

Åtgärdsplanen tar längre tid än tänkt

Fortsatt tufft kvartal för bolaget

Att det första kvartalet inte skulle visa på någon kraftig tillväxt var kanske väntat med tanke på det starka första kvartal som bolaget hade för ett år sedan. Angler Gaming rapporterar nu ett första kvartal med minskad omsättning och resultat, både på årsbasis och sekventiellt. Nettoomsättningen hamnar på 7,8 miljoner euro (13,5), en minskning med -42 procent på årsbasis och -18 procent sekventiellt. Rörelseresultatet landar på 0,4 miljoner euro, ned -89 procent på årsbasis och -71 procent sekventiellt. Bolaget lyckas dock, om än liten, visa på vinst för kvartalet på 15 tusen euro. De främsta orsakerna till de kraftigt minskade intäkterna och resultatet syns i bolagets huvudsakliga KPI:er (Key Performance Indicators, nyckeltal på svenska). Både kundinsättningar, aktiva kunder och nya deponerande kunder minskar alla på årsbasis.

Den ansträngda KPI-utvecklingen fortsätter

Kundinsättningarna fortsatte att minska på årsbasis även under det första kvartalet. Totalt sett minskade de med -36 procent till 17,2 miljoner euro (26,9). Aktiva kunder minskade med -20 procent till 68 245 (85 325) och nya deponerande kunder minskade återigen med över 50 procent. Totalt minskade nya deponerade kunder till 13 185 (29 813) på årsbasis. Dock ska man ha i åtanke att det första kvartalet 2021 var ovanligt starkt. Om vi istället ser på utvecklingen sekventiellt finns det ändå några ljusglimtar i kvartalsrapporten. Antalet nyregistrerade kunder ökade med 16 procent till 74 751 och antalet aktiva kunder ökade med 15 procent till 68 245. Det kan tyda på att bolaget kanske går mot en stabilisering i utvecklingen.

Effekterna från åtgärdsplanen tar längre tid än tänkt

Ambitionen av den åtgärdsplan som VD Thomas Kalita annonserade i föregående rapport har visat sig dra ut på tiden. Effekterna av planen har alltså inte infunnit sig så snabbt som ledningen trott. Men i rapporten kommunicerar bolaget att utvecklingen för de första 39 dagarna i det andra kvartalet visar på en ökning i net game win med 9 procent mot kvartalet innan och nya deponerande kunder är upp 10 procent under samma period. Det tyder på att det sekventiellt verkar som att vi kan räkna med ett starkare andra kvartal än det första kvartalet för 2022.

Angler Gaming

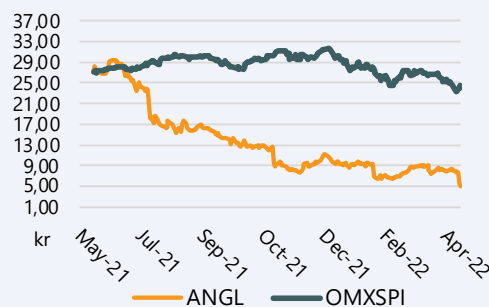
Rapportkommentar

Datum 16 maj 2022
Analytiker Martin Stojilkovic

Basfakta

Bransch iGaming
Styrelseordförande Olga Finkel
Vd Thomas Kalita
Noteringsår 2012
Listning Spotlight Stock Market
Ticker ANGL
Aktiekurs 5,10 kr
Antal aktier, milj. 75,0
Börsvärde, mkr 384,2
Nettoskuld, mkr -56,2
Företagsvärde (EV), mkr 438,6
Webbplats www.anglergaming.com

Kursutveckling senaste året



Källa: Refinitiv

Prognoser & Nyckeltal, mkr

	2021	2022p	2023p	2024p
Nettoomsättning	43,4	37,0	42,5	48,9
Rörelseres. (EBIT)	9,3	4,3	6,7	8,1
Nettoresultat	7,3	2,7	5,5	6,8
Vinst per aktie	0,10 kr	0,04 kr	0,07 kr	0,09 kr
Omsättningstillväxt	0%	-15%	15%	15%
Rörelsemarginal	21%	-53%	16%	17%
Vinstmarginal	17%	-62%	13%	14%
P/E-tal	52,6	140,2	69,1	56,4
EV/ebit	47,3	101,3	65,1	54,2
P/S-tal	8,8	10,3	9,0	7,8
EV/omsättning	10,1	11,9	10,3	9,0

Källa: Bolaget, Analysguiden

Investeringsstes

Vissa ljuspunkter trots fortsatta utmaningar

Likt kvartalet innan blev även det första kvartalet tufft för Angler Gaming. Att vända tillväxten i enlighet med den sjösatta åtgärdsplanen tar längre tid än vad både vi och bolaget trott. Guidningen för det andra kvartalet tyder på att bolaget har fått en bra start, där antalet deponerande kunder och net game win ökar med cirka 10 procent. Sett till årsbasis tynger fortsatt den starka utvecklingen under föregående år och bolaget uppger en negativ sekventiell tillväxt i antalet deponerande kunder och net game win med -15 procent respektive -18 procent. Ljusglimten är ändå att den negativa tillväxten minskar jämfört med kvartalet innan. Redan under det första kvartalet såg vi en vändning i antalet aktiva kunder så väl som antalet nya deponerande kunder.

Den positiva starten för det andra kvartalet, jämfört med kvartalet innan, gör att vi hyser goda förhoppningar på att vändningen av bolaget kommer att återspeglas i siffrorna. Vi hoppas framför allt att nya deponerande kunder leder till en ökad omsättning samt att marginalerna på sikt ökar. Det samägda bolaget i Sydamerika har också börjat att generera intäkter från april, vilket är ett kvartal tidigare än vad som kommunicerat i föregående rapport. Bolaget har också tecknat två nya B2B-samarbeten efter det första kvartalets utgång, vilka beräknas bidra positivt från det tredje kvartalet i år. Men viktigast är fortsatt i detta läge att bolaget fokuserar allt kraft på vändningen av utvecklingen i kärnverksamheten.

Förväntar oss att se effekter från åtgärdsplanen i Q2

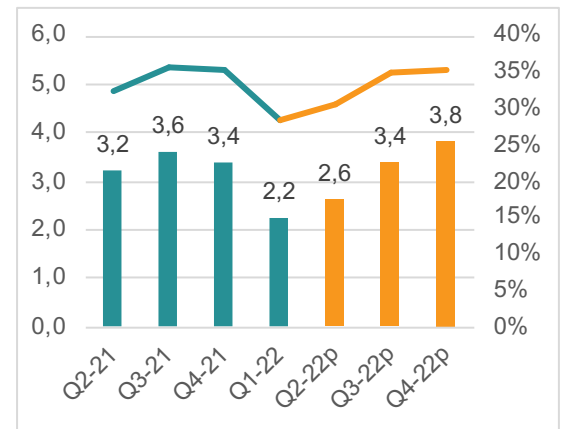
Våra förhoppningar är att den ambitiösa åtgärdsplan som bolaget annonserat ger utdelning, så som guidningen för början av det andra kvartalet indikerar. Planen innehåller en mängd punkter där bolaget parallellt noggrant bevakar kostnader samtidigt som de investerar i marknadsföring, användarförvärv och en ökad kundnytta. Under det första kvartalet har man rensat ut olönsamma affiliatesamarbeten, vilket förväntas bidra positivt till rörelseresultatet kommande kvartal. Det faktum att bolagets koncern-VD har tagit en mer aktiv operativ roll visar på allvaret i situationen. Vi förväntar oss kommande kvartal att se bevis på att bolaget 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

Sammantaget har utmaningarna för bolaget inte försvunnit under det första kvartalet. Både intäkterna och lönsamheten har som konstaterats tagit stryk. Bolaget fortsätter dock att ta viktiga steg för att vända detta och de kommande månaderna kommer att bli avgörande för förtroende av detta arbete.

Återhämtning av bruttomarginalen

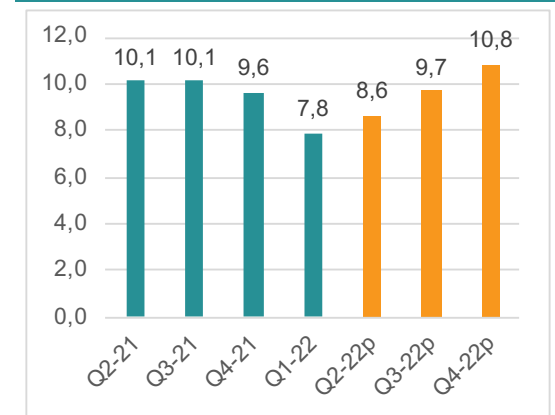
Bruttoresultat i miljoner euro vänster stapel och bruttomarginal i procent höger stapel.



Källa: Bolaget

Åtgärdsplanen ökar omsättningen

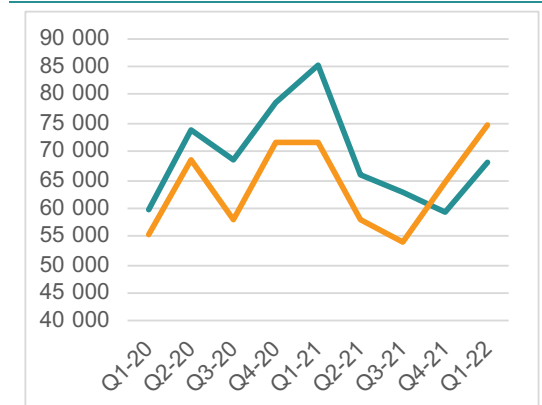
Omsättning i miljoner euro kommande kvartal 2022p.



Källa: Bolaget, Analysguidens prognoser.

Kundaktiviteten ökade under Q1

Antalet aktiva kunder i grönt och antal nya deponerande kunder i orange. Q1 2020 – Q1 2022.



Källa: Bolaget, Analysguidens prognoser

Motiverat värde 5,10 - 5,30 kr

Vi gör en del förändringar i våra estimat efter kvartalsrapporten och sänker tillväxttakten, bibehåller hög säkerhetsmarginal samt justerar våra kostnadsantaganden. Det ger oss ett nytt motiverat värde på 12–18 månader sikt på cirka 5,10 - 5,30 kronor (8,4) räknat på en eur/sek-kurs om 10,40 kronor.

I dagsläget är således aktien rimligt värderad och innan vi kan se en vändning i tillväxten och minskning av kostnadsmassan tror vi inte på någon större uppgång i det korta perspektivet.

Tydligast triggers i närtid ser vi i ökning av nya deponerande kunder och kundinsättningar, stärkt bruttomarginal samt en återgång till tillväxt. Vi ser dock risker i fortsatt utebliven tillväxt och utebliven återhämtning i marginalerna. Risker i detta läge är fortsatt hög och bevisbördan ligger nu på bolaget men vi ser fortsatt positivt på deras förmåga att på sikt åter leverera starka resultat.

Prognoser och värdering

Kraftig minskning för intäkter och lönsamhet

Nettoomsättningen under det första kvartalet hamnade på 7,8 (13,5) miljoner euro. Sekventiellt minskade omsättningen -18 procent. Tydligt gick det inte riktigt så snabbt att vända trenden som ledningen med VD i spets trodde när åtgärdsprogrammet lanserades efter det fjärde kvartalet. Utmaningarna håller fortsatt i sig, men de tecken som guidningen av början av det andra kvartalet ger, gör att vi ser en potentiell början på vändning. Men för att ta höjd för att det kan ta längre tid, justerar vi ned våra tillväxtförväntningar. Kommande kvartal kommer att möta fortsatt tuffa jämförelsetal och vi förväntar oss att tillväxten för 2022 totalt sett minskar med -15% till 37 miljoner euro.

Redan året efter förväntar vi oss att omsättningen når tillbaka mot de nivåer som syntes under pandemiåren 2020 - 2021. Totalt sett skissar vi på en genomsnittlig tillväxt från 2022 - 2024 på 4 (8) procent. Den blygsamma genomsnittliga tillväxten beror på att vi ser 2022 som ett mer förlorat år på grund av den tuffa starten under det första kvartalet. Även om den genomsnittliga tillväxten fram till 2024 är låg, förutsätter den ändå att bolagets pågående åtgärdsplan ger effekt. Utsikterna i detta läge är dock både osäkra och tuffa samt att många risker existerar ännu. Våra nya prognoser innebär en omsättning 2023 på 42,5 miljoner euro och 2024 på 48,9 miljoner euro. De siffror är nedreviderade från kvartalet innan då de låg på 49 miljoner euro för 2023 respektive 53,9 miljoner euro för 2024.

Kostnadsmassan fortsatt hög

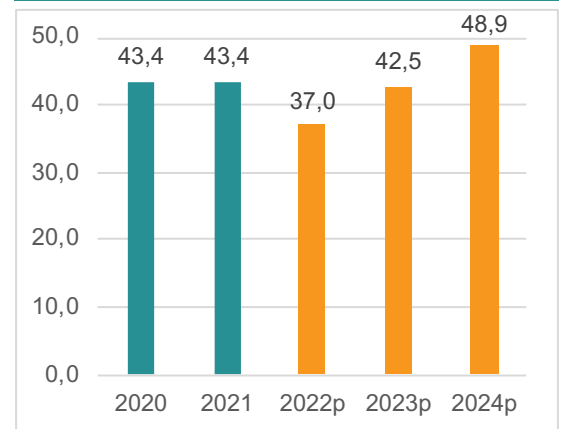
Efter kvartalet har vi ytterligare genomfört förändringar i våra kostnadsprognoser. Bruttomarginalen blev lägre under det första kvartalet, varpå vi har justerat ned den och för helåret 2022 förväntar vi oss nu en bruttomarginal på 33%, men där bruttomarginalen för det sista kvartalet letar sig strax över 35%. Att åtgärdsprogrammet inte fick den direkta effekt som ledningen förutspådde har gjort att vi även har justerat upp de operativa kostnaderna till cirka 7,7 miljoner euro, att jämföra med 2021 års operativa kostnader på 6,2 miljoner euro.

Fortsatt press på marginalerna

Till följd av de förändrade antagandena ovan förändras också den förväntade utvecklingen i marginalerna. Vi ser framför oss ett resultat innevarande år på 2,7 miljoner euro (tidigare 7,6), vilket motsvarar en marginal på 7 procent (tidigare 16 - 17). Vi ser långsiktigt en stabilisering kring 14-15 procents vinstmarginal som tänkbar. Våra uppdaterade prognoser innebär ett resultat 2023 på 5,5 (7,7) miljoner euro, 2024 på 6,8 (8) miljoner euro och 2025 på 8,1 (8,5) miljoner euro.

Försiktigare tillväxtprognoser

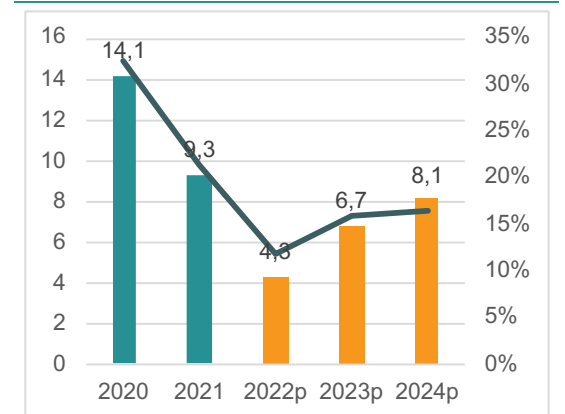
Omsättning i miljoner euro 2020-2024P. Genomsnittlig tillväxt uppgår till 3 procent över prognosperioden



Källa: Bolaget, Analysguidens prognoser

Återhämtat rörelseresultat inom 2 år

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



Källa: Bolaget, Analysguidens prognoser.

Värdering

Vi utgår fortsatt ifrån att värdera Angler Gaming utifrån en DCF-värdering men även utifrån en multipelvärdering baserat på ebitda.

Mot bakgrund av marknadssentimentet har vi justerat upp vår diskonteringsränta till 13,9 (12) procent efter kvartalet för att reflektera den högre risken men även osäkerheten i marknaden. Säkerhetsmarginalen ligger fast på 30 procent för att reflektera både osäkerheten samt de många utmaningar bolaget står inför internt.

Den nya förväntade genomsnittliga tillväxttakten är 9 procent (tidigare 8) under prognosperioden. Vi tror helt enkelt att Angler Gaming kan komma att accelerera tillväxten längre fram när åtgärdsprogrammet gjort sitt. Vi använder fortsatt en multipel på 4–6 gånger sista årets EBITDA. Detta ger oss ett nytt motiverat värde, på 12–18 månader sikt, på 5,10 – 7,20 kronor (8,4) vid en eur/sek-kurs om 10,40 kronor.

DCF-värderingen landar med en säkerhetsmarginal om 30 procent på en värdering mellan 5,30 och 7,60 kronor. Det är ungefär i nivå som en ebitda-värderingen. Det bekräftar därmed rimligheten i värderingen.

iGaming-sektorn som helhet har haft ett par utmanande månader bakom sig och många bolag har haft det tufft på börsen. Ett antal faktorer har spelat in här, bland annat förändrade spelbeteenden från kunder samt regulatoriska hot kring regleringar och förändrade skatteregler. Detta innebär att värderingarna generellt har minskat. Kombinerat med ett över lag negativt marknadssentiment innebär detta tuffa tider på börsen för många bolag i sektorn.

Men då risken är fortsatt står förefaller en värdering runt 5,10 - 5,30 kronor vara en rimlig nivå mot bakgrund av säkerhetsmarginalen. I dagsläget förefaller marknaden således värdera aktien till en skälig nivå. Får bolaget ordning på det som annonserats, finns det en uppsida i aktien, men det är för tidigt att sia om för tillfället.

Risken i detta läge är fortsatt stor och bolaget har ännu inte bevisat sig kunna vända den negativa trenden vilken, om den fortsätter, kan innebära ytterligare stor nedsida. Lyckas åtgärdsplanen och kan bolaget återigen uppvisa tillväxt med starka marginaler så kan uppsidan på sikt bli substantiell.

Ser ytterligare nedsida i aktien

DCF-värdering över prognosperioden 2022p–2026p.

Risikfri ränta	2,0%
Systematisk risk premie	7,6%
Småbolagspremie	4,0%
WACC	13,9%
CAGR 2022-2026	9%
Slutvärde, msek	741
Enterprise Value, msek	511
Nettoskuld, msek	-56,2
Långfristiga skulder, msek	0,0
Börsvärde	567,6
Säkerhetsmarginal	30%
Antal utestående aktier, milj.	75,0
Motiverat värde per aktie, SEK	5,10 - 5,30
Senaste värde, 2022-05-10	5,10
Uppsida/nedsida	0 - 4%

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.

Risk för minskad eller inställd utdelning

I samband med bokslutskommunikén för det fjärde kvartalet 2021 la styrelsen fram ett utdelningsförslag om cirka 6,4 miljoner euro till årsstämman. I kassan finns vid det första kvartalets utgång ca 5,4 miljoner euro. Kassaflödet från rörelsen var negativt under samma period och om åtgärderna inte visar på resultat redan under det andra kvartal ser vi en risk med att bolagsstämman kan komma att ändra utdelningsförslaget som lagts av styrelsen då likviderna kan behövas för att vända utvecklingen inom bolaget.

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