

2026-08-22

Nettoomsättningen i det andra kvartalet uppgick till 8,45 MEURO (6,64), motsvarande en ökning om 27,2 % y-o-y. EBIT steg kraftigt till 2,86 MEURO (0,90), vilket motsvarade en EBIT-marginal om 33,9 % (13,6). Nettoresultatet ökade till 2,38 MEURO (0,47), medan bruttomarginalen uppgick till 55,1 % (42,4). Kunddepositionerna fortsatte samtidigt att utvecklas starkt och ökade med 17,7 % till 23,5 MEURO (20,0), vilket är den högsta kvartalsnivån på flera år. Antalet aktiva kunder var i princip oförändrat y-o-y, medan nya registrerade kunder ökade kraftigt och nya deponerande kunder minskade något. Efter H1'26 uppgår EBIT till 5,78 MEURO (2,63), motsvarande en EBIT-marginal om 34,5 % (17,8). Q2 innebar dessutom det fjärde kvartalet i rad med stigande vinst y-o-y.

Lönsamheten stärks - men kassakonverteringen släpar

Det starkaste i kvartalet är enligt vår bedömning kombinationen av högre tillväxt, fortsatt hög bruttomarginal och en mycket stabil kostnadsbas. Den omförhandlade B2B-modellen fortsätter att få tydligt genomslag och efter två kvartal med bruttomarginaler över 55 % och EBIT-marginaler över 30 % framstår lönsamhetsförbättringen som betydligt mer uthållig än vi bedömde efter Q1. Kostnadsbasen är fortsatt skalbar och det finns tydlig hävstång när intäkterna växer. Den kvarvarande svagheten är kassakonverteringen. Det fria kassaflödet förbättrades tydligt i Q2 och kassakonverteringen från EBIT till FCF uppgick till cirka 52 %, men rörelsekapitalet fortsätter att binda kapital och fordringarna ligger kvar på höga nivåer. Kassen stärktes till 2,59 MEURO vid kvartalets utgång, men kassakonverteringen är fortsatt svag i relation till resultatutvecklingen och behöver förbättras framöver. Detta är också ett fokusområde enligt Kalita, även om han inte ville gå in på några konkreta åtgärder.

B2B är fortsatt den tydligaste värde drivaren

B2B-verksamheten är fortsatt den viktigaste drivaren för både tillväxt och lönsamhet. Kalita beskrev utvecklingen under Q2 som bred snarare än driven av någon enskild partner och framhöll att befintliga partners successivt blivit bättre på att använda de datadrivna funktionerna i Anglers egenutvecklade plattform. Nästa steg blir att samla mjukvaruutvecklingen i en separat teknikenhet under 2026, med målet att skapa en mer fokuserad och effektiv organisation. Potentialen ligger både i fortsatt tillväxt hos befintliga partners och i att addera nya B2B-kunder, där nya avtal skulle kunna bli en viktig katalysator. Parallellt har Marlin Media blivit mer konkret efter att marvnBoost fått sina första betalande kunder och nu arbetar med att konvertera pipelinen till återkommande avtal. PremierGaming stod endast för 3,5 % av koncernens intäkter under kvartalet, men går in i H2'26 med en förfinad nischstrategi och ett nytt produkt- och teknikfokus. Vi ser dock fortsatt både PremierGaming och Marlin som sekundära värde drivare jämfört med B2B-affären.

Outlook

Trading updaten inför Q3'26 är fortsatt positiv. Den genomsnittliga dagliga Net Gaming Revenue fram till och med den 18 augusti var 21,1 % högre än genomsnittet för hela Q3'25. Det är ingen prognos för kvartalet, men indikerar att den positiva utvecklingen fortsatt in i det tredje kvartalet. Efter utfallet i Q2 justerar vi upp våra estimat. Vi räknar fortsatt med en något lägre lönsamhet under H2'26 jämfört med de mycket höga marginalnivåerna under H1'26, men bedömer nu att Angler har etablerat en strukturellt bättre lönsamhetsnivå än tidigare. B2B-affären väntas fortsatt vara den viktigaste tillväxtmotorn, där både bättre utväxling hos befintliga partners och potentiella nya avtal kan driva utvecklingen. Den separata teknikenheten kan samtidigt förbättra effektiviteten och skapa ytterligare hävstång på den plattform som bolaget byggt upp under flera år. Även Marlin Media blir mer intressant efter de första betalande kunderna i marvnBoost, även om vi ännu inte räknar med något större resultatbidrag.

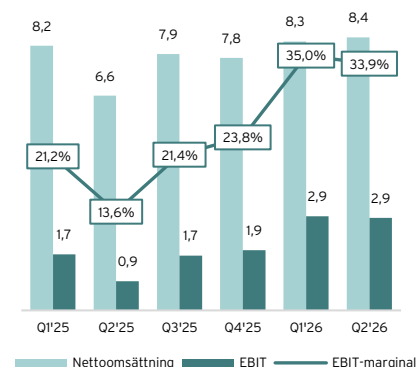
Den viktigaste punkten att följa vid sidan av B2B-tillväxten är kassakonverteringen. Trots förbättringen under Q2 binds fortsatt betydande kapital i rörelsekapitalet och vi vill se att en större del av EBIT successivt når kassan. I våra estimat räknar vi försiktigt med en kassakonvertering från EBIT till FCF om 40 % under såväl H2'26 som 2027E. På våra estimat handlas Angler till omkring 3,1x EV/EBIT på 2026E och 2,7x på 2027E. I vårt huvudscenariot applicerar vi 6x EV/EBIT, vilket ger ett motiverat värde om cirka 10,7 SEK per aktie på 2026E och 12,7 SEK på 2027E, motsvarande en uppsida om cirka 88 % respektive 124 %.

(MEUR)	2023	2024	2025	2026E	2027E
Nettoomsättning	38,9	40,1	30,6	35,2	38,1
Tillväxt y-o-y	24,0%	3,0%	-23,8%	15,1%	8,2%
EV/S	0,9	0,9	1,2	1,0	0,9
Bruttoresultat	10,8	13,3	14,0	19,2	20,9
Bruttomarginal	27,9%	33,2%	45,7%	54,7%	55,0%
Rörelsekostnader	-6,8	-8,2	-7,5	-7,6	-7,8
EBIT	4,1	5,1	6,5	11,7	13,1
EBIT-marginal	10,5%	12,7%	21,2%	33,1%	34,5%
EV/EBIT	8,7	7,0	5,5	3,1	2,7
EV/EBIT inkl kassauppn.	-	-	-	2,9	2,1
Vinst	2,1	1,8	4,8	10,0	11,5
P/E	18,2	21,0	7,9	3,8	3,3

Fakta

VD	Thomas Kalita
Lista	Spotlight
Ticker	ANGL
Aktiekurs (SEK)	5,66
Antal aktier (Miljoner)	75,0
Börsvärde (MSEK)	424,4
Nettoskuld (MSEK)	-28,7
EV (MSEK)	395,7
Insiderägande	9,12%
Nästa rapport	2026-11-12

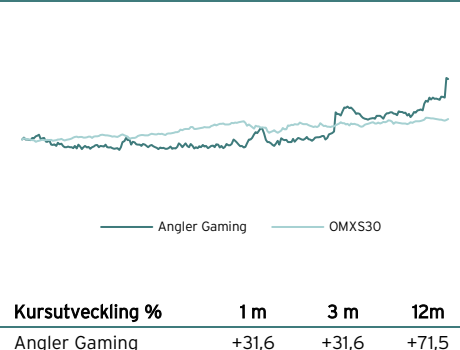
Kvartalsutveckling



Analysiker

Erik Lundberg
erik.lundberg@kalqvl.se

Kursutveckling 12 månader



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 multipel 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 plattformsdraft. 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 och PremierGaming

Tillväxten framåt väntas främst komma från en kombination av att växa med befintliga B2B-kunder och att addera nya partners. Den uppgraderade 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 expansionsskede men har tagit viktiga steg genom lanseringen av marvn.ai, en AI-driven casinosökmotor. Den fortsatta teknikutvecklingen och kommersialiseringen gör Marlin till en långsiktig tillväxtoption, där marvnBoost under Q2'26 fick sina första betalande kunder.

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 kundanskaffning och marginaler. PremierGaming är särskilt utsatt på den svenska marknaden och har haft en svag intäktstillväxt 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 resultatrenden. Brist på transparens har historiskt bidragit till en låg värdering och kan fortsätta att begränsa aktiens multipelutveckling.

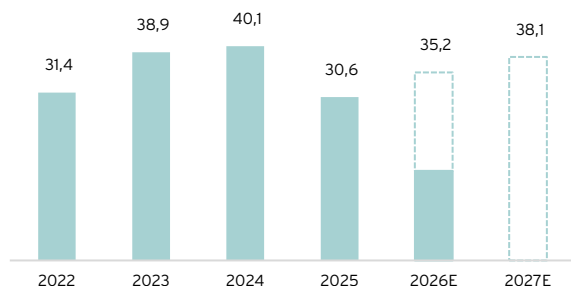
Beroende av B2B-partners och lanseringstakt

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.

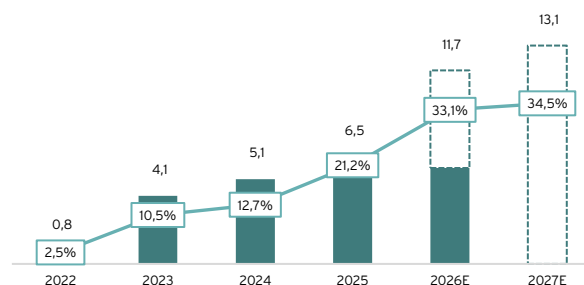
Tekniska och operativa risker i plattformsdraften

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, 2022-2027E (MEURO)



EBIT och EBIT-marginal, 2022-2027E (MEURO)



Starkt kvartal igen för Angler och Kalita

Nettoomsättningen i det andra kvartalet uppgick till 8,45 MEURO (6,64), vilket motsvarade en ökning med 27,2 % y-o-y. Tillväxten drevs framför allt av B2B-verksamheten, där utvecklingen enligt VD Thomas Kalita var bred snarare än driven av någon enskild partner. Kalita beskrev hur befintliga partners successivt blivit bättre på att utnyttja funktionerna och de datadrivna modulerna i Anglers egenutvecklade plattform. Tillväxttakten ska dock ses mot bakgrund av ett relativt svagt jämförelsekvartal i Q2'25. Enligt Kalita hade fotbolls-VM ingen större effekt.

Kunddepositionerna fortsatte samtidigt att utvecklas starkt och ökade med 17,7 % till 23,5 MEURO (20,0), vilket är den högsta kvartalsnivån på flera år. Aktiva kunder var i princip oförändrade på 27 120 (27 528), medan antalet nyregistrerade kunder ökade kraftigt till 25 950 (14 458). Antalet nya deponerande kunder minskade däremot något till 7 027 (7 506). Holden uppgick till 46,5 % (47,4). Kalita kopplade de stigande depositionerna framför allt till att befintliga B2B-partners blivit bättre på att använda plattformens funktionalitet och optimera sina kundbaser. Kunddepositioner är fortsatt enligt oss ett av de viktigaste KPI att följa, då det är från dessa pengar framtida intäkter genereras.

Den starka lönsamhetsutvecklingen från Q1 höll i sig. Bruttoresultatet steg till 4,65 MEURO (2,81), samtidigt som bruttomarginalen stärktes till 55,1 % (42,4). EBIT ökade med 217,9 % till 2,86 MEURO (0,90), vilket motsvarade en EBIT-marginal om 33,9 % (13,6). Nettoresultatet ökade med 412,7 % till 2,38 MEURO (0,47). Efter årets första sex månader uppgår EBIT-marginalen till 34,5 % (17,8). Det innebär också det fjärde kvartalet i rad med stigande vinst y-o-y, vilket enligt oss stärker bilden av att Anglers turnaround nu fått tydligt fäste. Den nya B2B-modellen är fortsatt en viktig förklaring till lönsamhetslyftet, tillsammans med en strikt kostnadskontroll i koncernen.

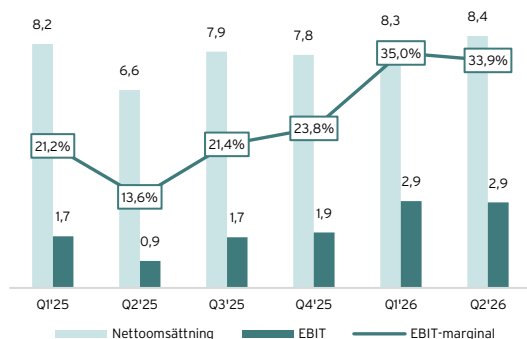
Även kassaflödet förbättrades. Kassaflödet från den löpande verksamheten uppgick till 1,49 MEURO (0,50) under H1'26 och kassan steg till 2,59 MEURO från 1,10 MEURO efter Q1. Samtidigt binds fortsatt betydande kapital i rörelsekapitalet, och Kalita betonade i intervjun att ökad kassagenerering är ett fortsatt prioriterat område.

PremierGaming ligger fortsatt på låga nivåer och stod för 3,5 % av koncernens omsättning under kvartalet. Efter den strategiska översyn som pågick under Q1 har Angler nu förfinat nischstrategin för verksamheten. Ett mer innovativt angreppssätt inom produkt och teknik ska implementeras under H2'26, med fokus både på att attrahera nya kunder och höja värdet på befintliga. Marknadsföringen kommer fortsatt att ske försiktigt och med tydliga avkastningskrav. En central del i Anglers fortsatta utveckling är den egenutvecklade iGaming-plattformen. Bolaget planerar fortsatt att under 2026 samla resurserna kring mjukvaruutvecklingen i en separat teknikenhet inom koncernen. Syftet är att skapa en mer fokuserad och effektiv organisation och få ytterligare hävstång på plattformen. Under intervjun beskrev Kalita Angler som ett alltmer teknik- och mjukvarudrivet bolag, där både vidareutveckling av befintlig funktionalitet och nya funktioner står på agendan.

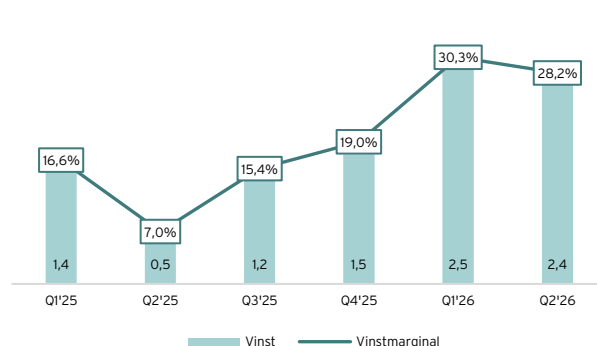
Marlin Media fortsätter samtidigt att vara ett av de mest intressanta potentiella tillväxtområdena i caset. Under Q2 fick marvnBoost sina första betalande kunder, vilket innebär att produkten tagit steget från lansering till tidig kommersiell validering. Marlin arbetar nu vidare med nya innehållsmotorer, produktförbättringar och att konvertera den befintliga kundpipelinen till återkommande avtal. Målet är att skala marvnBoost som ett andra intäktsben vid sidan av marvn.ai, samtidigt som målsättningen om break-even för Marlin Media vid utgången av 2026 ligger kvar.

Även starten på Q3 ser positiv ut. Bolaget uppgår i sin trading update att den genomsnittliga dagliga net gaming revenue fram till och med den 18 augusti var 21,1 % högre än den genomsnittliga dagliga net gaming revenue under hela Q3'25. Det är ingen prognos för kvartalet, men indikerar att den positiva utvecklingen från Q2 fortsatt in i det tredje kvartalet.

Nettoomsättning och EBIT



Vinst och vinstmarginal



Utfall vs Estimat

Q2'26 kom in bättre än våra estimat på samtliga centrala punkter. Nettoomsättningen var 3,9 % högre än väntat, bruttomarginalen uppgick till 55,1 % mot estimerade 50,5 % och rörelsekostnaderna blev 15,2 % lägre än prognos. Det gav tydlig hävstång på resultatet, där EBIT och vinst överträffade våra estimat med 43,7 % respektive 45,1 %. Det mest positiva är att Angler kombinerade högre tillväxt än väntat med fortsatt stark bruttomarginal och god kostnadskontroll. Det stärker bilden av att lönsamhetsförbättringen är mer uthållig än vi tidigare räknat med.

(MEURO)	Estimat Q2'26	Utfall Q2'26	Differens
Nettoomsättning	8,12	8,44	+3,9%
Tillväxt y-o-y	22,4%	27,2%	+4,8pp
Bruttoresultat	4,10	4,65	+13,4%
Bruttomarginal	50,5%	55,1%	+4,6pp
Rörelsekostnader	2,11	1,79	-15,2%
EBIT	1,99	2,86	+43,7%
EBIT-marginal	24,5%	33,9%	+9,4pp
Vinst	1,64	2,38	+45,1%
Vinstmarginal	20,2%	28,2%	+8,0pp

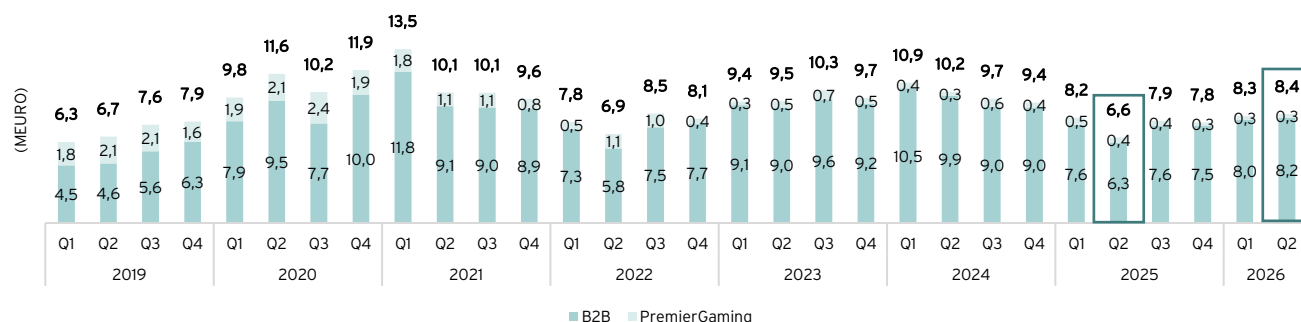
B2B-delen driver tillväxten

Nettoomsättningen i det andra kvartalet uppgick till 8,45 MEUR (6,64), motsvarande en ökning om 27,2 % y-o-y. Tillväxten drevs framför allt av B2B-verksamheten, medan PremierGaming fortsatt stod för en liten del av koncernens intäkter och utgjorde 3,5 % under kvartalet. Den starka tillväxttakten inom B2B ska dock ses mot bakgrund av ett svagt jämförelsekvartal i Q2'25

De omförhandlade B2B-avtal som trädde i kraft vid årsskiftet 2025 är nu fullt inbakade i jämförelsetalen. Den nya modellen innebär att B2B-partnerna själva bär fler kostnader relaterade till verksamheten, däribland betalningsrelaterade kostnader, vilket har gjort Anglers B2B-affär mer renodlad, kostnadseffektiv och skalbar. Angler har samtidigt arbetat hårt med den egenutvecklade iGaming-plattformen under de senaste åren för att göra den alltmer konkurrenskraftig. Plattformen är nu fullt konfigurerbar för B2B-partners och har successivt byggts ut med datadrivna funktioner och moduler. I vår intervju beskrev Kalita hur befintliga partners blivit bättre på att utnyttja funktionaliteten, vilket nu börjar ge tydligare effekt i verksamheten. Han beskrev också B2B-tillväxten som bred snarare än driven av någon enskild partner.

Bolaget ser fortsatt potential både i att växa tillsammans med befintliga partners och i att addera nya B2B-kunder. Parallellt arbetar Angler med att samla resurserna kring mjukvaruutvecklingen i en separat teknikenhet under 2026, med målet att skapa en mer fokuserad och effektiv organisation och få ytterligare hävstång på plattformen.

Segmentsfördelning av intäkter, 2019-2026



PremierGaming står och stampar

PremierGaming är Angler Gamings B2C-verksamhet med fokus på Sverige och övriga Norden. Under Q2'26 stod verksamheten för 3,5 % av koncernens intäkter, i princip oförändrat från Q1. Intäktsnivån är därmed fortsatt låg och PremierGaming har ännu inte lyckats etablera någon tydlig tillväxttrend. Kvartalsintäkterna har nu legat under 1 MEUR sedan Q4'22, vilket illustrerar hur svårt verksamheten haft att etablera tillväxt.

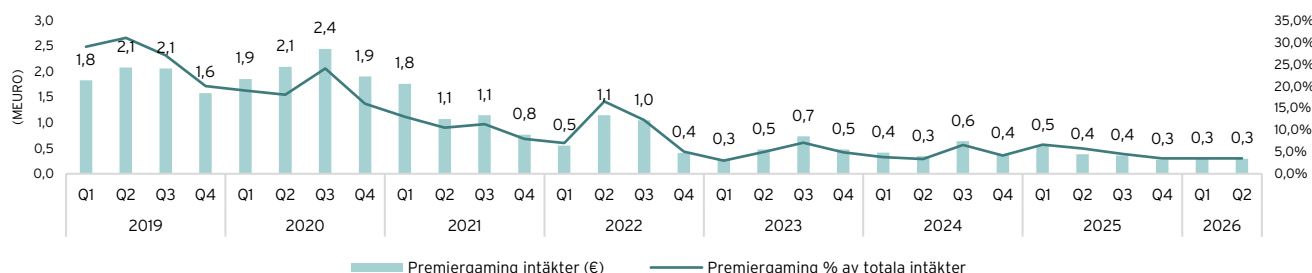
Under kvartalet fortsatte PremierGaming att inta en försiktig syn på marknadsföring och fokusera på låg-riskkampanjer där kundlivstidsvärdet överstiger anskaffningskostnaden. Det ligger i linje med den strategi bolaget följt under en längre tid, där fokus ligger på långsiktigt kundvärde snarare än aggressiv kundanskaffning. Den försiktiga hållningen bidrar till kostnadskontrollen, men innebär också att PremierGaming i nuläget inte är någon tydlig tillväxtmotor för koncernen.

Det nya i Q2 är att den strategiska översyn som pågick under våren nu har resulterat i en förfinad nischstrategi. Angler beskriver det som ett mer innovativt angreppssätt inom produkt och teknik som ska implementeras under H2'26. I vår intervju utvecklade Kalita resonemanget och beskrev hur bolaget analyserat framför allt den svenska marknaden och identifierat vissa luckor i erbjudandet som man tror att spelarna kan uppskatta. Exakt vad som ska lanseras vill bolaget ännu inte kommunicera.

Ambitionen är att den nya satsningen både ska attrahera nya kunder och höja värdet och spelupplevelsen för befintliga kunder. Angler kommer dock fortsatt att arbeta efter en försiktighetsprincip på marknadsföringssidan och testa nya initiativ stegvis innan större resurser sätts bakom dem. PremierGaming har samtidigt en strategisk funktion utöver de direkta intäkterna, eftersom verksamheten fungerar som en egen B2C-miljö där Angler kan få direkt feedback och vidareutveckla funktionalitet till den egenutvecklade plattformen.

PremierGaming har under flera år haft en utmanande position på den mogna svenska marknaden. Bolaget fick tillgång till Swish först under 2024, långt efter flera större konkurrenter, vilket enligt Kalita gjorde det svårare att bygga upp en konkurrenskraftig kundbas. Den nya nischstrategin blir därför viktig att följa under H2'26, men vår syn är fortsatt att PremierGaming främst ska ses som en långsiktig option snarare än en central värde drivare i Angler. De tydligaste värde drivarna ser vi fortsatt inom B2B-verksamheten och, med högre risk, Marlin Media.

PremierGamings intäkter och andel av totalen, 2019-2026



Hög bruttomarginal bekräftar styrkan i B2B-modellen

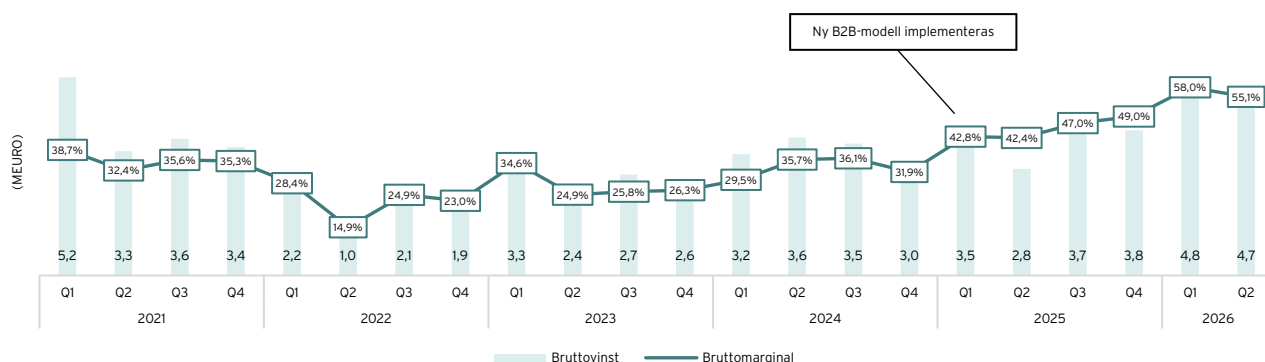
Bruttomarginalen uppgick under Q2'26 till 55,1 % (42,4), något lägre än rekordnivån om 58,0 % i Q1 men fortsatt på en mycket hög nivå. Bruttovinsten ökade samtidigt med 65,2 % till 4,65 MEUR (2,81). Särskilt noterbart är att cost of services sold var i princip oförändrad på 3,79 MEUR (3,82), trots att nettoomsättningen ökade med 27,2 %. Det illustrerar tydligt den operationella hävstång som skapats efter omläggningen av B2B-modellen.

De omförhandlade B2B-avtalen innebär att parterna sedan början av 2025 själva står för de betalningsrelaterade kostnaderna i sin verksamhet. Modellen pressade initialt de rapporterade intäkterna men har samtidigt gjort verksamheten mer renodlad, kostnadseffektiv och skalbar. Efter H1'26 uppgår bruttomarginalen till cirka 56,5 %, jämfört med 42,6 % under motsvarande period föregående år.

Förbättringen handlar dock inte enbart om avtalsstrukturen. Angler har under flera år arbetat med att automatisera och förbättra kontrollen över de viktigaste kostnadsdrivarna, samtidigt som plattformen byggts ut med mer datadrivna CRM-, kampanj- och analysverktyg. Kalita har beskrivit hur modellerna successivt förbättras i takt med att mer data samlas in, vilket bidrar till effektivare kampanjstyrning och bättre kostnadskontroll.

Det är fortsatt svårt att bedöma exakt vilken bruttomarginal som är uthållig över tid och Kalita har varit tydlig med att bolaget inte guidar kring någon specifik nivå. Efter två kvartal med bruttomarginaler på 58,0 % respektive 55,1 % framstår det dock allt tydligare att den strukturella marginalnivån har stärkts betydligt efter omläggningen av B2B-modellen. Variationer mellan kvartalen är fortsatt att vänta, men utvecklingen hittills under 2026 är enligt oss en tydlig bekräftelse på styrkan i den nya kostnadsstrukturen.

Bruttovinsten och bruttomarginalen har tagit ett kliv uppåt



Det finns fortsatt flera rörliga delar inom cost of sales, bland annat kundanskaffningskostnader, royalties och olika leverantörskostnader, vilket gör att bruttomarginalen kan variera mellan kvartalen. Angler har under flera år arbetat med att förändra tillvägagångssättet för kundanskaffning via affiliates och övergått till mer datadrivna modeller som ska hjälpa både koncernen och B2B-partners att kontrollera kundanskaffningskostnaden. Bolaget har även arbetat med att avsluta olönsamma affiliatepartnerskap och förhandla om avtal och andra rörliga delar i cost of sales.

Det arbetet har enligt vår bedömning burit frukt. Bruttomarginalen har förbättrats kraftigt från de pressade nivåerna under 2022-2023 och har under Q1'26 och Q2'26 uppgått till 58,0 % respektive 55,1 %. Därtill har den nya B2B-modellen, där partners själva bär fler kostnader kopplade till sin verksamhet, ytterligare stärkt den strukturella marginalprofilen.

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 kan påverka cost of sales. Efter omläggningen av B2B-modellen står B2B-partnerna själva för de betalningsrelaterade kostnaderna i sin verksamhet, vilket minskar Anglers direkta exponering mot denna kostnadspost.

Imponerande kostnadskontroll och lönsamhetslyft

Angler Gaming fortsatte att uppvisa stark kostnadskontroll under Q2'26. Rörelsekostnaderna minskade till 1,79 MEUR (1,91), trots att nettoomsättningen ökade med 27,2 %. Marknadsföringskostnaderna sjönk till 0,25 MEUR (0,29), personalkostnaderna till 0,80 MEUR (0,86) och övriga externa kostnader till 0,70 MEUR (0,76). Efter årets första sex månader är rörelsekostnaderna i princip oförändrade på 3,70 MEUR (3,68), medan omsättningen ökat med 13,1 %.

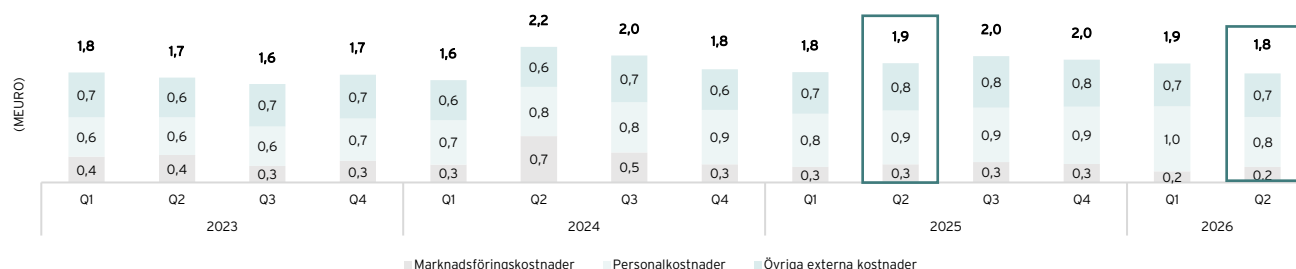
Den stabila kostnadsbasen i kombination med den kraftigt förbättrade bruttomarginalen har gett tydlig hävstång på resultatet. EBIT ökade under Q2 med 217,9 % till 2,86 MEUR (0,90), motsvarande en EBIT-marginal om 33,9 % (13,6). För H1'26 uppgår EBIT till 5,78 MEUR (2,63) och EBIT-marginalen till 34,5 % (17,8).

Angler har under flera år arbetat med att automatisera och göra kostnadskontrollen mer datadriven. Kalita har beskrivit hur systemen i allt större utsträckning hanterar det löpande arbetet kring kostnadsdrivare, medan organisationen kan lägga mer tid på analys och strategi. Den renodlade B2B-modellen har dessutom minskat de kostnader som Angler själva behöver bära och gjort det lättare att fokusera på de kostnadsdrivare som finns kvar.

Även inom PremierGaming är kostnadsdisciplinen tydlig. Kalita beskrev i Q2-intervjun hur kampanjer löpande mäts och endast skalas när ekonomin kan motiveras, vilket bidrar till den fortsatt låga marknadsföringskostnaden. Angler fortsätter dessutom att investera i teknikutveckling och nya tillväxtinitiativ utan att det hittills lett till någon tydlig kostnadsinflation på koncernnivå. Marlin Media drivs fortsatt med en relativt begränsad investering och målet om break-even vid utgången av 2026 ligger kvar.

Det är enligt oss en imponerande kostnadskontroll. Att Angler under H1'26 kunnat öka omsättningen med 13 % och mer än fördubbla EBIT med i princip oförändrad OPEX visar vilken hävstång som finns i kostnadsbasen när intäkterna växer och bruttomarginalen ligger på dagens nivåer.

Utveckling av rörelsekostnader, 2023-2026

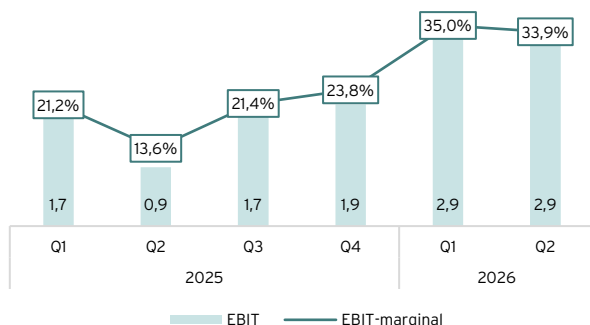


Den starka omsättningstillväxten i kombination med hög bruttomarginal och god kostnadskontroll gav kraftig hävstång på resultatet under Q2'26. EBIT ökade med 217,9 % y-o-y till 2,86 MEUR (0,90), motsvarande en EBIT-marginal om 33,9 % (13,6). Efter årets första sex månader uppgår EBIT till 5,78 MEUR (2,63) och EBIT-marginalen till 34,5 % (17,8). Det visar tydligt hur den förändrade B2B-modellen och den skalbara kostnadsbasen slår igenom när omsättningen växer.

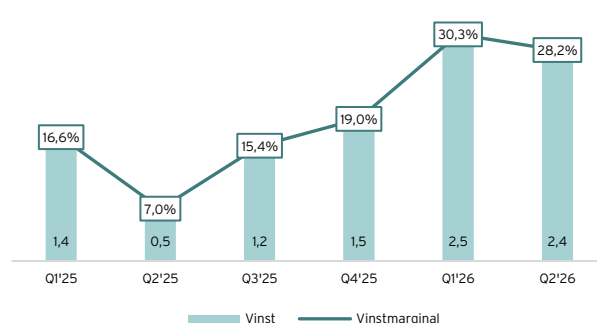
De finansiella kostnaderna uppgick under kvartalet till 0,48 MEUR (0,43) och består fortsatt huvudsakligen av valutarelaterade poster. Mätt som andel av omsättningen motsvarade de cirka 5,7 %, vilket är lägre än jämförelsekvartalets cirka 6,5 %. Finansnettot fortsätter därmed att ta en märkbar del av rörelseresultatet, men den kraftigt förbättrade operativa lönsamheten gör att betydligt mer når ned till sista raden.

Nettoresultatet ökade med 412,7 % till 2,38 MEUR (0,47), motsvarande en vinstmarginal om 28,2 % (7,0). För H1'26 uppgår vinsten till 4,91 MEUR (1,82), vilket redan överstiger nettoresultatet för hela 2025 om 4,82 MEUR. Även vinsten per aktie under årets första sex månader, 0,0654 EUR, har redan passerat helåret 2025. Det är ett tydligt kvitto på hur kraftigt Anglers lönsamhetsprofil har förbättrats på kort tid.

EBIT och EBIT-marginal



Vinst och vinstmarginal



Kunddeponeringarna fortsätter att imponera

Kunddeponeringarna fortsatte att utvecklas starkt under Q2'26 och ökade med 17,7 % y-o-y till 23,5 MEUR (20,0). Sekventiellt ökade de med 4,6 % från Q1 och nivån är den högsta på flera år. Net Game Win ökade med 15,6 % till 10,9 MEUR (9,5), medan Hold sjönk till 46,5 % (47,4) från 50,4 % i Q1.

Hold har under de senaste kvartalen legat lägre än under exempelvis 2023 och stora delar av 2024. Nivån kan variera betydligt mellan kvartalen och påverkas bland annat av spelutfall, vilket gör att enskilda kvartal bör tolkas med viss försiktighet. Vi lägger därför större vikt vid utvecklingen i kunddepositionerna, som fortsatt visar en hög aktivitetsnivå på plattformen.

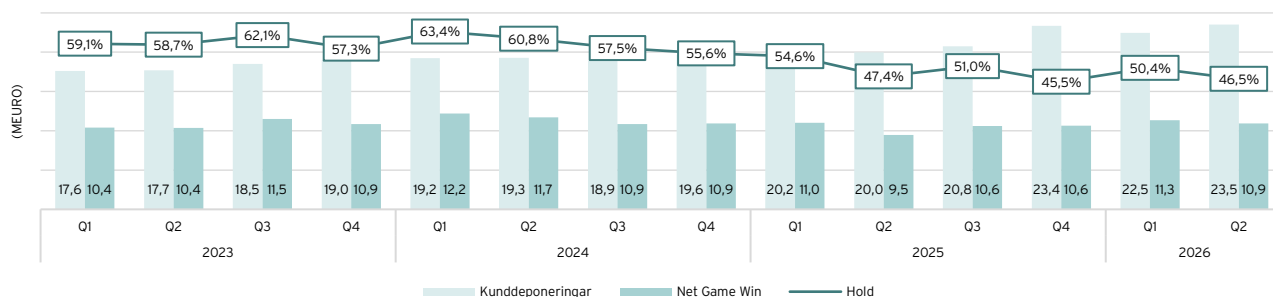
I vår intervju kopplade Kalita de stigande depositionerna framför allt till att B2B-partnerna successivt blivit bättre på att använda funktionerna och de datadrivna modulerna i Anglers plattform. Plattformen ger bland annat bättre möjligheter att analysera kundvärden och optimera kampanjer. Depositionerna per aktiv kund var också tydligt högre än under jämförelsekvartalet, vilket indikerar ett högre genomsnittligt värde per aktiv kund.

Kunddeponeringar = Summan pengar som satts in av kunder.

Net Game Win = Totala spelinsatser - totala vinster.

Hold = Net Game Win i relation till kunddepositioner. En högre Hold innebär högre Net Game Win per deponerad euro.

Kunddeponeringar, Net Game Win och Hold, 2023-2026



Utvecklingen i de mer aktivitetsbaserade kundmåten var mer blandad. Antalet aktiva kunder minskade marginellt till 27 120 (27 528), medan antalet nya deponerande kunder minskade med 6,4 % till 7 027 (7 506). Antalet nya registrerade kunder steg däremot kraftigt till 25 950 (14 458), motsvarande en ökning på närmare 80 % y-o-y. Jämfört med Q1 ökade samtliga tre kundmål.

Den kraftiga ökningen av nyregistreringar ska dock tolkas med viss försiktighet. Kalita framhöll i intervjun att den typen av aktivitetsmål kan påverkas relativt mycket av kampanjer, erbjudanden och olika tester hos B2B-partnerna. De datadrivna verktygen gör det enklare för partnerna att testa olika upplägg, vilket kan driva registreringar utan att dessa omedelbart konverterar till deponerande kunder. Det blir därför intressant att följa hur den kraftiga ökningen av nya registreringar utvecklas framöver.

Vår syn är att kunddepositionerna fortsatt är det mest intressanta KPI. Att depositionerna stiger med närmare 18 % samtidigt som antalet aktiva kunder är i princip oförändrat är positivt och ligger väl i linje med bolagets bild av att partnerna blivit bättre på att utnyttja plattformens datadrivna funktioner.

Kundutveckling, 2020-2026



KPI-bilden har förbättrats jämfört med Q1 och är nu mer balanserad. De höga kunddepositionerna är fortsatt den tydligaste styrkesignalen, medan utvecklingen i övriga kundmål är mer blandad. Särskilt intressant är att aktiva kunder är i princip oförändrade y-o-y samtidigt som depositionerna fortsätter upp, vilket innebär högre depositioner per aktiv kund och indikerar ett högre värde i den befintliga kundbasen.

Hold ligger fortsatt på en relativt låg nivå historiskt och kan skapa tydliga kvartalsvisa svängningar i Net Game Win. Vi tycker därför att kombinationen av kunddepositioner och Hold fortsatt ger den bästa bilden av den underliggande utvecklingen. Om depositionerna kan hållas på nuvarande nivåer blir utvecklingen i Hold en viktig faktor för intäkterna framöver.

B2B-samarbeten och den egenutvecklade plattformen

B2B-verksamheten är fortsatt Anglers viktigaste affärsområde och den del som enligt vår bedömning har störst potential att driva tillväxt och lönsamhet framöver. Under Q2'26 fortsatte B2B att utvecklas starkt och Kalita beskrev i vår intervju tillväxten som bred snarare än driven av någon enskild partner. En viktig förklaring är enligt honom att befintliga partners successivt blivit bättre på att använda funktionerna i Anglers egenutvecklade plattform och därmed få större utväxling på den.

Angler har investerat betydande tid och resurser i plattformen under de senaste åren och beskriver den idag som fullt konfigurerbar för B2B-partners. Kunderna kan själva anpassa stora delar av erbjudandet utifrån sina affärsbehov och regulatoriska krav, samtidigt som plattformen innehåller datadrivna funktioner inom bland annat CRM, kampanjstyrning och analys. Det egna ägandet ger Angler full kontroll över produkten och gör det möjligt att snabbt anpassa funktionaliteten efter partnernas behov, vilket bolaget ser som en viktig konkurrensfördel. Kalita framhöll i intervjun att plattformen nu blivit riktigt konkurrenskraftig, men att det finns en inlärningskurva eftersom funktionaliteten är omfattande. Att befintliga partners successivt blivit bättre på att nyttja verktygen är enligt honom en viktig del bakom den förbättrade utvecklingen.

Nästa steg är att renodla teknikverksamheten ytterligare. Angler arbetar med att samla resurserna kring mjukvaruutvecklingen i en separat, självständig teknikenhet inom koncernen, vilket väntas slutföras under 2026. Syftet är att skapa en mer fokuserad och effektiv organisation kring plattformen och få bättre hävstång på den kompetens och produkt som byggts upp. Utvecklingen framåt kommer enligt Kalita att bestå av både nya funktioner och förbättringar av befintlig funktionalitet. I dagsläget är strategin främst att sälja plattformen som en helhetslösning snarare än enskilda fristående moduler. Potentialen ligger både i fortsatt tillväxt hos befintliga partners och i att addera nya. Kalita ville inte kommentera några konkreta kunddialoger eller hur den kortsiktiga pipeline ser ut, men beskrev plattformen som allt mer konkurrenskraftig och framhöll att Angler har ett brett nätverk att arbeta vidare med. Det gör nya B2B-avtal till en viktig potentiell katalysator, även om synligheten i när sådana kan materialiseras fortsatt är låg.

Vår syn är fortsatt att B2B-affären är den tydligaste värdedrivaren i Angler. Bolaget har lagt flera år på att förbättra produkten, kostnadsstrukturen och skalbarheten, och under 2026 börjar effekterna synas tydligare även i tillväxten. Nästa viktiga steg blir att visa att den tekniska positionen går att omsätta i fler externa partners, utan att kostnadsbasen behöver växa i motsvarande takt.

Mycket händer i Marlin Media

Angler Gaming fortsätter att utveckla affiliate- och AI-satsningen Marlin Media, som är bolagets försök att bygga en kompletterande och skalbar intäktsvertikal utanför den traditionella B2B- och B2C-affären. Verksamheten befinner sig fortsatt i ett uppbyggnadsskede och målet om break-even vid utgången av 2026 ligger kvar.

Marlin Media fokuserade initialt på traditionell affiliateverksamhet, men har under det senaste året blivit allt mer teknikdrivet. Det största fokuset ligger idag på marvn.ai och marvnBoost, som bygger på samma proprietära datalager men monetariseras på olika sätt. Marvn.ai lanserades i slutet av 2025 som en AI-driven och chatbaserad sökmotor för casinon, bonusar och spelrelaterad discovery. Under Q1'26 adderades bland annat en ny Discover-sektion och över 8 000 slotstitlar med strukturerad data, vilket möjliggör sökning och jämförelser utifrån olika spelegenskaper. Plattformen genererade även registreringar och First Time Depositors, medan användarinteraktionerna nådde rekordnivåer. Utvecklingen har fortsatt under Q2. Discover-sektionen rankar enligt bolaget organiskt och attraherar söktrafik, vilket ger en första indikation på att den underliggande innehålls- och datamotorn fungerar även i en konkurrensutsatt vertikal.

Under våren lanserades även marvnBoost, ett B2B-verktyg som bygger vidare på samma datalager men riktar sig mot operatörer, affiliates, providers och andra innehållsproducenter inom iGaming. Produkten automatiserar produktion av bland annat slot- och casinorecensioner, nyheter och guider. Till skillnad från mer generella AI-verktyg förankras innehållet i Marlin Medias strukturerade och kvalitetssäkrade databas. Syftet är att minska risken för felaktigheter och samtidigt möjliggöra produktion av stora mängder innehåll för flera marknader och språk.

marvnBoost är dessutom tänkt att kunna anpassas efter kundernas egna arbetsflöden, exempelvis vad gäller tonalitet, granskningsprocesser, compliance och jurisdiktionsspecifika krav. För affiliates ligger värdet främst i möjligheten att öka publiceringstakten och minska det manuella faktakontrollarbetet, medan operatörer och providers kan använda plattformen för mer standardiserade och löpande uppdaterade innehållsflöden.

Affärsmodellen är en klassisk abonnemangsbaserad SaaS-modell. Listpriserna uppgår till 100 EUR per månad för Starter, 500 EUR för Growth och 1 500 EUR för Business, medan Enterprise prissätts individuellt. Det innebär att Marlin nu har en tydlig SaaS-modell vid sidan av leadgenereringen från marvn.ai. Det stora steget under Q2 är dock att marvnBoost fått sina första betalande kunder, vilket innebär att produkten gått från lansering till en första kommersiell validering. Marlin arbetar nu med att konvertera den befintliga pipeline till återkommande avtal och skala marvnBoost som ett andra monetiseringsben vid sidan av marvn.ai. Produktutvecklingen fortsätter också, där Sweepstakes-, Guides- och News-moduler har adderats utöver de innehållsformat som fanns sedan tidigare. Förbättringar och nya funktioner utvecklas löpande utifrån feedback från de första kunderna.

Nästa kommersiella test blir SBC Summit i Lissabon den 29 september-1 oktober, där marvnBoost ska visas upp på sin första större branschmessa sedan den kommersiella lanseringen. Fokus ligger bland annat på att demonstrera hur plattformen kan byggas in i kundernas egna contentflöden.

Vår bedömning är fortsatt att Marlin Media främst ska ses som en långsiktig tillväxtoption snarare än en kortsiktig resultatdrivare. Det intressanta är att satsningen nu börjar få mer konkreta kommersiella datapunkter. Marvn.ai genererar leads och organisk trafik, medan marvnBoost fått sina första betalande kunder och en tydlig abonnemangsmodell. Om Marlin lyckas skala två separata intäktsmodeller ovanpå samma strukturerade datalager kan hävstången bli betydande. Det återstår dock att visa hur stor efterfrågan faktiskt är och hur snabbt pipeline kan konverteras till återkommande intäkter.

Finansiell ställning och kassaflöden

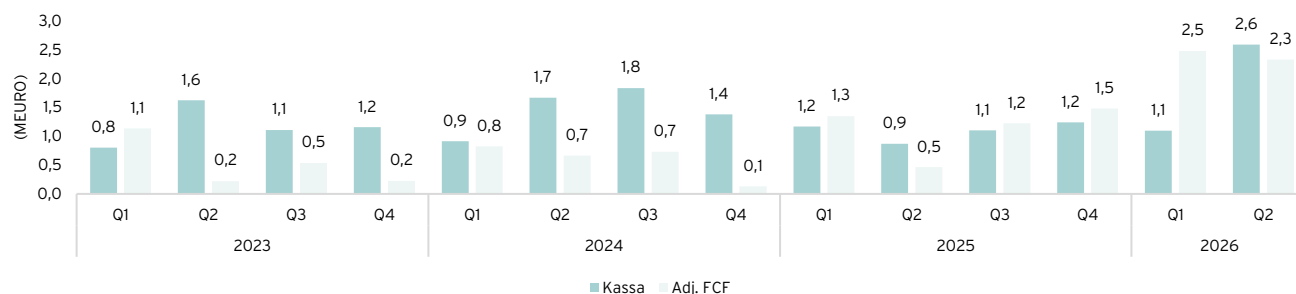
Kassan stärktes tydligt under Q2'26 och uppgick vid kvartalets utgång till 2,59 MEUR, jämfört med 1,10 MEUR vid utgången av Q1. Angler Gaming har fortsatt inga räntebärande skulder, vilket innebär att nettokassan motsvarar kassan om 2,59 MEUR. Balansräkningen har därmed stärkts i takt med den förbättrade lönsamheten och kassagenereringen. För 2025 lämnades ingen utdelning, då bolaget prioriterar tillväxt, investeringar i pågående projekt och en ytterligare förstärkning av kassan.

Kassa	Räntebärande skuld	Nettoskuld
2,59 MEURO	0,0 MEURO	-2,59 MEURO

Kassaflödet förbättrades tydligt under Q2'26. Kassaflödet från den löpande verksamheten före förändringar i rörelsekapital uppgick till 2,42 MEUR, medan kassaflödet efter förändringar i rörelsekapital uppgick till 1,58 MEUR. Rörelsekapitalet hade därmed fortsatt en negativ påverkan på kassaflödet, men betydligt mindre än i Q1. Det fria kassaflödet uppgick till 1,49 MEUR i Q2, jämfört med -0,14 MEUR i Q1. Justerat för förändringar i rörelsekapital var det fria kassaflödet fortsatt starkt och uppgick till 2,33 MEUR, jämfört med 2,48 MEUR i Q1.

Skillnaden visar att den underliggande kassagenereringen är stark, medan rörelsekapitalet fortsatt begränsar hur stor del av resultatet som faktiskt når kassan. Fordringarna är dock fortfarande höga och rörelsekapitalbindningen är därför en viktig punkt att följa. I vår Q2-intervju betonade Kalita att Angler sedan föregående kvartal lagt ytterligare fokus på kassaflödet och att arbetet fortsätter, men han ville inte gå in på några konkreta åtgärder. Vår bedömning är att utvecklingen går åt rätt håll, men att cash conversion fortsatt har förbättringspotential. Med den lönsamhet Angler nu uppvisar blir förmågan att få en större del av resultatet att konverteras till kassa allt viktigare framöver.

Kassa och justerat FCF, 2023-2026



Nuläge och outlook

Angler går in i andra halvåret 2026 i ett betydligt starkare läge än för ett år sedan, med högre lönsamhet, bättre kostnadskontroll och fortsatt tillväxt inom B2B. Den omförhandlade B2B-modellen har nu varit implementerad i drygt ett och ett halvt år och effekterna syns tydligt i lönsamheten. Bruttomarginalen uppgick till 55,1 % i Q2'26 efter rekordhöga 58,0 % i Q1, medan EBIT-marginalen låg kvar på en hög nivå om 33,9 %. Efter H1'26 uppgår EBIT-marginalen till 34,5 % (17,8). Kalita lämnar fortsatt ingen guidning kring någon långsiktigt normaliserad bruttomarginal, men efter två kvartal på klart högre nivåer än historiskt framstår det enligt oss som allt mer sannolikt att Angler etablerat en strukturellt bättre marginalprofil efter omläggningen av B2B-affären.

B2B är fortsatt den viktigaste tillväxt drivaren. Verksamheten utvecklades starkt under Q2 och Kalita beskrev tillväxten som bred snarare än driven av någon enskild partner. En viktig förklaring är enligt honom att befintliga partners successivt blivit bättre på att utnyttja funktionaliteten i den egenutvecklade plattformen. Nästa steg blir att samla mjukvaruutvecklingen i en separat teknikenhet under 2026, vilket ska skapa ett tydligare fokus och en effektivare organisation kring plattformen. Potentialen finns både i fortsatt tillväxt hos befintliga partners och i att addera nya, där vi bedömer att nya B2B-avtal utgör en av de tydligaste potentiella katalysatorerna framöver.

PremierGaming förblir en liten del av koncernen och stod för 3,5 % av intäkterna under Q2. Under kvartalet slutfördes dock arbetet med en förfinad nischstrategi, där ett mer innovativt tekniskt och produktmässigt erbjudande ska implementeras under H2'26. Vi räknar fortsatt inte med att PremierGaming blir någon större tillväxtmotor på kort sikt, men den nya strategin innebär åtminstone att verksamheten går in i en ny testfas efter flera år av svag utveckling.

Marlin Media har parallellt tagit ett tydligare steg från produktutveckling mot kommersialisering. marvnBoost fick sina första betalande kunder under Q2 och bolaget arbetar nu med att konvertera den befintliga pipelinen till återkommande avtal. Nya Sweepstakes-, Guides- och News-moduler har adderats och produkten ska visas upp på SBC Summit i Lissabon i slutet av september. Marlin är fortfarande en tillväxtoption snarare än en central resultatdrivare, men den första kommersiella valideringen gör satsningen mer konkret än för ett kvartal sedan. Målet om break-even vid utgången av 2026 ligger kvar.

Trading updaten ger också en positiv signal inför Q3'26. Den genomsnittliga dagliga Net Gaming Revenue fram till och med den 18 augusti var 21,1 % högre än genomsnittet för hela Q3'25. Det är ingen prognos för kvartalet, men indikerar att den positiva utvecklingen fortsatt in i tredje kvartalet.

Vi justerar upp våra estimat efter ett Q2 som överträffade våra prognoser tydligt, där både omsättningen, bruttomarginalen och kostnadskontrollen kom in bättre än väntat. Vi räknar fortsatt med en viss normalisering från nivåerna under H1, men bedömer nu att Angler kan upprätthålla en högre marginalnivå än i våra tidigare prognoser. Den skalbara kostnadsbasen innebär också att fortsatt omsättningstillväxt kan få ett betydligt större genomslag på resultatet än historiskt.

De viktigaste punkterna att följa under resten av 2026 är enligt oss B2B-tillväxten och förmågan att addera nya partners, hållbarheten i den förbättrade marginalprofilen samt kassaflödet. Cash conversion förbättrades tydligt i Q2, men rörelsekapitalet fortsätter att binda kapital och fordringarna ligger kvar på en hög nivå. Utrullningen av PremierGamings nya strategi och den kommersiella utvecklingen i marvnBoost blir också intressanta datapunkter, även om de än så länge är sekundära i förhållande till kärnaffären.

Värdering

Key stats, SEK

Antal aktier	74 984 995	Börsvärde (MSEK)	424,4
Aktiekurs (SEK)	5,66	Nettoskuld* (MSEK)	-28,7
		Enterprise value (MSEK)	395,7

*Beräknat på en kassa om 2,59 MEURO samt ingen räntebärande skuld.

Key stats, €

Antal aktier	74 984 995	Börsvärde (MEUR)	38,3
Aktiekurs (EUR)	0,51	Nettoskuld* (MEUR)	-2,6
		Enterprise value (MEUR)	35,7

EUR/SEK: 11,08

Rullande 12 månader

Nettoomsättning	32,5 MEURO	360,1 MSEK	P/S	1,2
EBIT	9,3 MEURO	103,4 MSEK	EV/EBIT	3,8
Vinst	7,6 MEURO	84,4 MSEK	P/E	5,0
Adj. FCF*	7,5 MEURO	83,2 MSEK	EV/Adj. FCF*	4,8

EUR/SEK: 11,08

*Justerat för rörelsekapital

Historiskt snitt

	P/S	EV/EBIT	P/E	P/FCF
Snitt 3 år	1,6	5,0	3,0	8,7
Snitt 5 år	0,9	7,3	2,3	11,4
Snitt 7 år	0,7	8,4	5,4	14,4

Nyckeltal (R12)

Bruttomarginal	EBITDA-marginal	EBIT-marginal	Vinstmarginal
52,4%	28,9%	28,7%	23,4%
OPCF-marginal	FCF-marginal	ROE	ROIC
5,8%	5,3%	43,1%	50,5%

Peers

Angler Gaming genererar huvudsakligen intäkter från operatörsverksamhet med fokus på casino. Vi bedömer att Betsson är den närmast jämförbara noterade aktören, även om bolaget är avsevärt större. De flesta internationella iGaming-bolag är betydligt större än Angler och värderas generellt högre än de svenska jämförelsebolagen. Vi anser att en rimlig värderingsmultipl för Angler i nuläget är 6x EV/EBIT, vilket speglar det svaga sentimentet inom iGaming-sektorn. Betsson värderas exempelvis till cirka 5,2x EV/EBIT, vilket är en historiskt låg nivå och delvis kan förklaras av marknadens oro kring intäktsutvecklingen på vissa geografiska marknader.

Vi bedömer att 6x EV/EBIT är motiverat givet den bekräftade förbättringen i lönsamhet, den starkare kostnadsstrukturen och den stärkta finansiella ställningen. Multipeln är fortsatt låg i ett peer-perspektiv, vilket vi anser är rimligt med hänsyn till Anglers mindre storlek, slagiga historik och begränsade transparens. En fortsatt förbättring i tillväxt, kassakonvertering och förutsägbarhet skulle enligt vår bedömning kunna motivera en högre multipl över tid.

Peers

	Omsättning		EBITDA		EBIT		Vinst	
	P/S, R12	Tillväxt, 5 år	EV/EBITDA, R12	Tillväxt, 5 år	EV/EBIT, R12	Tillväxt, 5 år	P/E, R12	Tillväxt, 5 år
Acroud	0,3	14,2%	5,6	0,1%	41,9	-25,7%	-7,2	-180,0%
bet-at-home.com AG	0,5	-1,8%	7,6	-173,9%	5,1	-182,1%	-6,9	-181,4%
Betsson	1,0	12,4%	3,9	10,8%	5,2	10,5%	8,6	4,4%
Better Collective	1,8	14,5%	9,0	12,3%	15,6	4,8%	19,6	9,6%
Catena Media	0,4	-18,5%	0,5	-28,8%	-0,8	-219,3%	-1,9	-10,2%
Entain PLC	0,6	7,2%	6,3	5,8%	13,0	2,4%	-5,9	-215,3%
Fable Media	3,6	27,6%	7,1	83,5%	7,2	119,4%	9,0	16,7%
FDJ United	1,1	9,8%	5,5	13,5%	14,6	0,1%	170,4	-39,0%
Flutter Entertainment PLC	1,1	15,6%	17,5	22,5%	-218,3	11,5%	-24,1	3,5%
Gentoo Media	0,8	3,5%	5,2	12,5%	11,3	19,9%	17,9	125,6%
GiG Software	0,7	-	7,0	-	-1,6	-	-1,7	-
Lottomatica Group SpA	2,6	23,1%	10,3	33,4%	16,1	66,3%	26,6	43,0%
PENN Entertainment Inc	0,4	3,9%	15,3	-10,0%	34,8	-19,2%	-2,9	-219,5%
Raketech	0,1	4,1%	1,0	-24,5%	3,7	-35,4%	-16,2	-153,5%
Rush Street Interactive Inc	1,9	22,9%	12,8	31,9%	16,7	28,1%	86,0	23,4%
Super Group Ltd	2,8	9,3%	10,3	12,3%	11,9	16,7%	18,3	4,7%
Medel	1,2	9,9%	7,8	0,1%	-1,5	-13,5%	18,1	-51,2%
Median	0,9	9,8%	7,1	12,3%	11,6	4,8%	3,4	3,5%
Angler Gaming	1,2	-5,6%	3,8	0,2%	3,8	0,1%	5,0	1,0%

Estimat

(MEURO)	2023	2024	2025	2026E	2027E
Nettoomsättning	38,9	40,1	30,6	35,2	38,1
% y-o-y	24,0%	3,0%	-23,8%	15,1%	8,2%
EV/S	0,9	0,9	1,2	1,0	0,9
Bruttoresultat	10,8	13,3	14,0	19,2	20,9
Bruttomarginal	27,9%	33,2%	45,7%	54,7%	55%
% y-o-y	48,5%	22,7%	5,1%	37,7%	8,8%
EV/GP	3,3	2,7	2,6	1,9	1,7
Rörelsekostnader	-6,8	-8,2	-7,5	-7,6	-7,8
% y-o-y	3,9%	21,5%	-8,5%	1,3%	2,7%
EBIT	4,1	5,1	6,5	11,7	13,1
EBIT-marginal	10,5%	12,7%	21,2%	33,1%	34,5%
% y-o-y	427,3%	24,7%	27,0%	79,8%	12,8%
EV/EBIT	8,7	7,0	5,5	3,1	2,7
Vinst	2,1	1,8	4,8	10,0	11,5
Vinstmarginal	5,4%	4,5%	15,8%	28,4%	30,2%
% y-o-y	n/a	-13,6%	164,7%	107,5%	14,9%
P/E	18,2	21,0	7,9	3,8	3,3

Nedan visar vi värderingen inklusive förväntad kassauppgbyggnad. I våra estimat räknar vi med en kassakonvertering från EBIT till FCF om 40 % under såväl H2'26 som 2027E. Som jämförelse uppgick kassakonverteringen i Q2'26 till 52,1 %. Vi väljer därmed att fortsatt vara försiktiga i våra antaganden, då kassaflödet varit slagigt under en längre period och återkommande påverkats negativt av rörelsekapitalbindning. Kassaflödet är också ett område som Kalita lyft som ett fortsatt fokus för Angler och förhoppningsvis kan kassakonverteringen förbättras framgent.

(MEURO)	2023	2024	2025	2026E	2027E
Tillkommande FCF				2,4*	5,3
FCF/EBIT konvertering				40%	40%
Nettoskuld				-4,9	-10,2
EV inkl kassauppgbyggnad				33,4	28,1
EV/EBIT				2,9	2,1

*avser FCF under H2'26

Nedan visas den potentiella avkastningen baserat på våra estimat för 2026E och 2027E. Angler handlas idag till låga ensiffriga EBIT-multiplar, vilket enligt vår bedömning delvis speglar bolagets slagiga historik och begränsade transparens. Även vid en försiktig värdering om 4x EV/EBIT finns en tydlig uppsida, motsvarande cirka 29,6 % på 2026E och 57,8 % på 2027E. I ett scenario där marknaden istället värderar Angler till 8x EV/EBIT uppgår den potentiella uppsidan till cirka 146,7 % respektive 189,9 %, förutsatt att våra prognoser infrias. I vårt huvudscenario applicerar vi 6x EV/EBIT, vilket vi bedömer som en fortsatt försiktig multipel givet den tydligt förbättrade lönsamheten, men också den kvarvarande osäkerheten kring uthålligheten i tillväxten och kassakonverteringen.

I beräkningen ingår den förväntade kassauppgbyggnaden. Vid beräkningen av värdet per aktie har vi även beaktat det utestående incitamentsprogrammet och antar full teckning, vilket innebär ett fullt utspätt antal aktier om 77 864 995, jämfört med dagens 74 984 995.

(MEURO)	2023	2024	2025	2026E	2027E
EV/EBIT-multipel				6x	6x
EBIT (MSEK)				129,1	145,6
Enterprise value				774,5	873,4
Nettoskuld (MSEK)				-54,7	-113,0
Börsvärde				829,3	986,4
Pris per aktie				10,7	12,7
Uppsida				88,2%	123,8%

Estimat - kvartalsvis 2026

	Q1'26A	Q2'26A	Q3'26E	Q4'26E
Nettoomsättning	8,3	8,4	9,2	9,3
<i>Tillväxt y-o-y</i>	1,6%	27,2%	15,5%	18,6%
Bruttoresultat	4,8	4,7	4,8	5,0
<i>Bruttomarginal</i>	58,0%	55,1%	52,5%	53,6%
Rörelsekostnader	-1,9	-1,8	-2,0	-2,0
EBIT	2,9	2,9	2,9	3,0
<i>EBIT-marginal</i>	35,0%	33,9%	31,2%	32,6%
Finansnetto	-0,4	-0,5	-0,4	-0,4
Vinst	2,5	2,4	2,5	2,6
<i>Vinstmarginal</i>	30,3%	28,2%	27,1%	28,2%

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 aktier i det analyserade bolaget indirekt via bolag
Analysen är en uppdragsanalys