

2025-05-19

Nettoomsättningen för det första kvartalet uppgick till 8,2 MEURO (10,9), vilket motsvarade en minskning med cirka 24,8% y-o-y. I jämförelse med samma kvartal föregående år stärktes bruttomarginalen från 29,5% till 42,8%. Den stora förändringen i intäkter och bruttomarginal var hänförlig till en förändring i B2B-avtalen. EBIT uppgick till 1,7 MEURO (1,6), vilket var en ökning med 10,5% y-o-y och motsvarade en EBIT-marginal om 21,2% (15,4). Vinsten ökade med 64,4% y-o-y och uppgick till 1,4 MEURO (0,8).

Omförhandling av B2B-avtal och minskade intäkter

Nedgången i nettoomsättningen under det Q1'25 kan förklaras av tre faktorer: omförhandlade avtal med B2B-partners, en lägre hold samt avslutade olönsamma affiliate deals. Den nya B2B-strukturen, som trädde i kraft den 1 januari 2025, innebär att partnerbolagen nu själva står för kostnader relaterade till betalningslösningar och drift, kostnader som tidigare belastade Angler. Detta ledde till lägre intäkter från B2B-segmentet men har samtidigt inneburit en tydligt förbättrad kostnadsstruktur. Utöver detta var den senare delen av kvartalet svagare, främst på grund av högre spelarvinster, en trend som fortsatte in i april men som har visat förbättring under de senaste veckorna-

Högre lönsamhet trots lägre intäkter

Trots en minskning i intäkter ökade lönsamheten. Till följd av förändringarna i B2B-affären stärktes bruttomarginalen avsevärt samt var en av faktorerna till lägre finansiella kostnader. Detta ledde till att vinsten ökade med hela 64,4% y-o-y. De kundrelaterade KPI:erna var relativt svaga under kvartalet, men kunddeponeringar var på den högsta nivån sedan Q4'21. Hold minskade för det fjärde kvartalet i rad, vilket påverkade intäkterna negativt. Hold kommer dock att ha en naturlig variation mellan kvartalen beroende på spelarutfall.

Outlook

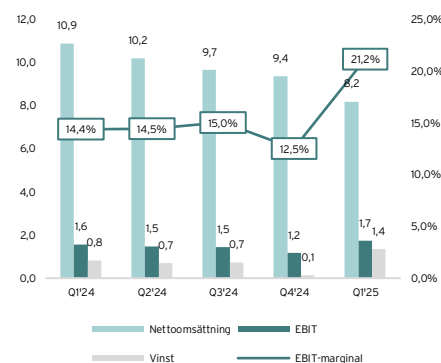
Vi bedömer att Angler har genomfört en operationell turn-around, stärkt sin finansiella ställning och stabiliserat lönsamheten. Förändring i B2B-affären har lett till lägre intäkter, men en starkt lönsamhet. Angler har fortsatt fokus på att minska de finansiella kostnaderna, vilket ger stor effekt på vinsten. PremierGaming har hittills inte drivit tillväxt, och vi ser B2B-segmentet som den främsta tillväxtfaktorn framåt. Trading-updaten inför Q2'25 var i linje med aktuellt kvartal med en minskning i intäkterna y-o-y. Angler har föreslagit en utdelning på 1,0 MEUR, motsvarande en direktavkastning på cirka 4,0%. Kombinationen av en aktieägarvänlig utdelningspolicy och potential till hög uppsida på våra estimat om 89,1% för 2026E gör Angler till ett intressant case framgent. Vi har räknat med en relativt försiktig nettoomsättning, och om den accelererar finns goda möjligheter till starkare vinsttillväxt framöver.

(MEUR)	2022	2023	2024	2025E	2026E
Nettoomsättning	31,4	38,9	40,1	33,3	35,6
Tillväxt y-o-y	-27,6%	24,0%	3,0%	-17,0%	7,0%
EV/S	0,8	0,7	0,6	0,7	0,7
Bruttoresultat	7,3	10,8	13,3	13,9	15,1
Bruttomarginal	23,1%	27,9%	33,2%	41,7%	42,3%
Rörelsekostnader	-6,5	-6,8	-7,7	-8,2	-8,7
EBIT	0,8	4,1	5,7	6,1	6,4
EBIT-marginal	2,5%	10,5%	14,1%	18,5%	17,9%
EV/EBIT	31,2	5,9	4,5	3,9	3,8
Vinst	-3,4	2,1	2,4	4,6	4,8
Vinstmarginal	neg.	5,4%	5,9%	13,9%	13,5%
P/E	neg.	12,6	11,2	5,5	5,3

Fakta

VD	Thomas Kalita
Lista	Spotlight
Ticker	ANGL
Aktiekurs (SEK)	3,70
Antal aktier (Miljoner)	75,0
Börsvärde (MSEK)	277,4
Nettoskuld (MSEK)	-12,8
EV (MSEK)	264,7
Insideräggande	9,12%
Nästa rapport	2025-08-20

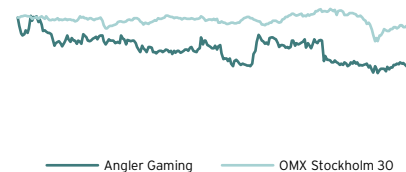
Kvartalsutveckling



Analytiker

Erik Lundberg
erik.lundberg@kalqyl.se

Kursutveckling 12 månader



Kursutveckling %	1 m	3 m	12m
Angler Gaming	1,1	-21,4	-29,7

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 3,9x EBIT eller 5,5x vinsten på 2025E, vilket vi anser vara en låg värdering. Huvudscenariot förutsätter dock att bolaget fortsätter växa och stärka marginalerna framåt.

"We continue to focus on the Group's employees and to improve the knowledge base and experience of the people in the Group. To further stress the importance of each person in our Group we have internally re-introduced the Average EBIT per Employee KPI, which should help to further improve productivity and efficiency and, therefore, overall performance."

- 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

Omförhandling av B2B-avtal minskar intäkter men ökar lönsamheten

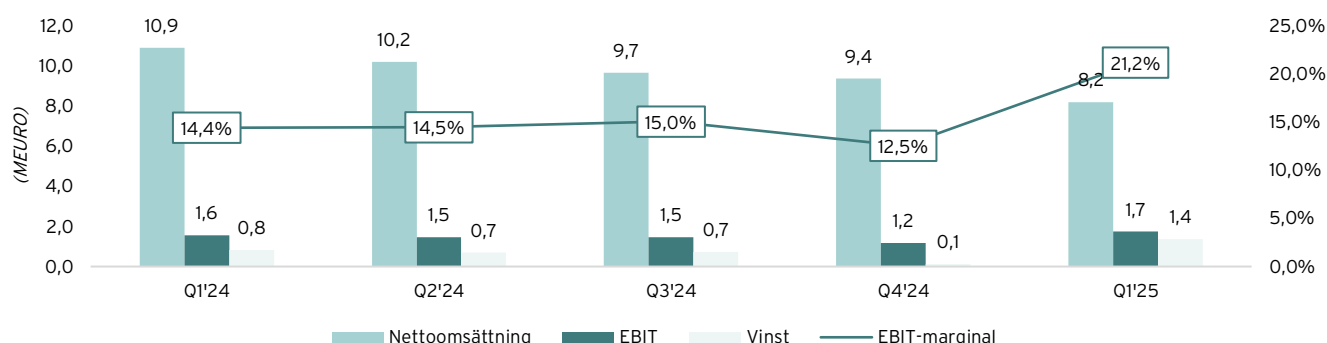
Nettoomsättningen för det första kvartalet uppgick till 8,2 MEURO (10,9), vilket motsvarade en minskning med cirka 24,8% y-o-y. Minskningen i nettoomsättning var hänförlig till att Angler omförhandlat sina avtal med B2B-partners, en lägre hold samt avslutade olönsamma affiliatedeals. Förändringen avseende B2B-avtalen innebar en betydande förändring i affärsmodellen. Från och med 1 januari 2025 bär B2B-partnerna själva alla kostnader relaterade till betalningslösningar och drift, vilket tidigare belastade Angler. Denna förändring har visserligen lett till lägre intäkter från B2B-segmentet, men har samtidigt medfört en markant förbättrad kostnadsstruktur. Minskningen var också hänförlig till att andra delen av Q1'25 var svagare, främst på grund av högre spelarvinster. Detta fortsatte in i april, men har de senaste veckorna förbättrats.

Den markant förbättrade kostnadsstrukturen till följd av omförhandlingen av B2B-avtal ledde till att bruttomarginalen steg kraftigt i kvartalet och uppgick till 42,8% (29,5). Detta i kombination med en generell god kostnadskontroll medförde att EBIT uppgick till 1,7 MEURO (1,6), vilket var en ökning med 10,5%. EBIT-marginalen uppgick till 21,2% (14,4), vilket var en signifikant förbättring.

Vinsten uppgick till 1,4 MEURO (0,8), vilket var en ökning med 64,4%. Detta hänförligt till stärkt bruttomarginal och god kostnadskontroll, men också det faktum att finansiella kostnader minskade avsevärt.

Positivt var också att det viktiga KPI:et kunddeponeringar utvecklades positivt och var på den högsta nivån sedan 2021. Samtliga KPI:er kopplat till kunder var dock något svagare jämfört med både föregående kvartal och samma kvartal föregående år.

Nettoomsättning, EBIT och vinst



Utfall vs Estimat

Nettoomsättningen inkom lägre än vad vi estimerat, vilket var hänförligt till bolagets förändrade B2B-modell. Denna förändring medförde en helt annan kostnadsstruktur, vilket medförde att bruttomarginalen inkom väldigt mycket starkare än vad vi räknat med. Bruttoresultatet var dock relativt i linje med våra estimat. EBIT inkom något starkare än vad vi räknat med hänförligt till en god kostnadskontroll under kvartalet. Vinsten inkom avsevärt högre än vad vi estimerat hänförligt till betydligt lägre finansiella kostnader än vad vi räknat med.

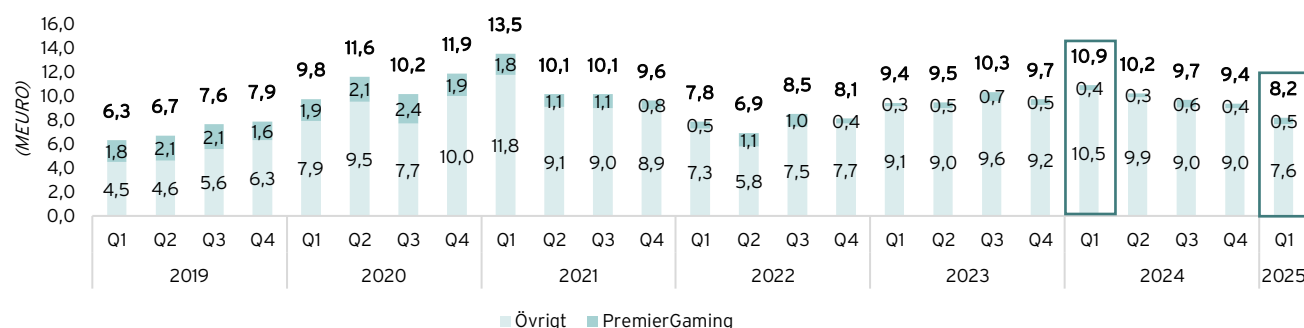
(MEURO)	Estimat Q1'25	Utfall Q1'25	Differens
Nettoomsättning	10,95	8,18	-25,3%
Tillväxt y-o-y	0,6%	-24,8%	-24,2pp
Bruttoresultat	3,56	3,50	-1,7%
Bruttomarginal	32,5%	42,8%	+10,3pp
Rörelsekostnader	1,95	1,77	-9,2%
EBIT	1,61	1,73	+7,5%
EBIT-marginal	14,7%	21,2%	+6,5pp
Justerad vinst	0,96	1,36	+41,7%
Justerad vinstmarginal	8,8%	16,6%	+7,8pp

Intäktsfördelning

Nettoomsättningen för det första kvartalet uppgick till 8,2 MEURO (10,9), vilket motsvarade en minskning med 24,8% y-o-y. Minskningen i nettoomsättning under kvartalet var främst ett resultat av omförhandlade avtal med B2B-partners, vilket innebar en väsentlig förändring av Anglers affärsmodell. Från och med den 1 januari 2025 överfördes ansvaret för kostnader relaterade till betalningslösningar och drift till B2B-partnerna, kostnader som tidigare belastade Angler. Utöver detta påverkades intäkterna negativt av en svagare utveckling under den senare delen av kvartalet, framför allt till följd av högre spelarvinster. Denna trend fortsatte in i april, men har under de senaste veckorna visat tecken på återhämtning.

PremierGaming utgjorde 6,7% (3,8) av intäkterna i kvartalet, vilket motsvarade 0,5 MEURO (0,4). Andelen intäkter från övriga delar i Angler uppgick till 7,6 MEURO (10,5), vilket var en minskning om 27,0% då det är här B2B-delen återfinns.

Segmentsfördelning av intäkter, 2019-2025



PremierGaming

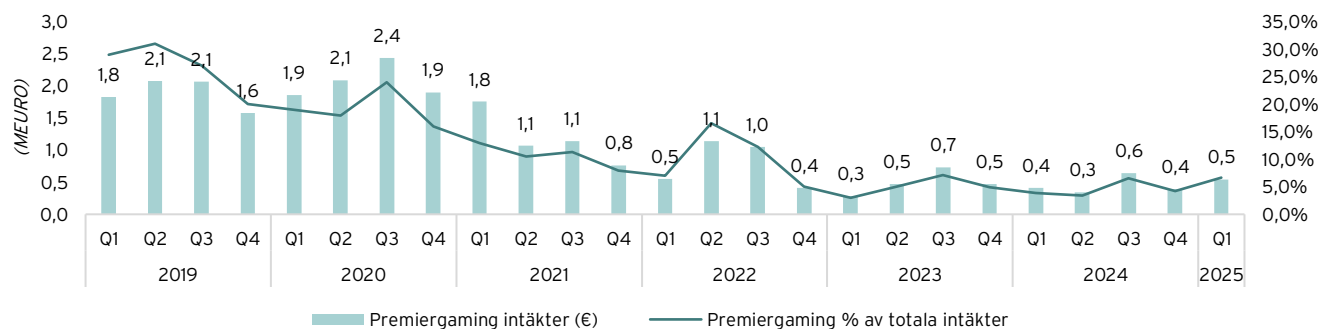
PremierGaming uppvisade en tillväxt om 31,3% i intäkter y-o-y, om än från låga nivåer. Under kvartalet stod bolaget för 6,7 % av koncernens totala intäkter, vilket innebar intäkter om totalt 0,5 MEURO (0,4). Trots en utmanande marknad noterades en ökning i antalet aktiva betalande kunder, vilket tyder på fortsatt uppskattning från bolagets målgrupp.

Enligt Kalita var en bidragande orsak till den förbättrade lönsamheten i koncernen som helhet en god kostnadskontroll inom PremierGaming, särskilt avseende kostnader för försäljning och marknadsföring. Marknadsföringsinsatser sker stötvis för PremierGaming som sedan följs upp och utvärderas. Detta då det är svårt att på förhand bedöma spelarvärden i målgruppen.

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 ökade lönsamheten från övriga delar bedömer vi kommer att leda till vinsttillväxt framåt. Under Q2'24 lanserades en uppdaterad version av ProntoCasino.se mot den svenska marknaden, inklusive det nya lotteribettingerbjudandet. Lanseringen av sportbokserbjudandet under Q3'24 är också en option på fortsatt tillväxt för PremierGaming.

PremierGamings intäkter och andel av totalen, 2019-2025



Förbättrad bruttomarginal till följd av omförhandlade B2B-avtal

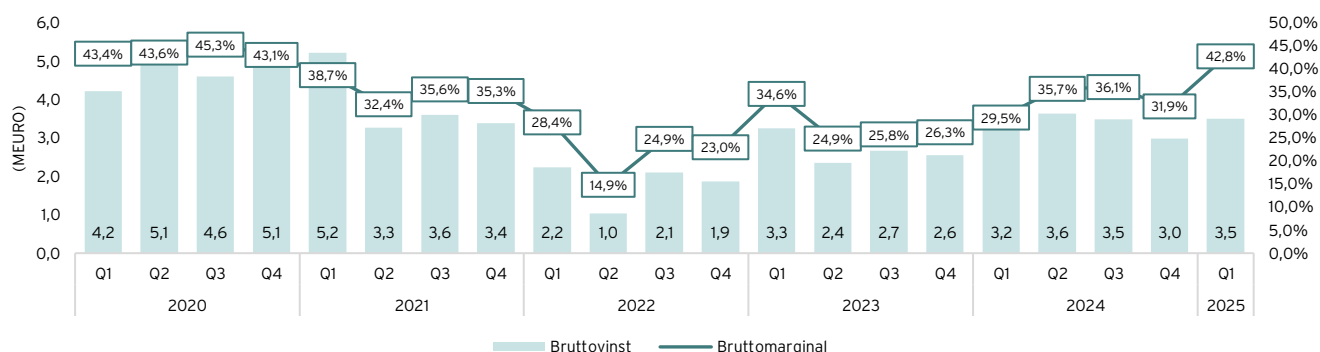
Bruttomarginalen under kvartalet uppgick till 42,8 procent (29,5), en markant förbättring jämfört med samma kvartal föregående år. Förbättringen är i hög grad hänförlig till de omförhandlade B2B-avtalen, som innebär att B2B-partners nu själva alla kostnader relaterade till betalningslösningar och drift. Detta försvårar jämförelsen av bruttomarginal mot tidigare kvartal, då detta innebär en betydande förändring i affärsmodellen för B2B. Bruttovinsten ökade från 3,2 MEURO till 3,5 MEURO, en ökning om 9,1% vilket var mycket positivt trots en enligt Kalita utmanande andra halva av kvartalet med höga spelarvinster.

De kundrelaterade KPI:erna var ner y-o-y och jämfört med föregående kvartal, vilket indikerar ett minskat fokus på kundanskaffning i kvartalet. Kalita uppgav att bolaget haft ett fokus på kostnadskontroll och främst på bolagets huvudsakliga kostnadsdrivare som är cost of sales och marknadsföring för PremierGaming. Detta bör också innebära en positiv effekt på bruttomarginalen i kvartalet.

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.

Angler lämnar ingen specifik prognos för bruttomarginalen framöver, men Kalita betonade att en fortsatt minskning av cost of sales förblir ett prioriterat fokusområde. I diagrammet nedan ses den stora effekten på bruttomarginalen av den nya affärsmodellen för B2B.

Bruttovinst och bruttomarginal, 2020-2025



Cost of sales påverkas av flera rörliga faktorer som medför att bruttomarginalen kan variera:

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

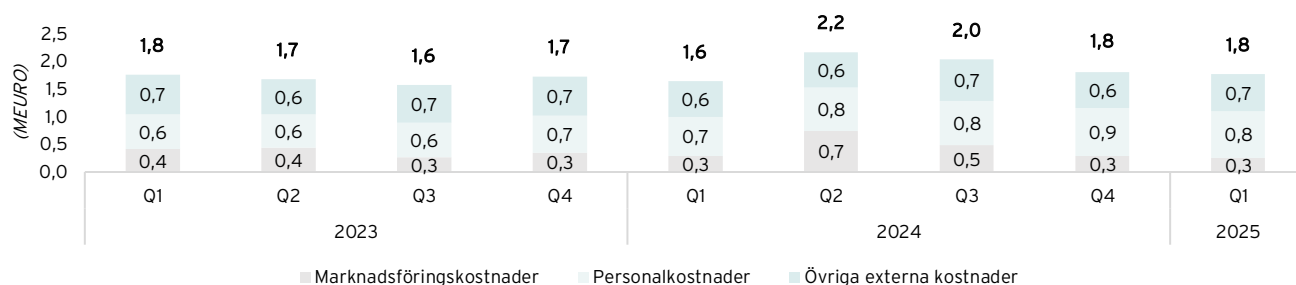
Avgifterna mellan olika betalningsleverantörer skiljer sig och således påverkas cost of sales av vilken betalningslösning som kunderna använder,

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 tidigare etablerats över 30,0%.

Fortsatt god kostnadskontroll

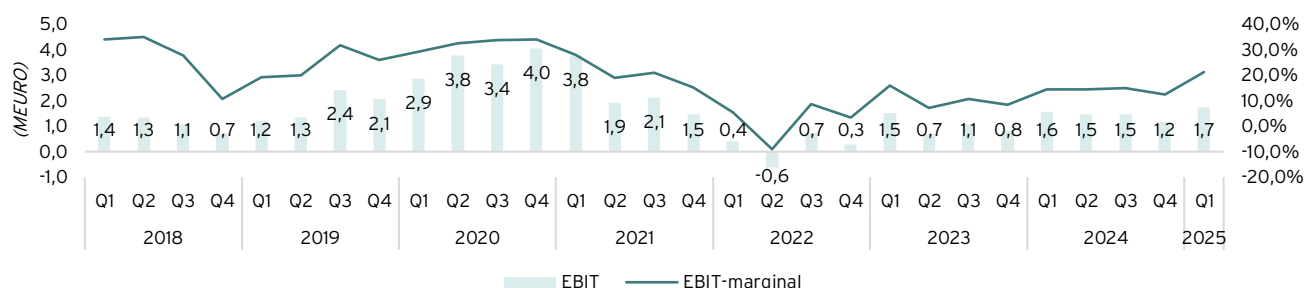
Angler uppvisade en fortsatt god kostnadskontroll, där rörelsekostnaderna uppgick till 1,8 MEURO (1,6) och ligger kvar på en stabil nivå. Jämfört med föregående år ökade personalkostnader med 19,5% och utgjorde majoriteten av kostnadsökningen i kvartalet. Angler har stärkt upp organisationen den senaste tiden för att få verksamheten på rätt köl igen. De har således minskat personberoendet och stärkt kompetensen kring bland annat teknisk utveckling, AML och ansvarsfullt spelande. Övriga kostnadsposter var i stort sett oförändrade. Vår bedömning är att OPEX inte kommer öka nämnvärt framgent.

Utveckling av rörelsekostnader, 2023-2025



EBIT uppgick till 1,7 MEURO (1,6), vilket var en ökning med cirka 10,5% i jämförelse med samma kvartal föregående år. Ökningen var hänförlig till den förändrade affärsmodellen för B2B som stärkte bruttomarginalen samt den fortsatta goda kostnadskontrollen. Angler levererade en EBIT-marginal om 21,2% (14,4)

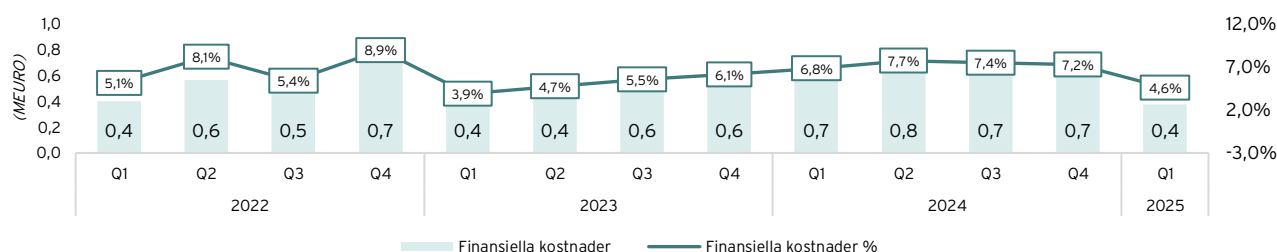
EBIT och EBIT-marginal, 2018-2025



Vinsten uppgick till 1,4 MEURO (0,8) och var en klar förbättring med 64,4% jämfört med föregående år. Anledningen till ökningen var samma faktorer som beskrevs tidigare i kombination med avsevärt lägre finansiella kostnader.

De finansiella kostnaderna minskade kraftigt y-o-y och uppgick till 0,4 MEUR (0,7). Kalita har tidigare uppgett att de finansiella kostnaderna är relaterade till valutafuktuationer och att ett av fokusområdena framgent är att minska dessa i relation till nettoomsättningen. Enligt Kalita har bolaget intensifierat arbetet med att minska de finansiella kostnaderna i kvartalet. Under 2021 utgjorde de finansiella kostnaderna 0,8-2,4% av nettoomsättningen, men låg under 2024 i intervallet 6,8-7,7%. I nuvarande kvartal utgjorde de finansiella kostnader 4,6% (6,8) av nettoomsättningen. Minskningen i kvartalet var hänförlig till den förändrade affärsmodellen för B2B samt Anglers intensifierade arbete att se över denna kostnadspost.

Finansiella kostnader i relation till nettoomsättning, 2019-2025



Key Performance Indicators

Angler Gaming rapporterar flera operativa KPI:er utöver de finansiella. Kunddeponeringar ökade med 2,7% jämfört med föregående kvartal och 4,8% y-o-y. Net Game Win var i stort sett oförändrat jämfört med Q4'24 men minskade 9,7% y-o-y.

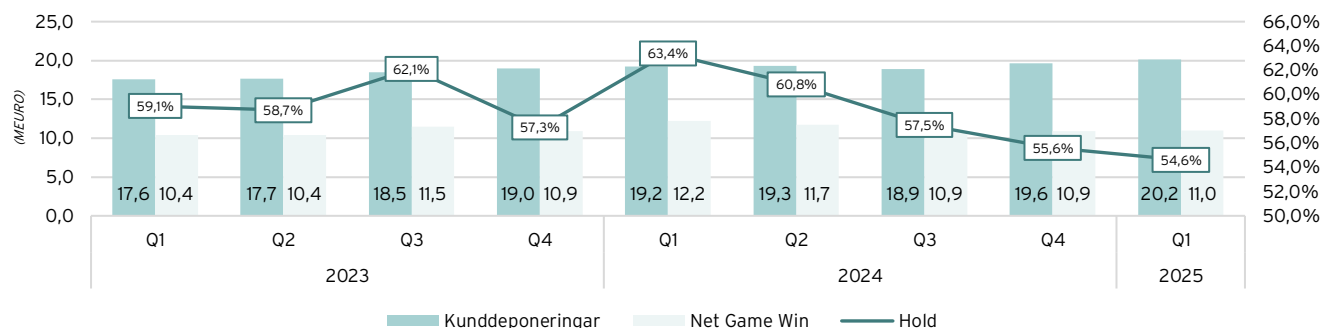
Hold uppgick till 54,6% (63,4), den lägsta nivån sedan Q4'22. Hold varierar naturligt utifrån spelarnas vinster, och förhoppningsvis kan Angler återgå till en högre nivå framöver. Samtidigt låg kunddeponeringarna på den högsta nivån sedan Q4'21, vilket är positivt då det är från dessa framtida intäkter genereras.

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.

Kunddeponeringar, Net Game Win och Hold, 2023-2025



Under kvartalet minskade antalet aktiva kunder med 28,9% y-o-y till 41 439 (57 727). Även antalet nya registrerade kunder (22,1% y-o-y) och nya deponerande kunder (-6,6% y-o-y) utvecklades negativt jämfört med samma kvartal föregående år.

Vi bedömer att denna minskning främst berodde på en mer återhållsam kundanskaffning och mindre kampanjer och bonusar under kvartalet. Detta i kombination med minskad generell marknadsföring.

Kundutveckling, 2020-2025



Sammantaget var det en relativt svag utveckling för Anglers kundrelaterade KPI:er, medan kunddeponeringar fortsatt var stark. De kundrelaterade KPI:erna fluktuerar en del mellan kvartal beroende på fokus på kundanskaffning, kampanjer, bonusar och marknadsföring. Det KPI vi följer mest noggrant är hold och kunddeponeringar. Kunddeponeringar visar hur mycket pengar som kommer in på plattformen och det är från dessa framtida intäkter genereras. Hold är också avgörande och denna var lägre än tidigare kvartal relaterat till högre spelarvinster i kvartalet.

Kundutveckling, 2024

	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	Q1'25
Active Customers	57 727	48 759	52 152	58 314	41 439
<i>Tillväxt y-o-y</i>	<i>26,7%</i>	<i>33,1%</i>	<i>9,0%</i>	<i>13,4%</i>	<i>-28,2%</i>
<i>Sekventiell tillväxt q-o-q</i>	<i>12,3%</i>	<i>-15,5%</i>	<i>7,0%</i>	<i>11,8%</i>	<i>-28,9%</i>
New Registered Customers	49 900	32 988	47 985	77 879	38 853
<i>Tillväxt y-o-y</i>	<i>-6,6%</i>	<i>6,4%</i>	<i>-13,1%</i>	<i>30,9%</i>	<i>-22,1%</i>
<i>Sekventiell tillväxt q-o-q</i>	<i>-16,1%</i>	<i>-33,9%</i>	<i>45,5%</i>	<i>62,3%</i>	<i>-50,1%</i>
New Depositing Customers	12 135	9 374	10 203	16 401	11 335
<i>Tillväxt y-o-y</i>	<i>5,4%</i>	<i>-2,8%</i>	<i>-39,4%</i>	<i>13,7%</i>	<i>-6,6%</i>
<i>Sekventiell tillväxt q-o-q</i>	<i>-15,9%</i>	<i>-22,8%</i>	<i>8,8%</i>	<i>60,7%</i>	<i>-30,9%</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%) 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.

Initialt var Marlin Media inriktade på spanskttalande och portugisiskttalande användare via plattformarna fiebredecasino.com och febredecasino.com. Målet har hela tiden varit att expandera till fler geografiska marknader. Marlin har lanserat en databasplattform samt ett nytt innehållshanteringssystem samt AI-drivna verktyg för att optimera drift och innehållsanpassning. Detta har möjliggjort att Marlin kunnat lansera tre nya sidor, vilket innebär att de nu har fem aktiva sidor. Utöver tidigare nämnda sidor mot spanskttalande och portugisiskttalande användare har även sidor på tyska (feuecasinos.com), polska (goracekasyna.com) och franska (fievreducasino.com) lanserats. Dessa sidor innehåller i dagsläget casinorecensioner, nyheter samt guider, främst inom livecasino och poker. För närvarande är över 3 000 operatörer integrerade i den egenutvecklade databasen.

Under Q1'25 ökade den organiska trafiken med hela 90 % jämfört med föregående kvartal, vilket är en stark utveckling. 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 Q1'26.

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.

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 har tidigare bekräftat att diskussioner med potentiella partners pågår men har ej kommenterat detaljer eller tidsramar. Ett nytt B2B-samarbete är planerat, men lanseringstidpunkten avgörs av kunden.

Finansiell ställning och kassaflöden

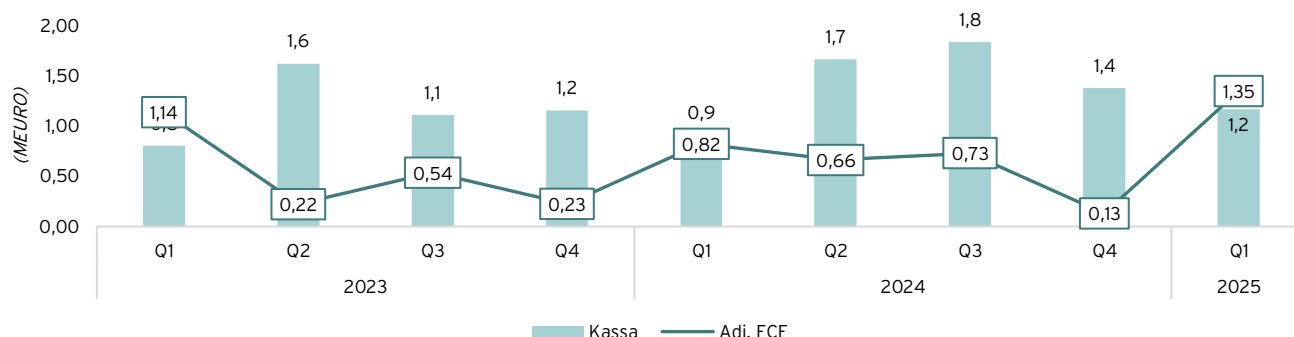
Kassan vid utgången av det första kvartalet var cirka 1,17 MEURO (0,91). Angler tog under Q3'22 upp ett kortsiktigt lån på 1,0 MEURO från vd Thomas Kalita, där den sista amorteringen utfördes under kvartalet. Angler är således återigen skuldfritt, vilket innebär en nettokassa om 1,17 MEURO.

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% av vinsten.

Kassa	Räntebärande skuld	Nettoskuld
1,17 MEURO	0,0 MEURO	-1,17 MEURO

Det löpande kassaflödet före förändringar i rörelsekapital uppgick till 1,36 MEURO (0,84) och efter förändringar i rörelsekapital till -0,20 MEURO (-0,23). Det fria kassaflödet för Q1'25 uppgick till -0,21 MEURO (-0,24), medan justerat fritt kassaflöde (kassaflöde från den löpande verksamheten före förändringar i rörelsekapital - CAPEX) uppgick till 1,35 MEURO (0,82).

Kassa och justerat FCF, 2023-2025



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. En stor händelse i Q1'25 var att Angler gjort om affärsmodellen för B2B, vilket ledde till minskade intäkter men också en högre bruttomarginal. Från och med den 1 januari 2025 överfördes ansvaret för kostnader relaterade till betalningslösningar och drift till B2B-partnerna, kostnader som tidigare belastade Angler. Detta påverkar jämförbarheten med historiska kvartal, men enligt vår bedömning kommer detta påverka lönsamheten för Angler positivt.

I trading updaten för Q2'25 uppgavs det att den genomsnittliga dagliga net gaming revenue för Q2'25, fram till och med den 13 maj, var 16,0% lägre än den genomsnittliga dagliga net gaming revenue för hela Q2'24. Detta inkluderar effekten av den nya B2B-affärsmodellen.

Vi justerar våra estimat framåt avseende såväl nettoomsättning som lönsamhet, då förändringen i affärsmodellen för B2B ger en betydande påverkan. 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.

Värdering

Key stats, SEK

Antal aktier	74 984 995	Börsvärde (MSEK)	277,4
Aktiekurs (SEK)	3,70	Nettoskuld* (MSEK)	-12,8
		Enterprise value (MSEK)	264,7

*Beräknat på en kassa om 1,3 MEURO samt ingen skuld.

EUR/SEK: 10,93

Key stats, €

Antal aktier	74 984 995	Börsvärde (MSEK)	25,4
Aktiekurs (SEK)	0,339	Nettoskuld* (MSEK)	-1,17
		Enterprise value (MSEK)	24,2

*Beräknat på en kassa om 1,3 MEURO samt ingen skuld.

Rullande 12 månader

Nettoomsättning	408,9 MSEK	P/S	0,7
EBIT	63,7 MSEK	EV/EBIT	4,1
Vinst	31,8 MSEK	P/E	8,7
Adj. FCF	31,4 MSEK	EV/Adj. FCF*	8,4

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

Historiskt snitt

	P/S	EV/EBIT	P/E	P/FCF
Snitt 3 år	0,8	8,8	-0,4	9,0
Snitt 5 år	1,7	9,4	4,6	13,4
Snitt 7 år	1,9	9,3	5,9	13,9

Nyckeltal (R12)

Bruttomarginal	EBITDA-marginal	EBIT-marginal	Vinstmarginal
36,4%	15,7%	15,6%	7,8%
OPCF-marginal	FCF-marginal	ROE	ROIC
0,8%	0,7%	28,2%	31,8%

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 vinsttillväxt 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	22,0%	3,9	-11,7%	-0,8	-174,3%
bet-at-home.com	0,5	-18,8%	2,8	-155,4%	-5,0	-175,5%
Betsson	2,1	12,8%	6,8	17,1%	12,6	13,5%
Better Collective	1,9	40,7%	9,3	30,2%	21,0	10,9%
Catena Media	0,3	-16,3%	-0,2	-195,9%	-0,3	-225,0%
Entain PLC	1,0	7,2%	15,4	1,7%	-11,0	-192,6%
Flutter Entertainment	2,0	9,4%	9,3	19,1%	15,0	25,3%
GAN Ltd	3,0	18,9%	22,4	14,3%	83,3	49,0%
Gentoo Media	0,6	30,6%	64,1	15,9%	-7,8	10,9%
La Francaise Des Jeux	1,4	14,0%	5,6	36,6%	13,1	20,1%
Lottomatica Group	2,9	-	11,9	-	58,1	-
PENN Entertainment	0,4	13,2%	15,4	31,6%	-28,2	13,6%
Raketech	0,2	12,1%	1,1	0,8%	-0,2	-254,1%
Rush Street Interactive	1,1	28,3%	11,4	20,5%	121,4	64,4%
Super Group	2,3	10,9%	13,0	3,6%	33,1	-7,2%
Medel	1,3	13,2%	12,8	-12,3%	20,3	-58,7%
Median	1,1	13,0%	9,3	15,1%	12,6	10,9%
Angler Gaming	0,7	-2,9%	4,2	-16,1%	8,8	-24,0%

Estimat

(MEURO)	2022	2023	2024	2025E	2026E
Nettoomsättning	31,4	38,9	40,1	33,3	35,6
% y-o-y	-27,6%	24,0%	3,0%	-17,0%	7,0%
<i>EV/S</i>	<i>0,8</i>	<i>0,6</i>	<i>0,6</i>	<i>0,7</i>	<i>0,7</i>
Bruttoresultat	7,3	10,8	13,3	13,9	15,1
<i>Bruttomarginal</i>	<i>23,1%</i>	<i>27,9%</i>	<i>33,2%</i>	<i>41,7%</i>	<i>42,3%</i>
% y-o-y	-52,9%	48,5%	23,0%	4,0%	8,6%
<i>EV/GP</i>	<i>3,3</i>	<i>2,2</i>	<i>1,8</i>	<i>1,7</i>	<i>1,6</i>
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	6,1	6,4
<i>EBIT-marginal</i>	<i>2,5%</i>	<i>10,5%</i>	<i>14,1%</i>	<i>18,5%</i>	<i>17,9%</i>
% y-o-y	-91,7%	427,3%	38,5%	8,4%	3,6%
<i>EV/EBIT</i>	<i>31,1</i>	<i>5,9</i>	<i>4,3</i>	<i>3,9</i>	<i>3,8</i>
Vinst	-3,4	2,1	2,4	4,6	4,8
Vinstmarginal	<i>neg.</i>	5,4%	5,9%	13,9%	13,5%
% y-o-y	<i>neg.</i>	<i>n/a</i>	12,6%	94,2%	4,0%
<i>P/E</i>	<i>neg.</i>	12,0	10,7	5,5	5,3

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% 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	52,5	524,6	6,74
<i>Säkerhetsmarginal (30%)</i>	<i>10</i>	<i>36,7</i>	<i>367,2</i>	<i>4,72</i>

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	1,89	89,1%	43,9%	1,32	32,4%	17,4%

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	314,8	4,04	13,5%	220,3	2,83	-20,6%
7	367,2	4,72	32,4%	257,1	3,30	-7,3%
8	419,7	5,39	51,3%	293,8	3,77	5,9%
9	472,2	6,06	70,2%	330,5	4,24	19,1%
10	524,6	6,74	89,1%	367,2	4,72	32,4%
11	577,1	7,41	108,0%	404,0	5,19	45,6%
12	629,6	8,09	126,9%	440,7	5,66	58,8%
13	682,0	8,76	145,8%	477,4	6,13	72,1%
14	734,5	9,43	164,7%	514,1	6,60	85,3%

Vi bedömer att Angler har bekräftat sin turn-around efter det svaga 2022. Baserat på våra estimat för 2026E ser vi en uppsida på 89,1%, motsvarande en CAGR på 43,9%. 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 nettoomsättningen och att tappet för 2025 inte blir så betydande som vi estimerat. Detta i kombination med en hög bruttomarginal skulle ha en betydande positiv effekt på vinsten och stärka aktiens potential. Samtidigt bygger våra estimat på att bruttomarginalen kan upprätthållas, där en lägre bruttomarginal skulle påverka lönsamheten avsevärt negativt.

Estimat - kvartalsvis 2025 och årsvis

	Q1'25A	Q2'25E	Q3'25E	Q4'25E	2025E	2026E
Nettoomsättning	8,2	8,4	8,2	8,5	33,3	35,6
<i>Tillväxt y-o-y</i>	-24,8%	-18,1%	-15,0%	-8,9%	-17,0%	7,0%
Bruttoresultat	3,5	3,4	3,4	3,6	13,9	15,1
<i>Bruttomarginal</i>	42,8%	40,3%	41,1%	42,5%	41,7%	42,3%
Rörelsekostnader	-1,8	-1,8	-2,1	-2,1	-8,2	-8,7
EBIT	1,7	1,6	1,3	1,5	6,1	6,4
<i>EBIT-marginal</i>	21,2%	18,7%	16,1%	17,9%	18,5%	17,9%
Finansnetto	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-1,5	-1,6
Vinst	1,4	1,2	0,9	1,2	4,6	4,8
<i>Vinstmarginal</i>	16,6%	13,9%	11,5%	13,5%	13,9%	13,5%

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