



2025-11-17

Nettoomsättningen för Q3'25 uppgick till 7,9 MEURO (9,7), motsvarande en minskning om 17,9 % y-o-y. Intäktsnedgången förklaras främst av den nya B2B-modellen samt en lägre Hold-nivå jämfört med föregående år. Bruttomarginalen stärktes till 47,0 % (36,1) till följd av att B2B-partners från och med 2025 bär kostnader för betalningslösningar och drift. EBIT uppgick till 1,7 MEURO (1,5), motsvarande en EBIT-marginal om 21,4 % (15,0). Vinsten för kvartalet uppgick till 1,2 MEURO (0,7), en ökning om 67,3 %.

Stark sekventiell återhämtning mot Q2'25

Den operativa utvecklingen förbättrades markant jämfört med det svaga Q2'25. Nettoomsättningen steg 19,4 % q-o-q, bruttomarginalen ökade med 4,6 procentenheter och bruttovinsten uppgick till 3,7 MEURO, motsvarande en ökning om 32,3 % q-o-q. Hold återhämtade sig till 51,0 % från 47,4 % i Q2'25, och flera kundrelaterade KPI:er uppvisade en sekventiell förbättring trots fortsatt svag utveckling y-o-y. Kunddeponeringarna låg dock kvar på en hög nivå och utgör fortsatt en positiv indikator för framtida intäkter.

Fortsatta investeringar i plattform och ny AI satsning

Angler fortsätter att investera i den egenutvecklade plattformen där fokus ligger på ökad automatisering, förbättrade moduler för ansvarsfullt spelande, CRM, marknadsföring och mer attraktivt innehåll. Under kvartalet integrerades även ett prediktivt "churn prevention"-verktyg och Angler kommer fortsatt fokusera på att utveckla plattformen ytterligare. Parallellt fortsätter arbetet med Marlin Media där lanseringen av marvn.ai, en AI driven casinosökmotor, markerar ett viktigt steg i bolagets tillväxtstrategi. Marlin expanderar samtidigt databasplattformen som nu innehåller över 300 partnerskap med ledande iGaming-aktörer och förbereder fler funktioner inför 2026.

Outlook

Angler arbete med att se över kostnaderna har börjat ge resultat, och i kvartalet sågs en tydlig minskning av cost of sales och sänkta finansiella kostnader. Den nya B2B-modellen innebär lägre rapporterade intäkter men en strukturellt starkare marginalprofil och mer skalbar affärsmodell. Trading updaten inför Q4'25 visar att den genomsnittliga dagliga NGR för Q4'25 fram till och med 10 november var 2,0 % lägre än hela Q4'24, men 1,0 % högre än genomsnittet för Q3'25. Det talar för att Q2'25 var ett svagare kvartal snarare än början på en negativ trend.

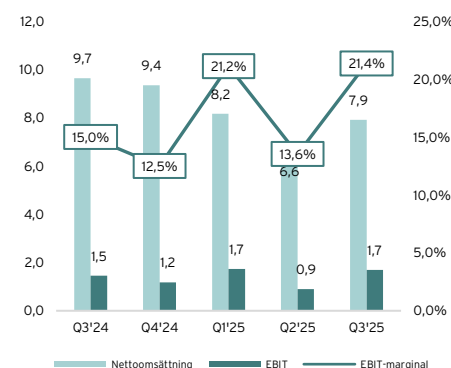
Vi justerar upp våra estimat för både nettoomsättning och lönsamhet jämfört med tidigare bedömning, då Q3'25 kom in tydligt över våra prognoser. På kort sikt bedömer vi att B2B-segmentet, i kombination med en stabil kostnadsbas och fortsatt plattformsutveckling, är den viktigaste drivkraften för återhämtad tillväxt. PremierGaming förblir en mindre del av koncernen och ses främst som en option på framtida tillväxt, medan Marlin Media kan utvecklas till ett mer betydande bidrag från och med 2026 om bland annat marvn.ai skalar enligt plan. På längre sikt bygger caset på en kombination av fortsatt hög bruttomarginal, gradvis tillväxt inom B2B, B2C och affiliate samt bibehållen kostnadsdisciplin. Med en motiverad värdering kring P/E 10 baserat på våra estimat för 2026E ser vi en uppsida om 97,6 %, och vid en multipel om P/E 8 uppgår uppsidan till 58,1 %.

(MEUR)	2022	2023	2024	2025E	2026E
Nettoomsättning	31,4	38,9	40,1	30,6	32,5
Tillväxt y-o-y	-27,6%	24,0%	3,0%	-23,7%	6,2%
EV/S	0,7	0,5	0,5	0,7	0,6
Bruttoresultat	7,3	10,8	13,3	13,5	14,3
Bruttomarginal	23,1%	27,9%	33,2%	44,1%	43,9%
Rörelsekostnader	-6,5	-6,8	-7,7	-7,8	-8,4
EBIT	0,8	4,1	5,7	5,7	5,9
EBIT-marginal	2,5%	10,5%	14,1%	18,6%	18,0%
EV/EBIT	26,9	5,1	3,7	3,7	3,6
Vinst	-3,4	2,1	2,4	4,0	4,4
Vinstmarginal	neg.	5,4%	5,9%	13,2%	13,4%
P/E	neg.	10,3	9,2	5,5	5,1

Fakta

VD	Thomas Kalita
Lista	Spotlight
Ticker	ANGL
Aktiekurs (SEK)	3,22
Antal aktier (Miljoner)	75,0
Börsvärde (MSEK)	241,5
Nettoskuld (MSEK)	-12,0
EV (MSEK)	229,4
Insiderägande	9,12%
Nästa rapport	2026-02-19

Kvartalsutveckling



Analytiker

Erik Lundberg
erik.lundberg@kalqyl.se

Kursutveckling 12 månader



Kursutveckling %	1 m	3 m	12m
Angler Gaming	+10,2	-19,6	-18,1

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 teknologidriven 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 plattformsdrift. Omställningen av B2B-modellen, där partners från 2025 bär kostnader för betalningslösningar och drift, har förbättrat marginalprofilen strukturellt och minskat kostnadsrisken.

Fortsatt utveckling av den tekniska plattformen stärker konkurrenskraft

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

Tillväxt drivare inom B2B, PremierGaming och sportbok

Tillväxten framåt väntas främst komma från en kombination av att växa med befintliga B2B-kunder och att addera nya partners. Den 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 expansionsstadium men har tagit viktiga steg genom lanseringen av marvn.ai, en AI-driven casinosökmotor. Den fortsatta teknikutvecklingen och internationaliseringen gör Marlin till en långsiktig tillväxtoption som kan bidra mer substantiellt från 2026 och framåt.

Motargument

Konkurrensutsatt iGaming-marknad

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

Volatila intäkter och resultat

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

Regulatoriska och licensmässiga risker

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

Begränsad transparens och marknadens förtroende

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

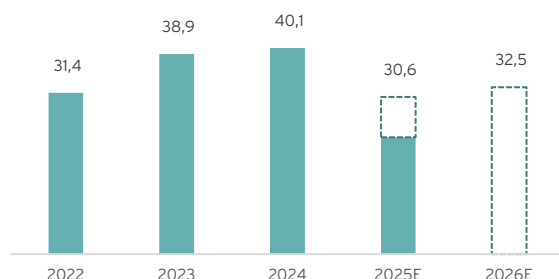
Beroende av B2B-partners och lanseringstakt

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

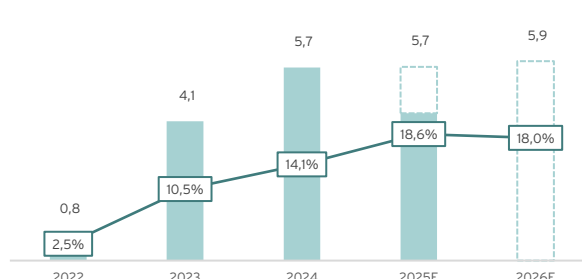
Tekniska och operativa risker i plattformsdriften

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

Nettoomsättning, 2022-2026E (MEURO)



EBIT och EBIT-marginal, 2022-2026E (MEURO)



Tydlig sekventiell förbättring mot Q2'25

Nettoomsättningen för det tredje kvartalet uppgick till 7,9 MEURO (9,7), vilket motsvarade en minskning med cirka 17,9 % y-o-y. Det var dock en tydlig förbättring jämfört med Q2'25 och den sekventiella tillväxten uppgick till 19,4% q-o-q. Minskningen i nettoomsättning y-o-y var hänförlig till att Angler omförhandlat sina avtal med B2B-partners samt en fortsatt lägre hold. 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 51,0 % (57,5), vilket dock var en viss ökning q-o-q men fortsatt en låg nivå. Vår bedömning är att återhämtningen från Q2'25 var väldigt stark och ett viktigt bevis på att Anglers interna arbete gett effekt. PremierGaming går dock fortsatt svagt, och det är främst B2B-delen som återhämtade sig q-o-q.

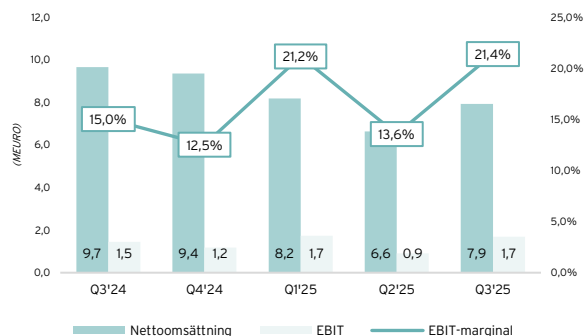
Den förändrade kostnadsstrukturen till följd av omförhandlingen av B2B-avtal ledde till att bruttomarginalen steg kraftigt jämfört med samma kvartal föregående år och uppgick till 47,0 % (36,1). Kostnadskontrollen var fortsatt god i kvartalet och var i stort sett oförändrade y-o-y. EBIT ökade med 16,8 % y-o-y och uppgick till 1,7 MEURO (1,5). EBIT-marginalen uppgick till 21,4 % (15,0), vilket var en signifikant ökning mot det svaga Q2'25. Vinsten uppgick till 1,2 MEURO (0,7), vilket var en ökning med 67,3 % y-o-y.

Kunddeponeringar fortsätter att utvecklas väl och ökade 10,0 % y-o-y till 20,8 MEURO, vilket är den högsta siffran sedan Q3'21. Detta är enligt oss det viktigaste KPI:et att följa, då det är från dessa pengar framtida intäkter genereras. De kundrelaterade KPI:erna hade en fortsatt svag utveckling, där samtliga uppvisade en stor minskning y-o-y men svag ökning q-o-q. Den svaga utvecklingen kan förklaras av Anglers fokus på kvalitativa kunder snarare än kvantitet av kunder.

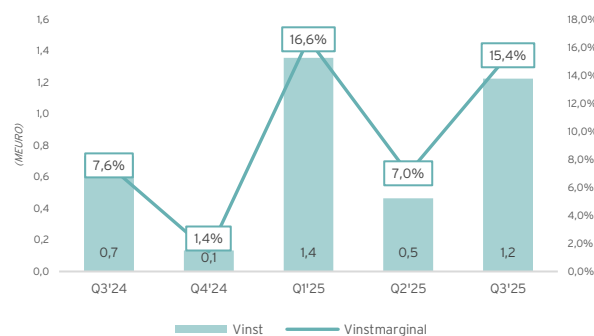
En viktig aspekt i Anglers turn-around-arbete de senaste åren har varit den fortsatta utveckling av den egenutvecklade spelplattformen, som nu får en alltmer central roll i affärsmodellen. Bolaget har utvecklat flertalet delar i plattformen som exempelvis CRM-modul, churn-prevention tool och verktyg för effektivare kundanskaffning. Kalita lyfte att plattformen fortsatt kommer att vara ett prioriterat fokusområde, där Angler planerar att addera fler moduler för att differentiera sig ytterligare mot konkurrenter.

En intressant tillväxtoption framgen är Marlin Media som är Angler Gamings satsning inom affiliation. Den 17 november lanserade bolaget sin första egenutvecklade AI-drivna casinosökmotor under marvn.ai, vilket enligt Kalita är en relativt unik produkt. Marlin Media har samtidigt stärkt sitt team med tekniska nyckelkompetenser och utökat sin databas till över 300 partnerskap med ledande iGaming-varumärken. Bolaget siktar på att nå lönsamhet under Q1'26, och kan komma att bli en tillväxt drivare för Angler under 2026 och framåt.

Nettoomsättning och EBIT



Vinst och vinst-marginal



Utfall vs Estimat

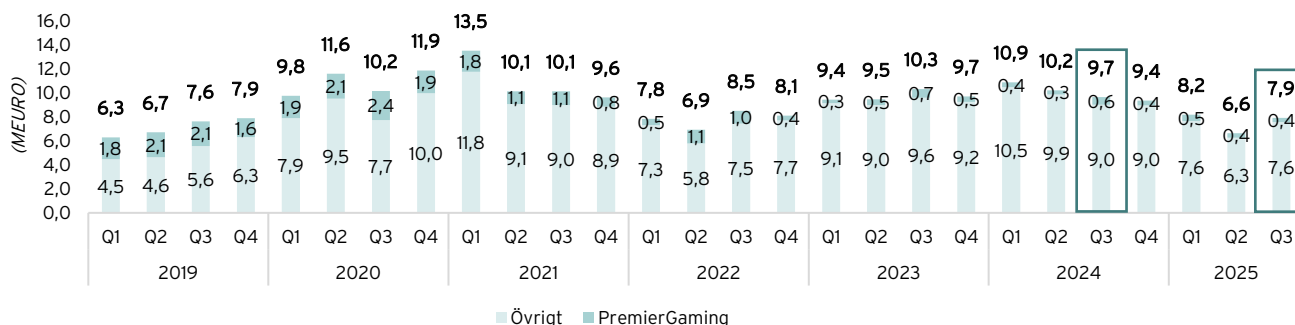
Våra estimat låg i linje med utvecklingen vi såg i Q2'25, men Angler inkom avsevärt bättre på samtliga punkter. Kvartalet var i linje med Q1'25, vilket var mycket positivt. Sammanfattningsvis ett kvartal långt över vad vi hade estimerat och förväntat oss på samtliga punkter.

(MEURO)	Estimat Q3'25	Utfall Q3'25	Differens
Nettoomsättning	6,73	7,93	+17,8%
Tillväxt y-o-y	-35,0%	-17,9%	+17,1pp
Bruttoresultat	2,85	3,72	+30,5%
Bruttomarginal	42,3%	47,0%	+4,7pp
Rörelsekostnader	2,05	2,03	-1,0%
EBIT	0,80	1,70	+112,5%
EBIT-marginal	11,8%	21,4%	+9,6pp
Vinst	0,42	1,22	+190,5%
Vinstmarginal	6,3%	15,4%	+9,1pp

Stark återhämtning för B2B-delen

Nettoomsättningen för det tredje kvartalet uppgick till 7,9 MEUR (9,7), en minskning med 17,9 % y-o-y men en tydlig sekventiell förbättring med 19,4 % q-o-q. Den lägre omsättningen jämfört med föregående år förklaras främst av de omförhandlade B2B-avtalen som trädde i kraft vid årsskiftet, samt en fortsatt svag Hold. Hold uppgick till 51,0 % (57,5), vilket motsvarar en nedgång med 6,5 procentenheter y-o-y men en viss återhämtning q-o-q. Den nya B2B-modellen innebär lägre intäkter men betydligt bättre kostnadseffektivitet, vilket också avspeglas i kvartalets starka bruttomarginal. PremierGaming utgjorde 4,5 % (6,6) av intäkterna i kvartalet, vilket motsvarade 0,4 MEURO (0,6). Andelen intäkter från övriga delar i Angler uppgick till 7,6 MEURO (9,0), vilket var en minskning om 16,1 %.

Segmentsfördelning av intäkter, 2019-2025



PremierGaming står och stampar

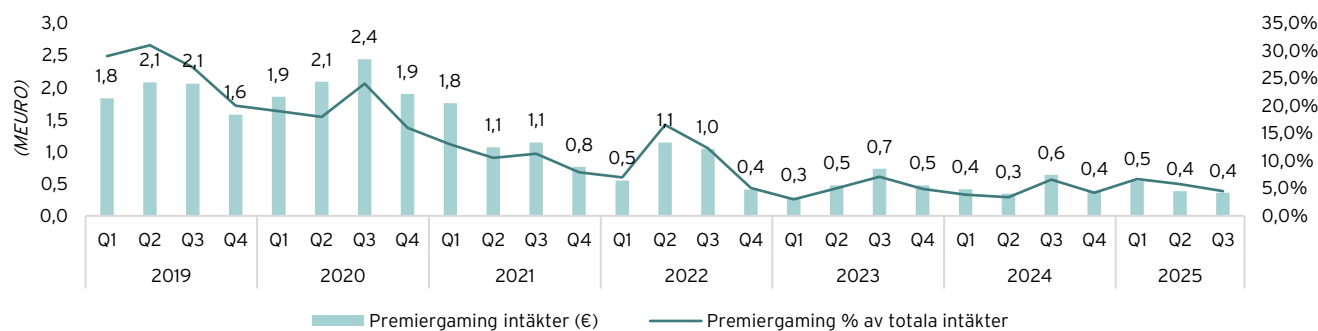
PremierGaming är Angler Gamings B2C-bolag med inriktning på Sverige och övriga Norden. Under Q3'25 stod PremierGaming för 4,5 % av koncernens totala intäkter, vilket innebär en fortsatt låg andel av helheten. Intäkterna uppgick till cirka 0,4 MEURO, en nedgång med 43,9 % y-o-y. PremierGamings utveckling har därmed ännu inte tagit fart och intäktsnivån ligger kvar kring 0,5 MEURO per kvartal, vilket varit fallet sedan Q4'22.

Under Q3'25 reducerades marknadsföringsinsatserna tillfälligt för att analysera kundernas livstidsvärde. Analysen visade att bolaget attraherar en lönsam kundgrupp bestående av sällanspelare. Efter positiva resultat har PremierGaming under Q4'25 successivt ökat sina marknadsinvesteringar, framför allt i Sverige. Arbetet är tydligt datadrivet där kampanjer testas, utvärderas och justeras löpande. Marknadsföringen är huvudsakligen koncentrerad till tv och sociala medier med fokus på att optimera kundanskaffningskostnaden och säkerställa en långsiktig hållbar avkastning.

PremierGaming har under senare år varit ett strategiskt fokusområde och bolaget har prioriterat traditionell marknadsföring i svenska medier samtidigt som man avslutat affiliateavtal som inte ansågs förenliga med den nya inriktningen. Strategin har reducerat kostnaderna men avslutade affiliatesamarbeten har samtidigt haft en negativ effekt på intäkterna.

Vår bedömning har varit att satsningen på PremierGaming kan bidra till högre intäkter över tid men att effekten skulle materialiseras långsamt. Intäkterna är fortsatt låga trots nysatsningen och lanseringen av den uppdaterade versionen av Pronto Casino under 2024. Det är alltjämt svårt att bedöma när en möjlig tillväxtfas kan inledas. ProntoCasino.se har kompletterats med lotteribetting och sportbok men även detta, i kombination med ökade marknadsinsatser, har ännu inte resulterat i någon tydlig omsättningstillväxt. Vi ser därför PremierGaming framför allt som en långsiktig option på framtida tillväxt medan den viktigaste drivkraften för koncernen framåt bedöms vara att B2B-verksamheten accelererar.

PremierGamings intäkter och andel av totalen, 2019-2025



Starkaste bruttomarginalen sedan 2018

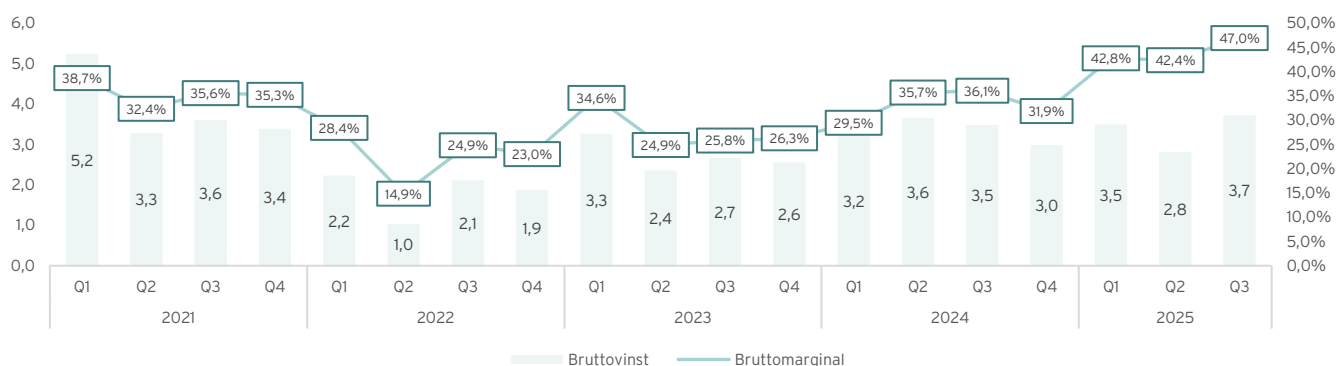
Bruttomarginalen uppgick under Q3'25 till 47,0 % jämfört med 36,1 % samma kvartal föregående år, där förbättringen i huvudsak var hänförlig till de omförhandlade B2B-avtalen som infördes under 2025. Anglers B2B-partners står numera för samtliga kostnader relaterade till betalningslösningar och drift, vilket innebär en strukturell förbättring av marginalprofilen och försvårar jämförelser med perioder före avtalsförändringen. Jämfört med Q2'25 steg bruttomarginalen med 4,6 procentenheter. Bruttovinsten uppgick till 3,7 MEURO, motsvarande en ökning om 6,8 % y-o-y och 32,3 % q-o-q.

Utöver effekterna från de nya B2B-avtalen bidrog även plattformens förbättrade CRM-moduler och affiliateverktyg till en mer gynnsam kundmix samt effektivare och billigare kundanskaffning. Enligt Kalita har dessa moduler haft märkbar påverkan på cost of sales genom att attrahera kunder med högre kvalitet och längre livslängd, samtidigt som mer bonusdrivna och kostnadsintensiva kunder i mindre utsträckning tillkommer. Detta har stärkt bruttomarginalen ytterligare.

De kundrelaterade KPI:erna uppvisade fortsatt en betydande minskning y-o-y men en viss förbättring q-o-q. Den tidigare kraftiga nedgången under H1'25 bedöms inte bero på operatörsbytet inom Starfish Media, utan enligt Kalita var den främst en följd av att bolaget avsiktligt minskade marknadsföringsaktiviteterna, framför allt inom PremierGaming. Han understryker att det finns en tydlig koppling mellan perioder med hög kundanskaffning och lägre bruttomarginal, då aggressiva kampanjer driver upp cost of sales i både B2B- och B2C-segmenten.

Angler lämnar ingen prognos för bruttomarginalen, men Kalita framhåller att ytterligare sänkningar av cost of sales fortsatt är ett prioriterat fokusområde. Han betonar samtidigt att en stark bruttomarginal är ett av koncernens viktigaste KPI:er eftersom den skapar operativ flexibilitet, möjliggör investeringar i produktutveckling och ger bolaget handlingsutrymme i såväl B2B som B2C. Effekterna av den nya B2B-modellen syns tydligt i marginalnivån under 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

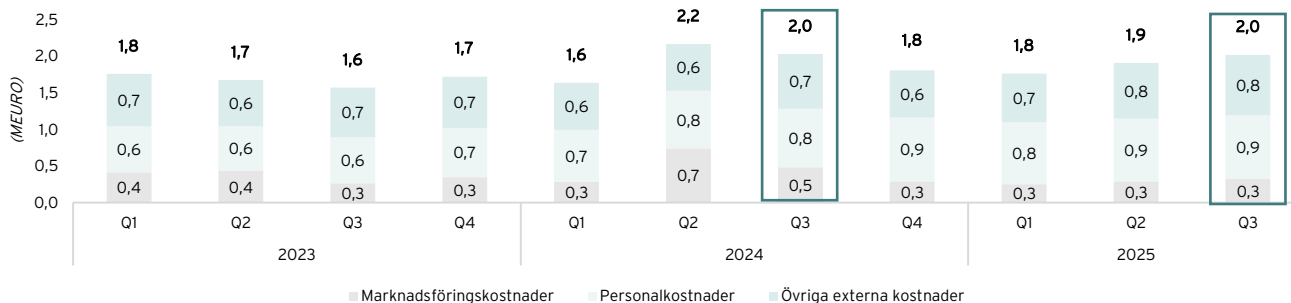
Avgifterna mellan olika betalningsleverantörer skiljer sig och således påverkas cost of sales av vilken betalningslösning som kunderna använder,

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

Imponerande kostnadskontroll

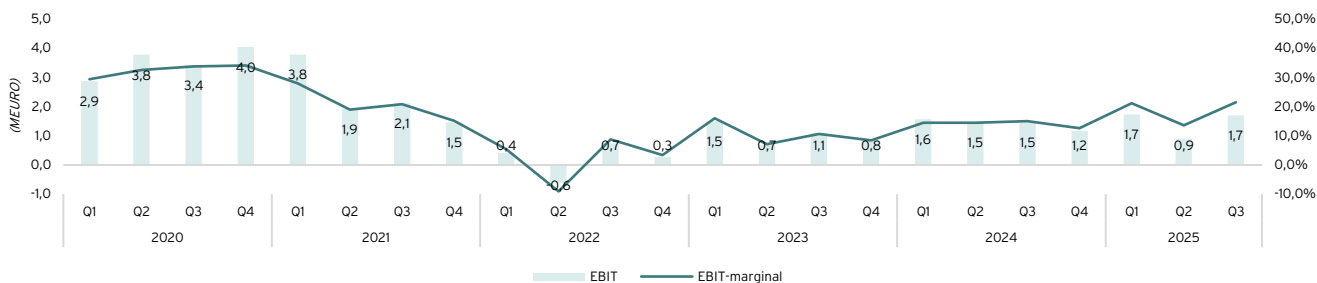
Angler har under lång tid uppvisat god kostnadskontroll och OPEX har legat på stabila nivåer de senaste åren. Även under Q3'25 fortsatte denna utveckling och rörelsekostnaderna uppgick till 2,0 MEURO, vilket var oförändrat y-o-y. Bolaget har successivt stärkt organisationen för att stabilisera verksamheten, bland annat genom att minska personberoendet och förstärka kompetensen inom teknisk utveckling, AML och ansvarsfullt spelande. Vår bedömning är att OPEX kommer att fortsätta utvecklas stabilt och inte öka nämnvärt framöver.

Utveckling av rörelsekostnader, 2023-2025



EBIT uppgick under Q3'25 till 1,7 MEURO (1,4), motsvarande en ökning om 16,8 % y-o-y. EBIT-marginalen stärktes till 21,4 % (15,0), vilket återspeglar effekterna av de omförhandlade B2B-avtalen. Marginalen förbättrades markant jämfört med Q2'25 då den uppgick till 13,6 %, men var i linje med Q1'25 som låg på 21,2 %. Utvecklingen drevs av en stark bruttomarginal i kombination med fortsatt god kostnadskontroll.

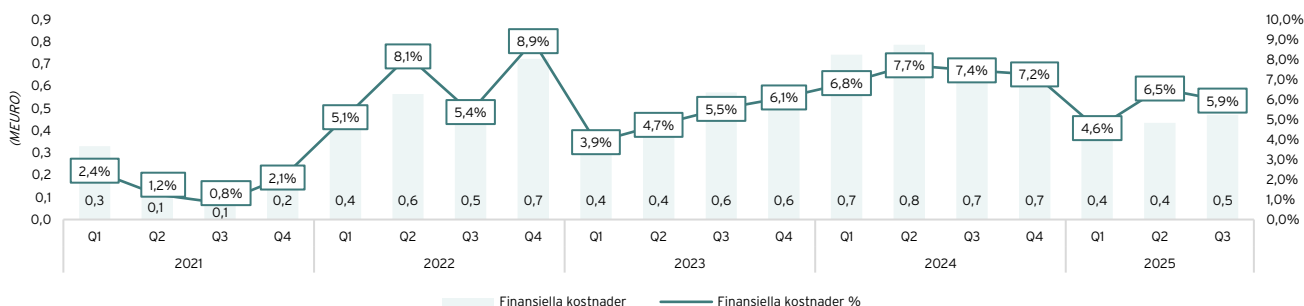
EBIT och EBIT-marginal, 2018-2025



Vinsten uppgick till 1,2 MEURO (0,7) och var en förbättring med 67,3 % 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 0,5 MEUR (0,7), men var fortsatt relativt höga i relation till nettoomsättningen om än en tydlig förbättring jämfört med nivåerna under 2024. 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. 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 5,9 % (7,4) av nettoomsättningen, vilket var en minskning y-o-y och q-o-q.

Finansiella kostnader i relation till nettoomsättning, 2019-2025



Key Performance Indicators

Angler Gaming rapporterar ett antal operativa KPI:er som kompletterar de finansiella resultaten. Kunddeponeringarna ökade med 9,8 % y-o-y och 4,0 % q-o-q, vilket indikerar fortsatt god aktivitet på plattformen. Net Game Win minskade med 2,5 % y-o-y men ökade 12,0 % q-o-q. Den svagare utvecklingen y-o-y förklaras av en lägre Hold-nivå i kvartalet.

Kunddeponeringar = Summan pengar som satts in av kunder.

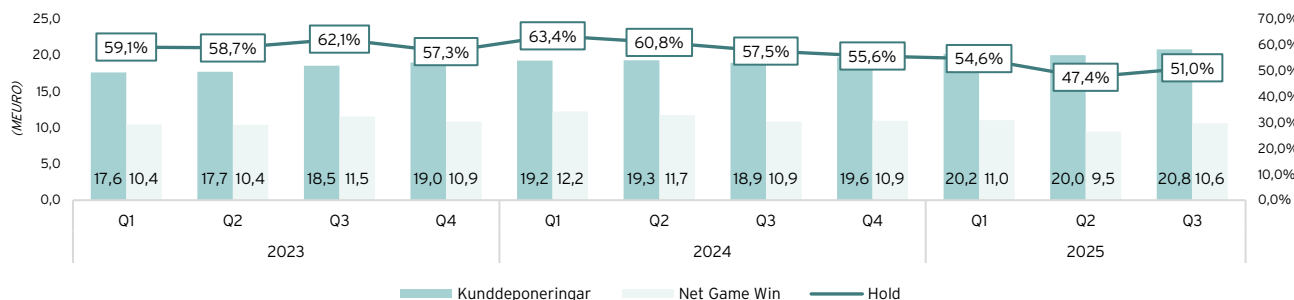
Net Game Win = Totala spelinsatser - totala vinster.

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

Hold uppgick till 51,0 % jämfört med 57,5 % samma kvartal föregående år, vilket innebär en markant minskning y-o-y men en tydlig förbättring jämfört med Q2'25, då nivån var 47,4 % och den lägsta sedan Q1'20. Hold påverkas naturligt av spelutfall och en lägre nivå innebär att spelarna vunnit mer under perioden. Då både aktiva kunder och nya kunder minskade kraftigt y-o-y är vår bedömning att spelarbasen under kvartalet i större utsträckning bestod av mer erfarna spelare. En sådan förändring i mix tenderar att öka variansen och kan leda till större utslag i Hold när dessa spelare vinner mer.

Samtidigt steg kunddeponeringarna till 20,8 MEURO (18,9), vilket är den högsta nivån sedan 2021. Detta är positivt ur ett framåtblickande perspektiv eftersom framtida intäkter genereras från deponerade medel. Vår bedömning är att de starka deponeringarna, i kombination med utvecklingen av bolagets CRM-moduler och kundanskaffningsverktyg, bidrar till en mer robust underliggande aktivitet och förbättrade förutsättningar för intäktstillväxt över tid.

Kunddeponeringar, Net Game Win och Hold, 2023-2025



Under kvartalet minskade antalet aktiva kunder med 45,8 % y-o-y till 28 267 (52 152). Även antalet nya registrerade kunder och nya deponerande kunder utvecklades negativt med minskningar om 66,0 % respektive 22,6 % y-o-y. Utvecklingen var däremot positiv q-o-q, vilket indikerar att den svagaste perioden sannolikt inträffade under H1'25.

Vi bedömer att nedgången främst berodde på en mer återhållsam kundanskaffning samt färre kampanjer och bonusar under kvartalet, i kombination med minskad generell marknadsföring. Detta ligger i linje med bolagets uttalade prioritering av kostnadskontroll och förbättrad lönsamhet framför volymtillväxt. Den initiala hypotesen att minskningen kunde bero på att flera kasinosajter tidigare opererade under Starfish Media bytte licensstruktur visade sig enligt Kalita inte vara en relevant faktor. I stället förklarade han utvecklingen med att bolaget avsiktligt skruvat ned kundanskaffningen inom bland annat PremierGaming.

Vår bedömning är att den lägre nivån av nya kunder beror på det förändrade fokuset i kundanskaffning, där bolaget försöker attrahera mer kvalitativa kunder snarare än kvantitet i form av till exempel många bonusdrivna spelare. Det är samtidigt positivt att kundtillströmningen stärktes q-o-q, vilket kan indikera att bolagets mer selektiva och datadrivna marknadsföring gradvis börjar ge effekt.

Kundutveckling, 2020-2025



Sammantaget var utvecklingen för Anglers kundrelaterade KPI:er svag under kvartalet, även om kunddeponeringarna fortsatte att uppvisa en stabil nivå. Hold var betydligt lägre än de nivåer som noterats under 2023 och 2024, även om den förbättrades jämfört med Q2'25. De kundrelaterade KPI:erna tenderar att fluktuera mellan kvartal beroende på bolagets fokus på kundanskaffning, kampanjer, bonusstrukturer och marknadsföringsinsatser.

De två KPI:er vi bedömer som mest centrala är kunddeponeringar och Hold. Kunddeponeringarna illustrerar inflödet av pengar till plattformen och utgör grunden för framtida intäkter, och denna indikator fortsätter att ligga på en hög nivå. Hold är samtidigt avgörande för den kortsiktiga intäktutvecklingen. Den lägre nivån i kvartalet bedöms huvudsakligen vara kopplad till ovanligt stora spelarvinster, något som historiskt har varit temporärt och inte är en faktor Angler själva kan påverka. En stabilisering av Hold framöver skulle därmed snabbt kunna lyfta Net Game Win, givet de fortsatt starka kunddeponeringarna.

Kundutveckling, 2024-25

	Q3'24	Q4'24	Q1'25	Q2'25	Q3'25
Active Customers	52 152	58 314	41 439	27 528	28 267
<i>Tillväxt y-o-y</i>	<i>9,0%</i>	<i>13,4%</i>	<i>-28,2%</i>	<i>-43,5%</i>	<i>-45,8%</i>
<i>Sekventiell tillväxt q-o-q</i>	<i>7,0%</i>	<i>11,8%</i>	<i>-28,9%</i>	<i>-33,6%</i>	<i>2,7%</i>
New Registered Customers	47 985	77 879	38 853	14 458	16 331
<i>Tillväxt y-o-y</i>	<i>-13,1%</i>	<i>30,9%</i>	<i>-22,1%</i>	<i>-56,2%</i>	<i>-66,0%</i>
<i>Sekventiell tillväxt q-o-q</i>	<i>45,5%</i>	<i>62,3%</i>	<i>-50,1%</i>	<i>-62,8%</i>	<i>13,0%</i>
New Depositing Customers	10 203	16 401	11 335	7 506	7894
<i>Tillväxt y-o-y</i>	<i>-39,4%</i>	<i>13,7%</i>	<i>-6,6%</i>	<i>-19,9%</i>	<i>-22,6%</i>
<i>Sekventiell tillväxt q-o-q</i>	<i>8,8%</i>	<i>60,7%</i>	<i>-30,9%</i>	<i>-33,8%</i>	<i>5,2%</i>

Marlin Media lanserar marvn.ai

Marlin Media är Anglers helägda affiliatebolag och utgör koncernens satsning på att bygga en kompletterande, skalbar intäktsvertikal med hög lönsamhet. Bolaget befinner sig fortsatt i ett uppbyggnadsskede och Angler investerar omkring 60 000 EUR per månad för att stödja expansionen. Målsättningen är att Marlin Media ska nå break-even under Q1'26, och utvecklingen följer i dagsläget den plan som fastställdes vid lanseringen. Satsningen ses främst som en långsiktig tillväxtpotential med potential att addera en mer diversifierad intäktsmix till koncernen över tid.

Initialt fokuserade Marlin Media på spansktalande och portugisisktalande marknader genom plattformarna fiebredecasino.com och febredecasino.com. Under 2025 har bolaget tagit flera steg i sin internationaliseringsstrategi och lanserat tre ytterligare sajter riktade mot tyska, polska och franska användare. Bolaget driver därmed fem aktiva innehållsplattformar som erbjuder recensioner, guider och casino-relaterade nyheter, med fokus på livecasino och poker. Den egenutvecklade casinodatabasen omfattar nu över 3 000 operatörer, vilket ger en bred täckning och god teknisk grund för vidare innehållsskalning.

Under året har Marlin Media förstärkt sin tekniska plattform genom lansering av ett nytt innehållshanteringssystem, en databasplattform samt AI-drivna verktyg för driftoptimering och automatiserad innehållsanpassning. I november 2025 nådde satsningen en viktig milstolpe med lanseringen av marvn.ai, en AI-baserad samtalsdriven sökmotor för casino- och bonusjämförelser. marvn.ai representerar ett tydligt steg i bolagets teknikledda strategi och positionerar Marlin Media på den snabbväxande marknaden för AI-baserad lead generation. I samband med lanseringen breddades även antalet kommersiella partnerskap till över 300 ledande iGaming-varumärken.

Marlin planerar att vidareutveckla marvn.ai under 2026 med fler användarfokuserade funktioner, utökad dataintegration och stöd för fler speltyper. Plattformens långsiktiga vision är att etablera marvn som en föredragen källa för casinorelaterad information i Europa. Givet den tekniska utvecklingstakten, den ökande datakapaciteten och den geografiska expansionen bedömer vi att Marlin Media har potential att bli ett allt viktigare tillväxtbidrag i Anglers portfölj på några års sikt.

B2B-samarbeten och utveckling av plattformen

B2B-segmentet fortsätter att vara Anglers mest strategiskt viktiga affärsområde och den del av verksamheten som enligt vår bedömning har störst potential att återställa koncernens tillväxt på kort sikt. Kalita betonar i intervjun att bolaget har ett konkurrenskraftigt och allt mer modulärt erbjudande, vilket stärker positionen gentemot potentiella partners. Det är dock relativt oklart hur nykundsanskaffningen fortlöper, då Kalita inte velat ge mer information kring detta.

Under kvartalet och perioden därefter har Angler fortsatt att utveckla sin egenutvecklade iGaming-plattform. Ett viktigt steg var integrationen av ett modernt tredjepartsverktyg för prediktiv churn-prevention, vilket förbättrar möjligheten att behålla spelare. Bolaget arbetar även löpande med att expandera spelutbudet, förbättra back-end-funktionalitet, fördjupa rapporteringsverktygen och öka plattformens hastighet och stabilitet för slutanvändarna.

Vår bedömning är att de förbättringar som genomförts inom CRM, churn-prevention, affiliateoptimering och betalningsflöden sammantaget gör plattformen mer attraktiv för nya partners. Vi bedömer därför att B2B-segmentet utgör den tydligaste drivkraften för tillväxt under de kommande kvartalen och är också det absolut största segmentet i nuläget.

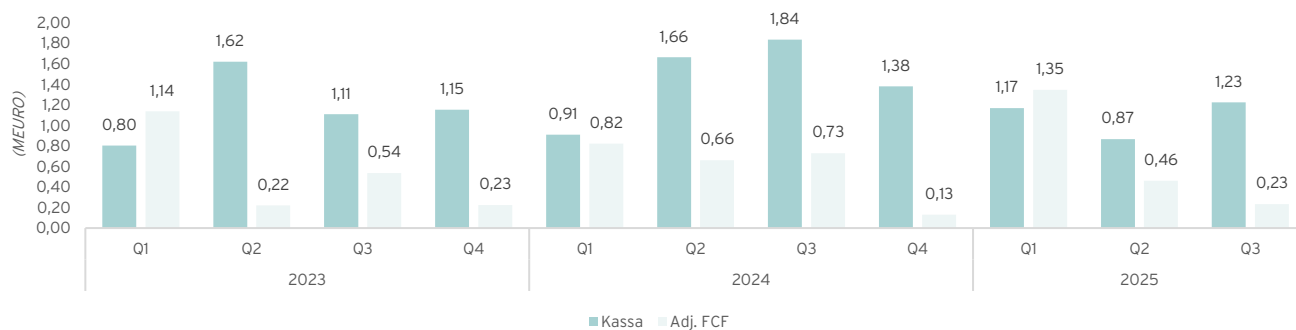
Finansiell ställning och kassaflöden

Kassan vid utgången av det första kvartalet var cirka 1,1 MEURO (1,8). Den lägre nivån jämfört med föregående år förklaras av utdelningen om 1,0 MEURO som gjordes föregående kvartal. Angler Gaming är numera skuldfritt, vilket innebär att bolaget hade en nettokassa om 0,9 MEURO.

<i>Kassa</i>	<i>Räntebärande skuld</i>	<i>Nettoskuld</i>
1,1 MEURO	0,0 MEURO	-1,1 MEURO

Det löpande kassaflödet före förändringar i rörelsekapital uppgick till 1,2 MEURO (0,7) och efter förändringar i rörelsekapital till 0,7 MEURO (0,2). Det fria kassaflödet för Q3'25 uppgick till 0,2 MEURO (0,2), medan justerat fritt kassaflöde (kassaflöde från den löpande verksamheten före förändringar i rörelsekapital - CAPEX) uppgick till 1,2 MEURO (0,7).

Kassa och justerat FCF, 2023-2025



Nuläge och outlook

Angler fortsätter att prioritera förbättrad kostnadsstruktur, där ett av huvudmålen är att optimera cost of sales och därmed stärka bruttomarginalen. Bolaget arbetar även aktivt med att minska de finansiella kostnaderna i relation till intäkterna, vilka fortsatt är höga sett till intäktbasen men visar tecken på förbättring. Tillväxtstrategin vilar på fyra huvuden: ett stärkt och utvidgat B2B-erbjudande, en mer datadriven satsning på PremierGaming, en teknikledd expansion inom affiliate-verksamheten samt vidareutveckling av sportbokssegmentet.

Under 2025 implementerade Angler en ny affärsmodell för B2B där partners från och med den 1 januari står för samtliga kostnader relaterade till betalningslösningar och drift. Detta har reducerat Anglers intäkter men samtidigt medfört en strukturell förbättring av bruttomarginalen. Jämförbarheten med historiska kvartal är därför begränsad, men vår bedömning är att modellen på sikt bidrar positivt till lönsamheten genom högre marginaler, lägre kostnadsrisk och ett mer skalbart erbjudande.

Trading update inför Q4'25 visade att den genomsnittliga dagliga net gaming revenue för Q4'25, fram till och med den 10 november, var 2,0 % lägre än motsvarande nivå för hela Q4'24. Samtidigt var den genomsnittliga dagliga net gaming revenue 1,0 % högre än genomsnittet under hela Q3'25, vilket indikerar att det svaga Q2-resultatet sannolikt var en engångseffekt snarare än en trend. Detta stöds av en återhämtning i flera operativa KPI:er, högre intäkter samt en tydligt starkare bruttomarginal i Q325.

Vi justerar våra estimat för både nettoomsättning och lönsamhet framåt, då Q3'25 kom in över våra förväntningar och visade på en mer robust marginalprofil än tidigare antagit. Vår bedömning är att Angler står inför en period där framför allt B2B-projekt, tekniska förbättringar i plattformen och en stabil kostnadsstruktur kan bidra till återhämtad tillväxt.

Satsningen på PremierGaming fortlöper men förblir på en låg nivå, och vi räknar inte med någon större acceleration i närtid. Däremot bedömer vi att Marlin Media, trots att bolaget befinner sig i ett tidigt skede, utgör en intressant tillväxtoption på längre sikt. Lanseringen av marvn.ai, den AI-drivna casinosökmotorn, markerar ett viktigt steg i bolagets ambition att bygga en skalbar och teknikledd affiliate-verksamhet med potential att bidra mer materiellt till koncernens intäkter från 2026 och framåt.

Värdering

Key stats, SEK

Antal aktier	74 984 995	Börsvärde (MSEK)	241,5
Aktiekurs (SEK)	3,22	Nettoskuld* (MSEK)	-12,1
		Enterprise value (MSEK)	229,4

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

EUR/SEK: 11,18

Key stats, €

Antal aktier	74 984 995	Börsvärde (MEUR)	22,1
Aktiekurs (EUR)	0,29	Nettoskuld* (MEUR)	-1,1
		Enterprise value (MEUR)	21,0

Rullande 12 månader

Nettoomsättning	351,6 MSEK	P/S	0,7
EBIT	60,3 MSEK	EV/EBIT	3,8
Vinst	34,8 MSEK	P/E	6,9
Adj. FCF	22,4 MSEK	EV/Adj. FCF*	10,2

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

Historiskt snitt

	P/S	EV/EBIT	P/E	P/FCF
Snitt 3 år	0,7	8,6	-2,7	7,9
Snitt 5 år	1,4	8,6	3,9	11,2
Snitt 7 år	1,7	8,9	5,9	12,8

Nyckeltal (R12)

Bruttomarginal	EBITDA-marginal	EBIT-marginal	Vinstmarginal
40,6%	17,2%	17,1%	9,9%
OPCF-marginal	FCF-marginal	ROE	ROIC
0,2%	0,0%	28,9%	32,1%

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, något högre än till exempel 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 10x vinster som är en relativt låg värdering 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 stärkt 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	28,2%	21,9	-27,2%	<i>neg.</i>	-190,6%
bet-at-home.com	0,4	-1,8%	13,5	-161,5%	<i>neg.</i>	-181,4%
Betsson	1,5	13,8%	4,7	17,7%	9,0	14,6%
Better Collective	1,8	30,0%	16,2	7,0%	23,9	-2,8%
Catena Media	0,3	-17,2%	0,8	-34,0%	<i>neg.</i>	-200,4%
Entain PLC	0,9	7,7%	16,0	-10,3%	<i>neg.</i>	-240,3%
Flutter Entertainment	2,2	26,6%	4,0	49,6%	4,7	16,7%
GAN Ltd	1,3	12,8%	7,3	14,6%	13,7	9,2%
Gentoo Media	2,3	20,7%	27,9	7,7%	<i>neg.</i>	-226,0%
La Francaise Des Jeux	0,9	12,9%	5,0	31,3%	11,4	18,4%
Lottomatica Group	2,3	41,7%	6,6	50,7%	37,1	36,9%
PENN Entertainment	0,3	13,8%	19,4	1,1%	<i>neg.</i>	-4,8%
Raketech	0,2	4,2%	1,3	-8,4%	<i>neg.</i>	-249,0%
Rush Street Interactive	1,5	30,7%	12,6	23,0%	52,2	103,6%
Super Group	2,9	13,7%	14,3	10,2%	28,8	2,3%
Medel	1,3	15,9%	11,4	-1,9%	22,6	-72,9%
Median	1,3	13,8%	12,6	7,7%	18,8	-2,8%
Angler Gaming	0,7	-5,8%	3,8	-17,1%	6,9	-22,7%

Estimat

(MEURO)	2022	2023	2024	2025E	2026E
Nettoomsättning	31,4	38,9	40,1	30,6	32,5
% y-o-y	-27,6%	24,0%	3,0%	-23,7%	6,2%
EV/S	0,7	0,5	0,5	0,7	0,6
Bruttoresultat	7,3	10,8	13,3	13,5	14,3
Bruttomarginal	23,1%	27,9%	33,2%	44,1%	43,9%
% y-o-y	-52,9%	48,5%	23,0%	1,2%	5,6%
EV/GP	2,9	1,9	1,6	1,6	1,5
Rörelsekostnader	-6,5	-6,8	-7,7	-7,8	-8,4
% y-o-y	3,2%	3,9%	13,5%	1,9%	7,5%
EBIT	0,8	4,1	5,7	5,7	5,9
EBIT-marginal	2,5%	10,5%	14,1%	18,6%	18,0%
% y-o-y	-91,7%	427,3%	38,5%	0,3%	3,0%
EV/EBIT	27,0	5,1	3,7	3,7	3,6
Vinst	-3,4	2,1	2,4	4,0	4,4
Vinstmarginal	neg.	5,4%	5,9%	13,2%	13,4%
% y-o-y	neg.	n/a	12,6%	69,5%	8,2%
P/E	neg.	10,4	9,3	5,5	5,1

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)
2026E	10	47,7	477,2	6,13
Säkerhetsmarginal (30%)	10	33,4	334,0	4,29

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

Potentiell avkastning

	Huvudscenario			Säkerhetsmarginal (50%)		
	Faktor	Procent	CAGR	Faktor	Procent	CAGR
2026E	1,98	97,6%	72,5%	1,38	38,3%	29,7%

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	286,3	3,68	18,6%	200,4	2,57	-17,0%
7	334,0	4,29	38,3%	233,8	3,00	-3,2%
8	381,8	4,90	58,1%	267,2	3,43	10,7%
9	429,5	5,52	77,9%	300,6	3,86	24,5%
10	477,2	6,13	97,6%	334,0	4,29	38,3%
11	524,9	6,74	117,4%	367,4	4,72	52,2%
12	572,6	7,35	137,2%	400,8	5,15	66,0%
13	620,4	7,97	156,9%	434,3	5,58	79,9%
14	668,1	8,58	176,7%	467,7	6,01	93,7%

Estimat - kvartalsvis 2025 och årsvis

	Q1'25A	Q2'25A	Q3'25	Q4'25E
Nettoomsättning	8,2	6,6	7,9	7,9
Tillväxt y-o-y	-24,8%	-35,0%	-17,9%	-16,1%
Bruttoresultat	3,5	2,8	3,7	3,5
Bruttomarginal	42,8%	42,4%	47,0%	44,0%
Rörelsekostnader	-1,8	-1,9	-2,0	-2,1
EBIT	1,7	0,9	1,7	1,4
EBIT-marginal	21,2%	13,6%	21,4%	17,3%
Finansnetto	-0,4	-0,4	-0,5	-0,4
Vinst	1,4	0,5	1,2	1,0
Vinstmarginal	16,6%	7,0%	15,4%	12,5%

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