

## Bolaget vänder till förlust i kvartalet

### Utmaningarna inte slut för bolaget

Även under detta kvartal fortsätter utmaningarna för bolaget. Omsättningen och rörelseresultatet minskar både på årsbasis och sekventiellt. Nettoomsättningen landar på 6,9 miljoner euro (10,1), en minskning med -32 procent på årsbasis och -12 procent sekventiellt. Rörelseresultatet stannar på -0,6 miljoner euro, ned -133 procent på årsbasis och -250 procent sekventiellt. Förra kvartalet lyckades bolaget ändå visa vinst, om än en marginell vinst. Men för det andra kvartalet uppgår periodens resultat till -1,2 miljoner euro. Likt tidigare är den främsta orsaken de kraftigt minskade intäkterna, vilket syns i bolagets huvudsakliga KPI:er (Key Performance Indicators, nyckeltal på svenska). Även om antalet aktiva kunder och nya deponerande kunder ökade på årsbasis, vägs detta inte upp av att kundinsättningarna samtidigt minskade med -35 procent.

### Under kvartalet var KPI-utvecklingen blandad

Kundinsättningarna fortsatte att minska kraftigt på årsbasis i det andra kvartalet. Totalt sett minskade de med -35 procent till 15,2 miljoner euro (23,3). Aktiva kunder ökade med 17 procent till 76 785 (65 882) medan nya deponerande kunder minskade med -20 procent. Totalt minskade de nya deponerade kunder till 14 344 (17 982) på årsbasis. Även det andra kvartalet 2021 var starkt, vilket man bör ha i åtanke. Trots den negativa utvecklingen under kvartalet finns det sekventiellt ändå några ljusglimtar i kvartalsrapporten. Antalet nyregistrerade kunder ökade med hela 22 procent till 91 142 och antalet aktiva kunder ökade med 13 procent till 76 785. I rapporten kommunicerar bolaget att utvecklingen för de första 39 dagarna i det tredje kvartalet visar på en ökning i net game win med 31 procent mot kvartalet innan. Det tyder på att det sekventiellt verkar som att vi kan räkna med ett starkare tredje kvartal än det andra kvartalet för 2022, men att det jämfört med det tredje kvartalet året innan kommer att vara svagare.

### Utdelningen har skapat kortsiktig kassaflödespress

Styrelsens utdelningsförslag på 6,4 miljoner euro godkändes av bolagsstämman i juni. Redan i förra rapporten såg vi den föreslagna utdelningen som en risk och ansåg att det vore bättre att slopa den då bolaget mest troligt skulle komma att behöva kassan för att vända utvecklingen. I rapporten kommenterar VD att bolagets kassaflöde nu är utmanande på grund av utvecklingen av verksamheten. Därför har bolaget kortsiktigt lånat 1 miljon euro på konkurrenskraftigt villkor från ett annat bolag kontrollerat av VD och en annan styrelseledamot i bolaget. Analysguiden finner det märkligt att man valt att skapa en likviditetsstress, genom utdelningen, mot bakgrund av verksamhetens utveckling och sedan lånar in pengar från ägarna.

### Angler Gaming

#### Rapportkommentar

Datum 17 augusti 2022  
Analytiker Martin Stojilkovic

#### Basfakta

Bransch iGaming  
Styrelseordförande Olga Finkel  
Vd Thomas Kalita  
Noteringsår 2012  
Listning Spotlight Stock Market  
Ticker ANGL  
Aktiekurs 4,224 kr  
Antal aktier, milj. 75,0  
Börsvärde, mkr 316,7  
Nettoskuld, mkr -10,3  
Företagsvärde (EV), mkr 327,0  
Webbplats www.anglergaming.com

#### Kursutveckling senaste året



Källa: Refinitiv

#### Prognoser & Nyckeltal, mkr

	2021	2022p	2023p	2024p
Nettoomsättning	43,4	30,1	34,6	39,8
Rörelseres. (EBIT)	9,3	-0,4	4,0	4,9
Nettoresultat	7,3	-2,2	2,8	3,6
Vinst per aktie	0,10 kr	-0,03 kr	0,04 kr	0,05 kr
Omsättningstillväxt	0%	-31%	15%	15%
Rörelsemarginal	21%	-104%	12%	12%
Vinstmarginal	17%	-130%	8%	9%
P/E-tal	43,6	-147,2	112,4	88,3
EV/ebit	35,3	-850,6	81,4	66,9
P/S-tal	7,3	10,5	9,1	8,0
EV/omsättning	7,5	10,9	9,4	8,2

Källa: Bolaget, Analysguiden

## Investeringsstes

### Vissa ljuspunkter trots fortsatta utmaningar

Kräftgången fortsätter alltså för bolaget och även det andra kvartalet blev utmanande för Angler Gaming. Att vända tillväxten i enlighet med den sju satta åtgärdsplanen tar längre tid än vad både vi och bolaget trott. Guidningen för det tredje kvartalet tyder ändå på att bolaget har fått en bra start, där net game win ökar med cirka 31 procent. Sett till årsbasis tynger fortsatt den starka utvecklingen under föregående år och bolaget uppger en negativ sekventiell tillväxt i net game win med -10 procent.

Men det finns ändå några fler tillväxttriggers i form av det samägda bolaget i Sydamerika, som har börjat att generera intäkter från april. De två av bolaget nya tecknade B2B-samarbeten efter det första kvartalets utgång, beräknas bidra positivt från det tredje och fjärde kvartalet i år. Slutligen arbetar bolaget på att utveckla en uppdaterad sportbok, som ska vara i drift till fotbolls-VM 2022.

### Förväntar oss att se effekter från åtgärdsplanen

Även om det tar längre tid än tänkt, är våra förhoppningar att den ambitiösa åtgärdsplan som bolaget annonserat ger utdelning under resterande del av året, så som guidningen för början av det tredje 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 andra kvartalet har man fortsatt att rensa ut olönsamma affiliate-samarbeten. 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 lägre motiverat värde

Utmaningarna kvarstår om de inte vuxit efter det andra kvartalet. Både intäkterna och lönsamheten har som konstaterats tagit stryk och bolaget vände till förlust för året. Men de fortsätter att ta viktiga steg för att vända trenden och de kommande månaderna kommer att bli tongivande för förtroendet av just detta arbete.

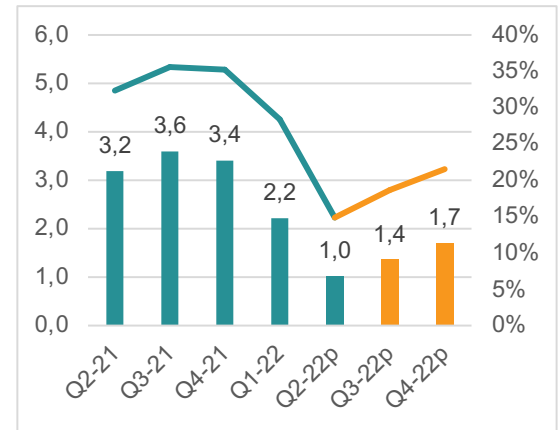
Vi gör en del justeringar i våra estimat efter kvartalsrapporten och sänker tillväxttakten, bibehåller en hög säkerhetsmarginal samt justerar våra kostnadsantaganden. Det ger oss ett nytt motiverat värde på 12 månader sikt på cirka 2,90 - 3,50 kronor (5,10 - 5,30) räknat på en eur/sek-kurs om 10,50 kronor.

I dagsläget ser vi inget behov att rusa in i aktien utan snarare att risken är stor för att kräftgången i aktien kan komma att fortsätta. Vi avvaktar tills vi kan se en vändning i tillväxten, en minskning av kostnadsmassan och få en klarhet i kassaflödet.

Risken 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.

## Återhämtning av bruttomarginalen

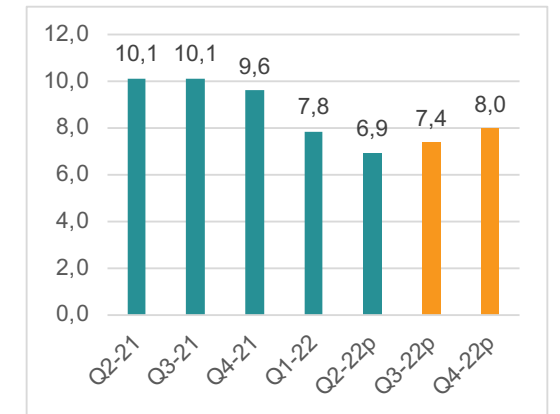
Bruttoresultat i miljoner euro vänster stapel och bruttomarginal i procent höger stapel.



Källa: Bolaget

## Åtgärdsplanen tar tid

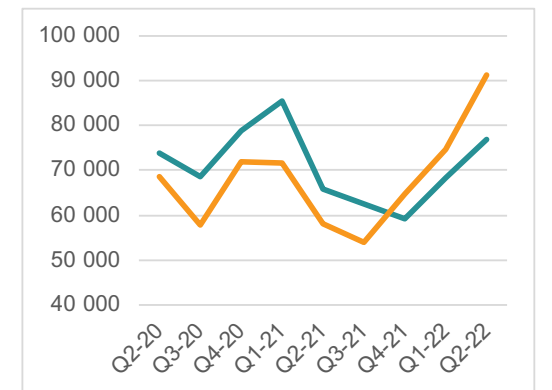
Omsättning i miljoner euro kommande kvartal 2022p.



Källa: Bolaget, Analysguidens prognoser.

## Kundaktiviteten ökade under Q2

Antalet aktiva kunder i grönt och antal nya deponerande kunder i orange. Q122020 - Q2 2022.



Källa: Bolaget, Analysguidens prognoser

**Motiverat värde 2,90 – 3,50 kr**

## Prognoser och värdering

### Kraftig minskning för intäkter och lönsamhet

Nettoomsättningen under det andra kvartalet hamnade på 6,9 (10,1) miljoner euro. Sekventiellt minskade omsättningen -12 procent. Det har inte gått så snabbt att vända utvecklingen och i kombination med ett kraftigt tapp i insättningen från kunderna, gör att även omsättningen viker. De tecken som guidningen av början av det tredje kvartalet ger, gör att vi ser en möjlig början på vändning. Men för att ta höjd för att det kan ta längre tid, justerar vi ned våra tillväxtförväntningar återigen. Kommande kvartal kommer bolaget att fortsatt möta tuffa jämförelsetal och vi förväntar oss att tillväxten för 2022 totalt sett minskar med -30,6% till 30,1 miljoner euro.

Redan året efter räknar vi med att omsättningen vänder upp. Men att den kommer tillbaka till nivåer som under pandemiåren 2020 – 2021 är det klart en bit kvar till. Totalt sett skissar vi på en genomsnittlig tillväxt från 2022 - 2024 på -3 (4) procent. Den negativa genomsnittliga tillväxten beror på att vi ser 2022 som ett förlorat år på grund av den tuffa starten under det första halvåret. Även om den genomsnittliga tillväxten fram till 2024 är negativ, skissar vi på att bolaget växer med 15 procent årligen under 2023 och 2024. Det förutsätter att bolagets pågående åtgärdsplan och initiativ 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 nya prognoser innebär en omsättning 2023 på 34,6 miljoner euro och 2024 på 39,8 miljoner euro. De siffrorna är nedreviderade från kvartalet innan då de låg på 42,5 miljoner euro för 2023 respektive 48,9 miljoner euro för 2024.

### Kostnadsmassan fortsatt hög

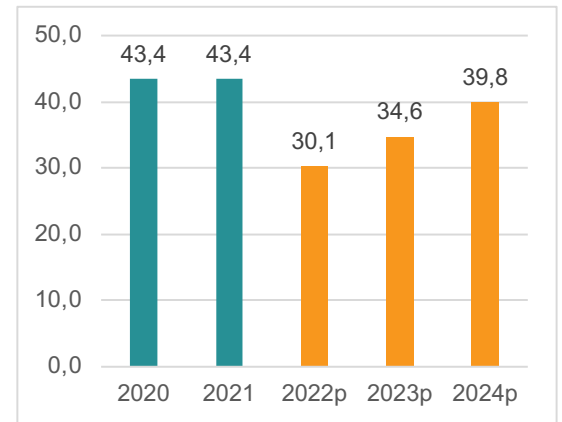
Efter kvartalet har vi ytterligare genomfört förändringar i våra kostnadsprognoser. Bruttomarginalen blev lägre under det andra kvartalet, varpå vi har justerat ned den och för helåret 2022 förväntar vi oss nu en bruttomarginal på 21% mot tidigare 33%. Att åtgärdsprogrammet inte fick den direkta effekt som ledningen förutspådde har gjort att vi även har justerat upp de operativa kostnaderna till cirka 6,7 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 -2,2 miljoner euro (tidigare 2,7), vilket motsvarar en marginal på -7 procent (tidigare 7). Vi ser långsiktigt en stabilisering kring 10 – 11 procents vinstmarginal som tänkbar. Våra uppdaterade prognoser innebär ett resultat 2023 på 2,8 (5,5) miljoner euro, 2024 på 3,6 (6,8) miljoner euro och 2025 på 4,3 (8,1) miljoner euro.

### Försiktigare tillväxtprognoser

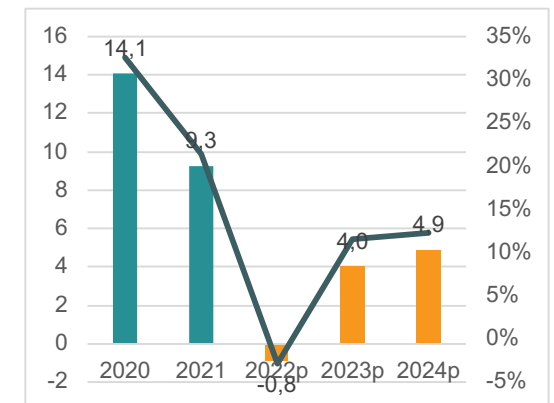
Omsättning i miljoner euro 2020-2024P. Genomsnittlig tillväxt uppgår till -2 procent över prognosperioden, drivet av den negativa utvecklingen i 2022.



Källa: Bolaget, Analysguidens prognoser

### Rörelseresultat positivt nästa 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, och jämför med en multipelvärdering baserat på ebitda.

Vi behåller vår diskonteringsränta på 14 (13,9) procent efter kvartalet för att reflektera den högre risken i bolaget. Säkerhetsmarginalen ligger på 20 procent för att ta höjd för både osäkerheten samt de många utmaningar bolaget står inför internt.

Den nya förväntade genomsnittliga tillväxttakten är nu 4 procent (tidigare 9) under prognosperioden. Den låga tillväxten är driven av att vi ser 2022 som ett förlorat år samt att bolaget har en hel del att bevisa innan vi kan diskontera en högre tillväxt igen. Vi tror helt enkelt att åtgärderna som bolaget aviserat och arbetar efter tar längre tid.

En relativvärdering baserat på en ebitda-multipel om 2 - 3 gånger sista årets ebitda ger oss ett motiverat värde på cirka 2,60 - 3,90 kronor vid en eur/sek-kurs på 10,50 kronor.

DCF-värderingen landar med en säkerhetsmarginal om 20 procent på en värdering mellan 2,75 och 3,45 kronor. Det är ungefär i nivå som en ebitda-värderingen. Det bekräftar därmed rimligheten i värderingen.

iGaming-sektorn som helhet har haft ett utmanande första halvår bakom sig med tuffa jämförelsetal och många bolag har därför 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 stor förefaller en värdering runt 2,90 - 3,50 kronor vara en rimlig nivå mot bakgrund av säkerhetsmarginalen. I dagsläget ser vi att aktien ska ned ytterligare då egentliga triggers som ger utslag i siffrorna ännu inte visat sig. Får bolaget ordning på det som annonserats, kan det finnas en framtida 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. Mot bakgrund av att bolagstämman genomförde en stor utdelning under kvartalet, vilket har gjort att ett kortsiktigt lån har tagits för att hantera likviditeten talar för att risken kortsiktigt är mycket hög. Det är först när vi ser en vändning i siffrorna som vi anser att man kan börja fundera på att kliva in i aktien igen.

## Ser ytterligare nedsida i aktien

DCF-värdering över prognosperioden 2022p-2026p.

Risikfri ränta	2,0%
Systematisk risk premie	7,6%
Småbolagspremie	4,0%
<b>WACC</b>	<b>14,0%</b>
CAGR 2022-2026	4%
Slutvärde, msek	408
<b>Enterprise Value, msek</b>	<b>248</b>
Nettoskuld, msek	-10,3
Långfristiga skulder, msek	0,0
<b>Börsvärde</b>	<b>258,2</b>
Säkerhetsmarginal	20%
Antal utestående aktier, milj.	75,0
<b>Motiverat värde per aktie, SEK</b>	<b>2,90 - 3,50</b>
Senaste värde, 2022-08-16	4,22
Uppsida/nedsida	-17 - 31%

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 finns vid det 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 inte den negativa utvecklingen för verksamheten vänder.

## Disclaimer

Aktiespararna, [www.aktiespararna.se](http://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