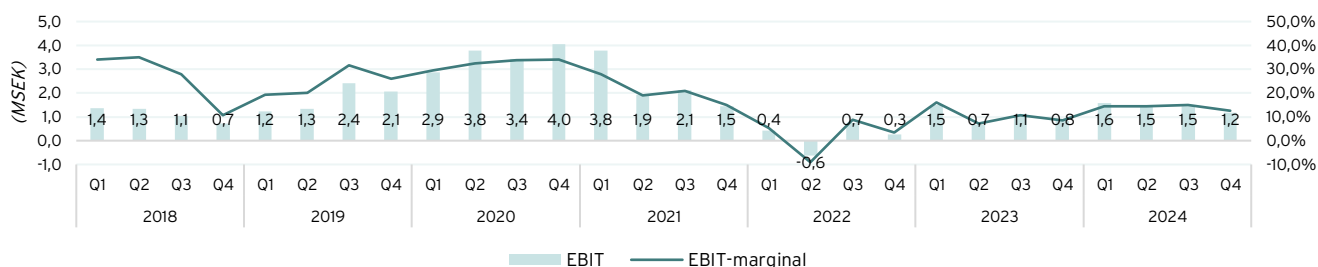
Rörelsekostnaderna uppgick till 1,8 MEURO (1,7) och rörelsekostnaderna ligger kvar på en stabil nivå och Angler uppvisade en fortsatt god kostnadskontroll. Vår bedömning är att OPEX inte kommer öka nämnvärt framgent.

Utveckling av rörelsekostnader, 2023-2024



EBIT uppgick till 1,2 MEURO (0,8), vilket var en ökning med cirka 43,1 procent i jämförelse med samma kvartal föregående år. Ökningen var hänförlig till den goda kostnadskontrollen i kombination med en stärkt bruttomarginal. Angler levererade en EBIT-marginal över 10,0 procent i samtliga kvartal och EBIT uppgick till 5,7 MEURO (4,1) för helåret 2024, vilket motsvarade en EBIT-marginal om 14,1 procent (10,6).

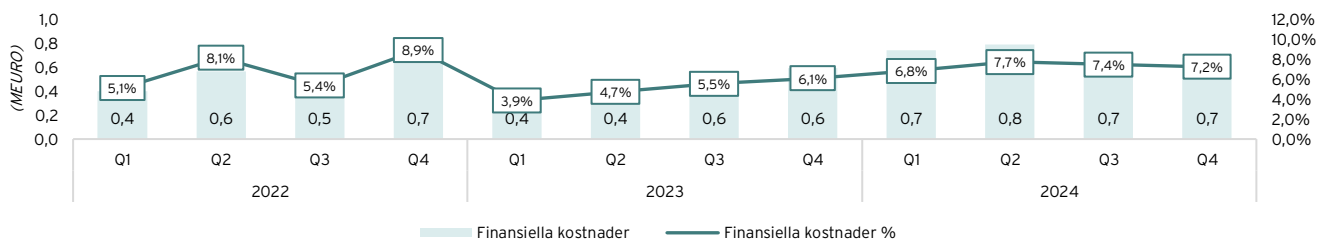
EBIT och EBIT-marginal, 2018-2024



Vinsten uppgick till 0,1 MEURO (0,2), men påverkades negativt av en icke-kassaflödespåverkande engångspost om 0,36 MEURO. Engångsposten var en effekt av att Angler implementerat en uppdaterad redovisningsmodell för jackpottbidrag i PremierGaming. Justerat för denna uppgick vinsten till 0,5 MEURO, och en förbättring jämfört med samma kvartal föregående år.

De finansiella kostnaderna fortsatte att öka y-o-y och uppgick till 0,7 MSEK (0,6). Kalita uppgav att de finansiella kostnaderna är relaterade till valutafluktuationer och ett av fokusområdena framgent är att minska dessa i relation till nettoomsättningen. 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 7,2 procent (6,1) 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 rapporterar flera operativa KPI:er utöver de finansiella. Kunddeponeringar ökade med 3,9 procent jämfört med föregående kvartal och 3,6 procent y-o-y. Net Game Win var i stort sett oförändrat, med en marginell ökning på 0,5 procent både kvartalsvis och y-o-y.

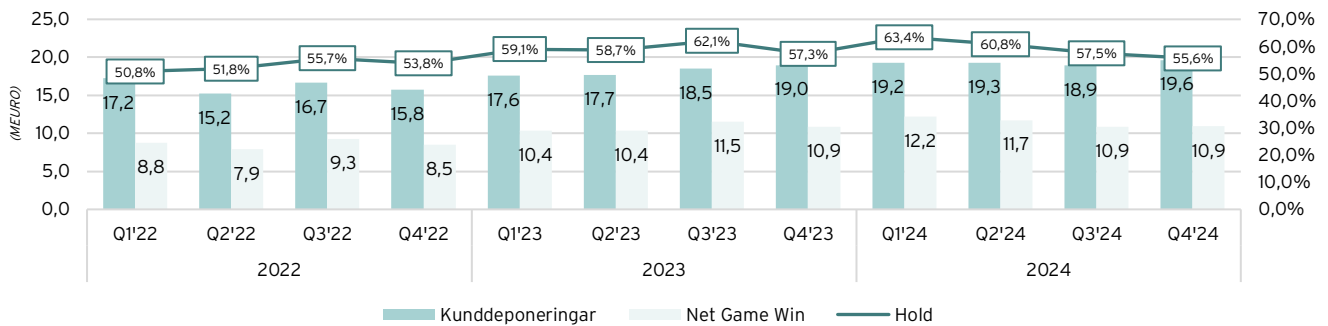
Kunddeponeringar = Summan pengar som satts in av kunder.

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 uppgick till 55,6 procent, den lägsta nivån sedan Q4 2022. Den nedgången berodde på högre spelarvinster samt en ökad andel kampanjer och bonusar. Hold varierar naturligt utifrån spelarnas vinster, och förhoppningsvis kan Angler återgå till en högre nivå framöver. Samtidigt låg kunddeponeringarna på den högsta nivån sedan Q4 2021, vilket är positivt då det är från dessa framtida intäkter genereras.

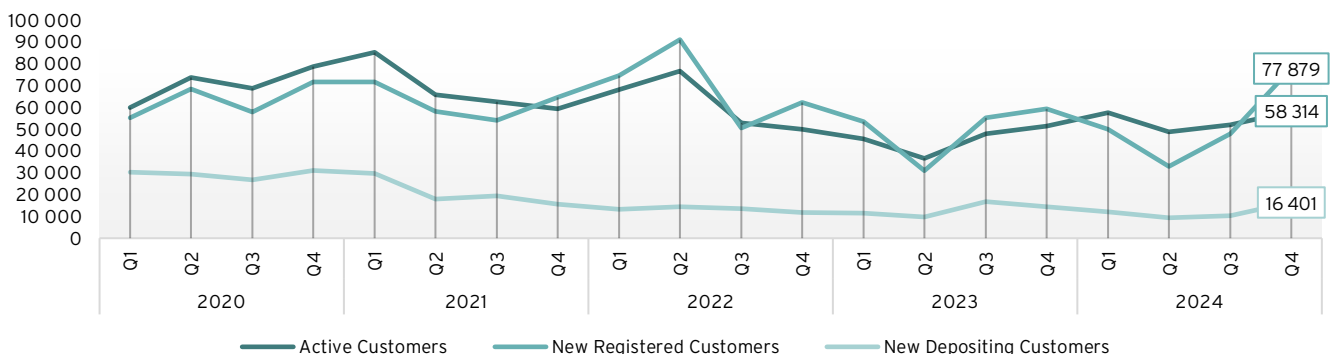
Kunddeponeringar, Net Game Win och Hold, 2022-2024



Under kvartalet ökade antalet aktiva kunder med 13,4 procent y-o-y till 58 314 (51 419). Även antalet nya registrerade kunder (+30,9 procent y-o-y) och nya deponerande kunder (+13,7 procent y-o-y) utvecklades positivt jämfört med samma kvartal föregående år. Båda KPI:erna ökade dessutom sekventiellt med över 60 procent q-o-q.

Vi bedömer att denna tillväxt främst drevs av ett ökat fokus på kundanskaffning, samt fler kampanjer och bonusar under kvartalet. Utvecklingen var i linje med vår prognos om en ökning av deponerande kunder i Q4'24 jämfört med Q3'24. Sammantaget var det en stark utveckling för samtliga kundrelaterade KPI:er.

Kundutveckling, 2020-2024



Sammantaget fortsatte Anglers KPI:er att utvecklas tillfredställande sett till jämförelsekvartalet föregående år och Q3'24. Fortsatt är kunddeponeringar det viktigaste KPI:et och här fortsatte den positiva utvecklingen.

Kundutveckling, 2024

	Q4'23	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24
Active Customers	51 419	57 727	48 759	52 152	58 314
<i>Tillväxt y-o-y</i>	<i>2,8%</i>	<i>26,7%</i>	<i>33,1%</i>	<i>9,0%</i>	<i>13,4%</i>
<i>Sekventiell tillväxt q-o-q</i>	<i>7,5%</i>	<i>12,3%</i>	<i>-15,5%</i>	<i>7,0%</i>	<i>11,8%</i>
New Registered Customers	59 478	49 900	32 988	47 985	77 879
<i>Tillväxt y-o-y</i>	<i>-4,6%</i>	<i>-6,6%</i>	<i>6,4%</i>	<i>-13,1%</i>	<i>30,9%</i>
<i>Sekventiell tillväxt q-o-q</i>	<i>7,7%</i>	<i>-16,1%</i>	<i>-33,9%</i>	<i>45,5%</i>	<i>62,3%</i>
New Depositing Customers	14 428	12 135	9 374	10 203	16 401
<i>Tillväxt y-o-y</i>	<i>23,1%</i>	<i>5,4%</i>	<i>-2,8%</i>	<i>-39,4%</i>	<i>13,7%</i>
<i>Sekventiell tillväxt q-o-q</i>	<i>-14,3%</i>	<i>-15,9%</i>	<i>-22,8%</i>	<i>8,8%</i>	<i>60,7%</i>

Marlin Media

Angler har genomfört en strategisk översyn av affiliateverksamheten Fiebre, vilket resulterat i ett namnbyte till Marlin Media. Bolaget är helägt av Angler (100,0 procent) och har även fått en ny VD, Ionut Constantinescu. Han har en gedigen bakgrund inom affiliate-marknadsföring och har tidigare varit Chief Strategy Officer för Game Lounge Group, där han ansvarade för affiliatesidor i Europa, Asien samt Nord- och Sydamerika. Dessförinnan arbetade han med SEO på LeoVegas och har mångårig erfarenhet inom området.

Framöver planerar Marlin Media att expandera till fler geografiska marknader utöver Sydamerika. För närvarande är verksamheten inriktad på spansktalande och portugisisktalande användare via plattformarna fiebredecasino.com och febredecasino.com, som lanserades i september. Dessa sidor innehåller i dagsläget casinorecensioner, nyheter samt guider, främst inom livecasino och poker.

Under kvartalet rapporterade Angler en ökning i klicktrafik med 241,0 procent, medan antalet visningar i sökmotorer steg med 120,0 procent. Trots den positiva utvecklingen befinner sig satsningen fortfarande i ett tidigt skede och ses främst som en långsiktig tillväxtmöjlighet. Målet är att verksamheten ska nå break-even under Q2 2026.

För att stödja tillväxten kommer Angler att investera cirka 60 000 EUR per månad, vilket finansieras internt genom befintliga medel och kostnadsbesparingar. Hittills ligger Marlin Media väl inom den uppsatta budgetramen.

Under Q3 2024 lanserade Marlin Media en ny databasplattform, designad för att möjliggöra effektiv skalning över flera marknader och språk. Plattformen har under Q4 2024 kompletterats med ett nytt innehållshanteringssystem samt AI-drivna verktyg för att optimera drift och innehållsanpassning. För närvarande är över 3 000 operatörer integrerade i den egenutvecklade databasen. Bolagets tredje affiliatewebbplats är för närvarande under utveckling och planeras att lanseras innan årets slut.

B2B-samarbeten

Kalita betonade att B2B-segmentet fortsatt är en nyckelaffär för Angler och ett prioriterat fokusområde. Bolaget har ett konkurrenskraftigt erbjudande och strävar efter att utöka sina B2B-samarbeten. Kalita bekräftade att diskussioner med potentiella partners pågår men ville inte kommentera detaljer eller tidsramar. Ett nytt B2B-samarbete är planerat, men lanseringstidpunkten avgörs av kunden.

Finansiell ställning och kassaflöden

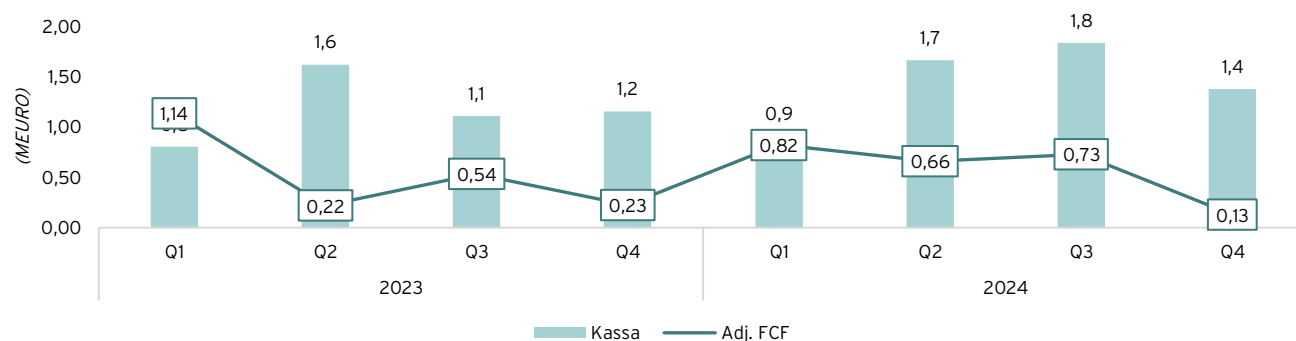
Kassan vid utgången av det fjärde kvartalet var cirka 1,38 MEURO (1,15). Angler tog under Q3'22 upp ett kortsiktigt lån på 1,0 MEURO från vd Thomas Kalita, som betalats av med totalt 0,9 MEURO. Skulden uppgick således nu till 0,1 MEURO, vilket innebar en nettokassa om 1,28 MEURO.

Anglers finansiella ställning har förbättrats avsevärt, samt att Anglers kassaflöden fortsätter att stärkas. Detta innebär att styrelsen föreslagit en utdelning om 1,0 MEURO, vilket är i linje med Anglers utdelningspolicy att dela ut 50,0-100,0 procent av vinsten.

Kassa	Räntebärande skuld	Nettoskuld
1,38 MEURO	0,10 MEURO	-1,28 MEURO

Det löpande kassaflödet före förändringar i rörelsekapital uppgick till 0,14 MEURO (0,23) och efter förändringar i rörelsekapital till 0,27 MEURO (0,04). Det fria kassaflödet för Q4'24 uppgick till -0,46 MEURO (0,04), medan justerat fritt kassaflöde (kassaflöde från den löpande verksamheten före förändringar i rörelsekapital - CAPEX) uppgick till 0,13 MEURO (0,23).

Kassa och justerat FCF, 2023-2024



Nuläge och outlook

Angler fortsätter att optimera cost of sales för att stärka bruttomarginalen och har även inlett ett arbete för att minska de finansiella kostnaderna i relation till intäkterna. Tillväxtstrategin bygger på ett ökat fokus på B2B-erbjudandet, PremierGaming, vidareutveckling av affiliate-verksamheten samt expansion inom sportboksegmentet.

I trading updaten för Q1'25 uppgavs det att dagliga genomsnittliga intäkter fram till och med 15 februari var 1,0 procent högre än motsvarande period Q1'24 samt 16,0 procent högre än genomsnittet för hela Q4'24. Detta indikerar på ett relativt starkt Q1'25 med en nettoomsättning i häraden 10,5-11,0 MEURO om tillväxten fortsätter i samma takt resterande dagar under kvartalet.

Vi justerar våra estimat avseende nettoomsättning för 2025E och framåt, då nettoomsättningstillväxten inte uppnått våra estimat. Vi justerar därmed den framtida tillväxten till 6,9 procent 2025E och 7,0 procent 2026E. Vi väljer att justera ner bruttomarginalen, då denna minskade något under kvartalet. Vår bedömning är dock fortsatt att bruttomarginalen kan komma att vara slagig framgent. 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 relativt 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)	296,2
Aktiekurs (SEK)	3,95	Nettoskuld* (MSEK)	-14,3
		Enterprise value (MSEK)	281,9

*Beräknat på en kassa om 1,4 MEURO samt kortfristig skuld till Thomas Kalita om 0,1 MEURO.

EUR/SEK: 11,59

Rullande 12 månader

Nettoomsättning	446,8 MSEK	P/S	0,7
EBIT	63,1 MSEK	EV/EBIT	4,5
Vinst	26,5 MSEK	P/E	11,2
Adj. FCF	26,1 MSEK	EV/Adj. FCF*	10,8

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

Historiskt snitt

	P/S	EV/EBIT	P/E	P/FCF
Snitt 3 år	0,8	9,4	-1,5	10,6
Snitt 5 år	1,8	9,9	4,3	14,7
Snitt 7 år	2,2	10,0	5,9	15,4

Nyckeltal (R12)

Bruttomarginal	EBITDA-marginal	EBIT-marginal	Vinstmarginal
33,2%	14,2%	14,1%	5,9%
OPCF-marginal	FCF-marginal	ROE	ROIC
0,6%	0,6%	26,3%	32,7%

Peers

Angler Gaming genererar huvudsakligen intäkter från operatörsverksamhet med fokus på casino. Vi bedömer att bolagets närmaste jämförbara aktör är Betsson, även om det är avsevärt större. De flesta internationella bolag inom iGaming är betydligt större än Angler och värderas generellt högre än svenska peers.

Vi anser att en rimlig värderingsmultipl för Angler i nuläget är P/E 10, relativt i linje med Betssons senaste R12-multipl. Överlag ser vi att svenska iGaming-bolag är undervärderade, och vi anser att även Betsson förtjänar en högre multipl. För Angler motiveras dock den lägre värderingen av dess nyligen genomförda turn-around, historiska volatilitet och begränsade transparens.

Tidigare ansåg vi att P/E 8 var en rimlig multipl, men med den bekräftade förbättringen av verksamheten och en stärkt finansiell ställning höjer vi vår motiverade multipl till P/E 10. Om bolaget fortsätter leverera tillväxt och förbättrad lönsamhet ser vi möjlighet för en ytterligare uppvärdering, men i vårt huvudscenario använder vi fortsatt 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	0,1	21,7%	2,5	-1,6%	<i>neg.</i>	-191,9%
bet-at-home.com	0,5	-20,5%	5,6	-154,0%	<i>neg.</i>	-166,0%
Betsson	1,8	17,9%	5,8	22,2%	10,9	19,6%
Better Collective	1,7	40,7%	8,6	30,2%	18,9	10,9%
Catena Media	0,5	-13,6%	<i>neg.</i>	-149,9%	<i>neg.</i>	-211,6%
Entain PLC	1,0	6,4%	15,2	0,5%	<i>neg.</i>	-184,7%
Flutter Entertainment	3,7	35,6%	63,0	9,1%	<i>neg.</i>	-221,8%
GAN Ltd	0,6	34,9%	<i>neg.</i>	-155,0%	<i>neg.</i>	-232,9%
Gentoo Media	2,0	0,2%	5,7	32,3%	9,2	17,9%
La Francaise Des Jeux	2,5	7,1%	8,4	18,2%	15,0	28,3%
Lottomatica Group	2,4	-	11,1	-	82,4	-
PENN Entertainment	0,5	3,5%	43,7	-21,3%	<i>neg.</i>	-256,1%
Raketech	0,2	20,7%	0,8	6,7%	<i>neg.</i>	-247,0%
Rush Street Interactive	1,2	68,5%	21,6	31,0%	<i>neg.</i>	14,5%
Super Group	2,4	26,7%	25,7	45,4%	981,3	17,1%
Medel	1,4	17,9%	16,7	-20,4%	186,3	-114,5%
Median	1,2	19,3%	8,6	7,9%	17,0	-175,3%
Angler Gaming	0,6	7,2%	4,6	-5,5%	10,6	-17,5%

Estimat

(MEURO)	2022	2023	2024	2025E	2026E
Nettoomsättning	31,4	38,9	40,1	42,9	45,9
% y-o-y	-27,6%	24,0%	3,0%	6,9%	7,0%
EV/S	0,8	0,7	0,6	0,6	0,6
Bruttoresultat	7,3	10,8	13,3	14,5	15,5
Bruttomarginal	23,1%	27,9%	33,2%	33,7%	33,8%
% y-o-y	-52,9%	48,5%	23,0%	8,5%	7,2%
EV/GP	3,5	2,3	1,9	1,7	1,6
Rörelsekostnader	-6,5	-6,8	-7,7	-8,2	-8,7
% y-o-y	3,2%	3,9%	13,5%	7,0%	6,1%
EBIT	0,8	4,1	5,7	6,3	6,8
EBIT-marginal	2,5%	10,5%	14,1%	14,6%	14,8%
% y-o-y	-91,7%	427,3%	38,5%	10,6%	8,7%
EV/EBIT	32,6	6,2	4,5	4,0	3,7
Vinst	-3,4	2,1	2,4	3,8	4,8
Vinstmarginal	neg.	5,4%	5,9%	8,8%	10,5%
% y-o-y	neg.	n/a	12,6%	58,5%	27,4%
P/E	neg.	12,6	11,2	7,1	5,5

Vi värderar Angler Gaming baserat på en P/E-multipel på 10x för 2026E, vilket ger ett beräknat börsvärde och aktiekurs för samma period. För att inkludera en försiktighetsaspekt visar vi även värderingen med en 30,0 procents säkerhetsmarginal på våra estimat. Vid beräkning av aktiekursen för 2026E har vi beaktat incitamentsprogrammet och antar full teckning, vilket ger ett totalt antal aktier på 77 864 995, jämfört med dagens 74 984 995.

	Värdering			
	Multipel	Vinst 2026E	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)
2026E	10	53,5	534,7	6,87
Säkerhetsmarginal (30%)	10	37,4	374,3	4,81

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	1,81	80,5%	34,4%	1,26	26,4%	12,4%

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	320,8	4,12	8,3%	224,6	2,88	-24,2%
7	374,3	4,81	26,4%	262,0	3,36	-11,5%
8	427,8	5,49	44,4%	299,4	3,85	1,1%
9	481,2	6,18	62,5%	336,9	4,33	13,7%
10	534,7	6,87	80,5%	374,3	4,81	26,4%
11	588,2	7,55	98,6%	411,7	5,29	39,0%
12	641,7	8,24	116,6%	449,2	5,77	51,6%
13	695,1	8,93	134,7%	486,6	6,25	64,3%
14	748,6	9,61	152,7%	524,0	6,73	76,9%

Vi bedömer att Angler har bekräftat sin turn-around efter det svaga 2022. Baserat på våra estimat för 2026E ser vi en uppsida på 80,5 procent, motsvarande en CAGR på 34,4 procent. Om tillväxt och lönsamhet utvecklas starkare än våra antaganden finns potential för en högre värdering än P/E 10.

Vidare ser vi möjligheter för Angler att öka omsättningstillväxten och minska de finansiella kostnaderna, vilket skulle ha en betydande positiv effekt på vinsten och stärka aktiens potential. Samtidigt bygger våra estimat på att bruttomarginalen kan upprätthållas, men en lägre bruttomarginal skulle påverka lönsamheten negativt.

Estimat - kvartalsvis 2025 och årsvis

	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025E	2026E
Nettoomsättning	11,0	10,8	10,7	10,5	42,9	45,9
<i>Tillväxt y-o-y</i>	0,6%	5,4%	11,0%	11,7%	6,9%	7,0%
Bruttoresultat	3,6	3,6	3,6	3,7	14,5	15,5
<i>Bruttomarginal</i>	32,5%	33,4%	33,8%	35,3%	<i>33,7%</i>	<i>33,8%</i>
Rörelsekostnader	-2,0	-2,1	-2,1	-2,1	-8,2	-8,7
EBIT	1,6	1,5	1,6	1,6	6,3	6,8
<i>EBIT-marginal</i>	14,7%	13,9%	14,7%	15,2%	<i>14,6%</i>	<i>14,8%</i>
Finansnetto	-0,7	-0,7	-0,6	-0,6	-2,5	-2,0
Vinst	1,0	0,8	1,0	1,0	3,8	4,8
<i>Vinstmarginal</i>	8,8%	7,8%	9,1%	9,5%	8,8%	10,5%

Källor

1. VD-intervju Q3'24: <https://www.youtube.com/watch?v=J4jUlsRryvs>
2. VD-intervju Q4'24: https://youtu.be/Oenj1Wwoito?si=EJYumBuz_E_Jq3lo

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