

Bolagets åtgärder verkar ha fått effekt på direkten

Ett trendbrott tycks ha skett under kvartalet

Även om bolagets utmaningar ännu inte är helt är övervunna, verkar det som att utfallet för det tredje kvartalet kan visa på ett trendbrott. Omsättningen och rörelseresultat minskade förvisso på årsbasis, men ökade rejält sekventiellt. Nettoomsättningen uppgick till 8,5 (10,1) MEUR, en minskning med -16,1% på årsbasis, men sekventiellt är det en ökning med hela 23%. Rörelseresultatet hamnade på 0,7 (2,1) MEUR, vilket är ned -65% på årsbasis, men upp 218% sekventiellt. Vad som sticker ut är att det negativa rörelseresultatet i det andra kvartalet verkar ha varit mer av en engångshändelse, då bolaget återigen visar ett positivt rörelseresultat. Även resultatet för kvartalet slutade positivt på 0,3 MEUR. När man ser på bolagets prestation i år, jämfört med föregående år, måste man ha i åtanke att jämförelsetalen föregående års är tuffa. Däremot kan vi se fram emot ett kommande fjärde kvartal där fotbolls-VM snart går av stapeln, vilket borde kunna fortsätta den positiva trenden från det tredje kvartalet.

Negativ KPI-utveckling under kvartalet

Kundinsättningarna fortsatte att minska kraftigt på årsbasis i det tredje kvartalet. Totalt sett minskade de med -24% till 16,7 (21,9) MEUR. Aktiva kunder minskade i sin tur med -16% till 52 876 (62 599) och även nya deponerande kunder minskande med -31%. Totalt uppgår de nya deponerade kunder till 13 562 (19 584) på årsbasis. Även det tredje kvartalet 2021 var starkt, vilket man bör ha i åtanke och bolaget kommer fortsatt att möta tuffa jämförelsetal under det kommande kvartalet. Den positiva ljusglimten, vid en sekventiell jämförelse, var att kundinsättningarna ökade med 10% och bolagets andel av spelandet (Hold) ökade med 8% till 55,7%. I rapporten kommunicerar bolaget att utvecklingen för de första 39 dagarna i det fjärde kvartalet visar på en marginell ökning i net game win med 1% mot kvartalet innan. Men med tanke på att fotbolls-WM snart börjar, torde omsättningen kunna stärkas och vi räknar med att bolaget kommer att rapportera ett starkare fjärde kvartal jämfört med det tredje kvartalet i år.

Kassan kan komma att behöva stärkas igen

Den utdelning om 6,4 MEUR som utbetalades under det andra kvartalet har som vi förutspått skapat en viss press på bolaget från ett kassaflödesperspektiv. Även om bolaget visar på ett positivt fritt kassaflöde för året så här långt, har det i det andra kvartalet kortsiktigt lånat 1 MEUR från ett företag kontrollerat av VD och en annan styrelseledamot i bolaget. Vid kvartalets utgång uppgår kassan nu till 1 MEUR och det kan inte uteslutas att nytt kapital kan behöva tas in om den positiva trenden som vi räknar med inte fortsätter i det fjärde kvartalet.

Angler Gaming

Rapportkommentar

Datum 11 november 2022
Analytiker Martin Stojilkovic

Basfakta

Bransch iGaming
Styrelseordförande Olga Finkel
Vd Thomas Kalita
Noteringsår 2012
Listning Spotlight Stock Market
Ticker ANGL
Aktiekurs 4,92 kr
Antal aktier, milj. 75,0
Börsvärde, mkr 368,9
Nettoskuld, mkr -10,8
Företagsvärde (EV), mkr 379,7
Webbplats www.anglergaming.com

Kursutveckling senaste året



Källa: Refinitiv

Prognoser & Nyckeltal, mkr

	2021	2022p	2023p	2024p
Nettoomsättning	43,4	32,8	37,4	42,6
Rörelseres. (EBIT)	9,3	1,4	5,0	5,9
Nettoresultat	7,3	-0,4	3,8	4,6
Vinst per aktie	0,10 kr	-0,01 kr	0,05 kr	0,06 kr
Omsättningstillväxt	0%	-24%	14%	14%
Rörelsemarginal	21%	-85%	13%	14%
Vinstmarginal	17%	-106%	10%	11%
P/E-tal	50,8	-890,3	96,5	79,6
EV/ebit	41,0	269,6	75,6	64,0
P/S-tal	8,5	11,3	9,9	8,7
EV/omsättning	8,7	11,6	10,2	8,9

Källa: Bolaget, Analysguiden

Investeringsstes

Vissa ljuspunkter trots de fortsatta utmaningarna

Kräftgången fortsätter alltså för bolaget och även om det tredje kvartalet verkar visa på ett potentiellt trendbrott för bolaget. Att vända tillväxten i enlighet med den sjösatta åtgärdsplanen förfaller äntligen bära frukt. Trots en relativt svag guidningen för det fjärde kvartalet kommer kommande fotbolls-VM med stor sannolikhet driva upp omsättningen för bolaget. På årsbasis tynger fortsatt den starka utvecklingen från föregående år. Men bolaget uppger en positiv sekventiell tillväxt i net game win med 18% mellan årets andra och tredje kvartalet.

Det finns även några fler tillväxttriggers i form av det samägda bolaget i Sydamerika, som har genererat intäkter från april. De två av bolaget nya tecknade B2B-samarbeten efter det första kvartalets utgång, bidrar också positivt från det tredje och fjärde kvartalet i år. Enligt bolagets prognos kommer den uppdaterade sportboken att bli klar nu till starten av fotbolls-VM, vilket vi tror kommer att vara en pådrivare till ökade omsättning och marginal för bolaget.

Förväntar oss fortsatta effekter från åtgärdsplanen

Det verkar som att vi nu kan se effekterna från åtgärdsplanen och att den troligen fortsätter att ge utdelning under det sista kvartalet för året. Planen innehåller en mängd punkter där bolaget parallellt noggrant bevakar kostnader samtidigt som de investerar i marknadsföring, användarförvärv och en ökad kundnytta. Under det tredje kvartalet har man fortsatt att rensa ut olönsamma affiliate-samarbeten. Vi förväntar oss kommande kvartal att se fortsatta bevis på att bolaget verkligen lyckats vända utvecklingen och vill framför allt se ökning i nya kunddeponeringar, ökade intäkter och en förbättrad bruttomarginal.

Justerade prognoser ger ett nytt motiverat värde

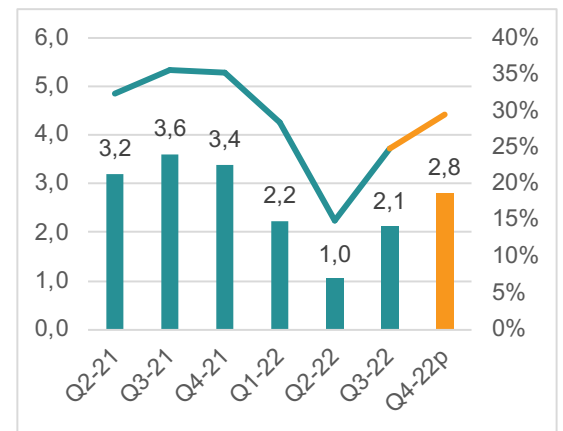
Även om det andra kvartalet verkar ha varit mer av en parentes, kvarstår dock en del utmaningar för bolaget. Både intäkterna och lönsamheten har som konstaterats tagit stryk på årsbasis, men vänt upp sekventiellt i kvartalet. Viktigt är också att bolaget återigen vände till vinst detta kvartal även om resultat för året än så länge är negativt. Ett kommande fotbolls-VM och att bolaget fortsätter att ta viktiga steg för att vända trenden gör oss ändå hoppfulla.

Att åtgärderna bet så direkt, förvånade oss ändå något. Baserat på detta gör vi en del justeringar i våra estimat, främst för det fjärde kvartalet, men även i våra framtida kostnadsantaganden. Vi behåller en säkerhetsmarginal om 30% och ett oförändrat avkastningskrav på 14% för att spegla att det är en fortsatt höga osäkerheten. Det ger oss ett nytt motiverat värde på 12 månader sikt på cirka 3,60 – 5,15 kronor (2,90 – 3,50) räknat på en eur/sek-kurs om 10,80 kronor.

I dagsläget verkar aktien vara rimligt värderat av marknaden. Givet att det var en vändning vi verkligen såg i det tredje kvartalet samt att vi kan se ett förbättrat kassaflöde i bolaget framöver anser vi att det är värt att ha bolaget under bevakning.

Återhämtning av bruttomarginalen

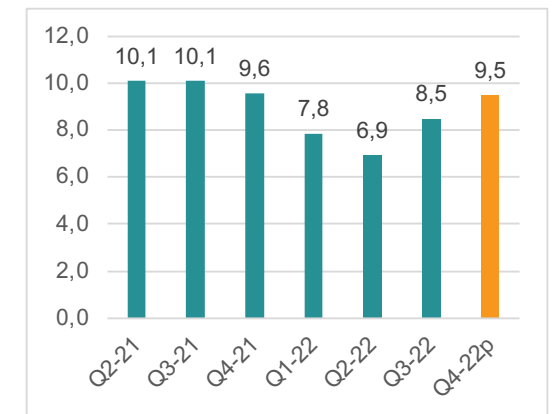
Bruttoresultat i miljoner euro vänster stapel och bruttomarginal i procent höger stapel, Q2-21 – Q4-22p.



Källa: Bolaget

Åtgärdsplanen verkar ge resultat

Omsättning i miljoner euro kommande kvartal 2022p.



Källa: Bolaget, Analysguidens prognoser.

Kundaktiviteten ökade under Q2

Antalet aktiva kunder i grönt och antal nya deponerande kunder i orange. Q3 2020 – Q3 2022.



Källa: Bolaget, Analysguidens prognoser

Motiverat värde 3,60 – 5,15 kr

Prognoser och värdering

Räknar med ökning av intäkter och lönsamhet i Q4

Nettoomsättningen under det tredje kvartalet hamnade på 8,5 (10,1) MEUR, vilket var en minskning med -16,1% på årsbasis. Sekventiellt ökade dock nettoomsättningen med 10%. Det verkar som att bolaget har lyckats få stopp på den negativa utvecklingen. Även om guidningen i början av det fjärde kvartalet visar på endast 1% i ökad omsättning, jämfört med samma period för det tredje kvartalet, är det ändå positivt att vi ser en fortsatt ökning. Till det ska tilläggas ett fotbolls-VM som ännu inte har startat, vilket är höjdpunkten under det fjärde kvartalet.

Kommande kvartal kommer bolaget att fortsatt möta tuffa jämförelsetal, men med tanke på att bolagets nettoomsättning i det tredje kvartalet kom in 14,8% högre än vad vi antagit gör att vi också justerar upp nettoomsättningen för det fjärde kvartalet. Mycket för att ta höjd för fotbolls-VM och räknar med en nettoomsättning på 9,5 MEUR för det fjärde kvartalet.

Då 2022 får anses vara ett förlorat år på grund av den negativa utvecklingen under det första halvåret, skissar vi på en genomsnittlig nolltillväxt under 2022 – 2024. Även om den genomsnittliga tillväxten fram till 2024 är noll, prognosticerar vi att bolaget växer med 14 procent årligen under 2023 och 2024. Det förutsätter att den pågående åtgärdsplanen och initiativen verkligen ger effekt samt att bolaget kan öka antalet aktiva kunder och få upp insättningarna från kunderna. Utsikterna i detta läge är både osäkra och svåra samt att många risker ännu existerar. Våra justerade prognoser innebär en omsättning 2023 på 37,4 miljoner euro och 2024 på 42,6 miljoner euro. De siffrorna är uppreviderade från kvartalet innan då de låg på 34,6 miljoner euro för 2023 respektive 39,8 miljoner euro för 2024.

Inga justeringar av den totala kostnadsmassan

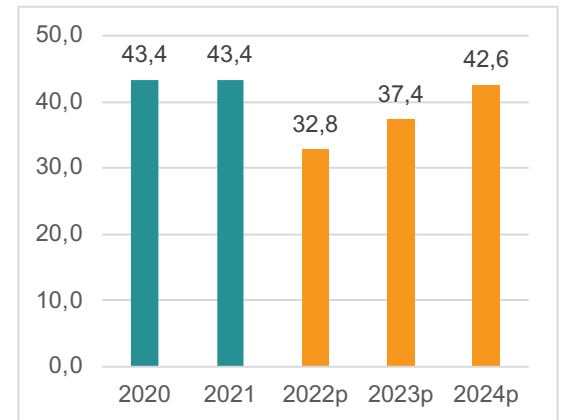
Efter kvartalet har vi ytterligare genomfört förändringar i våra kostnadsprognoser. Bruttomarginalen blev högre under det tredje kvartalet, varpå vi har justerat upp den något jämfört med kvartalet innan och för helåret 2022 förväntar vi oss nu en bruttomarginal på 25% mot tidigare 21%. Att åtgärdsprogrammet verkar ha fått effekt göra att vi behåller vårt antagande om de totala operativa kostnaderna från föregående kvartal och räknar med att de oförändrat uppgår till cirka 6,7 MEUR för 2022. Det ska jämföras med 2021 års operativa kostnader på 6,2 MEUR. Men vi gör en uppjustering för bolagets marknadsföringskostnader för det fjärde kvartalet, för att ta höjd för ökad marknadsföring i samband med fotbolls-VM. Det leder dock inte till högre operativa kostnader för helåret tack vare att marknadsföringskostnaderna sjönk kraftigt i det tredje kvartalet. Anledningen synes vara att bolaget dragit ned på dessa, främst i Sverige, då PremierGaming inte får tillgång till SWISH-systemet även om de har licens i landet.

Förbättrade marginaler ligger i korten

Till följd av de förändrade antagandena ovan förändras också den förväntade utvecklingen i marginalerna. Vi ser framför oss ett resultat på innevarande år om -0,4 MEUR (tidigare -2,2), vilket motsvarar en

Viss justering i tillväxtprognoserna

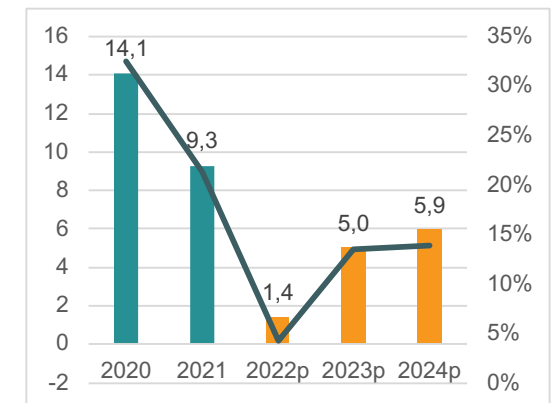
Omsättning i miljoner euro 2020-2024P. Genomsnittlig tillväxt uppgår till 0 procent över prognosperioden, drivet av den negativa utvecklingen i 2022.



Källa: Bolaget, Analysguidens prognoser

Rörelseresultat positivt i år

Rörelseresultat i miljoner euro 2020-2024P vänster stapel. Rörelsemarginal under motsvarande period höger stapel.



Källa: Bolaget, Analysguidens prognoser.

marginal på -1% (tidigare -7%). Vi ser långsiktigt en stabilisering kring 10 – 11 procents vinstmarginal som tänkbar. Våra uppdaterade prognoser innebär ett resultat 2023 på 3,8 (2,8) MEUR, 2024 på 4,6 (3,6) MEUR och 2025 på 5,4 (4,3) MEUR.

Värdering

Vi utgår fortsatt ifrån att värdera Angler Gaming utifrån en DCF-modell, och jämför den värderingen med en multipelvärdering baserat på nästa års ebitda. Vi behåller vår diskonteringsränta på 14 (14) procent efter kvartalet för att reflektera den högre risken i bolaget. Säkerhetsmarginalen ligger på 30 procent för att ta höjd för både osäkerheten samt de många utmaningar bolaget står inför internt.

Den nya förväntade genomsnittliga tillväxttakten är nu 6 procent (tidigare 4) under prognosperioden. Den låga tillväxten är driven av att 2022 ses som ett förlorat år samt att bolaget har en hel del kvar att bevisa innan vi kan diskontera en högre tillväxt igen, även om det tredje kvartalet gav en positiv bild av att vändningen kan vara här.

En relativvärdering baserat på en ebitda-multipel om 5 - 7 gånger 2023 års prognosticerade ebitda om 5 MEUR ger oss ett motiverat värde på cirka 3,60 – 5,05 kronor vid en eur/sek-kurs om 10,80 kronor.

DCF-värderingen landar med en säkerhetsmarginal om 30 procent på en värdering mellan 3,60 och 5,15 kronor. Det är i nivå med vår ebitda-värderingen, vilket bekräftar rimligheten i våra antaganden.

De första nio månaderna har över lag varit utmanande för bolag inom iGaming-sektorn. I många fall möter de tuffa jämförelsetal och många bolag har därför haft det utmanande på börsen. Ett antal faktorer har även spelat in här, bland annat förändrade spelbeteenden från kunder samt regulatoriska hot kring kommande regleringar och förändrade skatteregler. Detta innebär att värderingarna generellt sett har minskat. Kombinerat med ett negativt marknadssentiment leder detta till tuffa tider på börsen för många bolag i sektorn.

En värdering runt 3,60 – 5,15 kronor ses som en motiverad nivå med hänsyn tagen till säkerhetsmarginalen, vilket gör att aktien i dagsläget förefaller vara rimligt värderad. Fortsätter bolaget sin positiva utveckling från det tredje kvartalet och att det var ett trendbrott vi såg, finns det helt klart en framtida uppsida i aktien.

Risken i detta läge är fortsatt hög och bolaget har ännu inte vänt den negativa trenden långsiktigt. Den utdelning som genomfördes under det andra kvartalet, varefter bolaget nödgades ta ett kortsiktigt lån för att hantera likviditeten höjer också risken. Det kan heller inte uteslutas att bolaget kan komma att behöva ytterligare lån för att hantera likviditeten om kassaflödet inte förbättras.

Ser ytterligare nedsida i aktien

DCF-värdering över prognosperioden 2022p–2026p.

Riskfri ränta	2,0%
Systematisk risk premie	7,6%
Småbolagspremie	4,0%
WACC	14,0%
CAGR 2022-2026	6%
Slutvärde, msek	442
Enterprise Value, msek	376
Nettoskuld, msek	-10,8
Långfristiga skulder, msek	0,0
Börsvärde	386,8
Säkerhetsmarginal	30%
Antal utestående aktier, milj.	75,0
Motiverat värde per aktie, SEK	3,60 - 5,15
Senaste värde, 2022-11-10	4,92
Uppsida/nedsida	+5/-27%

Källa: Bolaget, Analysguidens prognoser

Risker

Regulatoriska förändringar

En av de största riskerna med en investering inom iGaming är det regulatoriska landskapet snabbt kan förändras. Regleringar av stora marknader så som sker i Sverige och är på väg att ske i Tyskland och Nederländerna är bra för den långsiktiga miljön, både för spelaren och speloperatören. Men risken ligger mycket i att snabba beslut kan fattas från lokala regeringar som begränsar bolagens förmåga att anpassa sig kortsiktigt. Ett bra exempel är den tyska marknaden som över en natt exkluderade allt livecasino-spel online, vilket är ett stort segment för många iGaming-bolag.

Hård konkurrens

iGaming industrin har länge varit en oerhört lönsam affär. Konsekvensen av lönsamma blir ofta hård konkurrens, vilket sektorn präglas av. Det finns en stor mängd små, medelstora och större operatörer som erbjuder liknande tjänster som Angler Gaming gör, på samma marknader. Givetvis kan en tuffare konkurrens i kombination med hårdare regleringar ha en negativ inverkan på bolagets långsiktiga lönsamhet.

Prognoser som inte infrias

Vår värdering bygger på prognoser för de kommande fem åren för bolaget. Ju längre prognoser vi genomfört desto osäkrare brukar de generellt bli och risken är stor att det faktiska resultatet skiljer sig markant från de prognoser vi grundar vår värdering på. Detta är i mångt och mycket en risk som finns inom alla sektorer och branscher men i en marknad som snabbt kan förändras, så som iGaming, är denna risk något man måste ha med sig vid ett investeringsbeslut. Detta har blivit uppenbart de senaste två kvartalen och lyckas inte bolaget vända siffrorna kan eventuella prognosförändringar bli aktuella igen längre fram.

Likviditetspress

I samband med bokslutskommunikén för det fjärde kvartalet 2021 la styrelsen fram ett utdelningsförslag om cirka 6,4 miljoner euro till årsstämman. I kassan fanns det vid första kvartalets utgång ca 5,4 miljoner euro. Trots det godkände bolagsstämman i juni utdelningsförslaget. Det har lett till en utmanande likviditetssituation för bolaget, något som kortsiktigt har löst genom ett lån på 1 miljon euro från ett annat bolag kontrollerat av VD och annan styrelsemedlem. Mot bakgrund av denna kortsiktiga lösning och att bolaget visar på förlust för det första halvåret, kan det inte uteslutas att ytterligare kapital i form av lån kan behövas om den positiva utvecklingen i det tredje kvartalet inte är bestående.

Disclaimer

Aktiespararna, www.aktiespararna.se, publicerar analyser om bolag som sammanställts med hjälp av källor som bedömts tillförlitliga. Aktiespararna kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något finansiellt instrument. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren. Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal med Aktiespararna. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning. Aktiespararna har i övrigt inget ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Aktiespararna har rutiner för hantering av intressekonflikter, vilket säkerställer objektivitet och oberoende.

Innehållet får kopieras, reproduceras och distribueras. Aktiespararna kan dock inte hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys.

Investeringar i finansiella instrument ger möjligheter till värdestegringar och vinster. Alla sådana investeringar är också förenade med risker. Riskerna varierar mellan olika typer av finansiella instrument och kombinationer av dessa. Historisk avkastning ska inte betraktas som en indikation för framtida avkastning.

Analytikern Martin Stojilkovic äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.

Ansvarig analytiker:

Martin Stojilkovic