

# Angler Gaming

## Rapportkommentar Q2'25



2025-08-25

Nettoomsättningen för det andra kvartalet uppgick till 6,6 MEURO (10,2), vilket motsvarade en minskning med cirka 35,0% y-o-y. Detta berodde främst på den nya B2B-modellen och en ovanligt låg Hold på 47,4%. Bruttomarginalen steg till 42,4% (35,7) till följd av den nya B2B-modellen, då B2B-partnes står för högre andel av kostnaderna. Lönsamheten försämrades y-o-y på grund av den minskade intäktsbasen, då OPEX fortsatt var stabil. EBIT uppgick till 0,9 MEURO (1,5), motsvarande en EBIT-marginal om 13,6% (14,5). Vinsten uppgick till 0,5 MEURO (0,7).

### Stor minskning i intäkter

Från 1 januari 2025 bär B2B-partners betal- och driftkostnader som tidigare belastade Angler. Detta ger lägre rapporterade B2B-intäkter men starkare bruttomarginal och bättre kostnadsprofil. Samtidigt var Hold i kvartalet den lägsta sedan Q1'20, vilket innebar att en större andel av insatta medel gick tillbaka som vinster till spelarna och därmed pressade intäkterna. Hold uppgick till 47,4%, vilket kan jämföras med 60,8% Q2'25 och 54,6% föregående kvartal.

### Negativ utveckling av kundrelaterade KPI:er

Kunddeponeringarna låg kvar stabil runt 20,0 MEURO (+3,6 % y/y) i kvartalet, men Net Game Win minskade när Hold föll till 47,4 % (60,8). Samtidigt försvagades de kundrelaterade KPI:erna y-o-y, där aktiva kunder -43,5 %, nya registrerade kunder -56,2 % och nya insättande kunder -19,9 %, vilket skulle kunna förklaras av lägre fokus på kundrekrytering och mindre kampanjtryck under kvartalet. Vi noterade att flera kasinosajter, som tidigare opererats av dotterbolaget Starfish Media och sedan MTM, övergick till att opereras av ett nytt bolag med licens i Anjouan istället för i Curaçao. Detta kommenterades inte av bolaget i rapporten och ska ses som en spekulation, men ett sådant skifte kan ha medfört övergångsfriktion och påverkat KPI:erna negativt.

### Outlook

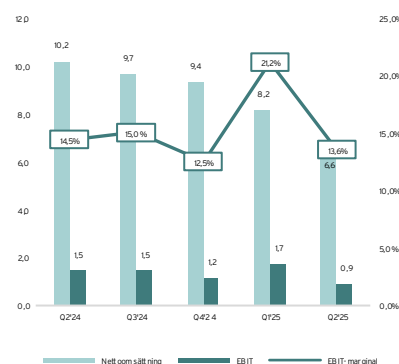
Kvartalet inkom under våra estimat på samtliga parametrar, vilket innebär att vi reviderar ner våra estimat. Den senaste tidens utveckling har Angler påvisat en operationell turn-around, stärkt sin finansiella ställning och stabiliserat lönsamheten, men det här kvartalet var ett steg i fel riktning. Förhoppningsvis kan Hold återgå till högre nivåer framgent och således stärka intäkterna. PremierGaming har hittills inte drivit tillväxt, och vi ser B2B-segmentet som den främsta tillväxtfaktorn framåt. Trading-updaten inför Q3'25 var i linje med aktuellt kvartal om än något högre om 3,2%. Vi räknar med en fortsatt minskad nettoomsättning y-o-y under 2025 med en relativt försiktig nettoomsättningstillväxt under 2026. Med en multipel om 10x vinsten ser vi ändå en uppsida om cirka 35,0 procent. Om detta kvartal var en plump i protokollet och intäkterna och lönsamheten stärks i kombination med att Angler lyckas minska de finansiella kostnaderna, så kommer bolaget uppvisa en starkare vinsttillväxt än vad vi estimerat framöver.

(MEUR)	2022	2023	2024	2025E	2026E
Nettoomsättning	31,4	38,9	40,1	28,4	30,1
Tillväxt y-o-y	-27,6%	24,0%	3,0%	-29,2%	6,1%
EV/S	0,7	0,5	0,5	0,7	0,7
Bruttoresultat	7,3	10,8	13,3	12,1	12,8
Bruttomarginal	23,1%	27,9%	33,2%	42,5%	42,6%
Rörelsekostnader	-6,5	-6,8	-7,7	-8,2	-8,4
EBIT	0,8	4,1	5,7	4,2	4,4
EBIT-marginal	2,5%	10,5%	14,1%	14,9%	14,8%
EV/EBIT	26,9	5,1	3,7	4,9	4,7
Vinst	-3,4	2,1	2,4	2,7	2,9
Vinstmarginal	neg.	5,4%	5,9%	9,4%	9,8%
P/E	neg.	10,3	9,2	8,1	7,4

### Fakta

VD	Thomas Kalita
Lista	Spotlight
Ticker	ANGL
Aktiekurs (SEK)	3,25
Antal aktier (Miljoner)	75,0
Börsvärde (MSEK)	233,6
Nettoskuld (MSEK)	-10,1
EV (MSEK)	233,6
Insiderägande	9,12%
Nästa rapport	2025-11-14

### Kvartalsutveckling



### Analytiker

Erik Lundberg  
[erik.lundberg@kalqvl.se](mailto:erik.lundberg@kalqvl.se)

### Kursutveckling 12 månader



Kursutveckling %	1 m	3 m	12 m
Angler Gaming	22,5	-12,2	-31,4

## Key Insights



### Historik

Angler Gaming har en stark historik av hög tillväxt och lönsamhet. Omsättningen steg från €1m till €43,4 mellan åren 2014-2021. Från bolagets första lönsamma år 2016 till 2021 steg EBIT från €1,2m till €9,3m. 2022 var ett tufft år för bolaget där nettoomsättningen sjönk cirka 28 procent y-o-y och EBIT med nära 92 procent y-o-y.



### Trendbrott

Angler Gaming hade ett tufft 2022, men bolaget arbetar med att minska kostnaderna och få fart på tillväxten. De första kvartalen under 2024 samt 2023 visade att Angler hittat tillbaka till tillväxt och lönsamhet igen.



### Value case eller value trap?

I vårt huvudscenario handlas nu Angler Gaming till 7,4x vinsten på 2026E, vilket innebär en uppsida om cirka 35,0 procent vid en multipel om P/E 10. Huvudscenariot förutsätter dock att bolaget återgår till tillväxt under 2026.

*"Over recent years, we have strengthened operational efficiency and profitability, even amid lower revenues. With this foundation in place, we are now intensifying our focus on disciplined, sustainable growth—an imperative in light of the revenue decline recorded in H1 2025."*

- Thomas Kalita, VD Angler Gaming

## Investeringscase

- Stark historik
- Turn-around genomförd
- Låg värdering i vårt huvudscenario
- Konjunkturokänslig bransch
- Nya vertikaler och B2B-samarbeten bidrar till tillväxt
- Handlingsplan kan leda till högre marginaler
- Ökat fokus på PremierGaming kan driva tillväxt
- Åtgärdsprogram för att stärka lönsamheten
- Lanserat sportbokserbjudande i Sverige
- Långsiktig möjlighet inom affiliate

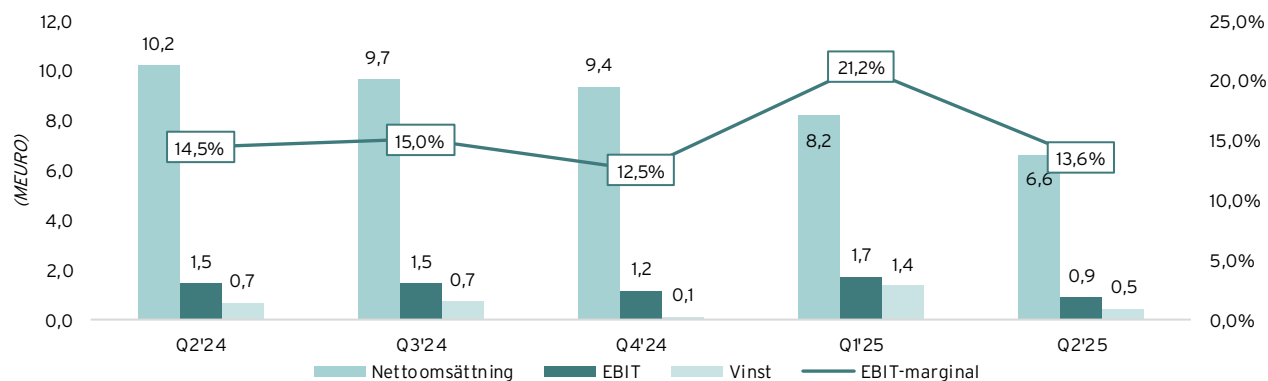
## Utmanande kvartal med pressade intäkter

Nettoomsättningen för det andra kvartalet uppgick till 6,6 MEURO (10,2), vilket motsvarade en minskning med cirka 35,0 procent y-o-y. Minskningen i nettoomsättning var hänförlig till att Angler omförhandlat sina avtal med B2B-partners samt en avsevärt lägre hold än tidigare. Förändringen avseende B2B-avtalen som utfördes i början av året innebar en betydande förändring i affärsmodellen. Från och med 1 januari 2025 bär B2B-partnerna själva alla kostnader relaterade till betalningslösningar och drift, vilket tidigare belastade Angler. Denna förändring har visserligen lett till lägre intäkter från B2B-segmentet, men har samtidigt medfört en markant förbättrad kostnadsstruktur. En stor faktor till intäktsminskningen var som sagt också att hold uppgick till 47,4 procent (60,8), vilket var den lägsta siffran sedan Q1'20. Kalita uppgav att det kunde ha att göra med beteendeförändring bland spelare, vilka spel spelarna spelat och högre spelarvinster.

Den förändrade kostnadsstrukturen till följd av omförhandlingen av B2B-avtal ledde till att bruttomarginalen steg kraftigt jämfört med samma kvartal föregående år och uppgick till 42,4 procent (35,7). Kostnadskontrollen var fortsatt god i kvartalet, men de kraftigt minskade intäkterna medförde att lönsamheten försämrades kraftigt. EBIT minskade med 38,9 procent y-o-y och uppgick till 0,9 MEURO (1,5). EBIT-marginalen uppgick till 13,6 procent (14,4), vilket var en signifikant minskning jämfört med Q1'25 (21,2 procent) som var det första kvartalet med den nya kostnadsstrukturen. Vinsten uppgick till 0,5 MEURO (0,7), vilket var en minskning med 32,3 procent y-o-y.

De kundrelaterade KPI:erna hade också en svag utveckling, där samtliga uppvisade en stor minskning såväl y-o-y som q-o-q. Vår tro var att detta möjligen kunde ha att göra med att flera kasinosajter, som tidigare opererats av Starfish Media, övergick till att opereras av ett nytt bolag med en annan licens. Kalita uppgav dock i vår intervju att detta inte påverkade. I den positiva vågskålen utvecklades det viktiga KPI:et kunddeponeringar positivt och upprätthålls runt 20,0 MEURO i kvartalet.

### Nettoomsättning, EBIT och vinst



### Utfall vs Estimat

Nettoomsättningen inkom avsevärt lägre än vad vi estimerat, trots att vi räknat med en betydande minskning y-o-y. Detta medförde en avsevärt lägre EBIT och vinst än våra estimat, trots att bruttomarginalen var något starkare än vad vi räknat med. Sammanfattningsvis ett kvartal långt ifrån vad vi hade estimerat och förväntat oss.

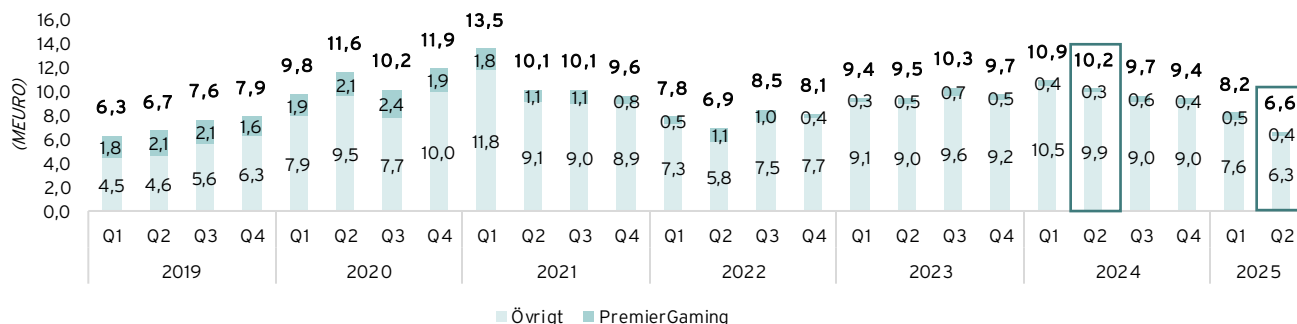
(MEURO)	Estimat Q2'25	Utfall Q2'25	Differens
Nettoomsättning	8,37	6,64	-20,1%
Tillväxt y-o-y	-18,1%	-35,0%	-16,9pp
Bruttoresultat	3,37	2,81	-16,6%
Bruttomarginal	40,3%	42,4%	+2,1pp
Rörelsekostnader	1,81	1,91	+5,5%
EBIT	1,56	0,90	-42,3%
EBIT-marginal	18,7%	13,6%	-5,1pp
Vinst	1,16	0,47	-59,5%
Vinstmarginal	13,9%	7,0%	-6,9pp

## Intäktsfördelning

Nettoomsättningen för det andra kvartalet uppgick till 6,6 MEURO (10,2), vilket motsvarade en minskning med 35,0 procent y-o-y. Minskningen i nettoomsättning under kvartalet var främst ett resultat av omförhandlade avtal med B2B-partners, men också en signifikant minskning i Hold. Hold uppgick till 47,4 procent (60,8), en minskning med 13,4 procentenheter y-o-y och 7,2 q-o-q. I Q1'25-rapporten kommunicerades att intäkterna påverkats negativt av en svagare utveckling under den senare delen av kvartalet, framför allt till följd av högre spelarvinster. Denna trend fortsatte enligt Kalita in i april, för att sedan återhämta sig sedan något. Den svaga utvecklingen förefaller ha fortsatt, då kvartalets Hold inte varit på dessa låga nivåer sedan Q1'20.

PremierGaming utgjorde 5,8 procent (3,4) av intäkterna i kvartalet, vilket motsvarade 0,4 MEURO (0,3). Andelen intäkter från övriga delar i Angler uppgick till 6,3 MEURO (9,9), vilket var en minskning om 36,6 procent.

### Segmentsfördelning av intäkter, 2019-2025



### PremierGaming

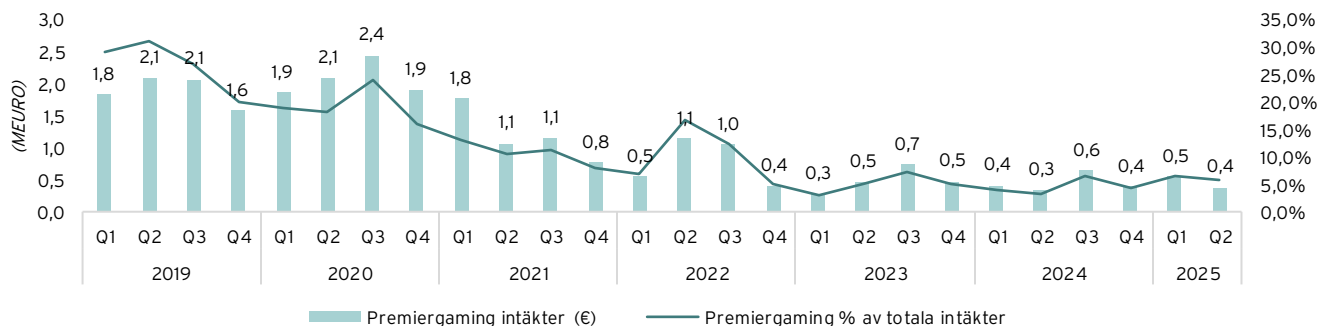
PremierGaming uppvisade en tillväxt om 11,9 procent i intäkter y-o-y, om än från låga nivåer. Under kvartalet stod bolaget för 5,8 procent av koncernens totala intäkter, vilket innebar intäkter om totalt 0,4 MEURO (0,3).

Angler uppgav i rapporten att marknadsföringsutgifterna för PremierGaming sänktes under kvartalet för att ytterligare utvärdera kundernas livstidsvärde (LTV), särskilt för de kunder som värvades under 2024. Marknadsföringsinsatser sker stötvist för PremierGaming som sedan följs upp och utvärderas. Detta då det är svårt att på förhand bedöma spelarvärden i målgruppen.

PremierGaming har varit ett fokusområde för Angler och bolaget har satsat på traditionell marknadsföring i media i Sverige och sagt upp alla affiliateavtal som inte var en del av den nya strategin. Strategin har varit lyckosam och bolaget har minskat kostnaderna, men avslutandet av affiliatesamarbetena har också medfört en negativ påverkan på intäkterna.

Vår bedömning har varit att den nya satsningen på PremierGaming skulle komma att öka bolagets intäkter från dotterbolaget, men att det troligen skulle ta tid. Intäkterna ligger fortsatt kvar på en låg nivå ett år efter lanseringen av den nya versionen av Pronto Casino, och det är svårt att bedöma när eventuell tillväxt ska ta fart. Under 2024 lanserades, som sagt, en uppdaterad ProntoCasino.se med bland annat lotteribetting och sportbok, men trots detta och marknadsinsatser har tillväxten uteblivit. Vi ser därför PremierGaming främst som en option på framtida tillväxt, medan den viktigaste tillväxt drivaren för koncernen framåt bedömer vi vara att B2B-verksamheten får upp farten.

### PremierGamings intäkter och andel av totalen, 2019-2025



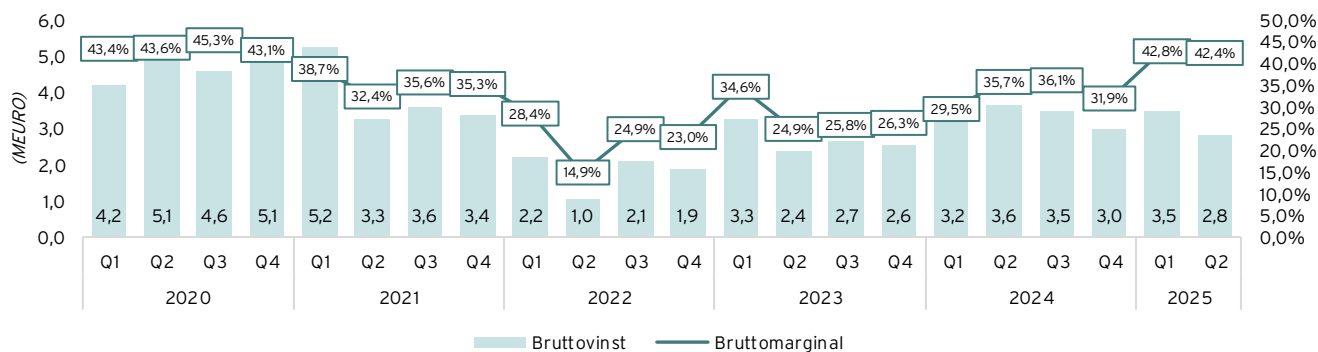
## Förbättrad bruttomarginal till följd av omförhandlade B2B-avtal

Bruttomarginalen under kvartalet uppgick till 42,4 procent (35,7), en markant förbättring jämfört med samma kvartal föregående år. Förbättringen är i hög grad hänförlig till de omförhandlade B2B-avtalen, som innebär att B2B-partners nu själva tar alla kostnader relaterade till betalningslösningar och drift. Detta försvårar jämförelsen av bruttomarginal mot tidigare kvartal, då detta innebär en betydande förändring i affärsmodellen för B2B. Jämfört med föregående kvartal, som ger bättre jämförbarhet, så var 42,4 procent en minskning med 0,4 procentenheter. Bruttovinsten minskade till 2,8 MEURO (3,6), en minskning om 22,8 procent y-o-y och 19,6 procent q-o-q.

De kundrelaterade KPI:erna var ner y-o-y och q-o-q, vilket indikerar ett minskat fokus på kundanskaffning i kvartalet. Detta trodde vi möjligen kunde ha att göra med att flera kasinosajter, som tidigare opererats av Starfish Media, övergick till att opereras av ett nytt bolag med en annan licens. Detta ska dock inte ha påverkat enligt Kalita. Kalita förklarade minskningen med mindre fokus på kundanskaffning inom bland annat PremierGaming. Bolaget har under lång tid haft fokus på kostnadskontroll och främst på bolagets huvudsakliga kostnadsdrivare som är cost of sales och marknadsföring för PremierGaming. Enligt Kalita finns en tydlig korrelation mellan en lägre bruttomarginal, och därmed högre cost of sales, och intensifierad kundanskaffning inom både B2B- och B2C-segmenten.

Angler lämnar ingen specifik prognos för bruttomarginalen framöver, men Kalita har tidigare betonat att en fortsatt minskning av cost of sales förblir ett prioriterat fokusområde. I diagrammet nedan ses den stora effekten på bruttomarginalen av den nya affärsmodellen för B2B som implementerats 2025.

### Bruttovinst och bruttomarginal, 2020-2025



Cost of sales påverkas av flera rörliga faktorer som medför att bruttomarginalen kan variera:

#### Kundanskaffning

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

#### Royalties

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

#### Betalningslösningar

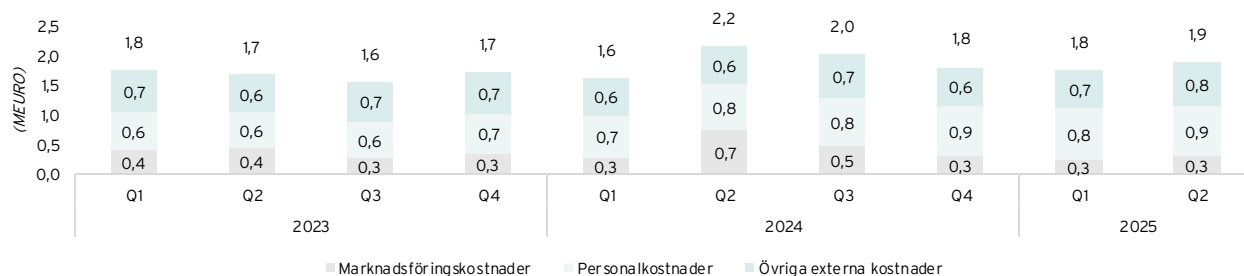
Avgifterna mellan olika betalningsleverantörer skiljer sig och således påverkas cost of sales av vilken betalningslösning som kunderna använder,

Det finns alltså flera delar inom cost of sales som kan variera mycket från kvartal till kvartal. Angler arbetar med att förändra tillvägagångssättet för kundanskaffning via affiliates. Framåt ska tillvägagångssättet övergå till en fundamental datadriven modell som ska underlätta för koncernen och B2B-partners att kontrollera kundanskaffningskostnaden. Utöver detta fortlöper arbetet med att avsluta icke-lönsamma affiliate-partnerskap och Angler har flera aktiviteter i gång för att sänka de royalties som bolaget betalar. Detta arbete har enligt vår bedömning burit frukt och beviset återfinns i att bruttomarginalen tidigare etablerats över 30,0% under 2024.

### Fortsatt god kostnadskontroll

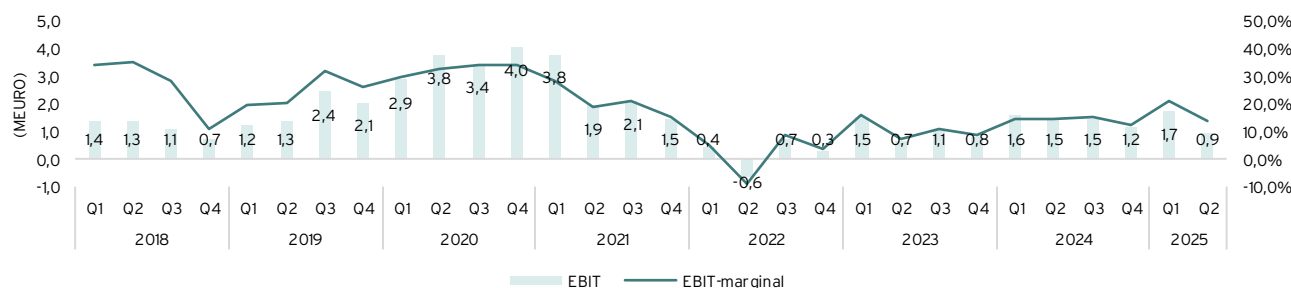
Angler uppvisade en fortsatt god kostnadskontroll, där rörelsekostnaderna uppgick till 1,9 MEURO (2,2) och ligger kvar på en stabil nivå. Minskningen är hänförlig till betydligt lägre marknadsföringskostnader under innevarande kvartal, en minskning med 60,5 procent. Personalkostnaderna ökade med 8,7 procent och övriga externa kostnader med 18,3 procent. Angler har stärkt upp organisationen den senaste tiden för att få verksamheten på rätt köl igen. De har således minskat personberoendet och stärkt kompetensen kring bland annat teknisk utveckling, AML och ansvarsfullt spelande. Övriga kostnadsposter var i stort sett oförändrade. Vår bedömning är att OPEX inte kommer öka nämnvärt framgent.

### Utveckling av rörelsekostnader, 2023-2025



EBIT uppgick till 0,9 MEURO (1,5), vilket var en minskning med cirka 38,9 procent i jämförelse med samma kvartal föregående år. EBIT-marginalen uppgick till 13,6 procent (14,5) i kvartalet, vilket var en minskning y-o-y trots förändringen inom B2B. Jämfört med Q1'25 där EBIT-marginalen uppgick till 21,2 procent var detta en betydande minskning. Förklaringen till minskningen var hänförlig till de kraftigt minskade intäkterna.

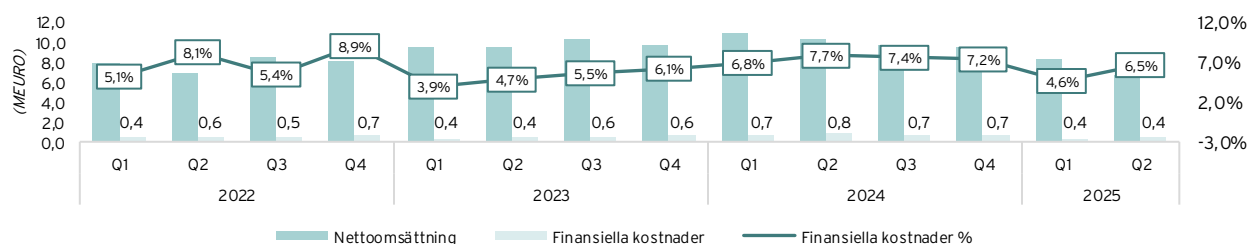
### EBIT och EBIT-marginal, 2018-2025



Vinsten uppgick till 0,5 MEURO (0,7) och var en försämring med 32,3 procent jämfört med föregående år. Anledningen till ökningen var samma faktorer som beskrevs tidigare i kombination med avsevärt lägre finansiella kostnader.

De finansiella kostnaderna minskade y-o-y och uppgick till 0,4 MEUR (0,8), men var fortsatt höga i relation till nettoomsättningen. Kalita har tidigare uppgett att de finansiella kostnaderna är relaterade till valutafluktuationer och att ett av fokusområdena framgent är att minska dessa i relation till nettoomsättningen. Enligt Kalita har bolaget intensifierat arbetet med att minska de finansiella kostnaderna. Under 2021 utgjorde de finansiella kostnaderna 0,8-2,4% av nettoomsättningen, men låg under 2024 i intervallet 6,8-7,7%. I nuvarande kvartal utgjorde de finansiella kostnader 6,5 procent (7,7) av nettoomsättningen, vilket var en minskning y-o-y men en ökning q-o-q.

### Finansiella kostnader i relation till nettoomsättning, 2019-2025



## Key Performance Indicators

Angler Gaming rapporterar flera operativa KPI:er utöver de finansiella. Kunddeponeringar ökade med 3,6% y-o-y och minskade 1,0% q-o-q. Net Game Win minskade 19,3% y-o-y och 14,1% q-o-y. Minskningen var hänförlig till den stora minskningen i Hold för kvartalet.

Hold uppgick till 47,4% (60,8), den lägsta nivån sedan Q1'20. Hold varierar naturligt utifrån spelarnas vinster, där en låg Hold påvisar högre spelarvinster. I kvartalet minskade antalet aktiva kunder och nya kunder kraftigt, vilket kan medföra ökad andel av större och mer erfarna spelare i spelarbasen. Detta medför en effekt att variansen slår hårdare mot Hold när spelarbasen tenderar att vinna mer, då vinsterna blir högre.

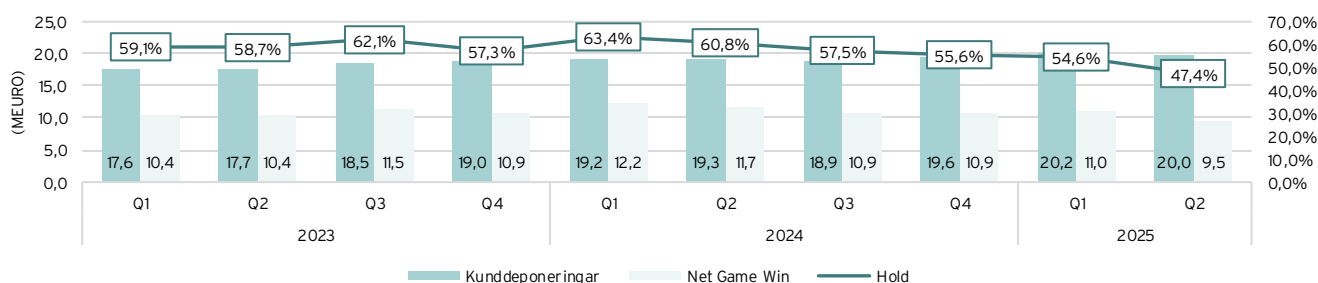
Samtidigt låg kunddeponeringarna på en fortsatt stabil och hög nivå, vilket är positivt då det är från dessa framtida intäkter genereras.

**Kunddeponeringar** = Summan pengar som satts in av kunder.

**Net Game Win** = Totala spelinsatser - totala vinster.

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

### Kunddeponeringar, Net Game Win och Hold, 2023-2025



Under kvartalet minskade antalet aktiva kunder med 43,5% y-o-y till 27 528 (48 759). Även antalet nya registrerade kunder och nya deponerande kunder utvecklades negativt jämfört med samma kvartal föregående år med 56,2% respektive 19,9%. Utvecklingen var även negativ q-o-q.

Vi bedömer att denna minskning troligen berodde på en mer återhållsam kundanskaffning och mindre kampanjer och bonusar under kvartalet. Detta i kombination med minskad generell marknadsföring. Minskning trodde vi initialt möjligen kunde förklaras av att flera kasinosajter, som tidigare opererats av Starfish Media, övergick till att opereras av ett nytt bolag med en annan licens. Enligt Kalita så var dock detta inte fallet. Kalita förklarade minskningen med mindre fokus på kundanskaffning inom bland annat PremierGaming.

### Kundutveckling, 2020-2025



Sammantaget var det en svag utveckling för Anglers kundrelaterade KPI:er, medan kunddeponeringar fortsatt var stabil. Hold var också väldigt mycket lägre än nivåerna vi sett under 2023 och 2024. De kundrelaterade KPI:erna fluktuerar en del mellan kvartal beroende på fokus på kundanskaffning, kampanjer, bonusar och marknadsföring. Det KPI vi följer mest noggrant är hold och kunddeponeringar. Kunddeponeringar visar hur mycket pengar som kommer in på plattformen och det är från dessa framtida intäkter genereras. Hold är också avgörande och denna var betydligt lägre än tidigare kvartal, förhoppningsvis är detta enbart en tillfällig svacka relaterat till ovanligt stora spelarvinster.

### Kundutveckling, 2024-25

	Q2'24	Q3'24	Q4'24	Q1'25	Q2'25
<b>Active Customers</b>	<b>48 759</b>	<b>52 152</b>	<b>58 314</b>	<b>41 439</b>	<b>27 528</b>
Tillväxt y-o-y	33,1%	9,0%	13,4%	-28,2%	-43,5%
Sekventiell tillväxt q-o-q	-15,5%	7,0%	11,8%	-28,9%	-33,6%
<b>New Registered Customers</b>	<b>32 988</b>	<b>47 985</b>	<b>77 879</b>	<b>38 853</b>	<b>14 458</b>
Tillväxt y-o-y	6,4%	-13,1%	30,9%	-22,1%	-56,2%
Sekventiell tillväxt q-o-q	-33,9%	45,5%	62,3%	-50,1%	-62,8%
<b>New Depositing Customers</b>	<b>9 374</b>	<b>10 203</b>	<b>16 401</b>	<b>11 335</b>	<b>7 506</b>
Tillväxt y-o-y	-2,8%	-39,4%	13,7%	-6,6%	-19,9%
Sekventiell tillväxt q-o-q	-22,8%	8,8%	60,7%	-30,9%	-33,8%

### Underliggande förändringar inom B2B

Vi noterade som sagt att vissa förändringar har skett på kasino-sajterna som bland annat Anglers dotterbolag Starfish Media tidigare opererat. Detta är inget bolaget kommunicerat och inte heller något Angler styr över, utan det gör B2B-partnerna.

Tidigare har det uppgetts att flera kasino-sajter såsom Lucky31, CasinoExtra, DublinBet, FatBoss med flera opereras av Angler Gamings dotterbolag Starfish Media. Under en tidsperiod uppgavs det att sajterna istället opererades av Mobile Technology Marketing B.V. (Curaçao), och det skiftet skedde utan att KPI:erna tydligt påverkades.

Det har nu skett ytterligare en förändring där det istället uppges att Samaki Limited opererar samtliga av dessa kasinosajter. Det finns mycket begränsad information om Samaki Limited att hitta, men bolaget är registrerat på Anjouan (Komorererna). Bolaget har licens i Anjouan för ett flertal domäner som tidigare opererats av Starfish Media och Mobile Technology Marketing B.V, se lista nedan. Samaki Limited har även EU-ansökningar/registreringar avseende varumärken för bland annat CasinoExtra, AlexanderCasino, FatBoss, BrutalCasino.

Licensinnehavare	Licensnummer	Giltig till	Tillåtna aktiviteter	Licenserade URL:s
Samaki Limited	ALSI-142406012-F11	June 1, 2026	B2C	onlinebingo.eu casinoextra.com casinoestrella.com dublinbet.com hiperwin.com lucky31.com alexandercasino.com fatboss.com alexandracasino.com

Källa: <https://anjouangaming.com/license-register/>

I listan över domänerna som omfattas av licensen återfinns Alexandra Casino, som vi tidigare inte noterat. Kasinot går inte att nå från Sverige, utan då krävs VPN. Kasinot är ett kryptokasino och det anges att Samaki Limited opererar kasinot. Det är dock oklart om Anglers plattform används, då sajten inte liknar övriga varumärken.

Detta skifte ska inte ha påverkat KPI:erna i kvartalet, utan är ett skifte som B2B-partnern beslutat. En förändring bli att Samaki Limited har en licens i Anjouan, till skillnad från Starfish Media och Mobile Technology Marketing B.V som har en licens i Curaçao.

B2B-partnerns beslut till detta skifte kan möjligen vara en effekt av Curaçaos så kallade LOK-reform. Den 24:e december 2024 infördes den nya spellagen LOK, som ersätter det gamla master/sub-licenssystemet med direkta B2C- och B2B-licenser under tillsyn av Curaçao Gaming Authority (CGA). Endast lokalt etablerade bolag med viss lokal närvaro kan licensieras. Lagen skärper kraven på AML/KYC, ansvarsfullt spel, rapportering och ägartransparens. Sammantaget innebär LOK högre transparens och regelefterlevnad, men också ökade compliance-kostnader och ett tydligare ramverk för leverantörer (B2B) och operatörer (B2C). I "Terms of Service" på till exempel Lucky31 går det att utläsa:

*"Effective 23.12.2024, this website and its services will operate under Samaki Ltd, registered in Hamchako, Mutsamudu, Autonomous Island of Anjouan, Union of Comoros, replacing MTM."*

Skiftet från Mobile Technology Marketing B.V med licens i Curaçao till Samaki Limited med licens i Anjouan skedde alltså dagen innan LOK-reformen infördes, vilket talar för att det är en effekt av LOK-reformen. Vidare går det att utläsa:

*"As part of the transition from MTM to Samaki Ltd, your account details—including your balance, personal information, and transaction history—will remain secure and unchanged. Until you accept the updated Terms and Conditions, your account will be placed in inactive status, meaning you cannot perform new transactions (such as deposits or bets), though withdrawals will still be available. If the updated Terms and Conditions are not explicitly accepted within 4 weeks, they will be automatically approved, and full access to your account and services will be restored."*

Vår initiala bedömning var således att detta möjligen skulle kunnat skapat en övergångsfriktion som bidragit till svagare kundrelaterade KPI:er under H1'25, men detta dementerades av Kalita. Kalita förklarade minskningen med mindre fokus på kundanskaffning inom bland annat PremierGaming.

### **Marlin Media**

Marlin Media är Anglers helägda affiliatebolag och är en satsning för att kunna addera en ny intäktsgenererande vertikal i koncernen. Bolaget är fortsatt i ett tidigt skede och Angler investerar cirka 60 000 EUR per månad för att stödja tillväxt. Målet är att verksamheten ska nå break-even under Q1'26, och hittills har satsningen utvecklats enligt uppsatta mål. Satsningen är som sagt fortfarande i ett tidigt skede och ses främst som en långsiktig tillväxtpotential.

Initialt var Marlin Media inriktade på spansktalande och portugisisktalande användare via plattformarna febredecasino.com och febredecassino.com. Målet har hela tiden varit att expandera till fler geografiska marknader. Marlin har lanserat en databasplattform samt ett nytt innehållshanteringssystem samt AI-drivna verktyg för att optimera drift och innehållsanpassning. Under kvartalet lanserades ytterligare SEO-fokuserade funktioner inom ramen för Marlins befintliga plattform. Bolaget fortsatte att fokusera på att bredda verksamheten och förbättra sina AI-drivna plattformar.

Detta har möjliggjort att Marlin kunnat lansera tre nya sidor, vilket innebär att de nu har fem aktiva sidor. Utöver tidigare nämnda sidor mot spansktalande och portugisisktalande användare har även sidor på tyska (feuecasinos.com), polska (goracekasyna.com) och franska (fievreducasino.com) lanserats. Dessa sidor innehåller i dagsläget casinorecensioner, nyheter samt guider, främst inom livecasino och poker. För närvarande är över 3 000 operatörer integrerade i den egenutvecklade databasen.

### **B2B-samarbeten och utveckling av plattformen**

Kalita betonade att B2B-segmentet fortsatt är en nyckelaffär för Angler och ett prioriterat fokusområde. Bolaget har ett konkurrenskraftigt erbjudande och strävar efter att utöka sina B2B-samarbeten. Kalita har tidigare bekräftat att diskussioner med potentiella partners pågår, men har ej kommenterat detaljer eller tidsramar. Ett nytt B2B-samarbete är planerat, men lanseringstidpunkten avgörs av kunden. Det är dock oklart var detta befinner sig i nuläget.

Efter kvartalet ett modernt tredjepartsverktyg för prediktiv churn-prevention integrerats med och anpassats till koncernens egenutvecklade iGaming-plattform. Angler arbetar kontinuerligt med att förbättra plattformen genom att addera fler spel, back-end med bättre rapporter och en snabbare upplevelse för slutanvändarna. Kalita uppgav att han ser positivt på B2B-segmentet framåt. Vår bedömning är att B2B-delen är den mest intressanta delen för återgång till tillväxt på kort sikt.

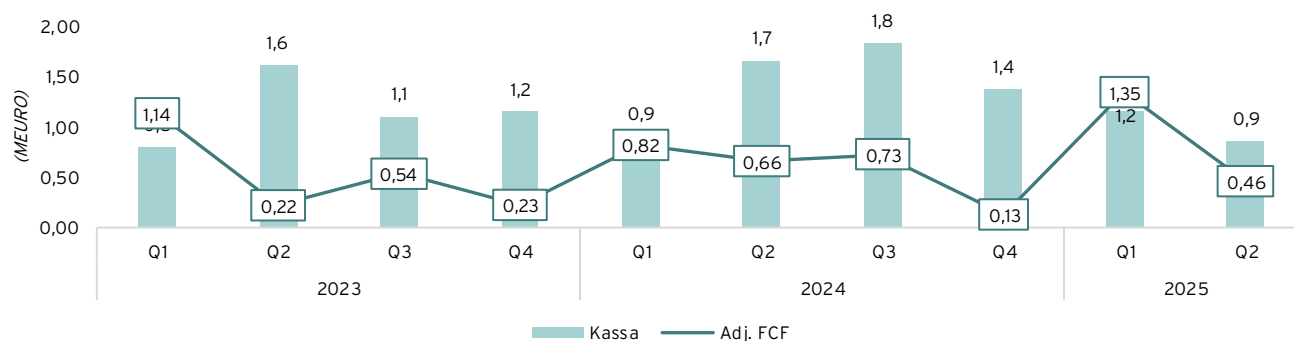
## Finansiell ställning och kassaflöden

Kassan vid utgången av det första kvartalet var cirka 0,9 MEURO (1,7). Under kvartalet delades även 1,0 MEURO ut till aktieägarna. Angler Gaming är numera skuldfritt, vilket innebär att bolaget hade en nettokassa om 0,9 MEURO.

Kassa	Räntebärande skuld	Nettoskuld
0,9 MEURO	0,0 MEURO	-0,9 MEURO

Det löpande kassaflödet före förändringar i rörelsekapital uppgick till 0,5 MEURO (0,7) och efter förändringar i rörelsekapital till 0,7 MEURO (0,8). Det fria kassaflödet för Q2'25 uppgick till 0,7 MEURO (0,8), medan justerat fritt kassaflöde (kassaflöde från den löpande verksamheten före förändringar i rörelsekapital - CAPEX) uppgick till 0,5 MEURO (0,7).

### Kassa och justerat FCF, 2023-2025



## Nuläge och outlook

Angler fortsätter att optimera cost of sales för att stärka bruttomarginalen och har även inlett ett arbete för att minska de finansiella kostnaderna i relation till intäkterna. Tillväxtstrategin bygger på ett ökat fokus på B2B-erbjudandet, PremierGaming, vidareutveckling av affiliate-verksamheten samt expansion inom sportboksegmentet. Under 2025 har Angler gjort om affärsmodellen för B2B, vilket lett till minskade intäkter men också en högre bruttomarginal. Från och med den 1 januari 2025 överfördes ansvaret för kostnader relaterade till betalningslösningar och drift till B2B-partnerna, kostnader som tidigare belastade Angler. Detta påverkar jämförbarheten med historiska kvartal, men enligt vår bedömning kommer detta påverka lönsamheten positivt för Angler.

I trading updaten inför Q3'25 uppgavs det att den genomsnittliga dagliga net gaming revenue för Q3'25, fram till och med den 17 augusti, var 17,4 procent lägre än den genomsnittliga dagliga net gaming revenue för hela Q3'24. Detta inkluderar effekten av den nya B2B-affärsmodellen. Det uppgavs också att den genomsnittliga dagliga net gaming revenue för Q3'25, fram till och med den 17 augusti, var 3,2 procent högre än den genomsnittliga dagliga net gaming revenue för hela Q2'25.

Vi justerar våra estimat framåt avseende såväl nettoomsättning som lönsamhet, då kvartalet inkom under våra estimat. Intäkter och bruttoreultat uppvisade en högre negativ tillväxt än vad vi räknat med vilket också påverkade EBIT. Vår förhoppning är fortsatt att satsningarna på framför allt B2B-projekt och god kostnadskontroll kan komma att driva tillväxt och förbättrad lönsamhet för Angler. Satsningen på PremierGaming ligger fortsatt kvar på låga nivåer och vi räknar inte med att dessa ökar nämnvärt i våra estimat. Marlin Media är fortsatt i ett tidigt skede, men en intressant tillväxtoption på längre sikt.

## Värdering

## Key stats, SEK

Antal aktier	74 984 995	Börsvärde (MSEK)	243,7
Aktiekurs (SEK)	3,25	Nettoskuld* (MSEK)	-10,1
		Enterprise value (MSEK)	233,6

\*Beräknat på en kassa om 0,9 MEURO samt ingen skuld.

EUR/SEK: 11,18

## Key stats, €

Antal aktier	74 984 995	Börsvärde (MEUR)	21,8
Aktiekurs (EUR)	0,29	Nettoskuld* (MEUR)	-0,9
		Enterprise value (MEUR)	20,9

\*Beräknat på en kassa om 0,9 MEURO samt ingen skuld.

## Rullande 12 månader

Nettoomsättning	378,3 MSEK	P/S	0,6
EBIT	58,8 MSEK	EV/EBIT	4,0
Vinst	30,0 MSEK	P/E	8,1
Adj. FCF	29,9 MSEK	EV/Adj. FCF*	7,8

\*Adj. FCF = FCF justerat för förändringar i rörelsekapital.

## Historiskt snitt

	P/S	EV/EBIT	P/E	P/FCF
Snitt 3 år	0,7	8,8	-0,6	8,3
Snitt 5 år	1,6	9,1	4,3	12,5
Snitt 7 år	1,8	9,1	5,9	13,2

## Nyckeltal (R12)

Bruttomarginal	EBITDA-marginal	EBIT-marginal	Vinstmarginal
37,8%	15,6%	15,5%	7,9%
OPCF-marginal	FCF-marginal	ROE	ROIC
0,6%	0,6%	27,5%	30,1%

## Peers

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

Vi anser att en rimlig värderingsmultipl för Angler i nuläget är P/E 10, relativt i linje med Betssons senaste R12-multipl. Överlag ser vi att svenska iGaming-bolag är undervärderade, och vi anser att även Betsson förtjänar en högre multipl. För Angler motiveras dock den lägre värderingen av dess nyligen genomförda turn-around, historiska volatilitet och begränsade transparens.

Tidigare ansåg vi att P/E 8 var en rimlig multipl, men med den bekräftade förbättringen av verksamheten och en starkt finansiell ställning höjer vi vår motiverade multipl till P/E 10. Om bolaget fortsätter leverera vinsttillväxt ser vi möjlighet för en ytterligare uppvärdering, men i vårt huvudscenario använder vi fortsatt 10x vinsten.

### Peers

	Omsättning		EBITDA		Vinst	
	P/S, R12	Tillväxt, 5 år	EV/EBITDA, R12	Tillväxt, 5 år	P/E, R12	Tillväxt, 5 år
Acroud	0,4	27,3%	33,1	-31,7%	<i>neg.</i>	-191,9%
bet-at-home.com	0,5	-18,8%	4,6	-155,4%	<i>neg.</i>	-175,5%
Betsson	1,7	13,5%	5,6	17,6%	10,3	14,0%
Better Collective	2,2	30,2%	18,1	8,1%	30,5	-3,3%
Catena Media	0,3	-17,6%	<i>neg.</i>	-194,5%	<i>neg.</i>	-223,1%
Entain PLC	1,1	7,7%	18,6	-10,3%	<i>neg.</i>	-240,3%
Flutter Entertainment	1,9	32,1%	4,6	49,1%	5,2	16,7%
GAN Ltd	1,7	9,4%	8,4	19,1%	13,2	25,3%
Gentoo Media	3,5	19,9%	28,7	13,8%	143,0	38,8%
La Francaise Des Jeux	1,2	14,0%	5,0	36,6%	10,5	20,1%
Lottomatica Group	2,6	41,4%	8,0	48,3%	40,5	37,2%
PENN Entertainment	0,4	13,5%	5,9	31,5%	<i>neg.</i>	13,7%
Raketech	0,2	7,8%	0,6	11,3%	<i>neg.</i>	-249,1%
Rush Street Interactive	1,7	29,6%	16,1	22,1%	72,2	96,1%
Super Group	3,1	10,9%	17,4	3,6%	44,1	-7,2%
<b>Medel</b>	<b>1,5</b>	<b>14,7%</b>	<b>12,5</b>	<b>-8,7%</b>	<b>41,1</b>	<b>-55,2%</b>
<b>Median</b>	<b>1,7</b>	<b>13,5%</b>	<b>8,2</b>	<b>13,8%</b>	<b>30,5</b>	<b>13,7%</b>
Angler Gaming	0,6	-4,9%	3,9	-17,8%	7,9	-25,2%

## Estimat

(MEURO)	2022	2023	2024	2025E	2026E
<b>Nettoomsättning</b>	<b>31,4</b>	<b>38,9</b>	<b>40,1</b>	<b>28,4</b>	<b>30,1</b>
% y-o-y	-27,6%	24,0%	3,0%	-29,2%	6,1%
EV/S	0,7	0,5	0,5	0,7	0,7
<b>Bruttoresultat</b>	<b>7,3</b>	<b>10,8</b>	<b>13,3</b>	<b>12,1</b>	<b>12,8</b>
Bruttomarginal	23,1%	27,9%	33,2%	42,5%	42,6%
% y-o-y	-52,9%	48,5%	23,0%	-9,4%	6,4%
EV/GP	2,9	1,9	1,6	1,7	1,6
<b>Rörelsekostnader</b>	<b>-6,5</b>	<b>-6,8</b>	<b>-7,7</b>	<b>-8,2</b>	<b>-8,4</b>
% y-o-y	3,2%	3,9%	13,5%	7,0%	2,4%
<b>EBIT</b>	<b>0,8</b>	<b>4,1</b>	<b>5,7</b>	<b>4,2</b>	<b>4,4</b>
EBIT-marginal	2,5%	10,5%	14,1%	14,9%	14,8%
% y-o-y	-91,7%	427,3%	38,5%	-25,1%	4,8%
EV/EBIT	26,9	5,1	3,7	4,9	4,7
<b>Vinst</b>	<b>-3,4</b>	<b>2,1</b>	<b>2,4</b>	<b>2,7</b>	<b>2,9</b>
Vinstmarginal	neg.	5,4%	5,9%	9,4%	9,8%
% y-o-y	neg.	n/a	12,6%	12,9%	9,8%
P/E	neg.	10,3	9,2	8,1	7,4

Vi värderar Angler Gaming baserat på en P/E-multipel på 10x för 2026E, vilket ger ett beräknat börsvärde och aktiekurs för samma period. För att inkludera en försiktighetsaspekt visar vi även värderingen med en 30,0% säkerhetsmarginal på våra estimat. Vid beräkning av aktiekursen för 2026E har vi beaktat incitamentsprogrammet och antar full teckning, vilket ger ett totalt antal aktier på 77 864 995, jämfört med dagens 74 984 995.

## Värdering

	Multipel	Vinst 2026E	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)
<b>2026E</b>	10	32,9	329,4	4,23
Säkerhetsmarginal (30%)	10	23,1	230,6	2,96

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

## Potentiell avkastning

	Huvudscenariot			Säkerhetsmarginal (50%)		
	Faktor	Procent	CAGR	Faktor	Procent	CAGR
<b>2026E</b>	1,35	35,1%	22,2%	0,95	-5,4%	-3,6%

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

### Känslighetsanalys

VINSTx	Huvudscenario 2026E			Säkerhetsmarginal (30%)		
	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %
6	197,6	2,54	-18,9%	138,3	1,78	-43,2%
7	230,6	2,96	-5,4%	161,4	2,07	-33,8%
8	263,5	3,38	8,1%	184,4	2,37	-24,3%
9	296,4	3,81	21,6%	207,5	2,66	-14,9%
<b>10</b>	<b>329,4</b>	<b>4,23</b>	<b>35,1%</b>	<b>230,6</b>	<b>2,96</b>	<b>-5,4%</b>
11	362,3	4,65	48,7%	253,6	3,26	4,1%
12	395,2	5,08	62,2%	276,7	3,55	13,5%
13	428,2	5,50	75,7%	299,7	3,85	23,0%
14	461,1	5,92	89,2%	322,8	4,15	32,4%

### Estimat - kvartalsvis 2025 och årsvis

	Q1'25A	Q2'25A	Q3'25E	Q4'25E	2025E	2026E
<b>Nettoomsättning</b>	8,2	6,6	6,7	6,9	<b>28,4</b>	<b>30,1</b>
<i>Tillväxt y-o-y</i>	-24,8%	-35,0%	-30,3%	-26,7%	-29,2%	6,1%
<b>Bruttoresultat</b>	3,5	2,8	2,8	2,9	<b>12,1</b>	<b>12,8</b>
<i>Bruttomarginal</i>	42,8%	42,4%	42,3%	42,5%	42,5%	42,6%
<b>Rörelsekostnader</b>	-1,8	-1,9	-2,1	-2,1	<b>-8,2</b>	<b>-8,4</b>
<b>EBIT</b>	1,7	0,9	0,8	0,8	<b>4,2</b>	<b>4,4</b>
<i>EBIT-marginal</i>	21,2%	13,6%	11,8%	11,9%	14,9%	14,8%
Finansnetto	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-1,5	-1,5
<b>Vinst</b>	1,4	0,5	0,4	0,4	<b>2,7</b>	<b>2,9</b>
<i>Vinstmarginal</i>	16,6%	7,0%	6,3%	6,4%	9,4%	9,8%

### Disclaimer

Kalqyl Analys Norden AB 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 och samtliga medarbetare i organisationen får ej handla värdepapper i kundbolag från och med det tillfälle som ansvarig analytiker initierar arbetet med den aktuella analysen, och till dess att analysen varit publicerad i 48h.

### Intressekonflikt

Erik Lundberg äger inte aktier i det analyserade bolaget

Analysen är en uppdragsanalys