

2025-05-21

Nettoomsättningen i det första kvartalet uppgick till 8,3 MEURO (8,2), motsvarande en ökning om 1,6 % y-o-y. Kvartalet markerade samtidigt det första tillväxtkvartalet efter sex kvartal i rad med negativ omsättningsutveckling. Den positiva utvecklingen drevs främst av B2B-affären, som fortsatt står för den absoluta merparten av Anglers intäkter. PremierGaming utgjorde endast 3,5 % (6,7) av intäkterna under kvartalet. Hold uppgick till 50,4 % (54,6), vilket fortsatt är relativt lågt ur ett historiskt perspektiv men samtidigt en tydlig förbättring jämfört med det svaga Q4'25 då Hold pressades ned till 45,5%. Trots den fortsatt relativt låga Hold-nivån ökade Net Gaming Win med 2,9 % till 11,3 MEURO (11,0), samtidigt som kunddeponeringarna steg med 11,4 % till 22,5 MEURO (20,2). Den fortsatt höga nivån av kunddeponeringar indikerar enligt vår bedömning att Angler idag attraherar färre men mer värdefulla kunder än tidigare.

Rekordhög bruttomarginal driver kraftigt förbättrad lönsamhet

Den omförhandlade B2B-modellen fortsätter att få tydligt genomslag i resultaträkningen. Bruttomarginalen uppgick till rekordhöga 58,0 % (42,8), vilket är den högsta nivån i Anglers historia. Förbättringen drivs främst av den nya kostnadsstrukturen där B2B-partners numera själva står för kostnader relaterade till betalningslösningar och drift. Rörelsekostnaderna ökade endast marginellt samtidigt som EBIT steg med 68,0 % till 2,91 MEURO (1,73), motsvarande en EBIT-marginal om 35,0 % (21,2). De finansiella kostnaderna uppgick till 0,39 MEURO (0,37), motsvarande 4,7 % av nettoomsättningen, vilket fortsatt är betydligt lägre än nivåerna under stora delar av 2024. Vinsten ökade till 2,52 MEURO (1,36), motsvarande en förbättring om cirka 86 % y-o-y. Kassaflödet påverkades fortsatt negativt av öknings i rörelsekapital och fordringar, vilket medförde ett negativt fritt kassaflöde trots stark underliggande kassagenerering. I vår intervju framstod dock Kalita inte som särskilt oroad över utvecklingen och beskrev att bolaget arbetar aktivt med att förbättra kassaflödet och optimera rörelsekapitalet framöver.

B2B-plattformen och AI-satsningen fortsätter att utvecklas

Under kvartalet fortsatte Angler att vidareutveckla den egenutvecklade B2B-plattformen, som idag är fullt konfigurerbar för partners och innehåller allt mer avancerade CRM-moduler, kampanjverktyg och datadrivna analysfunktioner. I vår intervju beskrev Kalita hur bolaget nu är betydligt mer redo att öka försäljningsfokuset inom B2B efter flera år av produktutveckling och effektiviseringar. Ambitionen framåt är att accelerera försäljningen av plattformen till fler externa partners. Samtidigt fortsätter Marlin Media och marvn.ai att utvecklas snabbt. Under kvartalet integrerades över 8 000 slots i marvn.ai:s databas och nya AI-drivna discovery-funktioner lanserades. Efter kvartalets utgång lanserades dessutom marvnBoost, ett AI-drivet verktyg för automatiserad iGaming-content riktat mot operatörer, affiliates och spelutvecklare. Marlin Media befinner sig fortsatt i ett tidigt skede men framstår enligt vår bedömning som en allt mer intressant långsiktig tillväxtoption.

Outlook

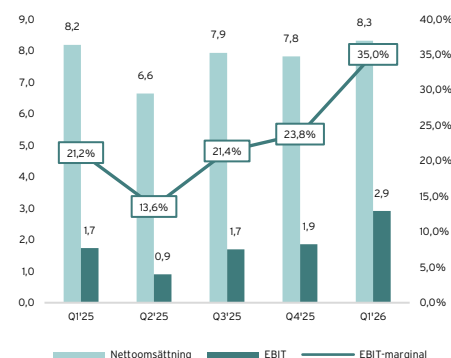
Trading updaten visade dessutom att den genomsnittliga dagliga Net Gaming Revenue under Q2'26 fram till och med den 18 maj var 24,8 % högre än genomsnittet för hela Q2'25, vilket indikerar att den positiva utvecklingen fortsatte även efter kvartalets utgång. Det ska dock poängteras att jämförelsekvartalet Q2'25 var ovanligt svagt, vilket gör jämförelsetalen relativt enkla. Angler framstår idag som betydligt mer kostnadseffektivt och skalbart än före omställningen av B2B-modellen. Det är dock fortsatt svårt att bedöma hur hållbar den rekordhöga bruttomarginalen om 58 % är över tid då flera rörliga faktorer fortsatt kan skapa relativt stora kvartalsvariationer. Vår bedömning är därför att bolaget behöver bevisa den nuvarande marginalnivån under ytterligare några kvartal innan några definitiva slutsatser kan dras kring den långsiktiga hållbarheten. Samtidigt justerar vi upp våra estimat för både bruttomarginal och EBIT framåt, även om vi fortsatt räknar med en lägre nivå jämfört med den exceptionellt höga nivån i Q1'26. Vi bedömer fortsatt att B2B-affären är den viktigaste drivaren för både tillväxt och lönsamhet framöver, medan Marlin Media och marvn.ai utgör intressanta långsiktiga tillväxtoptioner. Angler handlas till P/E 3,8 på våra estimat för 2026E och med en multipel om P/E 8x ser vi en uppsida om cirka 113 % i vårt huvudscenario.

(MEUR)	2022	2023	2024	2025	2026E
Nettoomsättning	31,4	38,9	40,1	30,6	33,3
Tillväxt y-o-y	-27,6%	24,0%	3,0%	-23,8%	9,0%
EV/S	0,9	0,7	0,7	0,9	0,9
Bruttoresultat	7,3	10,8	13,3	13,9	17,9
Bruttomarginal	23,1%	27,9%	33,2%	45,4%	53,7%
Rörelsekostnader	-6,5	-6,8	-8,2	-7,7	-8,4
EBIT	0,8	4,1	5,1	6,2	9,5
EBIT-marginal	2,5%	10,5%	12,7%	20,2%	28,6%
EV/EBIT	37,3	7,1	5,7	4,7	3,0
Vinst	-3,4	2,1	1,8	4,5	8,0
Vinstmarginal	neg.	5,4%	4,5%	14,8%	24,0%
P/E	neg.	14,2	16,5	6,6	3,8

Fakta

VD	Thomas Kalita
Lista	Spotlight
Ticker	ANGL
Aktiekurs (SEK)	3,15
Antal aktier (Miljoner)	75,0
Börsvärde (MSEK)	236,2
Nettoskuld (MSEK)	-13,2
EV (MSEK)	223,0
Insiderägande	9,12%
Nästa rapport	2026-05-20

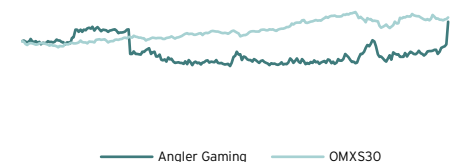
Kvartalsutveckling



Analytiker

Erik Lundberg
erik.lundberg@kalqvl.se

Kursutveckling 12 månader



Kursutveckling %	1 m	3 m	12m
Angler Gaming	+32,1	+34,2	+17,2

Kort om Angler

Angler Gaming är ett maltesiskt investmentbolag vars kärnverksamhet är att äga och utveckla onlinebaserade spelbolag som erbjuder casino- och bettingprodukter direkt till slutkunder eller via partners. Bolaget investerar i nischade iGaming-bolag och start-ups med skalbara affärsmodeller och möjlighet att snabbt anpassa sig till förändringar i marknad och kundbeteende. Koncernen driver både B2C- och B2B-verksamhet genom flera helägda dotterbolag samt en växande affiliate-verksamhet. Samtliga dotterbolag är fullt ägda av Angler Gaming, inklusive affiliatebolaget Marlin Media som konsoliderades till 100 % under 2024. PremierGaming med varumärken som ProntoCasino utgör bolagets B2C-del och fokuserar främst på Sverige, men även övriga marknader i Nordeuropa.

En central del av Anglers strategi är den egenutvecklade och fullt ägda iGaming-plattformen, som möjliggör kostnadseffektiv drift, snabb lansering av varumärken och white label-lösningar samt omfattande automatisering, dataanalys och AI-baserad optimering. Verksamheten är strukturerad för att vara skalbar med en effektiv och resurslätt organisation. Anglers långsiktiga vision är att stärka sin position inom iGaming-sektorn genom en kombination av teknologidrivna plattformsutveckling, fortsatt kostnadsdisciplin och tillväxt inom B2B, PremierGaming och affiliate-verksamheten Marlin Media.

Investeringscase

Genomförd turnaround efter svaga år

Efter ett utmanande 2022 har Angler genomfört ett omfattande effektiviseringsarbete med fokus på kostnadskontroll, marginalförbättringar och stabilisering av verksamheten. Utvecklingen den senaste tiden visar att bolaget återgått till stabil lönsamhet.

Låg värdering och attraktiv risk reward

Angler är skuldfritt med nettokassa och har åter stärkt sin lönsamhet efter utmaningarna under 2022. Samtidigt värderas bolaget betydligt lägre än både sin historiska multipl och peers. Kombinationen av stabil OPEX, förbättrad marginalprofil och en fortsatt låg värdering innebär en attraktiv risk reward på våra estimat.

Handlingsplan för högre lönsamhet och tydliga effekter

Bolagets åtgärdsprogram omfattar optimering av cost of sales, minskning av finansiella kostnader samt en mer automatiserad och datadriven plattformsdrift. Omställningen av B2B-modellen, där partners från 2025 bär kostnader för betalningslösningar och drift, har förbättrat marginalprofilen strukturellt och minskat kostnadsrisken.

Fortsatt utveckling av den tekniska plattformen stärker konkurrenskraft

Angler investerar löpande i sin egenutvecklade iGaming-plattform, där förbättrade CRM-moduler, snabbare infrastruktur, ökade automatiseringsnivåer och integration av prediktiva verktyg för churn-prevention höjer effektiviteten. Plattformens utveckling stärker kundvärdet, förbättrar marginalerna och ökar attraktionskraften i B2B-erbjudandet, vilket skapar förutsättningar för skalbar tillväxt.

Tillväxt drivare inom B2B, PremierGaming och sportbok

Tillväxten framåt väntas främst komma från en kombination av att växa med befintliga B2B-kunder och att addera nya partners. Den upgraderade tekniska plattformen stärker Anglers erbjudande och gör det möjligt att både fördjupa och bredda B2B-segmentet. Nysatsningen på PremierGaming har också möjlighet att bidra till tillväxten framåt.

Strategisk option genom Marlin Media

Affiliate-satsningen Marlin Media befinner sig i ett tidigt expansionsstadium men har tagit viktiga steg genom lanseringen av marvn.ai, en AI-driven casinosökmotor. Den fortsatta teknikutvecklingen och internationaliseringen gör Marlin till en långsiktig tillväxtoption som kan bidra mer substantiellt från 2026 och framåt.

Motargument

Konkurrensutsatt iGaming-marknad

Angler verkar i en hårt konkurrensutsatt sektor med många globala och lokala aktörer. Höga bonusnivåer, aggressiv marknadsföring och snabb teknikutveckling kan pressa kundskaffning och marginaler. PremierGaming är särskilt utsatt på den svenska marknaden och har haft en svag intäkstillväxt senaste åren.

Volatila intäkter och resultat

Intäkter och lönsamhet kan variera betydligt mellan kvartal. Hold-nivåer påverkas av naturliga spelutfall, cost of sales kan skifta beroende på kundbeteende och produktmix, och höga finansiella kostnader kan snabbt äta upp delar av vinsten. Sammantaget innebär detta att resultatet är känsligt för flera faktorer som Angler inte fullt ut kan kontrollera.

Regulatoriska och licensmässiga risker

iGaming är en strikt reglerad bransch där förändringar i skatt, licenskrav, geoblockering eller compliance-regler kan få direkt påverkan på Anglers verksamhet. Skärpta krav på ansvarsfullt spelande kan öka kostnader, begränsa marknadsföring eller kräva tekniska anpassningar.

Begränsad transparens och marknadens förtroende

Bolaget lämnar begränsad insyn i dotterbolagsnivå, geografier och kundmix vilket gör det svårare för investerare att bedöma resultatattenden. Brist på transparens har historiskt bidragit till en låg värdering och kan fortsätta att begränsa aktiens multipelutveckling.

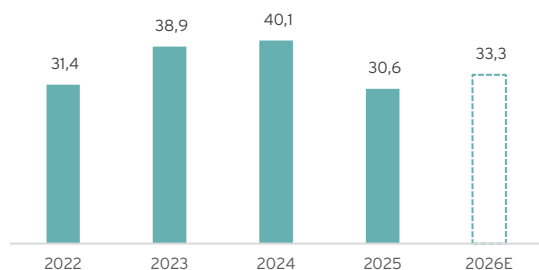
Beroende av B2B-partners och lanseringstakt

En central del av tillväxtstrategin bygger på att både växa med befintliga B2B-partners och attrahera nya. Projektförseningar, lägre aktivitet hos kunder eller tekniska integrationsutmaningar kan bromsa tillväxten. Eftersom lanseringstidpunkter ofta bestäms av partnern är visibiliteten begränsad.

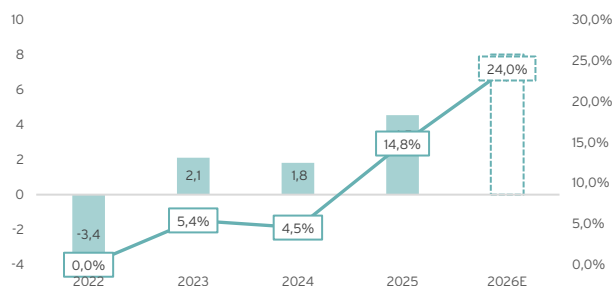
Tekniska och operativa risker i plattformsdriften

Angler är beroende av en stabil och säker drift av sin egenutvecklade plattform. Driftsavbrott, cyberincidenter, brister i skalbarhet eller problem vid integration av nya funktioner kan leda till ökade kostnader, förlorade kunder och skadat förtroende.

Nettoomsättning, 2022-2026E (MEURO)



Vinst och vinst-marginal, 2022-2026E (MEURO)



Stark lönsamhetsutveckling

Nettoomsättningen i det första kvartalet uppgick till 8,3 MEURO (8,2), vilket motsvarade en ökning med 1,6 % y-o-y. Det är första kvartalet med tillväxt sedan Angler genomförde den strukturella förändringen av B2B-affären i början av 2025, där partners själva tog över kostnader relaterade till drift och betalningslösningar. Den nya modellen har pressat de rapporterade intäkterna men samtidigt förbättrat kostnadsstrukturen markant. Under Q1 börjar effekterna nu synas tydligare även på lönsamheten.

Kunddepositionerna fortsatte samtidigt att utvecklas starkt och ökade med 11,4 % till 22,5 MEURO (20,2). Även om aktiva kunder och nyregistreringar fortsatt minskade y-o-y, vilket är i linje med bolagets strategi att prioritera mer lönsamma kunder framför volym, så indikerar de stigande depositionerna att spelarvärdena förbättras. Holden uppgick till 50,4 % (54,6), vilket var lägre än föregående år och därmed påverkade intäkterna negativt trots starkare underliggande aktivitet. Kunddeponeringar är fortsatt enligt oss det viktigaste KPI:et att följa, då det är från dessa pengar framtida intäkter genereras.

Den förändrade affärsmodellen och det fortsatta effektiviseringsarbetet fick stort genomslag i marginalerna under kvartalet. Under VD-intervju beskrev Kalita att Angler nu börjar se tydliga effekter från det långsiktiga förändringsarbete som pågått under flera kvartal, där fokus legat på kostnadskontroll, datadrivna modeller och automatisering av kostnadsdrivare. Bolaget arbetar fortsatt aktivt med ytterligare effektiviseringar och kassaflödesförbättringar. Bruttoresultatet steg till 4,8 MEURO (3,5) samtidigt som bruttomarginalen stärktes kraftigt till cirka 58 % från cirka 43 % föregående år. EBIT ökade med hela 68,0 % till 2,91 MEURO (1,73), vilket motsvarar en EBIT-marginal om 35,0 % (21,2). Nettoresultatet ökade samtidigt med 85,9 % till 2,52 MEURO (1,36).

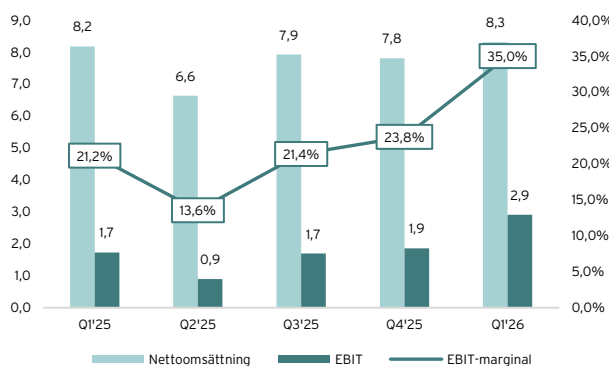
PremierGaming ligger kvar på låga nivåer och Angler har fortsatt en försiktig syn på marknadsföring och arbetar nu med en uppdaterad strategisk plan för verksamheten. Under intervjun förklarade Kalita att PremierGaming fortfarande påverkas av att bolaget historiskt fick tillgång till Swish sent i Sverige, vilket försvårat konkurrensen mot större aktörer. Fokus ligger därför nu på att ytterligare förfina nischen och prioritera lönsamhet framför aggressiv tillväxt.

En central del i Anglers turn-around är den egenutvecklade iGaming-plattformen, som nu är fullt konfigurerbar för B2B-partners. Bolaget beskriver detta som en viktig milstolpe och planerar dessutom att under 2026 formalisera plattformsutvecklingen som en separat teknologienhet inom koncernen. Plattformen utvecklas nu med fokus på effektivitet, regulatorisk anpassning och större flexibilitet för partners. Under intervjun betonade Kalita att bolaget nu känner sig betydligt tryggare med plattformens tekniska positionering och att man successivt kommer intensifiera försäljningsarbetet mot nya B2B-kunder.

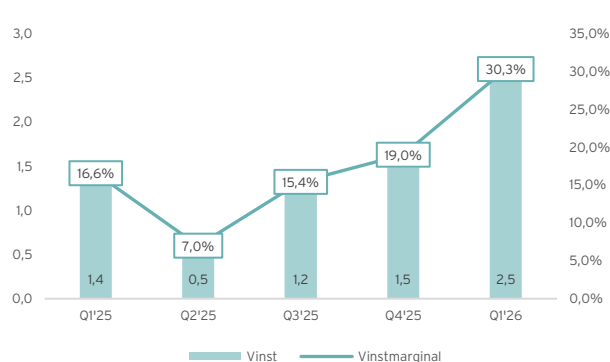
Marlin Media fortsätter samtidigt att vara ett av de mest intressanta områdena i caset. Den AI-drivna casinosökmotorn Marvni.ai fortsatte under kvartalet att generera både registreringar och First Time Depositors (FTD:s), samtidigt som användarinteraktionerna nådde rekordnivåer. Under kvartalet lanserades även nya funktioner, däribland "Discovery Section" samt integration av över 8 000 slotstitlar i databasen. Efter kvartalets utgång lanserades dessutom marvnBoost, en AI-baserad contentgenerator för operatörer, affiliates och spelutvecklare. Produkten bygger på Marvns verifierade datalager och ska automatisera delar av innehållsproduktionen inom iGaming. Under VD-intervjun beskrev Kalita satsningen som ett strategiskt viktigt område där Angler vill positionera sig tidigt inom AI-drivna sök- och contentlösningar. Samtidigt betonar bolaget att investeringarna sker kontrollerat och med fortsatt kostnadsdisciplin.

Även starten på Q2 ser stark ut. Bolaget uppger att den genomsnittliga dagliga nettointäkten fram till och med den 18 maj var 24,8 % högre än den genomsnittliga dagliga nettointäkten under hela Q2'25. Det är ingen prognos för kvartalet, men indikerar att momentumet från Q1 fortsatt in i det andra kvartalet. Det ska dock poängteras att Q2'25 var ovanligt svagt, så jämförelsetalen är enkla.

Nettoomsättning och EBIT



Vinst och vinstmarginal



Utfall vs Estimat

Nettoomsättning inkom relativt i linje med våra estimat, men bruttomarginalen var avsevärt högre. Detta i kombination med något lägre kostnader än prognosticerat innebar att Angler inkom betydligt högre avseende EBIT och vinst än vad vi estimerat. Ett kvartal långt över våra förväntningar med klart bättre lönsamhet än vad vi hade estimerat. Den stora frågan framåt blir om Angler kan upprätthålla denna nivå på bruttomarginalen. En bruttomarginal runt 60 % och god kostnadskontroll i kombination med nettoomsättningsstillväxt ger potential för ett väldigt lönsamt år för Angler.

(MEURO)	Estimat Q1'26	Utfall Q1'26	Differens
Nettoomsättning	8,56	8,31	-2,9%
Tillväxt y-o-y	4,7%	1,6%	-3,1pp
Bruttoresultat	3,83	4,82	+25,8%
Bruttomarginal	45,0%	58,0%	+13,0pp
Rörelsekostnader	2,08	1,91	-8,2%
EBIT	1,78	2,91	+63,5%
EBIT-marginal	20,7%	35,0%	+14,3pp
Vinst	1,40	2,52	+80,0%
Vinstmarginal	16,2%	30,3%	+14,1pp

B2B-delen driver tillväxt och PremierGaming fortsatt svagt

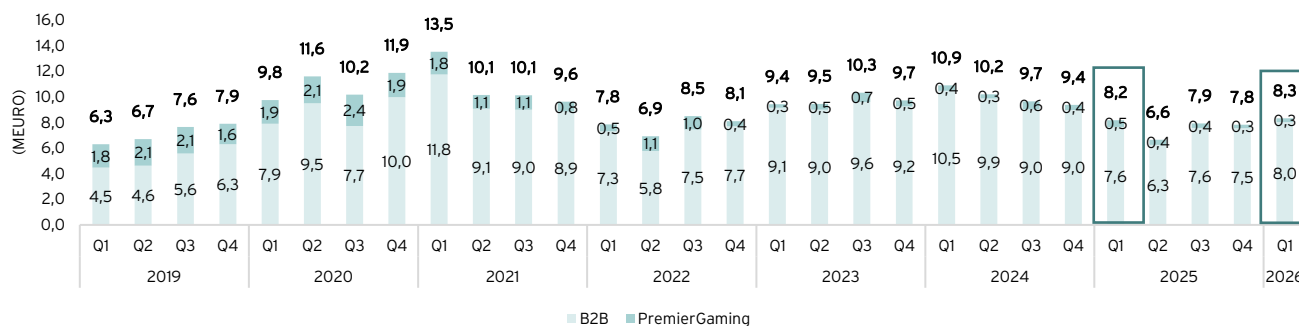
Nettoomsättningen i det första kvartalet uppgick till 8,3 MEUR (8,2), motsvarande en ökning om 1,6 % y-o-y. Kvartalet markerade samtidigt det första tillväxtkvartalet efter sex kvartal i rad med negativ omsättningsutveckling. PremierGaming utgjorde 3,5 % (6,7) av Anglers intäkter under kvartalet, motsvarande 0,3 MEUR (0,5). Majoriteten av intäkterna kommer således fortsatt från B2B-verksamheten, som utvecklades positivt under kvartalet.

I den historiska jämförelsen är det viktigt att beakta de omförhandlade B2B-avtal som trädde i kraft vid årsskiftet 2025. Effekten från dessa är nu till stor del inbakad i jämförelsetalen, men modellen fortsätter att bidra till en mer renodlad, kostnadseffektiv och skalbar verksamhet med högre operationell hävstång. Det avspeglades tydligt i kvartalets starka bruttomarginal.

I vår intervju med Kalita beskrev han dessutom hur Angler nu börjar se tydligare effekt från den omställning och effektivisering som genomförts inom B2B-affären. Den egenutvecklade plattformen har successivt blivit mer datadriven och fullt konfigurerbar för partners, samtidigt som Angler centraliserat fokus kring de kvarvarande kostnadsdrivarna. Kalita lyfter även fram att bolaget nu är betydligt mer redo att öka försäljningsfokuset inom B2B, där målsättningen på sikt är att accelerera försäljningen av den egenutvecklade plattformen till fler externa partners.

Hold uppgick samtidigt till 50,4 % (54,6), vilket fortsatt är på relativt låga nivåer historiskt men samtidigt en tydlig förbättring jämfört med det svaga Q4'25 då Hold pressades ned till 45,5 %.

Segmentsfördelning av intäkter, 2019-2026



PremierGaming - en fortsatt liten del av totalen

PremierGaming är Angler Gamings B2C-verksamhet med fokus på Sverige och övriga Norden. Under Q1'26 stod PremierGaming för 3,5 % (6,7) av Anglers totala intäkter, motsvarande cirka 0,3 MEUR (0,5). Intäktsnivån är därmed fortsatt låg i relation till bolagets totala verksamhet och PremierGaming har ännu inte lyckats etablera någon tydlig tillväxttrend.

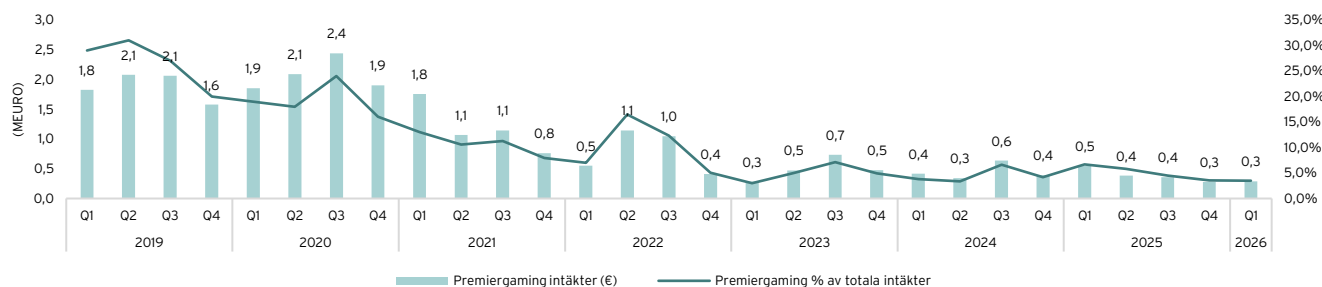
Under kvartalet fortsatte PremierGaming att inta en försiktig syn på marknadsföring och fokuserade främst på låg-riskkampanjer där kundlivstidsvärdet överstiger anskaffningskostnaden. Enligt Kalita har PremierGaming lyckats attrahera kunder som stannar länge och spelar ansvarsfullt, men samtidigt innebär den långa återbetalningstiden att bolaget vill vara försiktigt med större marknadsinvesteringar innan den uppdaterade strategin är fullt ut definierad. I vår intervju beskriver Kalita marknadsföringen som mer av "underhållsmarknadsföring" i nuläget, vilket också avspeglas i kvartalets kostnader.

PremierGaming har under de senaste åren varit ett strategiskt fokusområde för Angler. Bolaget har bland annat satsat på mer traditionell marknadsföring i svenska medier, implementerat Swish och vidareutvecklat erbjudandet genom sportbok och lotteribetting på ProntoCasino.se. Samtidigt har affiliateavtal som inte ansetts passa den långsiktiga strategin successivt avvecklats, vilket bidragit till lägre kostnader men även påverkat intäkterna negativt. Enligt Kalita fick PremierGaming dessutom tillgång till Swish relativt sent jämfört med större konkurrenter på den svenska marknaden, vilket under flera år begränsade möjligheten att konkurrera fullt ut om svenska spelare.

I Q1'26 meddelade Angler dessutom att en uppdaterad strategisk plan för PremierGaming nu arbetas fram för att ytterligare förfinas bolagets nischpositionering. Det indikerar att ledningen fortsatt ser potential i verksamheten men också att man ännu inte är helt nöjd med nuvarande utveckling. Samtidigt lyfter Kalita fram att PremierGaming fyller en viktig strategisk funktion även internt då verksamheten fungerar som en egen B2C-miljö där Angler kan testa och vidareutveckla funktioner, kampanjmodeller och datadrivna verktyg till bolagets B2B-plattform.

Vår syn är fortsatt att PremierGaming främst ska ses som en långsiktig option på framtida tillväxt snarare än en kortsiktig drivare för Angler. Det operativa fokuset och den tydligaste värde drivaren framåt bedömer vi fortsatt ligger inom bolagets B2B-affär, där den egenutvecklade plattformen och den förbättrade kostnadsstrukturen nu börjar ge tydligare effekt på både tillväxt och lönsamhet.

PremierGamings intäkter och andel av totalen, 2019-2026



Rekordhög bruttomarginal visar styrkan i B2B-modellen

Bruttomarginalen uppgick under Q1'26 till rekordhöga 58,0 % (42,8), vilket är den högsta nivån i Anglers historia. Bruttovinsten ökade till 4,82 MEUR (3,50), motsvarande en förbättring om cirka 38 % y-o-y. Förbättringen drivs fortsatt främst av den omförhandlade B2B-modellen där partnerna numera själva står för kostnader kopplade till drift och betalningslösningar. Modellen innebär lägre rapporterade intäkter men betydligt bättre operationell hävstång och en mer kostnadseffektiv verksamhet.

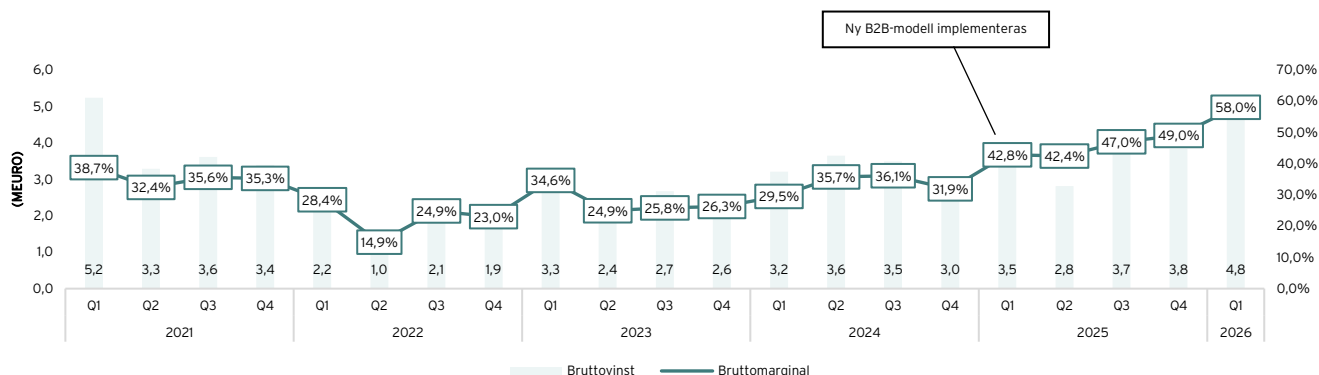
I vår intervju uppgav Kalita att effekterna från den renodling och effektivisering som genomförts inom B2B-affären nu börjar synas tydligare. Kalita beskriver hur Angler successivt centraliserat fokus kring de kvarvarande kostnadsdrivarna samtidigt som de datadrivna modellerna och analysverktygen successivt förbättrats i takt med att mer data samlats in. Enligt Kalita stärker detta både precisionen i kampanjarbetet och kostnadseffektiviteten, vilket i sin tur bidrar till en mer skalbar affärsmodell och lägre cost of sales över tid.

Bolaget har dessutom fortsatt att vidareutveckla den egenutvecklade plattformen som idag är fullt konfigurerbar för B2B-partners. Plattformen innehåller mer avancerade CRM-moduler, kampanjverktyg och datadrivna analysfunktioner som hjälper partners att optimera kundvärde, kampanjer och kostnadsnivåer. Under intervjun lyfter Kalita fram att Angler nu börjar se tydligare effekt från dessa verktyg, där partners i högre grad lyckas attrahera kunder med högre spelarvärde samtidigt som marknadsföringen blivit mer kostnadseffektiv. Kalita betonar även att bolaget nu fokuserar mer offensivt på försäljning inom B2B, där ambitionen är att accelerera försäljningen av den egenutvecklade plattformen till fler externa partners framöver.

De kundrelaterade KPI:erna visar fortsatt lägre nivåer för aktiva kunder och nya deponerande kunder jämfört med föregående år, medan kunddepositionerna ökade till 22,5 MEUR (20,2). Enligt Kalita är detta ett resultat av att både Angler och dess partners blivit bättre på att använda plattformens datadrivna funktioner för att optimera kundmix och kampanjer. Vi bedömer därför att Angler idag attraherar färre men mer värdefulla kunder än tidigare, vilket stärker marginalprofilen.

Det är fortsatt svårt att bedöma hur hållbar den nuvarande bruttomarginalnivån runt 58 % är över tid. Kalita vill inte guida kring någon specifik marginalnivå men betonar att en stark bruttomarginal är ett av bolagets viktigaste KPI:er eftersom den skapar handlingsfrihet längre ned i resultaträkningen. Historiskt har Angler även påpekat att perioder med högre kundanskaffning och mer offensiv marknadsföring tenderar att pressa cost of sales och därmed bruttomarginalen temporärt. Det talar för att marginalen fortsatt kan vara relativt volatil mellan kvartalen även om den strukturella nivån nu tydligt stärkts jämfört med före omställningen av B2B-modellen.

Bruttovinst och bruttomarginal, 2020-2026



Det finns flera rörliga delar inom cost of sales som kundanskaffningskostnader, royalties och betalningslösningavgifter som kan variera mycket från kvartal till kvartal. Angler har arbetat med att förändra tillvägagångssättet för kundanskaffning via affiliates och bolaget har övergått till en fundamental datadriven modell som ska underlätta för koncernen och B2B-partners att kontrollera kundanskaffningskostnaden. Utöver detta fortlöper arbetet med att avsluta icke-lönsamma affiliate-partnerskap och Angler har flera aktiviteter i gång för att sänka de royalties som bolaget betalar. Detta arbete har enligt vår bedömning burit frukt och bevisat återfinns i att bruttomarginalen kraftigt förbättrats mot de låga nivåerna under 2022-2023.

Rörliga delar i cost of sales

Kundanskaffning

Kostnaderna för kundanskaffning påverkas av varifrån kunderna kommer ifrån, det vill säga från vilken affiliatepartner, samt om kundanskaffningen sker genom CPA (köp av kund) eller intäktsfördelning (Angler delar intäkterna med affiliatepartnern).

Royalties

Angler betalar olika royalties till spelleverantörer och kostnaderna påverkas därför av vilka spel som kunderna spelar. Till exempel har slots generellt lägre royalties än till exempel live casino, och premium-leverantörer har högre royalties än nya, okändare leverantörer.

Betalningslösningar

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

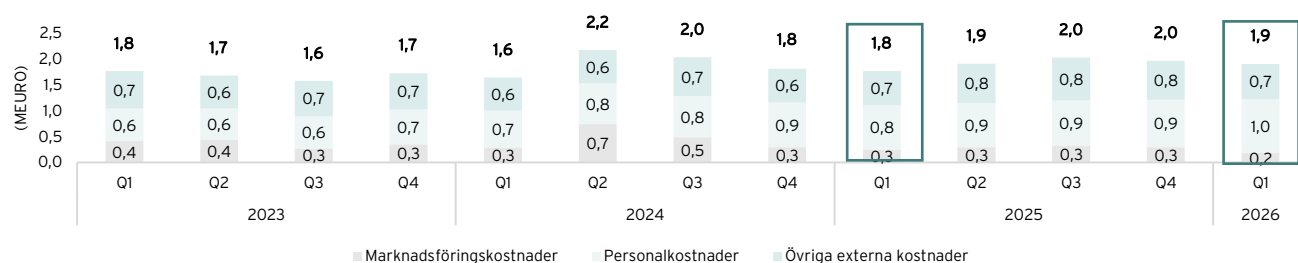
Kostnadskontroll och kraftigt förbättrad lönsamhet

Angler Gaming har under lång tid uppvisat god kostnadskontroll och OPEX har legat på relativt stabila nivåer de senaste åren. Under Q1'26 uppgick rörelsekostnaderna till 1,91 MEUR (1,77), motsvarande en ökning om cirka 8 % y-o-y. Ökningen drevs främst av högre personalkostnader och något högre externa kostnader, medan marknadsföringskostnaderna minskade till 0,18 MEUR (0,25). Den försiktiga marknadsföringsstrategin inom PremierGaming fortsatte därmed att bidra till en relativt låg kostnadsnivå under kvartalet.

I vår intervju beskrev Kalita hur Angler under flera år arbetat med att automatisera och göra kostnadskontrollen mer datadriven för att minska känsligheten i verksamheten. Enligt Kalita utför systemen idag en stor del av det löpande optimeringsarbetet, medan organisationen i högre grad kan fokusera på analys, strategi och vidareutveckling av verksamheten. Bolaget arbetar fortsatt aktivt med att identifiera ytterligare effektiviseringar och förbättringar inom både kostnadskontroll och kassaflöde. Kalita lyfter även fram att den renodlade B2B-modellen gjort det lättare för Angler att fokusera på de kostnadsdrivare som fortfarande ligger kvar inom verksamheten.

Angler fortsätter samtidigt att investera i tillväxtinitiativ och teknikutveckling. Fokus ligger framför allt på vidareutvecklingen av den egenutvecklade B2B-plattformen samt AI-satsningen inom Marlin Media och marvn.ai. Under kvartalet fortsatte Marlin Media att utvecklas och efter kvartalets utgång lanserades dessutom marvnBoost, ett AI-drivet verktyg för automatiserad iGaming-content riktat mot operatörer, affiliates och spelutvecklare. Break even-målet för Marlin Media är fortsatt framflyttat till slutet av 2026, vilket indikerar att investeringarna inom AI och produktutveckling väntas kvarstå även under kommande år.

Utveckling av rörelsekostnader, 2023-2026



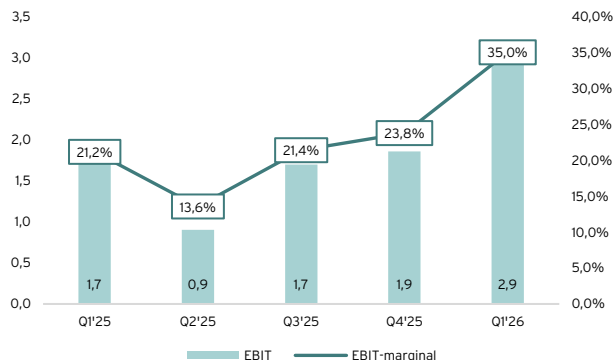
Trots en relativt begränsad omsättningstillväxt om 1,6 % y-o-y förbättrades lönsamheten kraftigt under kvartalet. EBIT ökade med 68,0 % y-o-y till 2,91 MEUR (1,73), vilket motsvarade en EBIT-marginal om 35,0 % (21,2). Den rekordhög bruttomarginalen var den enskilt viktigaste drivaren bakom resultatutvecklingen, i kombination med fortsatt stark kostnadskontroll och den förbättrade operationella hävstången i B2B-affären.

I vår intervju med Kalita beskriver han också hur Angler nu börjar se tydligare effekt från de effektiviseringar och den renodling som genomförts inom B2B-affären. Kombinationen av lägre cost of sales, mer datadrivna modeller och fortsatt disciplinerad kostnadskontroll har enligt Kalita skapat en betydligt mer skalbar verksamhet än tidigare. Den förbättrade lönsamheten ger dessutom bolaget större handlingsfrihet för fortsatta investeringar i både plattformen och AI-satsningarna inom Marlin Media.

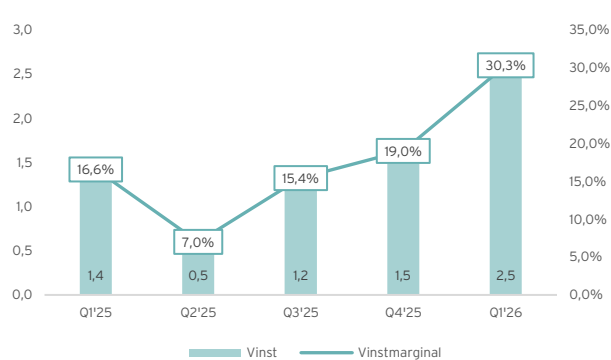
De finansiella kostnaderna uppgick under Q1'26 till 0,39 MEUR (0,37), vilket motsvarade 4,7 % av nettoomsättningen jämfört med 4,6 % under Q4'25. Nivån är därmed fortsatt betydligt lägre än under stora delar av 2024 då valutarelaterade kostnader i perioder belastade vinsten betydligt mer. Kalita har tidigare beskrivit de finansiella kostnaderna som nära kopplade till valutafuktuationer och ett viktigt fokusområde för bolaget har varit att successivt minska dessa i relation till omsättningen. Att de finansiella kostnaderna nu ligger på en stabilare och lägre nivå innebär också att en betydligt större del av rörelseresultatet når ned till sista raden.

Vinsten ökade till 2,52 MEUR (1,36), motsvarande en förbättring om cirka 86 % y-o-y. Vinstmarginalen stärktes därmed kraftigt till 30,3 % (16,6) och kvartalet visar tydligt hur Anglers nya affärsmodell nu genererar betydligt starkare resultatutveckling även vid mer begränsad omsättningstillväxt.

EBIT och EBIT-marginal



Vinst och vinstmarginal



Key Performance Indicators

Angler Gaming rapporterar ett antal operativa KPI:er som kompletterar de finansiella resultaten. Kunddeponeringarna ökade med 11,4 % y-o-y till 22,5 MEUR (20,2) och minskade med 3,9 % q-o-q, vilket indikerar fortsatt höga insättningsnivåer på plattformen. Net Game Win ökade med 2,9 % y-o-y till 11,3 MEUR (11,0), trots en svagare Hold-nivå om 50,4 % jämfört med 54,6 % i Q1'25. Hold förbättrades dock tydligt jämfört med Q4'25 då nivån uppgick till 45,5 %, vilket var den lägsta nivån sedan Q1'20. Hold påverkas naturligt av spelutfall och en lägre nivå innebär att spelarna vunnit mer under perioden.

Kunddeponeringar = Summan pengar som satts in av kunder.

Net Game Win = Totala spelinsatser - totala vinster.

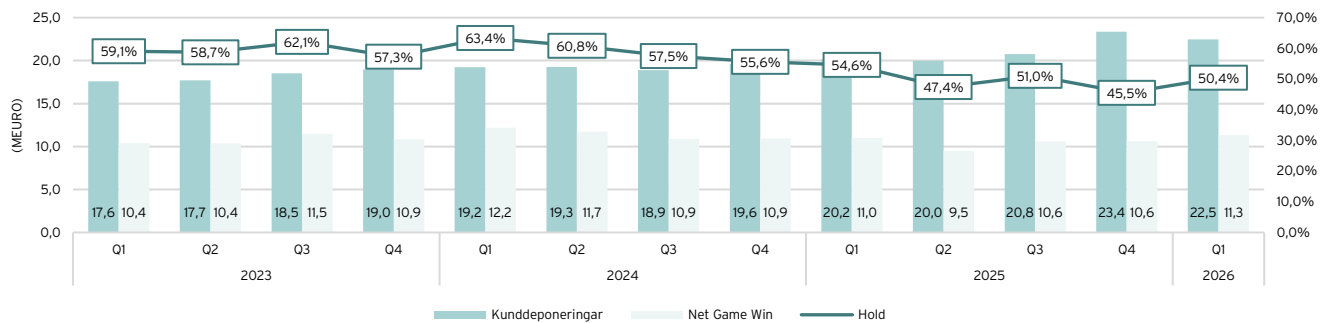
Hold = Påvisar hur mycket pengar casinot faktiskt behåller och en hög hold är att föredra för casinot. Beräknas här som Net Game Win/kunddeponeringar.

Då både aktiva kunder och nya deponerande kunder minskade kraftigt y-o-y är vår bedömning att spelarbasen under kvartalet i större utsträckning bestod av färre men mer värdefulla kunder. I vår intervju beskrev Kalita han även hur Angler och dess partners blivit bättre på att använda bolagets datadrivna CRM- och kampanjverktyg för att optimera kundvärde och marknadsföringseffektivitet. Det är därför imponerande att Angler lyckas upprätthålla omsättningstillväxt trots en fortsatt relativt låg Hold-nivå.

Hold har de senaste kvartalen legat betydligt lägre än under exempelvis 2023 och stora delar av 2024. Det är fortsatt svårt att avgöra om detta främst är kopplat till de omförhandlade B2B-avtalen, förändringar i kundmixen eller andra underliggande faktorer. En möjlig förklaring är att Anglers och partnernas ökade fokus på datadriven kundanskaffning och högre kundvärden successivt förändrat spelarbasen, vilket kan bidra till större varians i spelutfallen och därmed påverka Hold-nivån mellan kvartalen.

Den fortsatt höga nivån avseende kunddeponeringar är samtidigt positiv ur ett framåtblickande perspektiv eftersom framtida intäkter genereras från deponerade medel. Vår bedömning är att utvecklingen till stor del drivs av Anglers fokus på spelare med högre spelarvärden genom förbättrade CRM-moduler, datadrivna analysverktyg och effektivare kundanskaffning.

Kunddeponeringar, Net Game Win och Hold, 2023-2026



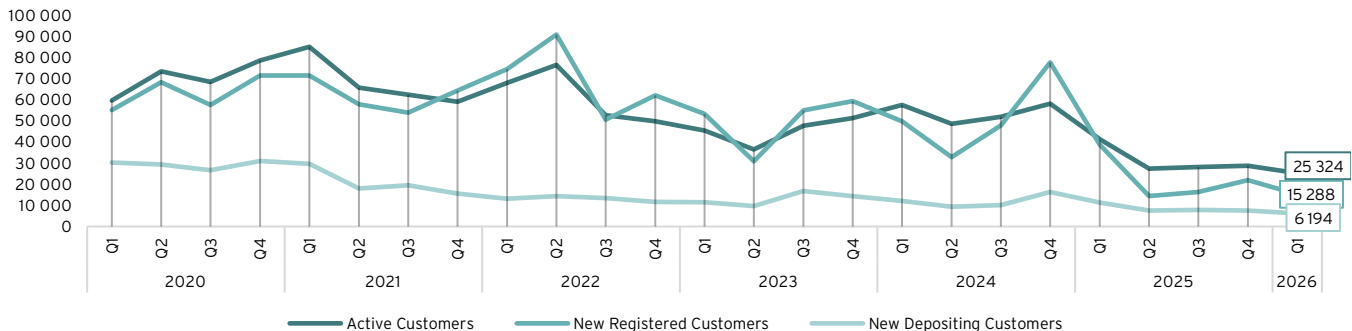
Under kvartalet minskade antalet aktiva kunder med 38,9 % y-o-y till 25 324 (41 439). Även antalet nya registrerade kunder och nya deponerande kunder utvecklades svagt med minskningar om 60,7 % respektive 45,4 % y-o-y. Utvecklingen var dessutom fortsatt svag sekventiellt jämfört med Q4'25, där samtliga kundrelaterade KPI:er minskade q-o-q.

Vår bedömning är att utvecklingen främst är ett resultat av en mer selektiv och kostnadsmedveten kundanskaffning, där fokus i högre grad ligger på lönsamhet och kundvärde snarare än volymtillväxt. Detta ligger väl i linje med bolagets uttalade strategi kring förbättrad kostnadskontroll, högre operationell effektivitet och mer datadriven marknadsföring. I vår intervju beskrev Kalita hur både Angler och dess partners successivt blivit bättre på att använda plattformens CRM-moduler, kampanjverktyg och analysfunktioner för att optimera kundvärde och marknadsföringskostnader.

Kalita lyfter även fram att PremierGaming under kvartalet fortsatt arbetat med en försiktig marknadsföringsstrategi och främst fokuserat på låg-riskkampanjer där kundlivstidsvärdet överstiger anskaffningskostnaden. Enligt Kalita handlar strategin i större utsträckning om att attrahera kunder med längre livslängd och högre kvalitet snarare än att maximera antalet nya spelare genom aggressiva bonuskampanjer eller bred marknadsföring.

Vår bedömning är därför att den lägre nivån av nya kunder främst speglar ett förändrat fokus i kundanskaffningen snarare än en strukturell försvagning i efterfrågan. Den fortsatt höga nivån av kunddepositioner stärker också bilden av att Angler idag attraherar färre men mer värdefulla kunder än tidigare.

Kundutveckling, 2020-2026



Sammantaget var utvecklingen för Anglers kundrelaterade KPI:er fortsatt blandad under kvartalet. Antalet aktiva kunder, nya registrerade kunder och nya deponerande kunder minskade tydligt både y-o-y och q-o-q, samtidigt som kunddeponeringarna fortsatte att ligga kvar på historiskt höga nivåer. Detta indikerar enligt vår bedömning att Angler idag attraherar färre men mer värdefulla kunder, vilket ligger väl i linje med bolagets ökade fokus på datadriven och mer kostnadseffektiv kundanskaffning.

Hold-nivån var fortsatt relativt låg ur ett historiskt perspektiv och betydligt lägre än under stora delar av 2023 och 2024, även om nivån förbättrades tydligt jämfört med det svaga Q4'25. Hold påverkas naturligt av spelutfall och kan variera kraftigt mellan kvartalen, särskilt om kundmixen förändras mot färre men större spelare där variansen tenderar att bli högre. Det är därför svårt att dra några långtgående slutsatser kring den underliggande utvecklingen baserat enbart på ett enskilt kvartals Hold-nivå.

De två KPI:er vi fortsatt bedömer som viktigast att följa är kunddeponeringar och Hold. Kunddeponeringarna illustrerar inflödet av kapital till plattformen och utgör grunden för framtida intäkter, där nivån fortsatt är stark. Hold är samtidigt avgörande för den kortsiktiga intäktsutvecklingen och en normalisering mot historiska nivåer skulle kunna ge tydlig effekt på Net Game Win framöver, särskilt givet de fortsatt höga kunddeponeringarna.

KPI-utveckling, 2025-26

	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	Q1'26
Kunddeponeringar	20 165 128	19 966 320	20 765 506	23 374 551	22 473 874
<i>Tillväxt y-o-y</i>	4,8%	3,6%	9,8%	19,0%	11,4%
<i>Sekventiell tillväxt q-o-q</i>	2,7%	-1,0%	4,0%	12,6%	-3,9%
Active Customers	41 439	27 528	28 267	28 919	25 324
<i>Tillväxt y-o-y</i>	-28,2%	-43,5%	-45,8%	-50,4%	-38,9%
<i>Sekventiell tillväxt q-o-q</i>	-28,9%	-33,6%	2,7%	2,3%	-12,4%
New Registered Customers	38 853	14 458	16 331	21 980	15 288
<i>Tillväxt y-o-y</i>	-22,1%	-56,2%	-66,0%	-71,8%	-60,7%
<i>Sekventiell tillväxt q-o-q</i>	-50,1%	-62,8%	13,0%	34,6%	-30,4%
New Depositing Customers	11 335	7 506	7 894	7 511	6 194
<i>Tillväxt y-o-y</i>	-6,6%	-19,9%	-22,6%	-54,2%	-45,4%
<i>Sekventiell tillväxt q-o-q</i>	-30,9%	-33,8%	5,2%	-4,9%	-17,5%

B2B-samarbeten och den egenutvecklade plattformen

B2B-segmentet fortsätter att vara Anglers klart viktigaste affärsområde och den del av verksamheten som enligt vår bedömning har störst potential att driva tillväxt och marginalexpansion framöver. Under de senaste kvartalen har fokus inom B2B i allt större utsträckning handlat om att renodla verksamheten, förbättra skalbarheten och stärka den tekniska plattformen snarare än att maximera kortsiktig volymtillväxt. Effekterna av detta arbete började synas tydligare under Q1'26, både i marginalutvecklingen och i den förbättrade operationella hävstången.

I vår intervju beskrev Kalita hur Angler successivt transformeras mot en mer renodlad teknik- och plattformslieferantör inom iGaming. Den egenutvecklade plattformen har under de senaste åren byggts om stegvis och är idag fullt konfigurerbar för B2B-partners, vilket innebär att kunder i betydligt högre grad själva kan styra funktionalitet, kampanjer, CRM-flöden och produktuppsättning. Enligt Kalita gör detta plattformen både mer attraktiv och mer skalbar för externa partners.

Utvecklingen av plattformen fortsätter dessutom i hög takt. Under kvartalet arbetade Angler vidare med förbättrade CRM-moduler, datadrivna analysverktyg, kampanjfunktioner och affiliateverktyg som syftar till att förbättra kundvärde och minska cost of sales för partners. Kalita beskriver hur de datadrivna modellerna successivt blivit mer träffsäkra ju mer data som samlats in över tid, vilket förbättrat både kostnadseffektiviteten och precisionen i marknadsföringen. Plattformen fungerar idag även som en viktig intern testmiljö genom PremierGaming, där nya funktioner och modeller kan verifieras innan de implementeras bredare mot B2B-kunder.

En viktig förändring jämfört med tidigare kvartal är att Angler nu verkar lägga ett tydligare fokus på försäljning och expansion inom B2B. Kalita beskriver i intervjun hur bolaget idag känner sig betydligt mer redo att öka försäljningsfokus efter flera år av produktutveckling och effektiviseringar. Ambitionen framåt är att accelerera försäljningen av den egenutvecklade plattformen till fler externa partners, samtidigt som Angler fortsätter att förbättra erbjudandet tekniskt.

Det är fortsatt begränsat med information kring nya B2B-avtal och pågående partnerdialoger, vilket gör det svårt att bedöma den kortsiktiga säljpipelinen. Vår bedömning är dock att B2B-segmentet fortsatt utgör den tydligaste operationella hävstången i Angler framöver. Kombinationen av en mer skalbar kostnadsstruktur, förbättrade datadrivna verktyg och ett ökat försäljningsfokus gör enligt oss B2B-affären till den viktigaste drivaren för både tillväxt och lönsamhet under de kommande åren.

Mycket händer i Marlin Media

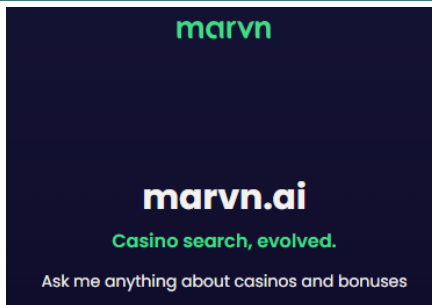
Angler Gaming fortsätter att investera i affiliate- och AI-satsningen Marlin Media, som utgör bolagets långsiktiga försök att bygga en kompletterande och skalbar intäktsvertikal utanför den traditionella B2B- och B2C-affären. Verksamheten befinner sig fortsatt i ett uppbyggnadsskede och Angler investerar enligt Kalita omkring 60 000 EUR per månad i expansion, produktutveckling och innehåll. Fokus under 2026 ligger enligt Kalita på att fortsätta accelerera monetariseringen, förbättra AI-funktionaliteten och expandera databasen till fler spelvertikaler och geografier. Det tidigare break even-målet för Marlin Media har samtidigt skjutits fram till slutet av 2026 då Angler valt att fortsätta investera offensivt i satsningen efter den positiva utvecklingen.

Marlin Media fokuserade initialt på spansktalande och portugisisktalande marknader genom plattformarna fiebredecasino.com och febredecasino.com. Under det senaste året har satsningen dock internationaliserats ytterligare genom lanseringar mot bland annat Tyskland, Polen och Frankrike. Bolaget driver idag flera innehållsplattformar inom casino, livecasino och poker med fokus på guider, recensioner och spelrelaterat innehåll. Samtidigt har den tekniska infrastrukturen stärkts genom ett nytt CMS, förbättrade databassystem och mer AI-drivna arbetsflöden för innehållsproduktion och optimering.

Det största fokuset ligger dock nu på marvn.ai, som enligt Kalita utvecklats betydligt snabbare än bolaget initialt räknade med. Plattformen lanserades under 2025 som en AI-driven och chatbaserad sökmotor för casinon, bonusar och spelrelaterad discovery. Under intervjun beskriver Kalita marvn.ai som ett försök att skapa ett mer interaktivt och intelligent alternativ till traditionella affiliatesajter och jämförelsesidor.

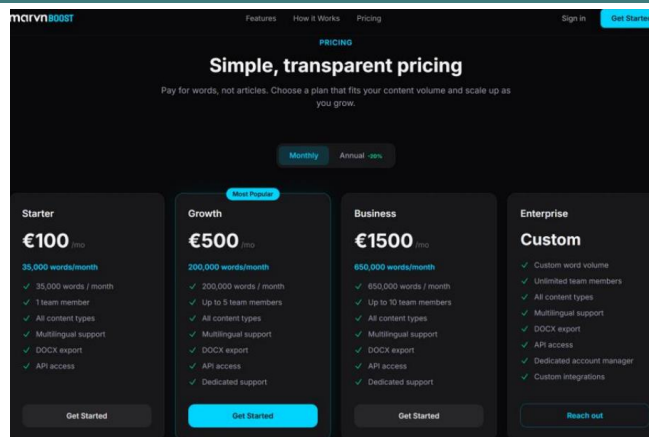
Under Q1'26 fortsatte plattformen att utvecklas snabbt. Marvn.ai integrerade över 8 000 slots med tillhörande metadata och lanserade nya discovery-funktioner som gör det möjligt för användare att söka efter spel baserat på funktioner, teman, volatilitet och andra parametrar. Enligt Kalita har användarengagemanget utvecklats starkt och plattformen genererar nu både registreringar och FTD:s. Under intervjun lyfter han även fram att marvn.ai successivt börjar fungera som en faktisk förvärvskanal snarare än enbart ett tekniskt experiment.

Marlin Medias nya satsning marvn.ai



Efter kvartalets utgång lanserade Marlin Media dessutom marvnBoost, ett AI-drivet verktyg riktat mot operatörer, affiliates och spelutvecklare. Verktöget automatiserar produktion av iGaming-relaterat innehåll och kan enligt bolaget generera SEO-anpassade texter, recensioner och spelbeskrivningar i stor skala. Satsningen innebär att Marlin Media nu inte enbart bygger egna affiliatesidor utan även potentiellt utvecklar AI-verktyg och infrastruktur-tjänster riktade mot iGaming-industrin. Intäktmodellen för marvnBoost blir en abonnemangstjänst och blir således en SaaS-vertikal inom Marlin Media.

Marlin Medias nya satsning marvnBoost



Vår bedömning är fortsatt att Marlin Media, marvn.ai och marvnBoost främst ska ses som långsiktiga tillväxtoptioner snarare än kortsiktiga resultatdrivare. Satsningen framstår dock som allt mer strategiskt intressant i takt med att tekniken, användarengagemanget och monetariseringen utvecklas snabbare än väntat. Givet den tekniska utvecklingstakten, den växande databasen och möjligheten att kombinera AI, affiliate och discovery bedömer vi att Marlin Media på sikt kan bli ett betydligt viktigare tillväxtbidrag för Angler, även om resultatpåverkan fortsatt väntas vara begränsad på kort sikt.

Finansiell ställning och kassaflöden

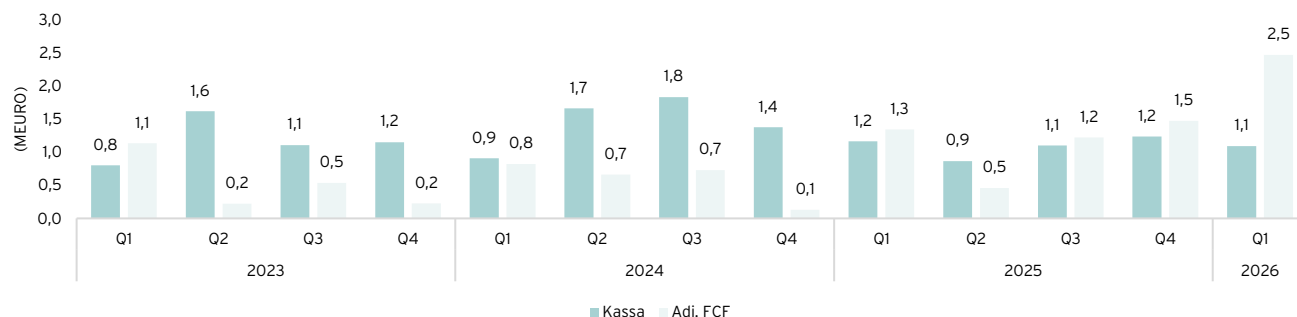
Kassan vid utgången av det första kvartalet var cirka 1,1 MEURO (1,2). Den lägre nivån jämfört med föregående år förklaras av utdelningen om 1,0 MEURO som gjordes under Q2'25. Angler Gaming har numera inga räntebärande skulder, vilket innebar att bolaget hade en nettokassa om 1,1 MEURO. Balansräkningen har stärkts avsevärt i takt med att lönsamheten återkommit. Styrelsen rekommenderar dock ingen utdelning för 2025, då fokuset just nu ligger på tillväxt och att investera i de pågående projekten.

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

Det löpande kassaflödet före förändringar i rörelsekapital uppgick till 2,5 MEURO (1,4) och efter förändringar i rörelsekapital till -0,1 MEURO (-0,2). Det fria kassaflödet för Q1'26 uppgick därmed till -0,1 MEURO (-0,2), medan justerat fritt kassaflöde (kassaflöde från den löpande verksamheten före förändringar i rörelsekapital minus CAPEX) uppgick till 2,5 MEURO (1,3).

Den stora skillnaden mellan det underliggande kassaflödet och det rapporterade fria kassaflödet förklaras främst av fortsatt uppbyggnad av rörelsekapital, där ökade fordringar haft en tydligt negativ påverkan under både 2025 och Q1'26. I vår intervju framstod Kalita inte heller som särskilt oroad över utvecklingen utan beskrev att bolaget arbetar aktivt med att förbättra kassaflödet och optimera rörelsekapitalet framöver. Vår bedömning är att en stor del av de uppbyggda fordringarna bör realiseras i kassaflödet framgent, vilket i så fall skulle ge en positiv effekt på kassagenereringen under kommande kvartal. Samtidigt är utvecklingen av rörelsekapitalet fortsatt viktig att följa framöver då den haft stor påverkan på kassaflödet de senaste kvartalen

Kassa och justerat FCF, 2023-2026



Nuläge och outlook

Angler fortsätter att fokusera på att förbättra skalbarheten och lönsamheten inom B2B-affären, där ett av huvudmålen fortsatt är att optimera cost of sales och stärka den underliggande lönsamheten. Den omförhandlade B2B-modellen har nu varit implementerad i drygt ett år och Q1'26 visar tydligt hur den nya strukturen börjar få genomslag i resultaträkningen. Den rekordhöga bruttomarginalen om 58,0 % illustrerar den operationella hävstången i modellen, även om det fortsatt är svårt att bedöma hur hållbar den nuvarande nivån är över tid. Kalita ger ingen guidning kring någon specifik marginalnivå framåt och bruttomarginalen har historiskt varit relativt slagig mellan kvartalen. Vår bedömning är därför att bolaget behöver bevisa den nuvarande marginalnivån under ytterligare några kvartal innan några definitiva slutsatser kan dras kring en långsiktig hållbar bruttomarginal.

Anglers underliggande affär framstår dock idag som betydligt mer kostnadseffektiv och skalbar än tidigare. Den egenutvecklade plattformen har successivt blivit mer datadriven och fullt konfigurerbar för partners, medan bolaget samtidigt centraliserat fokus kring de kvarvarande kostnadsdrivarna. I vår intervju beskriver Kalita även hur Angler nu är betydligt mer redo att öka försäljningsfokuset inom B2B, där ambitionen är att accelerera försäljningen av plattformen till fler externa partners framöver. Detta tror vi är den största tillväxt drivaren på kort sikt.

PremierGaming fortsätter att utvecklas försiktigt och vi räknar fortsatt inte med någon större acceleration i närtid. Fokus ligger alltså på låg-riskkampanjer och kunder med högre livstidsvärden snarare än aggressiv volymdriven tillväxt. Däremot framstår Marlin Media och marvn.ai som allt mer intressanta långsiktiga tillväxtoptioner. Under kvartalet fortsatte marvn.ai att utvecklas snabbt med fler AI-drivna discovery-funktioner, integrering av över 8 000 slots och växande användarengagemang. Efter kvartalets utgång lanserades dessutom marvnBoost, ett AI-drivet verktyg för automatiserad iGaming-content riktat mot operatörer, affiliates och spelutvecklare. Satsningen innebär att Angler potentiellt bygger upp ytterligare en teknologidriven vertikal vid sidan av den traditionella affiliate-affären.

Trading updaten visade dessutom att den genomsnittliga dagliga Net Gaming Revenue under Q2'26 fram till och med 18 maj var 24,8 % högre än genomsnittet för hela Q2'25, vilket indikerar att den positiva utvecklingen fortsatte även efter kvartalets utgång. Givet den förbättrade kostnadsstrukturen får även relativt begränsad omsättningstillväxt nu betydligt större genomslag på lönsamheten än tidigare. Det ska dock poängteras att Q2'25 var förvånansvärt svagt så jämförelsekvartalet är enkelt.

Vi justerar därför upp våra estimat för både bruttomarginal och EBIT framåt, även om vi fortsatt räknar med att bruttomarginalen sjunker ned något från den exceptionellt höga nivån i Q1'26. Vår bedömning är dock att Angler nu etablerat sig på en strukturellt högre marginalnivå än före omställningen av B2B-modellen. Det viktigaste att följa framöver blir enligt oss utvecklingen inom B2B-försäljningen, hållbarheten i den förbättrade marginalprofilen samt kassaflödet och rörelsekapitalet, där ökade fordringar fortsatt haft en tydligt negativ påverkan de senaste kvartalen.

Värdering

Key stats, SEK

Antal aktier	74 984 995	Börsvärde (MSEK)	326,9
Aktiekurs (SEK)	4,36	Nettoskuld* (MSEK)	-11,9
		Enterprise value (MSEK)	315,0

*Beräknat på en kassa om 1,10 MEURO samt ingen räntebärande skuld.

Key stats, €

Antal aktier	74 984 995	Börsvärde (MEUR)	30,0
Aktiekurs (EUR)	0,40	Nettoskuld* (MEUR)	-1,10
		Enterprise value (MEUR)	29,0

EUR/SEK: 10,88

Rullande 12 månader

Nettoomsättning	30,7 MEURO	333,9 MSEK	P/S	1,0
EBIT	7,4 MEURO	80,2 MSEK	EV/EBIT	3,9
Vinst	5,7 MEURO	62,0 MSEK	P/E	5,3
Adj. FCF*	5,6 MEURO	61,4 MSEK	EV/Adj. FCF*	5,1

EUR/SEK: 10,88

Historiskt snitt

	P/S	EV/EBIT	P/E	P/FCF
Snitt 3 år	0,7	5,7	1,6	9,9
Snitt 5 år	1,0	7,7	2,7	11,1
Snitt 7 år	1,6	8,5	5,6	14,1

Nyckeltal (R12)

Bruttomarginal	EBITDA-marginal	EBIT-marginal	Vinstmarginal
49,5%	24,1%	24,0%	18,6%
OPCF-marginal	FCF-marginal	ROE	ROIC
3,3%	3,0%	37,2%	40,1%

Peers

Angler Gaming genererar huvudsakligen intäkter från operatörsverksamhet med fokus på casino. Vi bedömer att bolagets närmaste jämförbara aktör är Betsson, även om det är avsevärt större. De flesta internationella bolag inom iGaming är betydligt större än Angler och värderas generellt högre än svenska peers.

Vi anser att en rimlig värderingsmultipl för Angler i nuläget är P/E 8, vilket speglar det svaga sentimentet inom iGaming just nu. Betsson exempelvis värderas till P/E 6,6x, vilket är väldigt lågt men också kopplat till oro kring deras intäktutveckling på vissa marknader.

Tidigare ansåg vi att P/E 10 var en rimlig multipl, vilket vi anser kunna motiveras med den bekräftade förbättringen av verksamheten och en starkt finansiell ställning. Sett till peers och det låga värderingarna inom iGaming sänker vi dock multiplerna. Om bolaget fortsätter leverera vinsttillväxt ser vi dock möjligheter till att marknaden uppvärderar Angler, men i vårt huvudscenario använder vi 8x vinsten.

Peers

	Omsättning		EBITDA		Vinst	
	P/S, R12	Tillväxt, 5 år	EV/EBITDA, R12	Tillväxt, 5 år	P/E, R12	Tillväxt, 5 år
Acroud	0,4	31,9%	7,7	-7,8%	-3,4	-181,7%
bet-at-home.com AG	0,4	-1,8%	9,7	-173,9%	-5,5	-181,4%
Betsson	0,9	12,3%	3,3	12,9%	7,2	7,6%
Better Collective	2,1	29,9%	10,8	19,1%	29,6	-2,8%
Catena Media	0,4	-18,4%	0,3	-27,6%	-1,8	-7,3%
Entain PLC	0,6	8,1%	6,4	6,1%	-5,1	-245,9%
Fable Media	2,8	27,6%	5,8	83,5%	6,9	16,7%
FDJ United	1,2	13,9%	5,4	22,1%	24,3	-3,2%
Flutter Entertainment PLC	1,0	15,4%	12,8	29,6%	-46,2	9,8%
Gentoo Media	0,8	9,4%	5,5	27,3%	20,6	16,6%
Lottomatica Group SpA	2,8	22,9%	10,7	33,4%	32,8	40,2%
PENN Entertainment Inc	0,3	3,7%	-98,1	-162,1%	-2,4	-220,8%
Raketech	0,2	5,1%	1,6	-22,1%	-6,0	-168,4%
Rush Street Interactive Inc	2,2	20,5%	15,4	30,2%	73,7	25,3%
Super Group Ltd	3,0	8,3%	14,0	7,0%	28,4	-3,3%
Medel	1,3	12,6%	0,8	-8,2%	10,2	-59,9%
Median	0,9	12,3%	6,4	12,9%	6,9	-3,2%
Angler Gaming	1,0	-6,7%	3,9	-4,4%	5,2	-4,7%

Estimat

(MEURO)	2022	2023	2024	2025	2026E
Nettoomsättning	31,4	38,9	40,1	30,6	33,3
% y-o-y	-27,6%	24,0%	3,0%	-23,8%	9,0%
EV/S	0,9	0,7	0,7	0,9	0,9
Bruttoresultat	7,3	10,8	13,3	13,9	17,9
Bruttomarginal	23,1%	27,9%	33,2%	45,4%	53,7%
% y-o-y	-52,9%	48,5%	22,7%	4,2%	29,0%
EV/GP	4,0	2,7	2,2	2,1	1,6
Rörelsekostnader	-6,5	-6,8	-8,2	-7,7	-8,4
% y-o-y	3,2%	3,9%	21,5%	-6,4%	9,0%
EBIT	0,8	4,1	5,1	6,2	9,5
EBIT-marginal	2,5%	10,5%	12,7%	20,2%	28,6%
% y-o-y	-91,7%	427,3%	24,7%	21,3%	53,8%
EV/EBIT	37,3	7,1	5,7	4,7	3,0
Vinst	-3,4	2,1	1,8	4,5	8,0
Vinstmarginal	neg.	5,4%	4,5%	14,8%	24,0%
% y-o-y	neg.	n/a	-13,6%	148,7%	76,6%
P/E	neg.	14,2	16,5	6,6	3,8

Vi värderar Angler Gaming baserat på en P/E-multipel på 8x för 2026E, vilket ger ett beräknat börsvärde och aktiekurs för samma period. För att inkludera en försiktighetsaspekt visar vi även värderingen med en 30,0% säkerhetsmarginal på våra estimat. Vid beräkning av aktiekursen för 2026E har vi beaktat incitamentsprogrammet och antar full teckning, vilket ger ett totalt antal aktier på 77 864 995, jämfört med dagens 74 984 995.

	Värdering			
	Multipel	Vinst 2026E	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)
2026E	8	87,1	696,4	8,94
Säkerhetsmarginal (30%)	8	60,9	487,5	6,26

Nedan följer potentiell avkastning på 2026E om Angler utvecklas likt våra estimat i huvudscenariot samt med en applicerad säkerhetsmarginal.

	Potentiell avkastning					
	Huvudscenario			Säkerhetsmarginal (50%)		
	Faktor	Procent	CAGR	Faktor	Procent	CAGR
2026E	2,13	113,0%	174,1%	1,49	49,1%	70,3%

Vidare följer en känslighetsanalys med ett beräknat utfall på vår estimerade vinst för 2026E, där utfallet redovisas vid olika angivna vinstmultiplar.

VINSTx	Huvudscenario 2026E			Säkerhetsmarginal (30%)		
	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %
6	522,3	6,71	59,8%	365,6	4,70	11,8%
7	609,4	7,83	86,4%	426,5	5,48	30,5%
8	696,4	8,94	113,0%	487,5	6,26	49,1%
9	783,5	10,06	139,6%	548,4	7,04	67,7%
10	870,5	11,18	166,3%	609,4	7,83	86,4%
11	957,6	12,30	192,9%	670,3	8,61	105,0%
12	1 044,6	13,42	219,5%	731,2	9,39	123,7%
13	1 131,7	14,53	246,1%	792,2	10,17	142,3%
14	1 218,7	15,65	272,8%	853,1	10,96	160,9%

Estimat - kvartalsvis 2026

	Q1'26A	Q2'26E	Q3'26E	Q4'26E
Nettoomsättning	8,3	8,1	8,3	8,6
Tillväxt y-o-y	1,6%	22,4%	5,0%	9,7%
Bruttoresultat	4,8	4,1	4,4	4,6
Bruttomarginal	58,0%	50,5%	52,5%	53,6%
Rörelsekostnader	-1,9	-2,1	-2,2	-2,2
EBIT	2,9	2,0	2,2	2,4
EBIT-marginal	35,0%	24,5%	26,7%	27,9%
Finansnetto	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Vinst	2,5	1,6	1,8	2,0
Vinstmarginal	30,3%	20,2%	22,2%	23,3%

Disclaimer

Kalqyl bedriver verksamhet avseende bolag- och aktieanalys där information har sammanställts utifrån källor som Kalqyl bedömer är tillförlitliga. Informationens riktighet kan Kalqyl dock inte garantera, och inget som skrivs i analysen ska eller bör betraktas som en rekommendation till investering av något slag.

Denna analys är en uppdragsanalys där det analyserade Bolaget har ingått avtal med Kalqyl avseende analys. Analysen/erna publiceras antingen vid enskilt tillfälle, eller per löpande basis under avtalsperioden mot en sedvanlig ersättning.

Åsikter och slutsatser som återfinns i analysen är enbart avsedd för mottagaren. Kalqyl ska ej hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut på grund av information i denna analys.

Alla investeringar i finansiella instrument är förknippade med ekonomisk risk, och historisk avkastning ger ingen garanti för framtida avkastning. Kalqyl har interna riktlinjer för anställdas privata aktieäggande i bolag som omfattas av analys. För att säkerställa oberoende och förtroende gäller särskilda handelsrestriktioner. Efter köp av aktier i ett bolag som omfattas av analys får försäljning med vinst inte ske inom 30 dagar. Dessutom råder handelsstopp i 14 dagar före planerad publicering av initieringsanalys, samt i 48 timmar efter publicering. För rapportkommentar/uppföljningsanalys råder handelsstopp från det datumet arbetet påbörjas, samt i 48 h efter publicering. Under dessa perioder får inga transaktioner genomföras i det aktuella bolagets aktier eller relaterade instrument.

Intressekonflikt

Erik Lundberg äger inte aktier i det analyserade bolaget
Analysen är en uppdragsanalys