Angler Gaming

Rapportkommentar Q3’26

2026-11-19

Angler ökade nettoomsättningen med 10,0 % till 8,72 MEUR (7,93) i Q3’26. Tillväxten kom helt från B2B, som enligt våra beräkningar växte med cirka 14 %, medan PremierGaming backade till 1,1 % (4,5) av intäkterna. Lönsamheten var fortsatt stark. Bruttomarginalen låg kvar på 55,3 % (47,0), rörelsekostnaderna minskade med 12,4 % och EBIT steg med 79,6 % till 3,04 MEUR (1,69), motsvarande en EBIT-marginal om 34,9 % (21,4). Nettoresultatet ökade till 2,63 MEUR (1,22). Kunddeponeringarna ökade med 25 % till 26,0 MEUR, den högsta nivån sedan 2021, men en lägre hold om 45,6 % (51,0) dämpade intäkterna. Mot våra estimat blev omsättningen 4,8 % lägre, medan EBIT blev 6,6 % högre. Siffrorna i kvartalet hamnade ändå i skymundan. I samband med rapporten lade Angler om B2B-modellen, och kassakonverteringen försämrades.

Låg kassakonvertering

Det fria kassaflödet uppgick till 0,65 MEUR (0,43), cirka 21 % av EBIT, efter 52 % i Q2. Före förändringar i rörelsekapital uppgick kassaflödet till 2,66 MEUR, men rörelsekapitalet band 1,95 MEUR. Förklaringen är fordringarna, som har ökat varje kvartal under 2026, från 14,2 MEUR vid årsskiftet till 21,6 MEUR. Enligt årsredovisningen för 2025 var huvuddelen vid årsskiftet pengar som B2B-partnerna var skyldiga Angler. Enligt Kalita har partnerna betalat långsammare än de borde, och under förhandlingarna om de nya avtalen har bolaget inte prioriterat indrivningen. Han är samtidigt tydlig med att det är en skuld som ska betalas. Angler redovisar inte vilka partnerna är, så deras betalningsförmåga går inte att bedöma. Vi ser fordringarna som en risk i caset. Kassan ökade ändå till 3,24 MEUR och bolaget saknar räntebärande skulder.

Ny B2B-modell skapar stor osäkerhet

Från 1 november gäller en ny affärsmodell där Angler enbart erbjuder sin egen iGaming-plattform, medan tjänsterna kring affiliate och royalties avvecklas successivt fram till årsskiftet. Intäkterna från partnerna blir lägre, men affiliate- och royaltykostnaderna går över till dem. För att partnerna ska teckna nya femåriga avtal får de ett incitament om 5,25 MEUR, som kvittas mot fordringarna. Kalita beskriver incitamentet som en rabatt för att partnerna ska stanna kvar genom en stor omställning. Avtalen är ännu inte undertecknade och redovisningen är inte fastställd. Bolaget räknar med lägre intäkter och ett lägre rörelseresultat under en övergångsperiod, men kan inte säga hur stor effekten blir eller hur länge den varar. Det som talar för omläggningen är att den förra förändringen av B2B-avtalen följdes av ett kraftigt lyft i EBIT-marginalen, och vi bedömer att bruttomarginalen kan stiga ytterligare när fler kostnader flyttas till partnerna. Parallellt samlas mjukvaruutvecklingen i Aegirsoft, och Marlin Media renodlas mot AI-verktyget boostway. Avgörande blir ändå om den nya modellen håller långsiktigt. Enligt Kalita ska ett renodlat erbjudande göra plattformen lättare att sälja, och vi bedömer att nya B2B-kunder behövs både för framtida tillväxt och för att minska beroendet av partners som vi har mycket begränsad insyn i.

Sänkta estimat och värdering på fritt kassaflöde

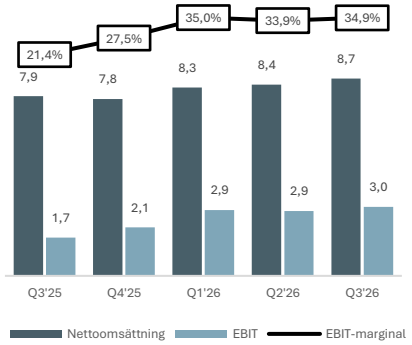
Någon trading update lämnade Angler inte, och osäkerheten är stor i alla led. Vi gör ändå stora estimatrevideringar, men betonar osäkerheten och återkommer med nya när avtalen är formaliserade och de första kvartalen med den nya modellen är rapporterade. Nettoomsättningen för 2027E sänks med 38 % till 23,6 MEUR, medan bruttomarginalen höjs till 62,0 % från tidigare estimerade 55,0 %. Justerad EBIT sänks med 47 % till 7,0 MEUR. Vi antar att avtalen undertecknas under 2026 och tar incitamentet som en engångskostnad i Q4’26. Det är den enda justeringen i vår justerade EBIT. Det sänker vinsten för 2026E till 3,3 MEUR men påverkar inte kassaflödet eftersom beloppet kvittas mot fordringarna. Eftersom kassakonverteringen länge har varit låg värderar vi nu Angler på fritt kassaflöde i stället för EBIT. Vi räknar med att FCF/justerad EBIT stiger till 30 % 2027E från 20,9 % 2026E, vilket ger ett fritt kassaflöde om 2,1 MEUR båda åren. Det är en förbättring som Angler först måste visa. Vi tillämpar 10x EV/FCF, en rabatt på cirka 32 % mot peer-medianen, som speglar Anglers storlek, den låga transparensen samt osäkerheten kring fordringarna och den nya affärsmodellen. Det ger ett motiverat värde i vårt huvudscenario om 3,6 SEK per aktie för 2026E och 3,8 SEK för 2027E (tidigare 10,7 och 12,7 SEK), motsvarande en uppsida om 9,3 % respektive 16,9 %. Förbättras kassakonverteringen finns dock en betydligt större uppsida. För att förtroendet ska komma tillbaka vill vi se att de nya avtalen undertecknas, att de första kvartalen med den nya modellen visar hur stor effekten blir på intäkter och lönsamhet, och att fordringarna börjar minska.

(MEUR)	2023	2024	2025	2026E	2027E
Nettoomsättning	39,0	40,1	30,6	31,4	23,6
Tillväxt y-o-y	23,7%	2,8%	-23,8%	2,8%	-25,0%
EV/S	*0,7*	*0,6*	*0,7*	*0,6*	*0,8*
Bruttoresultat	11,3	13,3	14,0	17,7	14,6
Bruttomarginal	*29,0%*	*33,2%*	*45,7%*	*56,2%*	*62,0%*
Rörelsekostnader	-7,3	-8,6	-7,5	-7,4	-7,6
Adj. EBIT	4,0	4,7	6,5	10,2	7,0
Adj. EBIT-marginal	*10,3%*	*11,8%*	*21,2%*	*32,6%*	*29,8%*
EV/Adj. EBIT	*6,5*	*4,2*	*3,5*	*1,8*	*2,7*
Vinst	2,1	1,8	4,8	3,3	5,4
P/E	*13,2*	*10,7*	*5,0*	*6,6*	*4,0*
FCF	0,0	0,8	1,1	2,1	2,1
FCF/Adj. EBIT	*neg.*	*17,4%*	*16,3%*	*20,9%*	*30,0%*
EV/FCF inkl kassauppb.	-	-	-	8,6	7,8

Fakta

VD	Thomas Kalita
Lista	Spotlight
Ticker	ANGL
Aktiekurs (SEK)	3,25
Antal aktier (Miljoner)	75,0
Börsvärde (MSEK)	243,7
Nettoskuld (MSEK)	-36,1
EV (MSEK)	207,6
Insiderägande	9,12%
Nästa rapport	2027-02-18

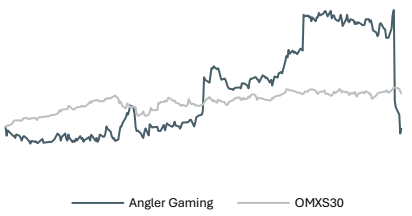
Kvartalsutveckling



Analytiker

Erik Lundberg
erik.lundberg@kalqyl.se

Kursutveckling 12 månader



Kursutveckling %	1 m	3 m	12m
Angler Gaming	-42,0	-34,6	-0,9

Detta är en uppdragsanalys. Mer information och disclaimer finns på sista sidan.

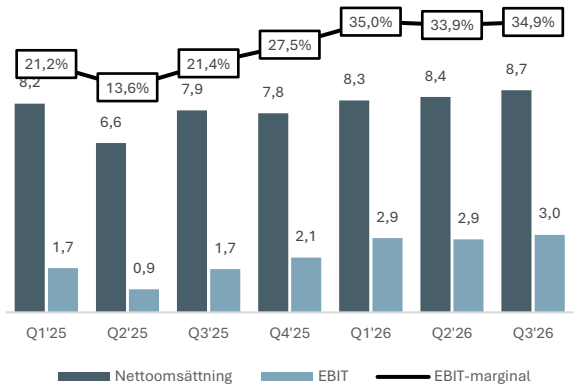
Stark lönsamhet i kvartalet, men svagt FCF och B2B-omställningen skapar osäkerhet

Nettoomsättningen i det tredje kvartalet uppgick till 8,72 MEUR (7,93), motsvarande en ökning om 10,0 % y-o-y. Kunddeponeringarna fortsatte att växa och ökade med 25 % till 26,0 MEUR (20,8), men holden föll till 45,6 % (51,0). Lönsamheten var fortsatt stark. Bruttomarginalen uppgick till 55,3 % (47,0) och EBIT ökade med 79,6 % till 3,04 MEUR (1,69), motsvarande en EBIT-marginal om 34,9 % (21,4). Nettoresultatet ökade till 2,63 MEUR (1,22), motsvarande en vinstmarginal om 30,2 % (15,4).

Kassaflödet var däremot svagt. Det fria kassaflödet uppgick till 0,65 MEUR (0,43), motsvarande endast cirka 21 % av EBIT, då rörelsekapitalet fortsatte att binda betydande kapital. Kassan uppgick till 3,24 MEUR vid kvartalets slut.

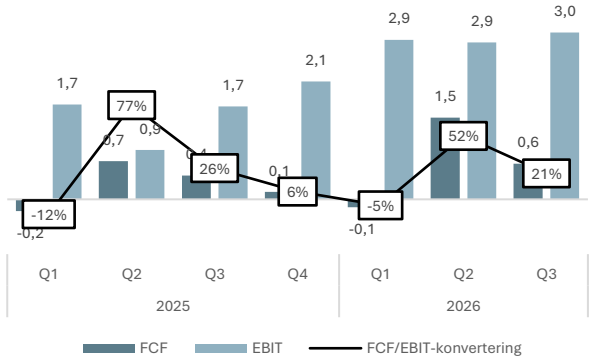
Det viktigaste i rapporten, utöver kassaflödet, är förändringarna inom B2B. Från den 1 november 2026 gäller en ny B2B-modell som innebär lägre intäkter men också att affiliate- och royaltykostnaderna går över till partnerna, och Angler ger samtidigt partnerna ett engångsincitament om 5,25 MEUR som regleras genom kvittning mot fordringar. Redovisningseffekten är ännu inte fastställd. Förändringarna påverkar både Q4'26 och 2027 och skapar enligt oss stor osäkerhet kring intäkts- och resultatnivån framåt. Detta i kombination med svagt FCF på grund av växande fordringar, som vid kvartalets slut uppgick till 21,6 MEUR, gör att vi ser en ökad risk i caset trots den starka lönsamheten. Framåt blir det avgörande att följa hur den nya modellen påverkar intäkter och marginaler samt leder till en bättre kassakonvertering.

Nettoomsättning och EBIT



Alla belopp i MEUR.

Låg kassakonvertering



Alla belopp i MEUR.

Utfall vs Estimat

Q3'26 kom in svagare än våra estimat på omsättningen men bättre på resultatet. Nettoomsättningen uppgick till 8,72 MEUR, 4,8 % lägre än väntat, och tillväxten blev 10,0 % y-o-y mot estimerade 15,5 %. Samtidigt sjönk holden till 45,6 % (51,0), trots att kunddeponeringarna ökade med 25 % till 26,0 MEUR. Bruttomarginalen uppgick till 55,3 % mot estimerade 52,5 %, vilket gjorde att bruttoresultatet hamnade i linje med vårt estimat trots den lägre omsättningen. Rörelsekostnaderna blev 8,8 % lägre än prognos. Det gav hävstång på resultatet, där EBIT och vinst överträffade våra estimat med 6,6 % respektive 5,9 %. Siffrorna i kvartalet var dock något sekundära, då de stora förändringarna för B2B skapar stor osäkerhet framåt.

	Estimat Q3'26	Utfall Q3'26	Differens
Nettoomsättning	9,16	8,72	-4,8%
Tillväxt y-o-y	*15,5%*	*10,0%*	*-5,5pp*
Bruttoresultat	4,81	4,82	+0,3%
Bruttomarginal	*52,5%*	*55,3%*	*+2,8pp*
Rörelsekostnader	1,95	1,78	-8,8%
EBIT	2,86	3,04	+6,6%
EBIT-marginal	*31,2%*	*34,9%*	*+3,7pp*
Vinst	2,48	2,63	+5,9%
Vinstmarginal	*27,1%*	*30,2%*	*+3,0pp*

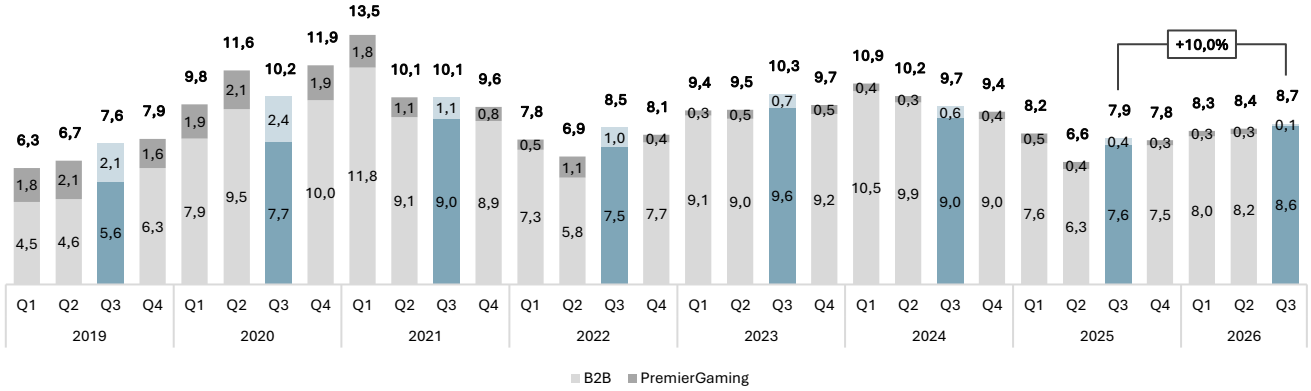
Alla belopp i MEUR.

Fortsatt tillväxt men förändring i avtalen skapar osäkerhet

Nettoomsättningen i det tredje kvartalet uppgick till 8,72 MEUR (7,93), motsvarande en ökning om 10,0 % y-o-y. Tillväxten drevs helt av B2B-verksamheten, som enligt våra beräkningar ökade med cirka 14 %. Den dämpades samtidigt av en lägre hold om 45,6 % (51,0), trots att kunddeponeringarna ökade med 25 %.

PremierGaming backade däremot och stod för endast 1,1 % (4,5) av koncernens intäkter, bland annat till följd av högre kundvinster. Nischstrategin har nu tagit form med en svensk licens för spelprogramvara, den egna sloten ProntoChoice och sökverktyget Volameter. Tillsammans med ökad marknadsföring mer än fördubblades antalet nya unika deponerande kunder i oktober jämfört med september. Vår bedömning är att PremierGaming har stått och stampat länge, med kvartalsintäkter under 1 MEUR sedan Q4’22, och den här satsningen måste få verksamheten att börja röra på sig. PremierGaming är dock fortsatt en mycket liten del av caset.

Segmentsfördelning av intäkter, 2019–2026



Alla belopp i MEUR.

Ny B2B-modell från 1 november

I samband med Q3-rapporten meddelade Angler en omfattande omläggning av B2B-modellen, som gäller från den 1 november. Då ska koncernen enbart erbjuda sin egenutvecklade iGaming-plattform, och övriga B2B-tjänster som inte rör mjukvaran, främst tjänster kopplade till affiliate och royalties, avvecklas successivt med målet att vara klart vid årsskiftet. Prissättningen förändras och intäkterna från B2B-partnerna blir lägre, men affiliate- och royaltykostnaderna går över till partnerna. För att partnerna ska teckna nya femåriga avtal ger Angler ett engångsincitament om 5,25 MEUR, som dras av mot fordringarna på partnerna. Avtalen är överenskomna i princip men ännu inte undertecknade, och hur incitamentet ska redovisas är inte fastställt. Bolaget skriver själv att lönsamheten kan påverkas kraftigt under en övergångsperiod och att den finansiella effekten inte går att uppskatta i dag. De första effekterna kommer i Q4’26.

Omläggningen är Anglers eget initiativ, och enligt Kalita en förändring bolaget måste göra. Angler har enligt honom varit för brett för att kunna fokusera fullt ut på plattformen och mjukvaran, som han ser som kärnan i erbjudandet, och i en bransch som förändras snabbt med AI vill bolaget bli en renodlad mjukvaruleverantör. Enligt rapporten minskar renodlingen också exponeringen mot vissa operativa och kommersiella risker. Priset är en svagare utveckling på kort sikt. Kalita räknar med både lägre intäkter och ett lägre rörelseresultat. Resultatet tyngs bland annat av att vissa tjänster och tredjepartsavtal tar tid att avveckla. Hur stor effekten blir och hur länge övergången varar kan han inte säga, eftersom den nya intäktsmodellen bygger på hur partnerna använder mjukvaran och AI-modulerna. Han ville inte heller gå in på de kommersiella villkoren eller ge någon fingervisning om hur 2027 påverkas. Incitamentet beskriver han som en rabatt för att partnerna ska stanna kvar genom en stor omställning, där risken annars var att de lämnade.

Vilka partnerna är redovisar Angler inte. Som vi skrev i vår analys av Q2’25 anges Samaki Limited, med licens på Anjouan (Komorerna), som operatör för de kasinosajter som Angler tidigare drev via dotterbolaget Starfish Media och som i dag drivs av B2B-partnerna, bland annat Lucky31, CasinoExtra, DublinBet och AlexanderCasino. I november 2025 fick Samaki en bot om 5 MEUR av den spanska spelmyndigheten DGOJ för att ha erbjudit spel i Spanien utan licens. När vi frågade Kalita om boten och om de varumärken som kopplas till partnerna svarade han att han inte kommenterar partners eller partnernamn. Om den har någon koppling till de långsamma betalningarna vet vi därför inte, men det visar hur lite insyn det finns i de partners som står för nästan hela Anglers omsättning.

Under tiden har fordringarna vuxit till 21,6 MEUR. Partnerna har enligt Kalita betalat långsammare än de borde, och under förhandlingarna har bolaget valt att inte prioritera indrivningen för att inte riskera relationerna. Angler bedömer att pengarna kommer in, men Kalita säger också att bolaget nu måste arbeta mer aktivt med fordringarna. Vi ser fordringarna som en risk i caset. De överstiger det egna kapitalet om 20,3 MEUR och motsvarar omkring två års EBIT, och även efter avräkningen av incitamentet återstår drygt 16 MEUR i fordringar, varav huvuddelen hos partner vars finansiella ställning vi inte kan bedöma. Den nya modellen och den svaga kassakonverteringen var enligt oss det som fick aktien att falla kraftigt efter rapporten.

Det som talar för omläggningen är att den förra förändringen av B2B-avtalen vid årsskiftet 2025 pressade intäkterna men följdes av ett kraftigt lyft i EBIT-marginalen, från 11,8 % under 2024 till omkring 35 % i dag. Även nu flyttas kostnader till partnerna. Om vi tolkar Kalita rätt är renodlingen också mer ett nödvändigt steg än ett val. Villkoren är dock oklara, redovisningseffekten okänd och övergångsperiodens längd osäker. Visibiliteten i intäkter och resultat för Q4’26 och 2027 är därför enligt oss mycket låg. För att förtroendet ska komma tillbaka vill vi se två saker: att de nya avtalen undertecknas och att fordringarna börjar minska. Till dess väger osäkerheten tyngre än den starka lönsamheten i kvartalet.

Allt fokus på B2B-mjukvaran

Parallellt samlas all mjukvaruutveckling i dotterbolaget Aegirsoft, och arbetet ska vara klart under 2026. VD blir Nicholas Formosa, som funnits i koncernen sedan starten och lett arbetet med B2B-plattformen de senaste sju åren. Enligt Kalita har plattformen förbättrats väsentligt de senaste kvartalen, och partnerna kan i dag göra betydligt mer i den. Med ett renodlat erbjudande ska det bli lättare att sälja plattformen till både befintliga och nya kunder, och säljarbetet har organiserats tydligare än tidigare. Prissättningen blir samtidigt mer komplex när AI-funktioner säljs som separata moduler.

Även Marlin Media renodlas mot mjukvara, från affiliateverksamhet till att sälja AI-verktyg till andra aktörer i branschen. I centrum står boostway (namnbyte från marvnBoost 17 november), som lanserades under våren och skriver recensioner, guider och nyheter för iGaming. Varje påstående kontrolleras mot en egen databas med över 20 000 kasinon, slots, spelleverantörer och betalmetoder och mot över 1 500 granskade källor. Produkten har betalande kunder och tre abonnemangsnivåer på 100–1 500 EUR i månaden. Vilka kunderna är redovisas inte, men på Marlins hemsida lyfts Betano, Codere och ICE Casino fram. Det framgår inte om de använder boostway eller är samarbetspartners i affiliateverksamheten. Efter SBC-mässan i Lissabon riktas utvecklingen mot kundanpassade innehållsflöden för spelaggregatorer, tjänsteleverantörer och spelutvecklare, där kunden betalar en uppstartsavgift och sedan efter volym. Teamet har utökats för att stödja satsningen. Genom att koppla Marlins AI till Anglers plattform via API vill koncernen kunna erbjuda ett bredare B2B-paket. Affiliatesajten marvn.ai har däremot tappat organisk trafik när sökmotorerna skickar allt mindre trafik till jämförelsesajter, och den positioneras nu om. Målet om break-even vid utgången av 2026 står kvar, men Kalita ville inte säga mer och påpekade att effekten är svår att bedöma när Marlin tar nästa steg.

Vi ser renodlingen mot mjukvara som logisk, men det avgörande blir om Angler kan vinna nya B2B-kunder. I dag kommer nästan hela omsättningen från partners som vi har mycket begränsad insyn i, och fler kunder på plattformen skulle både skapa tillväxt och minska det beroendet. Något nytt avtal för plattformen har bolaget ännu inte presenterat. Marlin kan bli ett komplement, men abonnemangen räcker inte för att påverka koncernen nämnvärt. Även 100 kunder på den dyraste nivån skulle bara ge omkring 1,8 MEUR om året, att jämföra med en koncernomsättning på cirka 33 MEUR de senaste tolv månaderna. Det som kan göra skillnad är de kundanpassade lösningarna för större kunder, och mer om dem räknar Kalita med att kunna berätta i nästa rapport.

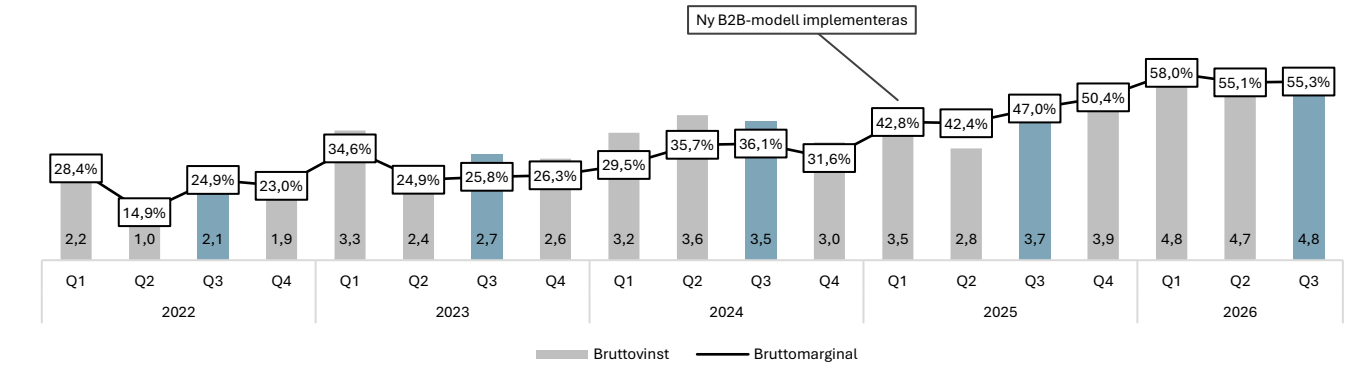
Bruttomarginalen kan stiga ytterligare med den nya modellen?

Bruttomarginalen uppgick till 55,3 % (47,0) i Q3'26 och ligger därmed i nivå med Q2 (55,1 %), men under rekordnivån 58,0 % i Q1. Bruttoresultatet ökade med 29,5 % till 4,82 MEUR (3,72), och cost of sales minskade till 3,89 MEUR (4,20) trots att nettoomsättningen växte med 10,0 %. Lyftet från förra omläggningen av B2B-modellen, när partnerna tog över de betalningsrelaterade kostnaderna, har alltså hållit i sig.

Vilken bruttomarginal vi får se framåt är dock oklart. Affiliate- och royaltykostnaderna är i dag viktiga rörliga delar i cost of sales. Kundanskaffningen kostar olika mycket beroende på vilka affiliates kunderna kommer från och hur de ersätts, och royalties beror på vilka spel kunderna spelar. Det har hittills fått bruttomarginalen att variera mellan kvartalen. Med den nya modellen tar partnerna över även dessa kostnader, och om de försvinner i takt med intäkterna kan bruttomarginalen både stiga ytterligare och bli stabilare. Rapporten talar visserligen om lägre rörelsekostnader i stort, så en del av effekten kan också hamna längre ned i resultaträkningen.

På kort sikt kan avvecklingskostnader, kvarvarande tredjepartsavtal och redovisningen av incitamentet om 5,25 MEUR påverka marginalen, och någon nivå har bolaget inte angett. Vår bedömning är ändå att bruttomarginalen på sikt kan hamna över dagens nivå kring 55 %. Som renodlat mjukvarubolag slipper Angler de rörliga kostnader som i dag följer med varje spelad krona och får i stället intäkter från mjukvaran och dess moduler, där marginalkostnaden är låg.

Bruttovinsten och bruttomarginalen har tagit ett kliv uppåt

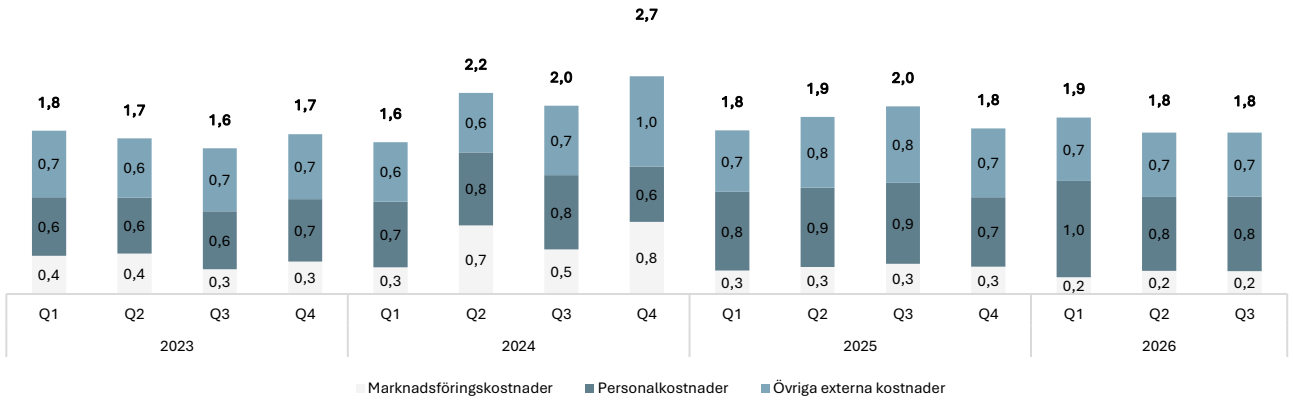


Imponerande kostnadskontroll och lönsamhetslyft

Kostnadskontrollen fortsatte att imponera under Q3’26. Rörelsekostnaderna minskade med 12,4 % till 1,78 MEUR (2,03), trots att nettoomsättningen ökade med 10,0 %. Efter nio månader har rörelsekostnaderna minskat med cirka 4 % till 5,48 MEUR (5,71), medan omsättningen har ökat med 12,0 %. Det är en effekt av att Angler under flera år har arbetat med att automatisera och göra kostnadskontrollen mer datadriven. Den förra omläggningen av B2B-modellen minskade dessutom de kostnader som Angler själva behöver bära.

Enligt rapporten minskar rörelsekostnaderna när partnerna från 1 november tar över affiliate- och royaltykostnaderna. Som vi resonerar i bruttomarginalavsnittet har de kostnaderna historiskt främst ingått i cost of sales. Vi räknar därför med att effekten i första hand syns i bruttomarginalen, även om en del kan hamna bland rörelsekostnaderna. Angler samlar samtidigt plattformsutvecklingen i Aegirsoft, och Marlin Media har anställt fler för att bygga upp B2B-affären. Bland övriga rörelsekostnader räknar vi inte med några större besparingar framåt.

Utveckling av rörelsekostnader, 2023–2026



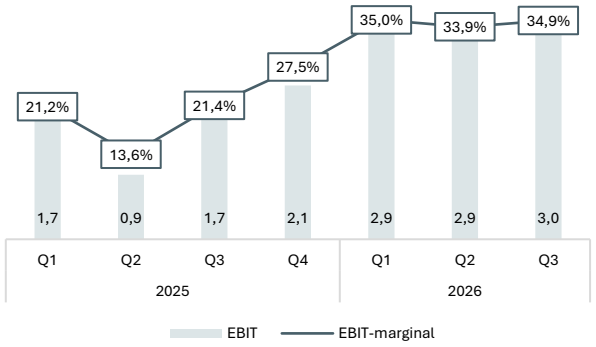
Alla belopp i MEUR.

Den stabila kostnadsbasen och den förbättrade bruttomarginalen gav tydlig hävstång på resultatet. EBIT ökade under Q3 med 79,6 % till 3,04 MEUR (1,69), motsvarande en EBIT-marginal om 34,9 % (21,4). Efter nio månader uppgår EBIT till 8,82 MEUR (4,33), en ökning med 103,7 % på en omsättningstillväxt om 12 %.

Finansnettot uppgick under kvartalet till −0,41 MEUR (−0,47), motsvarande 4,8 % (5,9) av omsättningen. Det är klart lägre än under 2024, då de finansiella kostnaderna låg på 0,68–0,79 MEUR per kvartal, eller cirka 7–8 % av omsättningen. Med ett högre EBIT äter finansnettot nu upp cirka 14 % av rörelseresultatet, mot omkring 60 % under 2024.

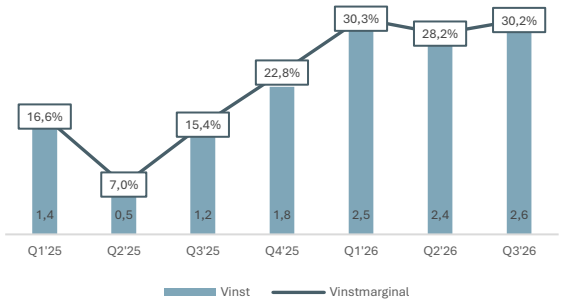
Nettoresultatet ökade med 114,8 % till 2,63 MEUR (1,22), motsvarande en vinstmarginal om 30,2 % (15,4). Efter nio månader uppgår vinsten till 7,54 MEUR (3,04), vilket är cirka 56 % mer än nettoresultatet för hela 2025 om 4,82 MEUR. Resultatet omvandlas däremot bara i liten utsträckning till kassa. Det fria kassaflödet uppgick till 0,65 MEUR (0,43) i Q3, vilket motsvarar cirka 21 % av EBIT. Vi återkommer till kassaflödet nedan.

EBIT och EBIT-marginal



Alla belopp i MEUR.

Vinst och vinstmarginal



Alla belopp i MEUR.

Kassan ökar, men FCF-konverteringen är svag

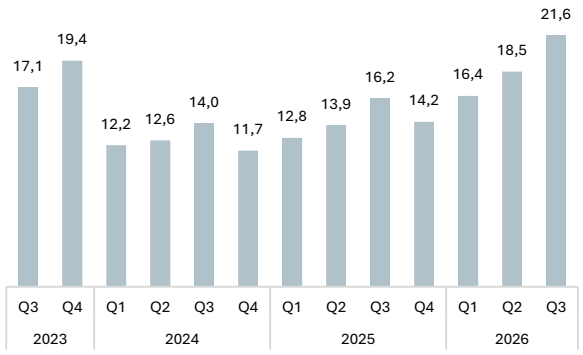
Kassan uppgick vid utgången av Q3'26 till 3,24 MEUR, jämfört med 2,59 MEUR vid utgången av Q2. Angler har inga räntebärande skulder, så nettokassan motsvarar kassan. För 2025 lämnades ingen utdelning, då bolaget prioriterar tillväxt, investeringar i pågående projekt och en ytterligare förstärkning av kassan.

Det stora frågetecknet i balansräkningen är fordringarna. De har ökat varje kvartal under 2026, från 14,2 MEUR vid årsskiftet till 16,4 MEUR i Q1, 18,5 MEUR i Q2 och 21,6 MEUR i Q3. Det är en ökning med 7,4 MEUR på nio månader och med 34 % jämfört med Q3'25 (16,2). Fordringarna är nu större än det egna kapitalet och motsvarar ungefär två och ett halvt kvartals omsättning. Enligt årsredovisningen för 2025 var 11,3 MEUR av fordringarna om 14,2 MEUR vid årsskiftet pengar som spelbolagen på plattformen var skyldiga Angler enligt intäktsdelningsavtalen, alltså B2B-partnerna. Ett år tidigare var beloppet 2,0 MEUR, men då låg ytterligare 7,6 MEUR hos betalningsförmedlare och i rolling reserves. De försvann i stort sett när partnerna tog över betalningarna 2025, så en del av ökningen är en effekt av förra modellbytet. Delårsrapporterna redovisar ingen motsvarande uppdelning, men vi bedömer att det främst är partnerfordringarna som har fortsatt att växa. Någon reservering för osäkra fordringar har bolaget inte gjort, eftersom styrelsen bedömer att beloppen kommer att betalas. Om de nya avtalen skrivs under ska incitamentet om 5,25 MEUR kvittas mot fordringarna. Det minskar fordringarna utan att några pengar kommer in. Det motsvarar cirka 24 % av de totala fordringarna och troligen närmare 30 % av det partnerna är skyldiga.

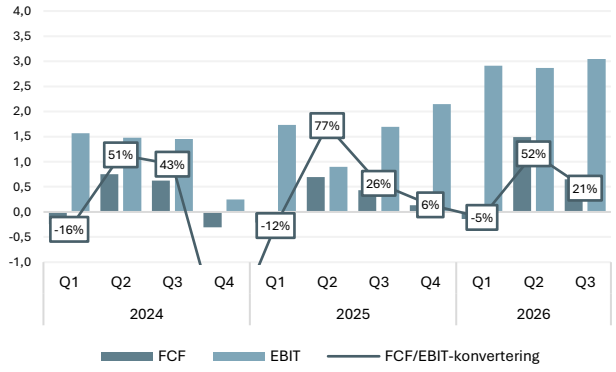
Fordringarna förklarar också det svaga fria kassaflödet. Kassaflödet från den löpande verksamheten före förändringar i rörelsekapital uppgick till 2,66 MEUR (1,23) i Q3, men rörelsekapitalet band 1,95 MEUR (0,79). Det fria kassaflödet blev därmed 0,65 MEUR (0,43), cirka 21 % av EBIT. Det är ett bakslag efter Q2, då det fria kassaflödet var 1,49 MEUR och konverteringen nådde cirka 52 % av EBIT. Efter nio månader uppgår det fria kassaflödet till 2,00 MEUR, eller 23 % av EBIT.

Efter nio månader uppgår det justerade fria kassaflödet före rörelsekapital till 7,40 MEUR, cirka 84 % av EBIT. Den underliggande kassagenereringen är alltså stark, och problemet sitter i rörelsekapitalet. I Q2-intervjun sa Kalita att Angler hade lagt mer fokus på kassaflödet. I Q3 har bolaget enligt honom i stället valt att inte prioritera indrivningen under förhandlingarna, för att behålla partnerna på lång sikt. Kalita är samtidigt tydlig med att fordringarna är en skuld och att Angler ska ha tillbaka pengarna. Hur säkra pengarna är går dock inte att bedöma utifrån. Som vi beskriver ovan redovisar Angler inte vilka partnerna är, och Kalita kommenterar inte partnernamn. Utan insyn i partnernas finansiella ställning går det inte att avgöra deras betalningsförmåga. Vår bedömning är att kassaflödet inte kan förbättras på allvar förrän de nya avtalen är på plats. Kvittningen av incitamentet ändrar inte den bilden, eftersom den bara minskar fordringarna på papperet. Först när partnerna börjar betala av på det de är skyldiga räknar vi med en konvertering i nivå med Q2 eller bättre. Det är också därför vi framöver värderar Angler på fritt kassaflöde i stället för EBIT. En värdering på EBIT förutsätter att resultatet blir pengar, och det har det hittills bara delvis blivit. Med fritt kassaflöde som grund får fordringarna genomslag i värderingen, och förbättras konverteringen syns det där också.

Utveckling av kund- och övriga fordringar



Alla belopp i MEUR.

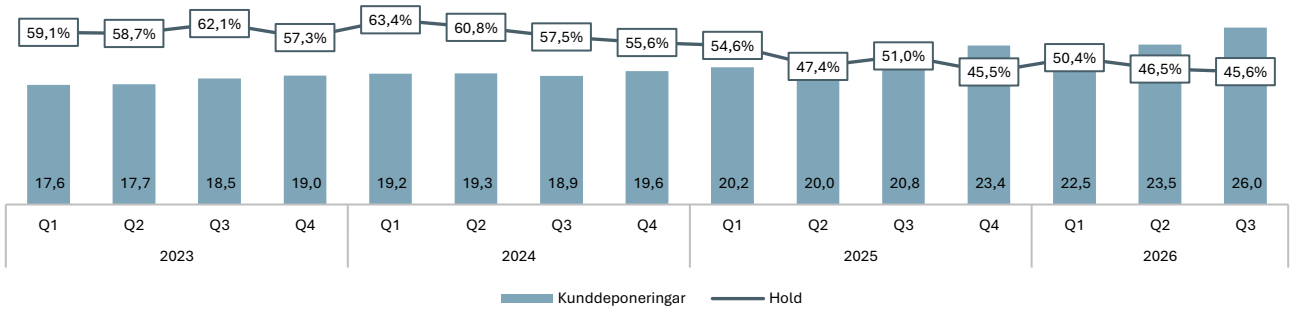


Alla belopp i MEUR.

Kunddeponeringar nära rekordnivåer

Kunddeponeringarna fortsatte att utvecklas starkt under Q3’26 och ökade med 25,4 % y-o-y till 26,0 MEUR (20,8). Sekventiellt ökade de med cirka 11 %, och nivån är den högsta sedan Q1’21, då depositionerna nådde rekordnivån 26,9 MEUR. De har nu legat över 22 MEUR fyra kvartal i rad. Net Game Win ökade med 12,0 % till 11,9 MEUR (10,6). Skillnaden förklaras av att hold, alltså Net Game Win i förhållande till depositionerna, sjönk till 45,6 % (51,0). Omsättningen, som motsvarade 73 % (75) av Net Game Win, växte i ungefär samma takt. Hold har sedan Q2’25 legat mellan 45 och 51 %, mot 56–63 % under 2023 och 2024. Nivån påverkas bland annat av spelutfall och kan variera mycket mellan kvartalen. Vi lägger därför större vikt vid depositionerna, liksom Kalita, som beskriver dem som ett mycket viktigt KPI eftersom de visar hur mycket pengar som finns på plattformen hos alla partner.

Kunddeponeringar och Hold, 2023–2026



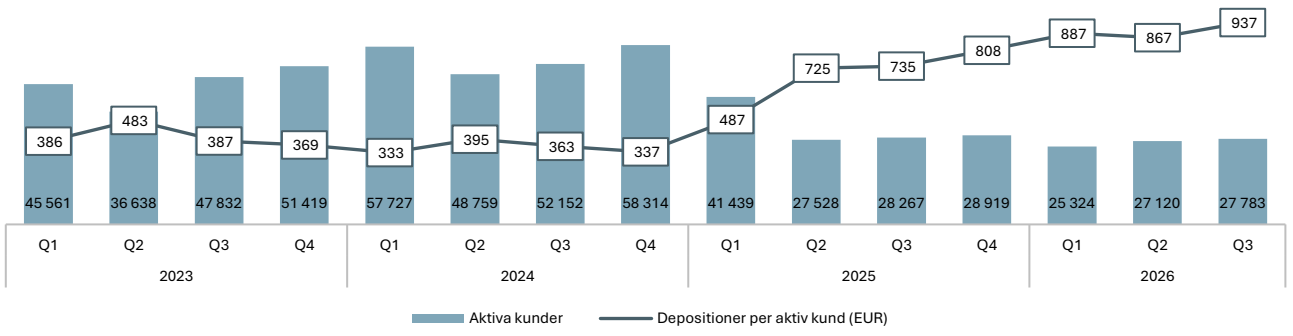
Alla belopp i MEUR.

Kundmåtten var mer blandade. Aktiva kunder och nya deponerande kunder minskade marginellt, medan nya registrerade kunder ökade med 59 %, se tabellen nedan. Av de nyregistrerade gjorde cirka 30 % (48) en första insättning. Enligt Kalita beror kundmåtten till stor del på vilka aktiviteter och erbjudanden partnerna kör, och det finns en viss eftersläpning mellan registrering och första insättning. Jämförelsen ska därför tolkas med försiktighet. Antalet aktiva kunder har sedan Q2’25 legat kring 25 000–29 000, mot 41 000–58 000 under 2024 och Q1’25. Kalita har i tidigare intervjuer förklarat att aktivitetsmåtten kan blåsas upp av bonusdrivna spelare, eftersom även kunder som spelar för bonuspengar räknas som aktiva, och att de kunderna sällan skapar något värde. Med plattformens CRM- och analysverktyg har partnerna enligt honom i stället blivit bättre på att hitta rätt kunder. Depositionerna har samtidigt ökat, och enligt våra beräkningar steg de per aktiv kund till cirka 940 EUR (735). Vi har tidigare bedömt att Angler attraherar färre men mer värdefulla kunder, och Q3 stärker den bilden. En kundbas med färre men större spelare kan också ge större svängningar i hold, eftersom enskilda vinster då slår hårdare.

	Q3'26	Q3'25	Förändring
Kunddeponeringar (MEUR)	26,0	20,8	+25,4%
Net Game Win (MEUR)	11,9	10,6	+12,0%
Hold	45,6%	51,0%	-5,4pp
Aktiva kunder	27 783	28 267	-1,7%
Nya registrerade kunder	25 971	16 331	+59,0%
Nya deponerande kunder	7 662	7 894	-2,9%

Enligt Kalita bygger den nya intäktsmodellen på helt andra variabler, bland annat hur partnerna använder mjukvaran och AI-modulerna, och bolaget vet ännu inte hur det kommer att slå. Därmed är det enligt oss oklart hur KPI:erna kommer att hänga ihop med Anglers intäkter. De kommersiella villkoren har Angler inte redovisat. Vår bedömning är att depositionerna ändå förblir det bästa måttet på aktiviteten på plattformen. Hur mycket av den aktiviteten som blir intäkter för Angler går däremot inte att bedöma förrän vi ser de första kvartalen med den nya modellen.

Aktiva kunder och depositioner per aktiv kund, 2023–2026



Estimatrevideringar

Q3'26 var starkt i siffrorna, men mycket har hänt sedan rapporten. Angler lägger om B2B-modellen från 1 november, avvecklar tjänsterna kring affiliate och royalties och ger partnerna ett incitament om 5,25 MEUR för att de ska teckna nya femåriga avtal. Samtidigt har fordringarna vuxit till 21,6 MEUR och kassakonverteringen försämrats. Bolaget räknar själv med lägre intäkter och ett lägre rörelseresultat under en övergångsperiod, men kan inte säga hur stor effekten blir eller hur länge den varar. Till skillnad från tidigare kvartal lämnade Angler heller ingen trading update, vilket inte gör det lättare att bedöma Q4. Läget är därför oklart, och det gör våra estimat framåt mer osäkra än vanligt.

Vi utgår från att de nya avtalen undertecknas under 2026. Hur incitamentet ska redovisas är inte klart. Vi tar det som en engångskostnad i Q4'26 och redovisar justerad EBIT exklusive posten. Angler gjorde på liknande sätt i sin egen sammanställning i Q4'22, då extraordinära kostnader om 2,45 MEUR, främst osäkra fordringar, belastade kvartalet. I årsredovisningen låg samma kostnad dock i rörelseresultatet, och även nu hamnar incitamentet sannolikt i EBIT, antingen som en minskning av intäkterna eller som en nedskrivning av fordringar. Kassaflödet påverkas inte, eftersom inga pengar betalas ut, och därmed inte heller vår värdering. När avtalen är formaliserade och de första kvartalen med den nya modellen visar hur intäkter och lönsamhet påverkas kommer vi att revidera våra estimat.

Våra estimatrevideringar är stora. Nettoomsättningen för 2027E sänks med 38 % till 23,6 MEUR, när den nya modellen får fullt genomslag, och justerad EBIT med 47 % till 7,0 MEUR. Bruttomarginalen höjs däremot till 62,0 % från tidigare estimerade 55,0 %, i linje med vår bedömning att den kan stiga när partnerna tar över affiliate- och royaltykostnaderna. Vinsten för 2026E sänks till 3,3 MEUR, främst på grund av engångskostnaden för incitamentet. Störst betydelse för värderingen har ändå kassaflödet. Vi räknar med att FCF/justerad EBIT stiger till 30 % 2027E från 20,9 % 2026E, vilket ger ett fritt kassaflöde om 2,1 MEUR båda åren. Det är en förbättring som Angler först måste visa. Eftersom vi värderar på fritt kassaflöde får konverteringen dessutom stort genomslag. Med 7,0 MEUR i justerad EBIT 2027E motsvarar tio procentenheter högre eller lägre konvertering cirka 0,7 MEUR i fritt kassaflöde, eller omkring en tredjedel av vårt estimat.

Estimatrevideringar

	Uppdaterade		Tidigare		Förändring (abs)		Förändring (%)	
(MEUR)	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
Nettoomsättning	**31,4**	**23,6**	**35,2**	**38,1**	**-3,8**	**-14,5**	**-10,8%**	**-38,1%**
% y-o-y	*2,8%*	*-25,0%*	*15,1%*	*8,2%*			*-12,3pp*	*-33,2pp*
Bruttoresultat	**17,7**	**14,6**	**19,2**	**20,9**	**-1,5**	**-6,3**	**-7,8%**	**-30,1%**
Bruttomarginal	*56,2%*	*62,0%*	*54,7%*	*55,0%*			*+1,5pp*	*+7,0pp*
Rörelsekostnader	**-7,4**	**-7,6**	**-7,6**	**-7,8**	**+0,2**	**+0,2**	**-2,6%**	**-2,6%**
Adj. EBIT	**10,2**	**7,0**	**11,7**	**13,1**	**-1,5**	**-6,1**	**-12,8%**	**-46,6%**
Adj. EBIT-marginal	*32,6%*	*29,8%*	*33,1%*	*34,5%*			*-0,5pp*	*-4,7pp*
Vinst	**3,3**	**5,4**	**10,0**	**11,5**	**-6,7**	**-6,1**	**-67,0%**	**-53,0%**
Vinstmarginal	*10,5%*	*23,0%*	*28,4%*	*30,2%*			*-17,9pp*	*-7,2pp*
FCF	**2,1**	**2,1**	**3,8**	**5,3**	**-1,7**	**-3,2**	**-44,7%**	**-60,4%**
FCF/Adj. EBIT	*20,9%*	*30,0%*	*32,1%*	*40,0%*			*-11,2pp*	*-10,0pp*

Peers

Anglers intäkter kommer i dag främst från B2B-partner som använder koncernens iGaming-plattform, och från 1 november renodlas affären mot mjukvara. Någon helt jämförbar noterad aktör finns därför inte. Peer-gruppen består av operatörer, affiliates och leverantörer inom iGaming, och de flesta är betydligt större än Angler. Hittills har vi värderat Angler på EV/EBIT, men eftersom bara en liten del av rörelseresultatet blir pengar byter vi nu till fritt kassaflöde. Peer-medianen ligger på 14,8x EV/FCF på R12, och Betsson handlas till 16,0x.

Vi tillämpar 10x EV/FCF, vilket är en rabatt på ungefär en tredjedel mot peer-medianen. Rabatten speglar Anglers mindre storlek, den låga insynen i B2B-partnerna, de växande fordringarna och osäkerheten kring den nya affärsmodellen. På R12 handlas Angler till 8,7x EV/FCF men bara 1,7x EV/EBIT, vilket visar hur stort avståndet mellan resultat och kassaflöde är. Undertecknade avtal, minskade fordringar och en bättre kassakonvertering skulle enligt vår bedömning kunna motivera en högre multipel över tid.

	Omsättning			EBIT			Vinst			Fritt kassaflöde	
	EV/S, R12	2026E	2027E	EV/EBIT, R12	2026E	2027E	P/E, R12	2026E	2027E	EV/FCF, R12	Tillväxt, 5 år
Acroud	0,4	*n/a*	*n/a*	41,5	*n/a*	*n/a*	-4,1	*n/a*	*n/a*	8,3	26,3%
bet-at-home.com AG	-0,5	*n/a*	*n/a*	6,5	*n/a*	*n/a*	-5,5	*n/a*	*n/a*	-26,0	-47,8%
Betsson	0,8	0,9	0,8	5,9	6,4	5,7	10,1	10,0	8,2	16,0	-2,2%
Better Collective	1,7	1,7	1,7	10,3	9,7	9,7	11,2	10,3	10,3	16,0	17,1%
Catena Media	0,1	*n/a*	*n/a*	-0,2	*n/a*	*n/a*	-2,1	*n/a*	*n/a*	0,9	-23,9%
Entain PLC	1,2	1,2	1,2	12,2	9,9	8,6	-5,1	15,6	11,0	26,0	-14,3%
Evolution	6,5	6,4	6,1	10,8	11,2	10,5	14,1	13,8	13,0	10,8	22,7%
Fable Media	2,9	3,1	3,0	4,9	5,5	4,8	5,5	6,5	*n/a*	21,3	150,9%
FDJ United	1,6	1,6	1,6	14,4	11,0	10,0	166,8	31,8	15,3	14,8	3,5%
Flutter Entertainment PLC	1,4	1,3	1,2	-51,0	-25,3	29,0	-15,2	-15,2	101,3	597,1	-35,4%
Gentoo Media	1,7	1,7	1,7	7,2	6,2	5,7	6,6	4,7	2,7	11,5	33,4%
GiG Software	1,3	1,1	0,6	-2,4	-3,6	-76,4	-2,3	-2,8	-20,3	-3,3	*n/a*
Kambi	2,0	2,0	2,0	18,6	17,7	14,3	28,1	28,5	17,4	15,2	-6,4%
Lottomatica Group SpA	3,8	3,7	3,4	17,5	12,0	10,3	29,7	23,2	16,2	26,3	39,5%
PENN Entertainment Inc	1,7	1,7	1,6	27,2	23,6	19,1	-120,9	18,9	10,9	19,4	-2,4%
Raketech	0,1	0,2	0,2	6,9	1,1	0,7	-11,1	3,7	1,6	0,8	19,7%
Rush Street Interactive Inc	0,6	0,5	0,5	5,4	5,0	3,6	33,1	24,6	13,6	5,6	28,3%
Super Group Ltd	2,0	2,0	1,8	8,9	8,4	7,6	13,4	12,2	11,2	*n/a*	-100,0%
Medel	**1,6**	**1,9**	**1,8**	**8,0**	**6,6**	**4,2**	**8,5**	**12,4**	**15,2**	**44,8**	**6,4%**
Median	**1,5**	**1,7**	**1,6**	**8,1**	**8,4**	**8,6**	**6,1**	**12,2**	**11,1**	**14,8**	**3,5%**
Angler Gaming	0,6	0,6	0,8	1,7	1,8	2,7	2,3	6,6	4,0	8,7	-17,5%

Estimat

	2024	2025	Q1'26	Q2'26	Q3'26	Q4'26E	2026E	2027E
Nettoomsättning	**40,1**	**30,6**	**8,3**	**8,4**	**8,7**	**6,0**	**31,4**	**23,6**
% y-o-y	2,8%	-23,8%	1,6%	27,2%	10,0%	-23,8%	2,8%	-25,0%
EV/S	*0,6*	*0,7*	*0,9*	*1,1*	*0,5*	*0,6*	*0,6*	*0,8*
Bruttoresultat	**13,3**	**14,0**	**4,8**	**4,7**	**4,8**	**3,4**	**17,7**	**14,6**
Bruttomarginal	*33,2%*	*45,7%*	*58,0%*	*55,1%*	*55,3%*	*56,7%*	*56,2%*	62,0%
% y-o-y	17,7%	5,1%	37,7%	65,2%	29,5%	-14,4%	26,4%	-17,3%
Rörelsekostnader	**-8,6**	**-7,5**	**-1,9**	**-1,8**	**-1,8**	**-2,0**	**-7,4**	**-7,6**
% y-o-y	17,6%	-12,4%	8,0%	-6,6%	-12,4%	8,9%	-1,0%	2,3%
Adj. EBIT	**4,7**	**6,5**	**2,9**	**2,9**	**3,0**	**1,4**	**10,2**	**7,0**
Adj. EBIT-marginal	*11,8%*	*21,2%*	*35,0%*	*33,9%*	*34,9%*	*23,9%*	*32,6%*	*29,8%*
% y-o-y	17,8%	36,6%	68,0%	217,9%	79,6%	-33,8%	58,1%	-31,5%
EV/Adj. EBIT	*4,2*	*3,5*	*3,9*	*3,9*	*1,6*	*1,8*	*1,8*	*2,7*
Vinst	**1,8**	**4,8**	**2,5**	**2,4**	**2,6**	**-4,2**	**3,3**	**5,4**
Vinstmarginal	4,5%	15,8%	30,3%	28,2%	30,2%	-71,1%	10,5%	23,0%
% y-o-y	-14,8%	164,7%	85,9%	412,7%	114,8%	-337,7%	-31,4%	63,7%
P/E	10,7	5,0	5,2	5,1	2,3	6,6	6,6	4,0
FCF	0,8	1,1	-0,1	1,5	0,6	0,1	2,1	2,1
FCF/Adj. EBIT konvertering	17,4%	*16,3%*	*neg.*	*52,1%*	*21,3%*	*10,2%*	*20,9%*	30%
Estimerad nettoskuld					-3,2	-3,4	-3,4	-5,5
EV inkl kassauppbyggnad					18,6	18,5	18,5	16,4
P/FCF	30,8	26,7	32,3	22,4	10,8	10,2	10,2	10,4
EV/FCF inkl kassauppbyggnad						8,6	8,6	7,8

Den enda justeringen i Adj. EBIT är incitamentet om 5,25 MEUR till B2B-partnerna i Q4'26E. Övriga perioder är opåverkade.

Motiverat värde i vårt huvudscenario

Vi värderar Angler till 10x EV/FCF, vilket ger ett motiverat värde i vårt huvudscenario om 3,6 SEK per aktie för 2026E och 3,8 SEK för 2027E. Det motsvarar en potentiell avkastning om 9,3 % respektive 16,9 %, men osäkerheten är stor i alla led.

(MSEK)	**2026E**	**2027E**
Multipel (EV/FCF)	10,0x	10,0x
FCF (MSEK)	23,9	23,5
Enterprise Value (MSEK)	239,0	234,6
Nettoskuld (MSEK)	-37,7	-61,2
Börsvärde (MSEK)	276,7	295,8
Motiverat värde per aktie	**3,6**	**3,8**
Potentiell avkastning	9,3%	16,9%

Beräknat med EUR/SEK 11,15 och 77,9 miljoner aktier efter full utspädning från optionsprogrammet.

Känslighetsanalys

	Huvudscenario 2026E			Huvudscenario 2027E		
EV/FCF	**Börsvärde (MSEK)**	**Aktiekurs (kr)**	**Förändring %**	**Börsvärde (MSEK)**	**Aktiekurs (kr)**	**Förändring %**
7x	205,0	2,6	-19,0%	225,4	2,9	-10,9%
8x	228,9	2,9	-9,6%	248,9	3,2	-1,7%
9x	252,8	3,2	-0,1%	272,3	3,5	7,6%
10x	**276,7**	**3,6**	**9,3%**	**295,8**	**3,8**	**16,9%**
11x	300,6	3,9	18,8%	319,2	4,1	26,1%
12x	324,5	4,2	28,2%	342,7	4,4	35,4%
13x	348,4	4,5	37,7%	366,2	4,7	44,7%
14x	372,3	4,8	47,1%	389,6	5,0	54,0%
15x	396,2	5,1	56,6%	413,1	5,3	63,2%

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 aktieägande 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