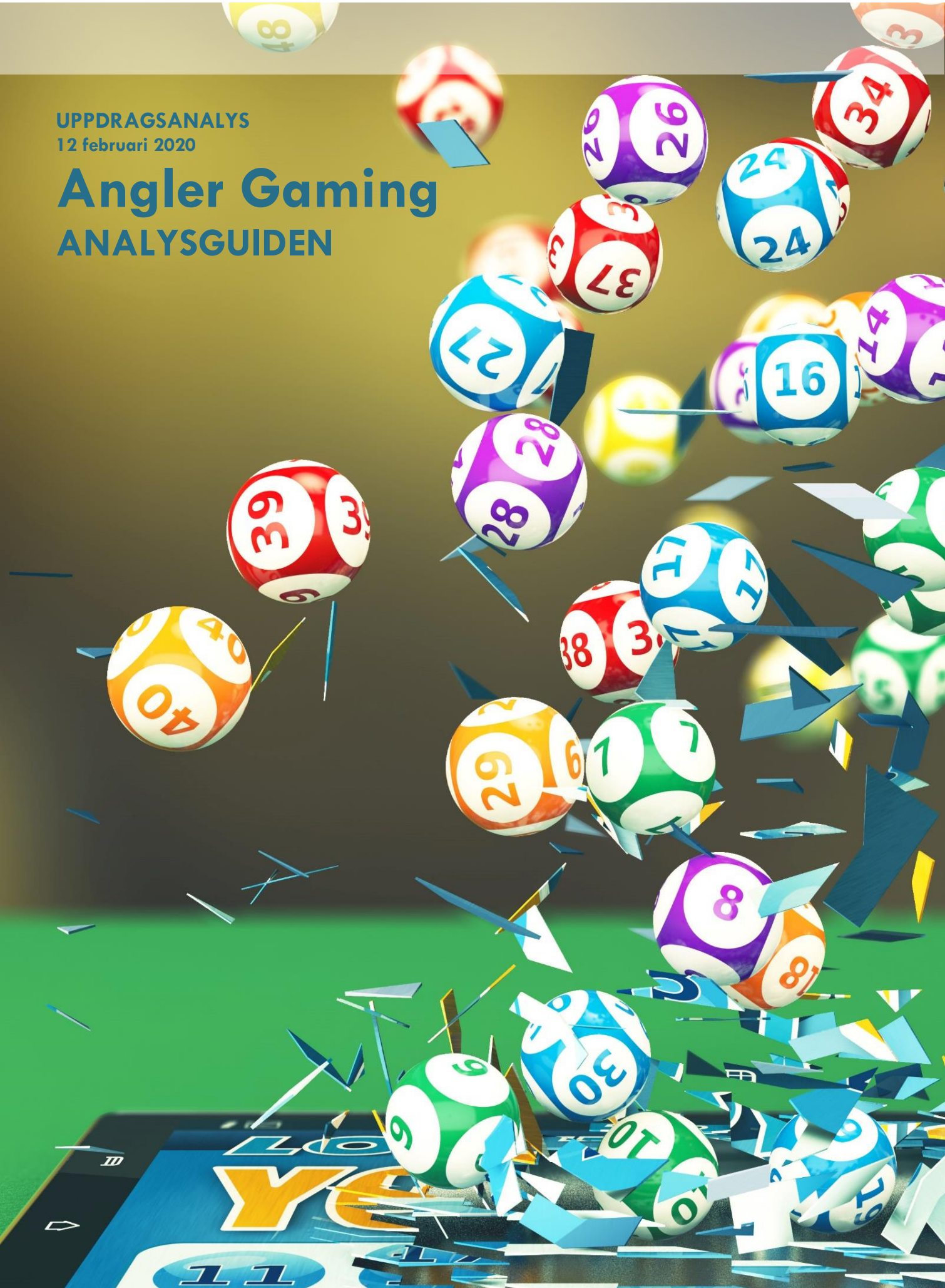


UPPDRAGSANALYS

12 februari 2020

Angler Gaming

ANALYSGUIDEN



Innehållsförteckning

Sammanfattning	2
Om Angler Gaming	3
Investment case	
Produkter och varumärken	
Marknad	
Intäkter	
Finansiella nyckeltal	
Regulatoriska utmaningar	
Konsolidering	
Spelbolagen på börsen	15
Kassaflödesvärdering	17
Nyckeltal spelbolag	20

Tillväxtraket med låg värdering

Angler Gaming har redovisat en imponerande tillväxt de senaste kvartalen. På ett par år har bolaget mer eller mindre gått från ingenting till en prognostiserad omsättning 2019 på över 30 miljoner Euro, under mycket hög lönsamhet. Vi bedömer att bolagets aktie är lågt värderat givet denna utveckling. Vi ser ett motiverat värde på aktien kring 16 kronor.

Angler Gaming delades ut till aktieägarna från Betsson 2012. I bolaget ingick en av Betsson två spelplattformar, en kassa och ett kundregister på vissa utvalda marknader. Med verksamhet på över 25 marknader och ett fokus på casinospel har Angler visat upp en genomsnittlig försäljningstillväxt på extremt höga 70 procent de senaste åren. Vi förväntar oss en omsättning som överstiger 30 miljoner euro under 2019 med en rörelsemarginal på ungefär 24 procent.

Igaming har motats av regleringar, politiska motstånd och minskad lönsamhet med lägre värderingar som konsekvens. Angler Gaming har inte varit ett undantag. Men med högre intäkter från reglerade marknader, fortsatt tvåsiffrig tillväxt och en av sektorns högsta lönsamhetstal ser vi potential i aktien de kommande 12 månaderna.

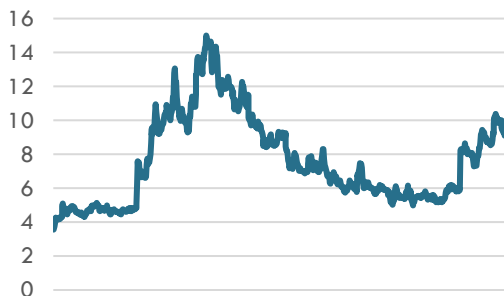
Eurm	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
Intäkter	12	18	30	45,8	57,3	68,8
EBITDA	4,6	4,6	7,4	11,5	14,6	17,5
EBITDA marginal (%)	37,30%	25,20%	24,50%	25%	25,5%	25,5%
EBIT	4,5	4,5	7,3	11,4	14,1	17,1
EBIT marginal (%)	35,90%	24,50%	24,10%	24,50%	24,80%	24,70%
EPS	0,09	0,06	0,1	0,15	0,17	0,21
P/E		10x	6,3x	5x	4,6x	
EV/EBIT						
EV/sales		2x	1,3x	1x	0,8x	
ROE (%)		60,10%	62,00%	60,90%	59,30%	
Direktavkastning (%)		5%	6,20%	9,20%	9,50%	

Datum: 12 februari 2020
 Analytiker: Jonatan Andersson, Aktiespararna

Företagsnamn: Angler Gaming
 Lista: Spotlight Stockmarket
 Vd: Thomas Kalita
 Styrelseordförande: James Scicluna
 Marknadsvärde: 730 MSEK
 Senast: 10:00 (10 feb 2020)
 Kort om bolaget: Angler Gaming är ett spelbolag fokuserat på främst casinospel. Bolaget startade 2012 och finns etablerat på 25 marknader, bland annat Sydamerika, Norden och övriga Europa.

Möjligheter och styrkor: Casinospel på internet är en snabbt växande sektor. Snabbast växer just applikationer anpassade för mobiltelefoner. Detta har varit bolaget fokus ända sedan starten. Med en egenutvecklad plattform har verksamheten flexibilitet, både att lansera olika spelplattformar, liksom att göra lokala anpassningar till de marknader de vill expandera på.

Risker och svagheter: Internetbaserat spel har fått en sorgkant och blivit motarbetat av politikerna i många länder. Därför växer kraven på regleringar och beskattning. Halften av bolaget intäkter kommer nu från reglerade marknader, en andel som väntas växa.



Investment case

Angler Gaming är verksamma inom Igaming i främst Europa och Sydamerika. Den strukturella tillväxten för spel om pengar över nätet förväntas ha en årlig tillväxt om drygt 10 procent de kommande åren, främst drivet av en ökad konvertering från landbaserat spel till online. En marknad som i dagsläget domineras till cirka 90 procent av landbaserat spel.

Marknad under tillväxt

Den globala marknaden för Igaming uppgår till ca 45 miljarder euro där den största marknaden i dagsläget är Europa, med Storbritannien som största enskilda marknad. Angler Gaming har en strategisk positionering på de snabbväxande sydamerikanska marknaderna, delar av Europa och Sverige. Genom att äga sin egen spelplattform har Angler Gaming lyckats redovisa imponerande tillväxt under god lönsamhet de senaste åren, främst drivet av bolagets skalbarhet in på nya marknader och lyckade marknadsföringsinvesteringar. Under Q3 2019 redovisade bolaget att ca 27 procent av intäkterna kan hänföras till bolagets ena dotterbolag PremierGaming, med Sverige som primärmarknad. Det resulterar i att bolaget drastiskt ökat sina intäkter från reglerade marknader, något marknaden uppskattar.

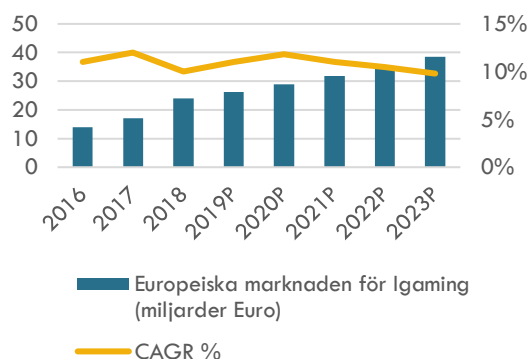
Imponerande tillväxt

Under 2019 förväntar vi oss att bolaget växer över 60 procent och når en omsättning runt 30 miljoner euro, med en rörelsemarginal på ca 24 procent. När man dessa siffror handlas aktien till attraktiva nyckeltal, och lägre än sina konkurrenter, samtidigt som tillväxten är ett av sektorns högsta. Lyckas bolaget fortsätta redovisa en stabil lönsamhet och hög avkastning på investerat kapital, bedömer vi att Angler Gaming kommer fortsätta ha en sektorns starkaste tillväxt till låga multiplar.

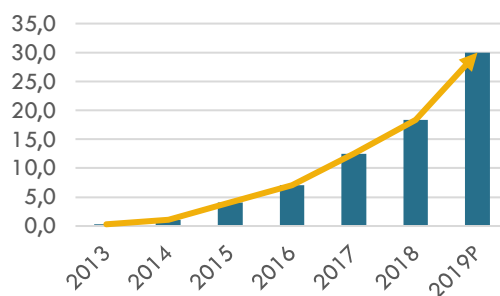
Betydande uppsida

Vi ser ett motiverat värde för bolagets aktie om ca 16 kronor per aktie, vilket indikerar en betydande uppsida.

Europeiska marknaden för Igaming (Mdr Euro)



Intäkter 2013-2019 (MEUR)



Om Angler Gaming

Historik

År 2012 beslöt Betsson Group ett strategiskt val att satsa på en av sina två spelplattformar. För att tydliggöra värden skapade man då Angler Gaming kring en av de två plattformarna, detta delades sedan ut till bolagets aktieägare. Initialt bestod Angler Gaming av ett 30-tal kunddatabaser och ett antal casinovarumärken på marknader som enligt Betsson inte sågs som primära för moderbolaget, bland annat Sydamerika och Afrika. Utöver dessa tillgångar flyttades också en kassa om 3 miljoner Euro till bolaget för att skapa en finansiell stabilitet. Detta var embryot till dagens Angler Gaming.

Åren 2014–2018

Mellan åren 2014 till 2018 opererade Angler Gaming endast genom spellicens på Curacao, vilket gjorde det utmanade för bolaget att bedriva verksamhet i Europa av regulatoriska skäl. Under 2018 valde bolaget att ansöka om en Maltesisk spellicens med ett av sina två dotterbolag, PremierGaming. Licensen möjliggjorde expansion till geografiskt attraktiva marknader i främst Nordeuropa. Året efter, 2019, tilldelades PremierGaming sin svenska spellicens för de kommande fem åren. Licensen inkluderar samtliga former av online spel i Sverige.

PremierGaming i framkant

PremierGaming består till stora delar av det relativt nyskapade varumärket ProntoCasino vars huvudmarknad är Sverige, med närvaro även i Finland, Danmark och Tyskland. ProntoCasino lanserades snabbt efter att bolaget fick sin licens i Sverige och har varit ett av de snabbast växande varumärkena på den inhemska marknaden. Genom att erbjuda det populära play’N’Play konceptet, där kunder kan göra insättningar- och uttag utan registrering har tillväxten varit imponerande sedan start. Under det tredje kvartalet 2019 redovisade Angler Gaming att Sverige stod för cirka 27 procent av koncernens totala omsättning, vilket bekräftar en imponerande etablering för bolagets varumärke i Sverige.

I rapporten för det tredje kvartalet kommunikerade man också att PremierGaming kommer utöka sitt kunderbjudande genom att addera ännu ett varumärke på den svenska marknaden, fokus kommer vara på det snabbt växande segmentet inom live casino. Dessutom kommer man lansera en sportbok under första halvåret 2020, inför sommarens fotbolls- EM. Vi bedömer att dessa segment är något som kommer bidra till en stark underliggande tillväxt under kommande år.



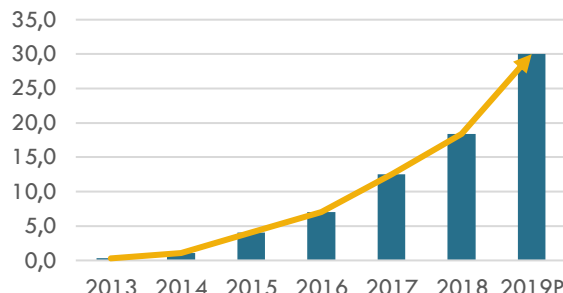
Starfish Media

Bolagets andra dotterbolag är Starfish Media. Starfish Media är ett holding bolag som innehar spellicens i Curacao och opererar främst på den latinamerikanska marknaden med primärt spansktalande kunder. Dotterbolaget består i dagsläget av fyra varumärken och har utöver sin primärmarknad närvaro på mindre marknader i Europa. Då Angler Gaming inte särredovisar sin geografiska intäktsfördelning utgår vi från de språk som de olika dotterbolagen och således varumärkena erbjuder på sina spelsidor.

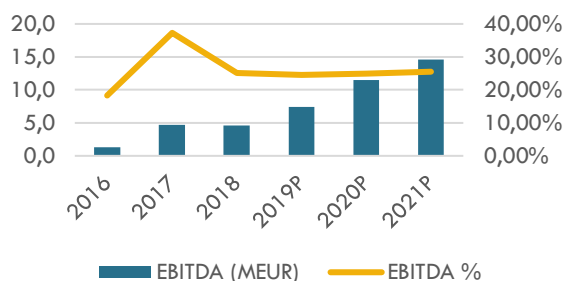
Egen spelplattform

Angler Gaming definieras fortfarande som en förhållandevis liten speloperatör på den globala marknaden, men vi anser att bolaget innehar unika tillgångar i förhållande till sin storlek. Den mest betydelsefulla är den egna spelplattformen. Genom att äga sin egen plattform är förutsättningarna goda för skalbarhet vid nyetableringar, vilket ger hög lönsamhet. Det är något man redan bevisat genom sin starka resultattillväxt och förmåga att etablera sina varumärken på idag cirka 25 olika marknader.

Intäkter 2013-2019 (MEUR)



EBITDA 2016-2021P



Angler Gaming, kursutveckling i sek



Marknad

Den globala marknaden för spel om pengar uppgick till över 430 miljarder USD under 2018, med en årlig tillväxt på 3–4 procent de senaste 15 åren. Marknaden innefattar bingo, poker, sportsbetting och kasinospel. Ungefär 27 procent av den totala marknaden är relaterat till lotterier, vilket domineras av statliga monopol. Resterande del fördelar sig mellan Kasino och poker, Betting och övriga spel, så som Bingo. Kasino- och pokerspel står för närmre 45 procent av marknaden, betting är näst störst med en marknadsandel om 34 procent. Därefter fördelas 21 procent på övriga spel. Den strukturella tillväxten från landbaserat spel till online är stark över samtliga marknader. Men marknadspenetration är fortsatt låg ur ett globalt perspektiv, då endast ca 7–12 procent av allt spel sker online. Där Norden har högst online penetration medan USA och delar av den asiatiska marknaden har lägst. (Källa: H2)

Angler Gaming befinner sig inom segmentet lgaming dvs. online spel. Den största marknaden till dagens dato är den europeiska. Med en omsättning på ca 23,9 miljarder euro under 2018. Totalt uppgick marknaden för lgaming till ca 44.6 miljarder euro med en tillväxt om 10,2 procent gentemot 2017. Marknaden förväntas växa med en CAGR (årlig tillväxt) om 7,4 procent de närmaste åren. (Källa: H2)

Europa

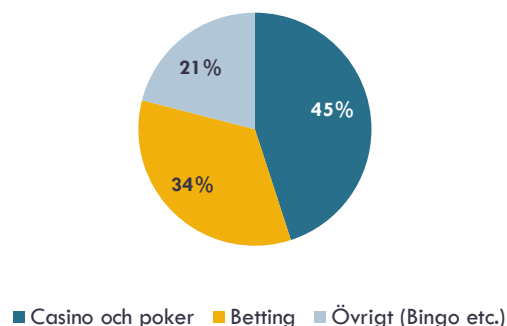
Den europeiska marknaden för l-gaming är till omsättning den största, med en årlig omsättning om cirka 23,9 miljarder euro 2018 med en CAGR om drygt 7 procent. Marknaden förväntas växa mellan 7–10 procent årligen de kommande åren. Främst drivet av en ökad konvertering från landbaserat spel till online. Den totala spelmarknaden, inklusive landbaserat spel, förväntas redovisa en årlig CAGR om ca 3 procent under samma period. Vi ser Europa som Angler Gamings huvudmarknad de kommande åren.

Norden

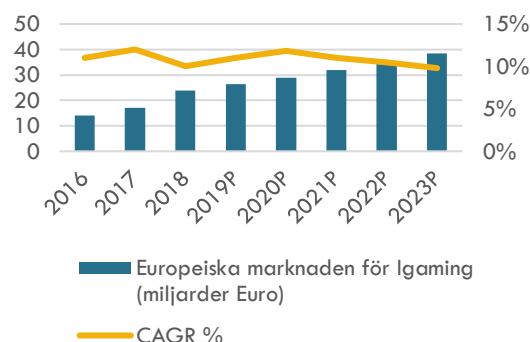
Norden, med Sverige i täten, räknas som en av de mognare marknaderna med hög online penetration. Över 50 procent av spelandet sker online med en fortsatt stark konvertering i o med den reglering som trädde i kraft under 2019.

Regionen domineras främst av UK, som under 2018 omsatte drygt 7 miljarder euro, vilket är ca 17 procent av den globala marknaden för online spel. Även Italien, trots sina låga online penetration räknas som en av de största marknaderna inom lgaming.

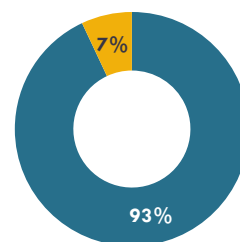
Globala gambling marknaden %



Europeiska marknaden för lgaming (Mdr Euro)



Landbaserat vs Online % (Globalt)



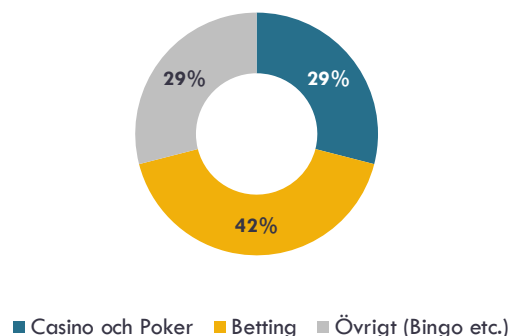
■ Landbaserat ■ Online

Marknaden fördelas mellan de tre segmenten; Casino, Betting och övrigt (Bingo). Betting har kommit längst i konverteringen till online baserade odds och står för ca 42 procent av den totala omsättningen. Casino och övriga spel står för ca 29 procent vardera, där casino uppvisar starkast konverteringstillväxt, drivet av mobiliseringen av casinospel och ett stort intresse för live casino.

Regulatoriska förutsättningar

Marknaden för spel om pengar online har historiskt sett varit hårt reglerade och i vissa länder helt förbjudet. Men under senaste decenniet har ett skifte skett och ett flertal marknader har öppnats upp för online spel, främst genom tydliga licensförfaranden som inkluderar skatt och krav på regelefterlevnad.

Europeiska marknaden för onlinespel %



Europa

I den största Igaming marknaden, Europa, så ansvarar varje enskild marknad över sin regulatoriska utformning. Antingen genom förbud, monopol eller licensförfaranden. Det resulterar i att den europeiska marknaden kan skilja sig åt, utifrån lokala bestämmelser. Men på de större marknaderna som är eller som står inför en reglering regleras av licensförfaranden, vilket innebär att man som spelbolag måste ha en giltig licens för att få bedriva marknadsföra och bedriva verksamhet på den marknaden. Licensens direkta inverkan på bolagens operativa verksamhet gäller främst begränsningar i sin marknadsföring, bonus-erbjudanden och krav på skatt. Skatten skiljer sig således på de olika marknaderna, men pendlar mellan 10–25 procent, oftast av operatörens spelnetto (spelintäkt minus utbetalda vinster).

Kanaliseringen

Ett viktigt nyckeltal för att bedöma hur framgångsrikt de regulatoriska kraven för licensförfarandet är bedöms genom marknadens kanalisering av online spel. Ju högre kanalisering, desto effektivare regelefterlevnad och lägre andel illegalt spelande. Det finns en tydlig korrelation mellan en marknads skattesats och kanalisering. I länder som Portugal, där skattesatsen överstiger 40 procent är kanaliseringen runt 50 procent. Medan länder som Danmark och UK har en skattesats på omkring 20 procent och en kanalisering omkring 90 procent. Vi bedömer därför att en skattesats på mellan 18–25 procent är den nivå som regulatorer och bolag hittar en harmonisk balans mellan skatteintäkter och hög kanalisering.

Slutsatsen kring skattenivån är därför att det finns en begränsad uppsida med höga skattesatser. Det trolige är att kanaliseringen minskar. Detta är något vi beömer vara betryggande ur speloperatörernas lönsamhetsperspektiv

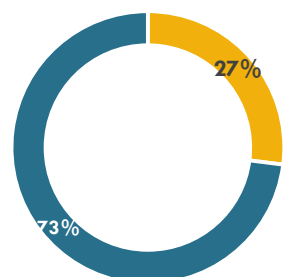
Ökad exponering mot reglerade marknader

Angler Gaming har sedan start haft en stark närvaro på den snabbväxande marknaden i Sydamerika, Sydeuropa och andra marknader som har klassificerats som "gråa". Där vi bedömer att inte mer än 10 procent av bolagets intäkter kom från lokalt reglerade marknader under 2017. I det tredje kvartalet särredovisade man, för första gången, sina intäkter från ett enskilt dotterbolag, där ca 27 procent av bolagets intäkter kom från PremierGaming, vilket kan ses som den reglerade svenska marknaden. Som tidigare har kommunicerat så görs ett flertal satsningar på den svenska marknaden, något vi tror kommer resultera i att trenden av bolagets reglerade intäkter kommer fortsätta stiga ju längre vi kommer i prognosperioden.

Intäkter som skapar tydlighet

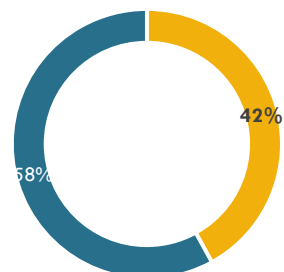
Ökade intäkter från reglerade marknader är mer överskådliga och gör det lättare för bolagen att anpassa sina marknadsföringsaktiviteter och sin kostnadskostym efter de regulatoriska kraven. En annan faktor som bidrar till att vi förespråkar Angler Gamings utökade fokus mot reglerade intäkter är den operativa risken i bolagets affär minskar. Marknader som inte är reglerade, eller på väg att bli reglerade, bör ha en högre riskpremie, eftersom marknadsklimatet då marknadsklimatet snabbt kan svänga och i värsta fall stänga marknaden helt. Delar av den Asiatiska marknaden har denna riskprofil. Där har oförberedda händelser medfört att vissa operatörer tvingats stänga ner sina verksamheter över i princip en natt.

Intäkter per segment, kv3
2019P



- PremierGaming (reglerad marknad)
- Övrigt (Övriga Europa, Sydamerika)

Intäkter per segment, 2021P



- PremierGaming (reglerad marknad)
- Övrigt (Övriga Europa, Sydamerika)

Finansiella nyckeltal

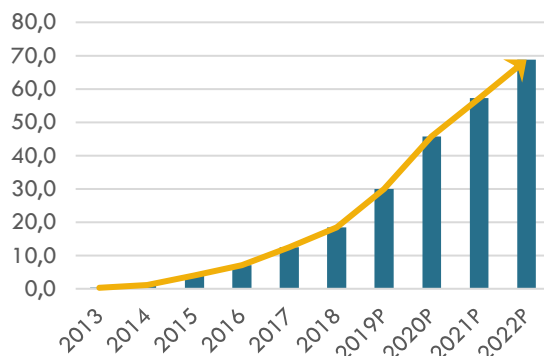
Angler Gaming har sedan 2016 visat på imponerande tillväxt, både vad gäller omsättning och lönsamhet. Detta är drivet av framgångsrika etableringar på strategiskt smarta marknader och effektiva marknadsföringsaktiviteter.

Intäkter

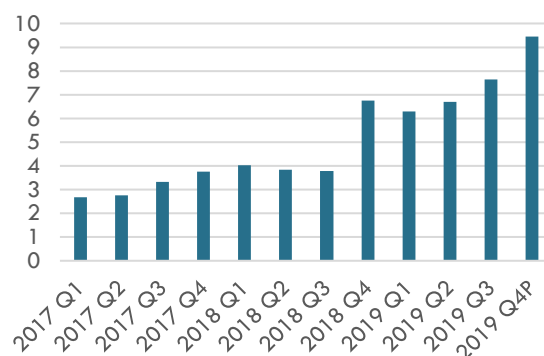
Likt grafen till höger visar, ökade tillväxten kraftigt under q4 2018 och under 2019. Den främsta orsaken till denna tillväxt bedömer vi är bolagets etablering och lansering av PremierGaming, främst drivet av den svenska marknaden. För att etablera ett nytt varumärke på en konkurrensutsatt marknad krävs framgångsrika marknadsföringsaktiviteter, något vi kan notera att Angler har lyckats med under 2019. Kostnaderna för marknadsföring har ökat under föregående år, men samtidigt genererat stark tillväxt. Vi bedömer att bolaget kommer ha en fortsatt stark tillväxt q-q under q4 2019, där vi bedömer att bolaget kan omsätta runt 9 miljoner euro.

Vi bedömer att Angler kommer fortsätta redovisa stark tillväxt under 2020, drivet av fortsatt expansion genom PremierGaming, utökad produktportfölj genom sportsbetting och nylanserat varumärke mot fokus på live Casino. Under 2021 förväntar vi oss att tillväxttakten avtar en aning, men från oerhört höga nivåer.

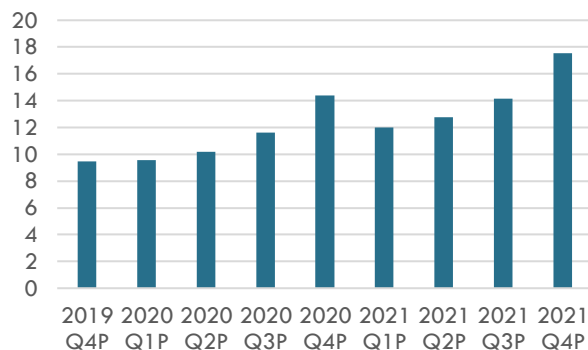
Intäkter 2013-2022P (MEUR)



Intäkter Q1 2017-Q4 2019P



Intäktsprognoser, Q4 2019- Q4 2021



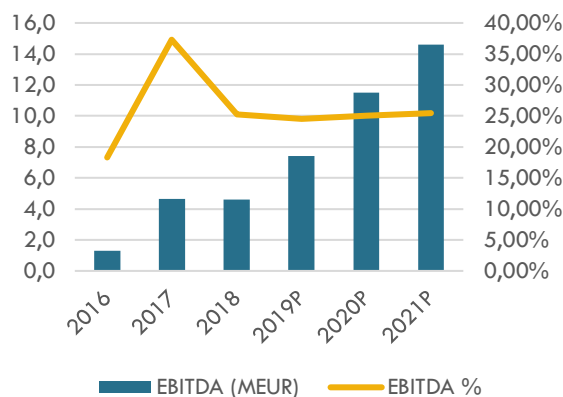
Lönsamhet

Angler Gaming har historiskt visat en hög lönsamhet med en rörelsemarginal över stabila 24 procent de senaste åren. Det ska sättas i relation till bolagets jämförbara peers, som har redovisat rörelsemarginal som uppgår till mellan 9–19 procent. Bolagets förmåga att generera avkastning på sitt investerade kapital (ROI), i form av marknadsföringsinvesteringar har varit imponerande, samtidigt som bolagets avkastning på sitt eget kapital (ROE) har varit bland de högsta i sektorn, och ca 3 gånger så högt som stockholmsbörsens snitt. Vi bedömer att rörelsemarginalen kommer ligga mellan 20–24 procent på helårsbasis de kommande åren. Främsta orsaken till den lägre marginalen under början av 2019 än bolagets historik är ökade kostnader för marknadsföring i samband med bolagets expansion på den svenska marknaden. Vi bedömer att lönsamheten kommer återkomma till högre nivåer redan under fjärde kvartalet. Under 2020 och 2021 bedömer vi att rörelsemarginalen kommer ligga på en hög nivå men samtidigt belastas av kostnader för bolagets expansion och lanseringar av nya produkter vilket kommer leda till ökade investeringar. I takt med att Angler förväntas öka deras reglerade intäkter så kommer bolagets skattekostnader att öka och således påverka bruttomarginalen negativt.

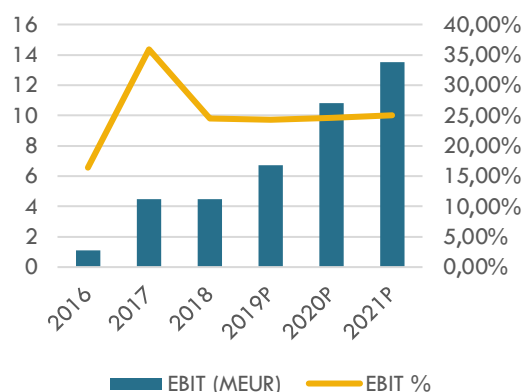
Kostnader

En stor del av gamblingsektorns kostnader kan hänföras till marknadsföring. Vi bedömer att Angler kommer fortsätta ha relativt höga marknadsföringskostnader, mellan 23–28 procent av koncernens intäkter. Med bolagets historiska tillväxt och avkastning på investerat kapital så förväntas detta bidra till en fortsatt stark tillväxt. I takt med att bolaget under första året 2020 kommer lansera sportbok samt ett nytt varumärke i Sverige, med inriktning mot livecasino, finns goda möjligheter till hög avkastning på varje investerad krona i marknadsföring. Kostnaden för betallösningar och spel förväntas sjunka något i relation till bolagets intäkter genom att bolagets reglerade intäkter ökar, marknader som står under licensförande tenderar att ha lägre kostnader för betallösningar och spel.

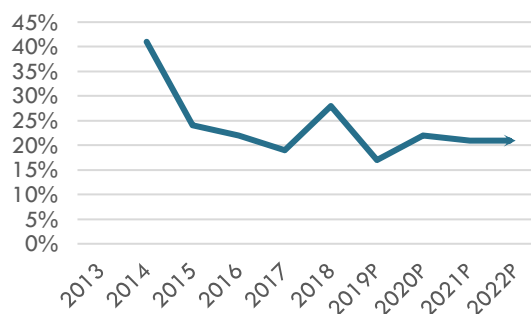
EBITDA 2016-2021P



EBIT 2016-2021P



Kostnad för marknadsföring i relation till omsättning %



Imponerande effektivitet

Ett nyckeltal som bevisar Angler Gamings effektivitet är den låga personalkostnad i förhållande till bolagets omsättning och rörelseresultat. Likt grafen till höger illustrerar ser vi tydligt att Angler har den lägsta personalkostnaden i % av bolagets omsättning i jämförelse med vår peergrupp, värt att notera är att kostnaderna för Evolution Gaming och Netent är naturligt högre då deras affärsmodeller binder mer personkapacitet jämfört mot operatörerna.

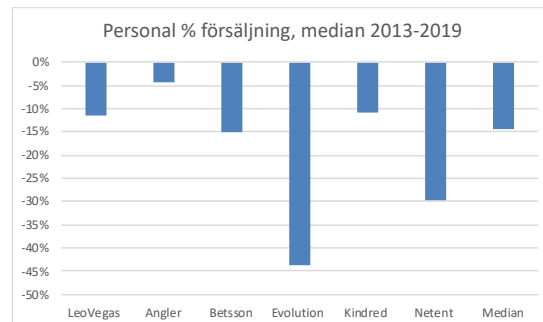
När vi kollar på Angler Gamings rörelseresultat/anställd ser det mer eller mindre likadant ut. Bolaget har under 2019, kvartal 3, redovisat en ca 0,26 MEUR EBIT/anställd, medan medianen för gruppen redovisar ca 0,9 MEUR EBIT/anställd.

Vi estimerar att personalkostnaderna kommer att öka en aning i takt med att bolagets reglerade intäkter ökar.

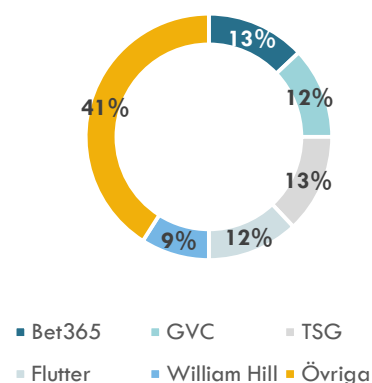
Konsolidering

Marknaden inom Igaming är synnerligen fragmenterad över hela värdekedjan. Stora operatörer står för cirka 50–52 procent av de olika marknadernas totala omsättning, givetvis beroende på marknaden och dess reglering. Bland de största operatörerna i Europa ser vi bland annat svenska Kindred, brittiska Bet365, William Hill, och 888. Det senaste året har vi sett ett antal bolagsförvärv inom sektorn, både vad det gäller leverantörer och operatörer. Många operatörer ser det som ett bra sätt att förvärva sig in på ny marknad som står under reglering, så som när William Hill förvärvade Mr Green för att komma åt den svenska marknaden som var på väg in i reglering.

Vi bedömer att konsolideringstrenden kommer fortsätta de närmaste åren i takt med att allt högre krav ställs från regulatorer och de små, främst operatörer, har svårt att uppnå lönsamhet.



Marknadsdynamik, Brittiska gamblingmarknaden



Ägarbild

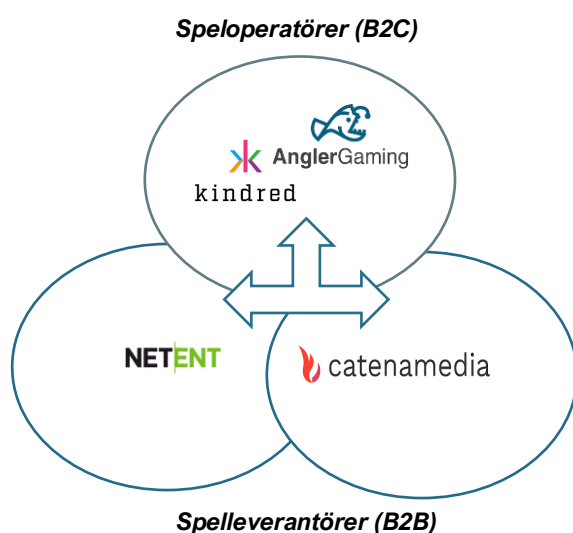
Bolagets ägarbild är förhållandevis stabil med Vd, Thomas Kalita bland de största ägarna. Med ca 10 procent av Röster och Kapital. Det skapar incitament för att skapa aktieägarvärde. Thomas tog över som Vd för Angler Gaming under sommaren 2018, men har varit inblandat som Senior Advisor åt bolaget redan sedan avknoppningen från Betsson 2012. Sedan Thomas tillträdde Vd posten har tillväxten accelererat och lönsamheten nått nya höjder.

Nedan redovisas bolagets aktieägare;

Ägare	Kapitalandel, %	Röstandel, %
Svenska handelsbanken för PB	11,2	11,2
Thomas Kalita	8,7	8,7
Avanza pension	6,8	6,8
Nordnet pension	6,5	6,5
Övriga Aktieägare	66,8	66,8

Värdekedjan

Det finns ett flertal bolag noterade på Stockholmsbörsen som har verksamhet inom Igaming, men i olika ben av värdekedjan. Nedan illustreras värdekedjan och ett par bolag som berör varje område. Både tillväxt och lönsamhet skiljer sig inom de olika bolagen, där leverantörer av spel och trafik generellt har högre lönsamhet, medan operatörerna äger slutkunderna, B2C.



Internetspel i motvind

Dessvärre har spelmarknaden online fått ett sämre rykte de senaste åren, trots att den är betydligt mindre än den landbaserade. Vilket har dragit ned sektorns värdering tydligt. Sportspel har klarat sig något bättre jämfört med casinoverksamhet. Detta har även drabbat Angler Gamings värdering, vars största produkt är casinospel.

Politiskt tryck

Det politiska trycket på internetspel är i dagsläget högt. Spel är klassat som en last, som i likhet med andra laster motarbetas av politikerna. Syftet är att skydda medborgarna. Politikernas väg till konsumentskydd är ofta att införa regleringar och punktskatter i syfte att styra konsumtionen.

Andra laster

Tobak och alkohol är två välkända exempel. I det senare fallet anses lasten till och med så farlig att det bara är svenska staten som får sköta försäljningen. Detsamma har sedan länge också gällt merparten av spelandet i Sverige, men genom internetspelens framväxt har spelmonopolet inte gått att upprätthålla. Därför har politikernas övergått till beskattning och ett licensförfarande.

Spelbolagen på börsen

Vi har analyserat Angler Gaming och tre ytterligare speloperatörer (Kindred, Betsson, Leovegas), samt två spelleverantörer (Netent, Evolution Gaming). Leovegas andel av gruppens försäljning 2019 är 14 procent. Störst är Kindred med 43 procent av totalen, följt av Betsson på 20 procent, Evolution på 15, Netent på 7 och Angler minst med ca 1,1 procent av försäljningen.

Tillväxt

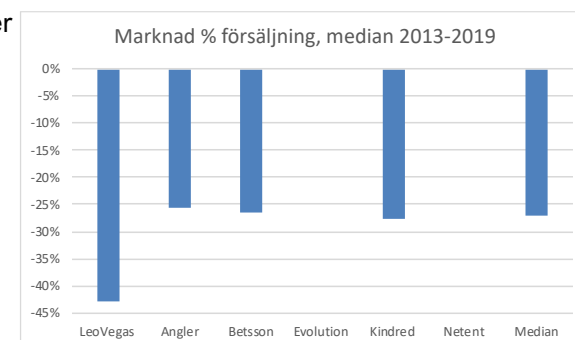
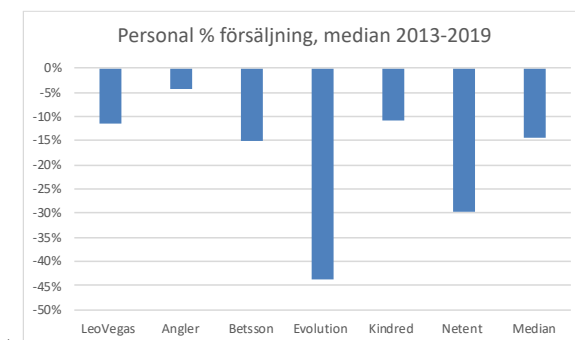
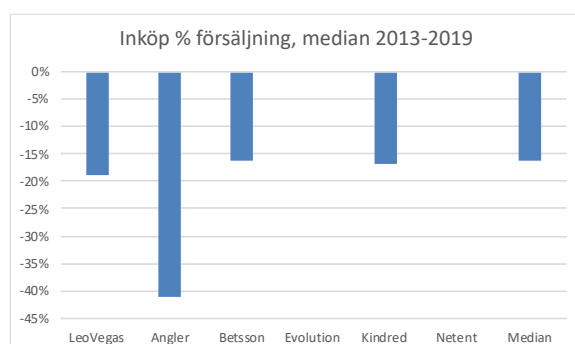
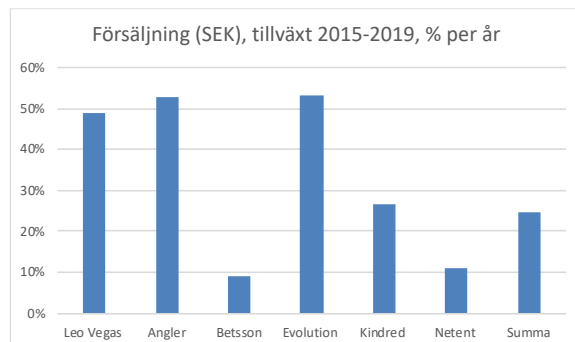
Tillväxten för gruppen har varit enastående. I svenska kronor har försäljningen på sex år ökat från 6,8 miljarder till 26, vilket motsvarar 27 procents tillväxt per år. På toppen 2016 ökade försäljningen för gruppen med hela 58 procent. Under perioden 2015–2019 dämpades tillväxten till 25 procent per år, medan den under 2019 uppgår till 11 procent. Angler Gamings tillväxt under 2019 når drygt 60 procent och är bäst av samtliga. Från 2015 uppgår den till extrema 113 procent per år och är således jämförelsegruppens mest snabbväxande bolag.

Inköpskostnader

Granskar vi gruppens kostnadskomponenter kan konstateras att medianvärdet är 17 procent, men att spelleverantörernas personalintensiva verksamhet ligger på noll. Högst ligger Angler med 36 procent medan övriga ligger nära medianvärdet på 17 procent. Detta förklaras troligen med de högre kostnaderna för betallosningar på oreglerade marknader, som historiskt sett har varit en stor del av Anglers verksamhet. Denna kostnad bedömer vi kommer sjunka över tid.

Personalkostnader

Granskar vi personalkostnaderna har speloperatörerna en klart mindre andel än spelleverantörerna (Evolution och Netent). För de flesta av bolagen ligger personalandelen relativt konstant, vilket även gäller LeoVegas, medan Kindred och Evolution lyckas pressa kostnadsrelationen till försäljningen de senaste åren. Detta gäller även LeoVegas det sista året.



Marknadsföring

Granskar vi slutligen kostnaderna för marknadsföring, inklusive förmedlingsprovisioner (till så kallade affiliates) kan konstateras att medianvärdet för gruppen ligger på 27 procent. Spelleverantörerna Evolution och Netent specificerar inte marknadskostnaderna. Kostnadsandelen i Angler Gaming ligger något under medianen.

Rörelseresultat

Rörelseresultatet (EBIT) för gruppen har trefaldigats sedan 2013. Den genomsnittliga tillväxten blir 30 procent per år, mätt som median. Tillväxten har dämpats 2019, men skillnaderna inom gruppen är stora. Angler Gaming ligger klart över medianvärdet för hela perioden och för 2019 uppvisar bolaget den bästa tillväxten före förvaltarfavoriten Evolution Gaming.

Rörelsemarginal

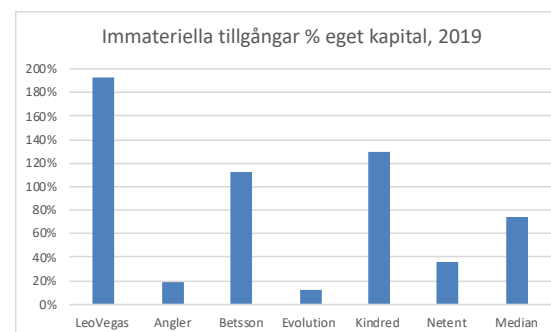
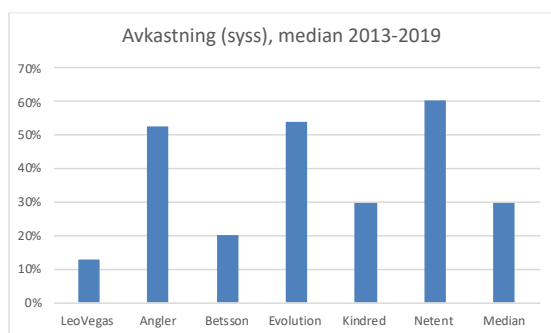
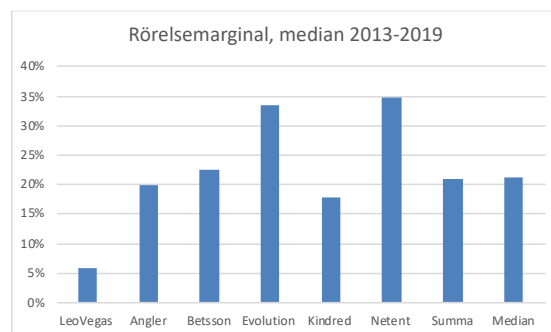
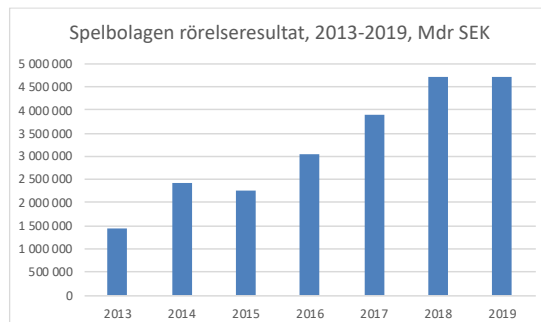
Granskar vi rörelsemarginalen (EBIT) ligger medianvärdet för hela gruppen och samtliga år på 18 procent, men visar en något fallande trend de senaste två åren. För Angler Gaming ligger rörelsemarginalen klart högre än gruppens, samtidigt som bolaget är ett av sektorns mest snabbväxande. Det visar att bolaget haft en kraftfull tillväxtstrategi med hög lönsamhet.

Avkastning

Rörelsens avkastning (sysselsatt kapital) för spelgruppen är mycket hög. Medianvärdet 2013–2019 ligger på 30 procent, men har legat på 40 procent de senaste fyra åren. Skillnaderna mellan bolagen är dock tydliga och hänger ihop med företagsförvärv. De tre bolag (LeoVegas, Betsson, Kindred) som genomfört större förvärv har också en klart lägre avkastning än de tre som vuxit av egen kraft. Priserna på bolag inom spelsektorn har varit höga, samtidigt som balansräkningarna är tunna. I de bolag som förvärvat har det resulterat i en kraftig balansexpansion och en belastning på lönsamheten.

Kapitalomsättning

Kapitalomsättningen på sysselsatt kapital (eget kapital och räntebärande skulder) för gruppen ökar något under perioden, från 1,5 till 1,8 gånger.



P/e-tal spelbolagen

Jämför vi p/e-talen för spelbolagen kan konstateras att värderingen i början av perioden låg kring p/e 14 (räknat på faktisk vinst och genomsnittlig börskurs för året). P/e-talet steg till 23–24 under toppåren 2015 och 2016 då både vinst- och kurstillväxten var kraftig. Därefter har kurserna fallit tillbaka och idag är p/e-talet för gruppen nere i 12, räknat på aktuell börskurs och våra prognoser för 2020.

P/e-tal per bolag

Idag har Angler Gamings värdering fallit tillbaka kraftigt och p/e-talet med aktuell börskurs och vår prognos för 2020 ligger på 6,3 vilket är under gruppens medianvärde. Den försämrade rörelsemarginalen de senaste två åren har sänkt kursen och bidragit till den lägre värderingen. Högst värderat är Evolution på nästan 30 och lägst p/e-tal har just Angler på 6,25 gånger och Betsson på 7 gånger.

EV/EBIT

Slutsatserna blir ganska lika om vi använder EV/EBIT, vilket värderar bolaget före skatt och på skuldfri bas. Medianen för gruppen ligger på 11 räknat på dagsaktuell kurs och prognos 2020, med Evolution klart högst på 30, LeoVegas och Kindred högre än övriga på 13. Eftersom LeoVegas EV/EBIT idag är klart lägre än medianen är det uppenbart att förväntningarna på resultattillväxten gått ner markant. Även här värderas Angler Gaming lägst i gruppen till ett ev/ebit om cirka 4,9 gånger 2020 vinstprognos.

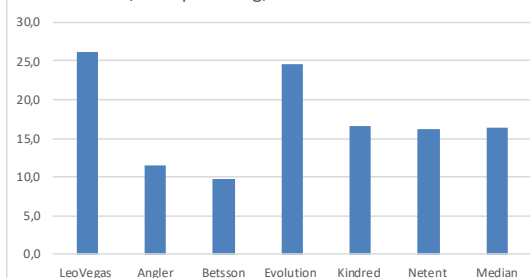
Slutsats

Slutsatsen av branschgenomgången blir att tillväxten för gruppen mattats från toppnivån 2015. Även rörelsemarginalerna har följt med ned. Det har pressat kurserna, vilket i sin tur dragit ner p/e-talen från höga, till relativt låga nivåer. Angler har följt trenden värderingsmässigt med inte lönsamhetsmässigt, sett till bolagets senaste rapporter. Det är uppenbart att placerarnas förväntningar på framtida tillväxt dragits ner markant, i takt med att tillväxt och lönsamhet dalat. Spelsektorn är dock fortfarande en mycket lönsam bransch under oerhört stark tillväxt.

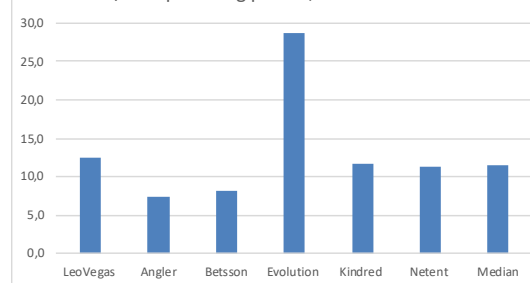
Spelbolagen p/e-tal, 2013-2020



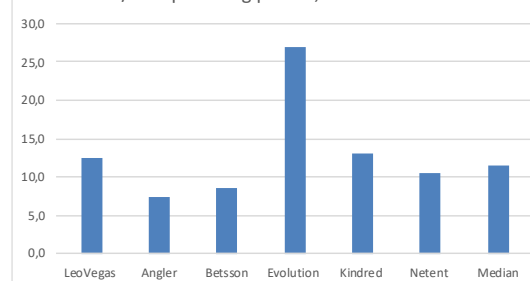
P/e-tal per bolag, median 2016-2020



P/e-tal per bolag p 2020, aktuell börskurs



EV/EBIT per bolag p 2020, aktuell börskurs



Kassaflödesvärdering

Vi har genomfört en kassaflödesvärdering av Angler Gaming för att få fram ett motiverat värde utifrån bolagets förmåga att generera framtida kassaflöden. Vi gör följande prognoser.

Försäljningstillväxt

Tillväxten för 2019 enligt delårsrapporten bör bli drygt 60 procent. Den dämpas till ca 25 procent åren 2020–2023.

EBITDA-marginal

Med ledning av Angler Gamings delårsrapport för Q3 2019 går det att räkna fram en EBITDA-marginal för helåret 2019 på ca 24 procent. Trenden för EBITDA-marginalen de senaste tre åren är stabil och nivån förväntas ligga kvar mellan 21–25 procent över prognosperioden. Vi förväntar oss ett fortsatt fokus på kostnadskontroll.

Investeringar

Vi räknar med investeringar i anläggningar på ungefär 1,4 procent av försäljningen per år. Det är något högre än de senaste åren. Samtidigt ökar investeringarna i aktiverad FoU med motsvarande 1 procent av försäljningen per år. Detta bedömer vi som förhållandevis lågt med tanke på den tillväxt vi prognostiserar. Vi prognostiserar något mindre förvärv, motsvarande 0,5–1,0 procent av försäljningen per år från 2020. Givetvis är dessa antaganden något som är svårt att prognostisera utan kommunicerat från bolaget.

Vägt avkastningskrav (WACC)

Vi tillämpar en riskfri ränta på 0,7 procent till 2 procent över prognosperioden, samt en riskpremie för marknaden på 6,4 procent. Vi bedömer att placerarna räknar med att Angler Gaming riskpremie skall ligga högre än marknaden mot bakgrund av den turbulens och de regleringar som marknaden just nu utsätts för. Utan regleringarna och skattehöjningarna borde riskpremien var lägre än marknaden, eftersom produkten är konsumentorienterad, utan att vara ränteberoende. Räknar vi upp marknadsrisken med betavärdet 1,35, vilket ger en kostnad för det egna kapitalet på 9,34 procent. Lånekostnaden sätts till 2,64 procent. Med dessa

förutsättningar får vi en WACC på 9,34 procent, vilket ger ett motiverat värde på ca 19 SEK per aktie. Det ger ett p/e-tal på 2020 års prognostiserade vinst på 6,25 och en EV/EBIT på 4,9. Prognosförutsättningarna framstår dock som relativt höga, i förhållande till sektorns jämförelsegrupp.

Motiverat värde

Vår värdering är mer optimistisk än dagens marknadsvärde. Företagets expansion- och tillväxt är imponerande. Fokuseringen på utökad produktportfölj, högre reglerade intäkter är övertygande. Därtill är vår uppfattning att spel om pengar som sker online successivt kommer att bli mer accepterad av politikerna och investerare i takt med att allt fler marknader blir reglerade och skattebelagda. Vi tror därför att det institutionella kapitalet återkommer till spelbolagen.

Vi bedömer att Angler Gaming handlas till en rabatt om ca 30–40 procent mot jämförelsegruppen. Vi anser det är motiverat att bolaget ska handlas till en rabatt, med tanke på att bolaget har förhållandevis lite intäkter från reglerade marknader samt är förhållandevis litet mot sina peer, i termer av bolagsvärde. Med det sagt anser vi att rabatten är för stor i o med att Angler är ett av sektorns snabbast växande bolag, med ökade intäkter från reglerade marknader ser vi inte att rabatten ska vara mer än 15–20 procent.

Med dessa förutsättningar får vi ett motiverat värde på ungefär 16 kronor per aktie, vilket ger ett p/e-tal 2020 på ungefär 11 och en EV/EBIT på 6, vilket är lägre än sektorns medelvärde.

Ansvarig analytiker: Jonatan Andersson (+46 70 50 80 051)

DCF	
Wacc	9,34%
CAGR, 2020-2023	25,20%
Tillväxt, evighetsvärde	2,50%
Riskjusterad Beta	1,35
Riskpremie	6,40%
Värde av eget kapital	1,4 mdr
Antal Aktier	74 836 406
Värde per aktie	19 kr

Nyckeltal för spelbolagen

TILLVÄXT

Försäljning SEK (x 1000)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	fr 2015
Leo Vegas	143 621	351 794	758 785	1 353 179	2 135 418	3 366 681	3 826 499	50%
Angler	2 896	9 565	37 182	67 139	122 873	188 908	344 370	74%
Betsson	2 476 749	3 035 096	3 721 987	4 117 309	4 716 458	5 419 824	5 257 229	9%
Evolution	346 604	461 501	697 921	1 100 990	1 753 704	2 519 745	3 834 526	53%
Kindred	2 881 000	3 784 560	4 383 758	6 083 038	8 340 540	10 292 184	11 217 936	26%
Netent	628 961	850 410	1 129 405	1 452 158	1 630 552	1 778 169	1 707 800	11%
Summa	6 479 831	8 492 927	10 729 038	14 173 814	18 699 545	23 565 510	26 188 361	25%
Försäljningstillväxt/år, SEK	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Median
Leo Vegas EUR		145%	116%	78%	58%	58%	14%	68%
Angler Gaming EUR		230%	289%	81%	83%	54%	82%	83%
Betsson SEK		23%	23%	11%	15%	15%	-3%	15%
Evolution EUR		33%	51%	58%	59%	44%	52%	52%
Kindred GBP		31%	16%	39%	37%	23%	9%	27%
Netent SEK		35%	33%	29%	12%	9%	-4%	20%
Median		35%	51%	58%	58%	44%	14%	40%

RÖRELSEKOSTNADER

Personal % försäljning	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Median
Leo Vegas EUR	-10%	-11%	-11%	-13%	-12%	-13%	-12%	
Angler Gaming EUR			-6%	-5%	-4%	-4%	-4%	
Betsson SEK	-15%	-15%	-15%	-16%	-17%	-15%	-15%	
Evolution EUR	-56%	-49%	-44%	-46%	-40%	-40%	-33%	
Kindred GBP	-16%	-13%	-12%	-11%	-10%	-9%	-9%	
Netent SEK	-31%	-29%	-30%	-28%	-28%	-30%	-30%	
Median	-16%	-15%	-13%	-14%	-14%	-14%	-13%	-14%
Marknadsföring % försäljning	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Median
Leo Vegas EUR	-55%	-52%	-54%	-43%	-42%	-37%	-33%	
Angler Gaming EUR		-41%	-24%	-22%	-19%	-28%	-27%	
Betsson SEK	-30%	-28%	-20%	-20%	-28%	-26%	-26%	
Evolution EUR								
Kindred GBP	-29%	-29%	-28%	-27%	-25%	-26%	-28%	
Netent SEK								
Median	-30%	-35%	-26%	-24%	-27%	-27%	-27%	-27%

RÖRELSERESULTAT

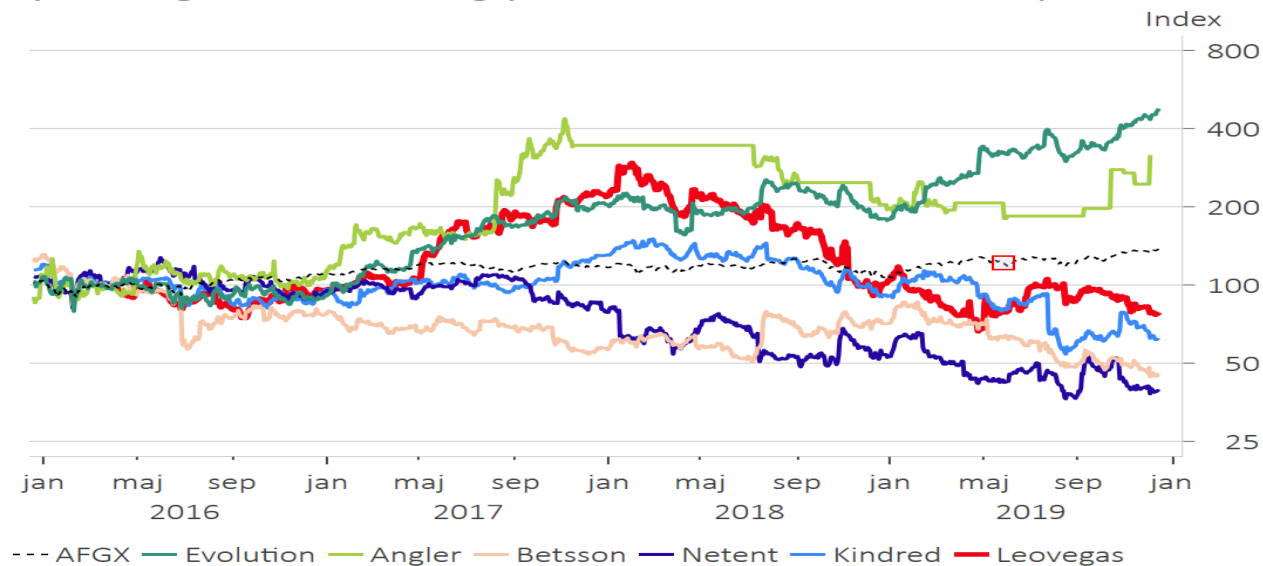
EBIT tillväxt/år (SEK)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Median
LeoVegas			-75%	2928%	40%	0%	12%	12%
Angler					301%	5%	63%	63%
Betsson		37%	8%	7%	-7%	35%	-19%	7%
Evolution		77%	55%	73%	97%	40%	71%	72%
Kindred		151%	-35%	39%	41%	16%	-24%	27%
Netent		-8%	53%	33%	8%	4%	-11%	6%
Median		77%	31%	56%	41%	16%	12%	20%
EBIT-marginal (SEK)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Median
LeoVegas	-2,7%	5,2%	0,6%	10,3%	9,2%	5,8%	5,8%	6%
Angler	-38,9%	-103,4%	-5,4%	16,4%	35,9%	24,5%	22,0%	19%
Betsson	24,3%	27,1%	23,8%	23,0%	18,7%	22,0%	18,3%	23%
Evolution	20,3%	27,0%	27,6%	30,3%	37,5%	36,5%	41,0%	33%
Kindred	16,6%	31,7%	17,8%	17,8%	18,3%	17,2%	11,9%	18%
Netent	45,0%	30,8%	35,6%	36,9%	35,6%	33,8%	31,5%	35%
Summa	22%	28%	21%	22%	21%	20%	18%	21%
Median	20%	27%	24%	23%	36%	25%	22%	21%

KAPITALOMSÄTTNING

Kapitalomsättning	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Median
Leo Vegas EUR	2,9	2,5	4,8	2,7	2,7	1,6	1,8	2,7
Angler Gaming EUR	0,5	1,3	3,4	3,0	2,0	2,5	2,6	2,5
Betsson SEK	1,1	0,8	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Evolution EUR	2,7	2,0	1,7	1,6	1,5	1,5	1,5	1,6
Kindred GBP	1,3	1,5	1,3	1,8	1,5	1,8	1,8	1,5
Netent SEK	1,6	1,5	1,6	1,5	1,8	1,8	1,8	1,6
Median	1,5	1,5	1,6	1,7	1,6	1,7	1,8	1,6
Immateriella tillgångar % eget kapital	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Median
Leo Vegas EUR	37%	12%	23%	12%	179%	189%	192%	
Angler Gaming EUR	74%	61%	29%	64%	21%	17%	18%	
Betsson SEK	100%	111%	126%	132%	135%	113%	112%	
Evolution EUR	31%	28%	23%	23%	15%	13%	12%	
Kindred GBP	96%	88%	121%	114%	148%	149%	130%	
Netent SEK	52%	35%	26%	27%	35%	35%	37%	
Median	63%	48%	27%	46%	85%	74%	74%	63%

P/e-tal (snittkurs för året 2013-2019)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Leo Vegas EUR				26,1	35,2	43,0	18,0	12,6
Angler Gaming EUR				21,1	11,5	14,4	6,2	7,5
Betsson SEK	14,8	13,7	21,2	14,8	13,0	8,5	9,7	8,1
Evolution EUR				24,6	16,5	24,7	21,4	28,7
Kindred GBP	15,1	9,4	23,9	20,5	16,3	16,5	17,2	11,8
Netent SEK	12,4	23,7	32,1	31,0	26,8	16,2	14,3	11,3
Median	14,8	13,7	23,9	22,9	16,4	16,4	15,8	11,5
EV/EBIT (genomsnittsvärde för året)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Leo Vegas EUR				25,8	33,0	41,5	14,8	12,6
Angler Gaming EUR				20,9	10,9	13,9	8,0	7,5
Betsson SEK	14,3	13,5	20,7	15,1	13,4	8,5	9,8	8,5
Evolution EUR				22,7	15,4	23,1	20,1	27,0
Kindred GBP	13,6	8,9	22,1	18,3	15,3	15,2	18,4	13,1
Netent SEK	13,2	22,8	30,9	30,6	26,2	16,7	13,5	10,6
Median	13,6	13,5	22,1	21,8	15,4	15,9	14,2	11,6

Spelbolag, kursutveckling (SEK, Index 100 = mars 2016)



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 Jonatan Andersson äger inte och får heller inte äga inte aktier i det analyserade bolaget.