



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Betting | Sverige | 11 November 2021

Angler Gaming

Fortsatt tuffa siffror

Fortsatt tuffa siffror

Omsättningen i kvartalet uppgick till EUR 10,1m jämfört med våra estimat om 11,2m. Avvikelsen förklaras till stor del av att payout ratio (RTP) var över det historiska snittet i september månad. Bolaget såg en sekventiell tillväxt i juli och augusti som sedan vände. EBIT uppgick till EUR 2,1m mot estimatet om EUR 2,8m. Intäkterna de 35 första dagarna i Q4 var 13,7% lägre än Q4'21. Förklaringen ligger i en fortsatt hög RTP.

Bevisbördan hos bolaget

Trots en stigande bruttomarginal samt att Q4 rensat för en onormalt hög RTP indikerar en start på kvartalet i linje med föregående år sänker vi intäktsestimaten med 5% på innevarande år och EBIT med 9%. Kommande två år sänker vi intäkter med ca 13% och EBIT med 16%. Detta trots stärkt bruttomarginal Q/Q samt en vändande trend i deponier. Givet de senaste kvartalens turbulens ligger bevisbördan nu hos bolaget.

Höjd riskpremie

Vi sänker vårt motiverade värde till 14–15 kr. Detta baserat på vår DCF med stöd av en relativvärdering. Vår DCF indikerar ett något högre värde men vi anser att en multiplexpansion inte kan ske innan bolaget operationellt visar att skutan har vänt. Vi vill se att bolagets JV inom affiliation på den sydamerikanska marknaden börjar generera intäkter under Q1'22 innan vi tar hänsyn till detta i vår värdering.

Kommande händelser		Prognos (EUR)				Värde och risk		
Q4'21 rapport	2022-02-17	20	21e	22e	23e	Motiverat värde	14.0 - 15.0	
Bolagsfakta (EURm)		Omsättning, mkr	43	44	48	55	Aktiekurs	€1.0
Antal aktier	75m	Tillväxt	52%	1%	10%	13%	Riskenivå	Medium
Börsvärde	75	EBITDA, mkr	14.1	10.4	11.5	13.6	Kursutveckling 12 mån	
Nettoskuld	(3)	EBIT, mkr	14	10	12	14		
EV	72	EPS, justerad	0.2	0.1	0.1	0.2		
Free float	90%	EPS tillväxt	78%	(17)%	14%	16%		
Daglig handelsvolym, snitt	534(k)	EK/aktie	0.2	0.2	0.3	0.3		
Reuters/Bloomberg	ANG.ST/ANGL SS	Utdelning/aktie	0.1	0.1	0.1	0.1		
		EBIT-marginal	32.5%	23.7%	24.4%	24.9%		
		ROE	70.0%	56.4%	52.3%	53.1%		
		ROCE	83.5%	59.5%	55.5%	56.0%		
		EV/Sales	1.7x	1.6x	1.5x	1.3x		
		EV/EBITDA	5.1x	6.9x	6.2x	5.3x		
		EV/EBIT	5.1x	6.9x	6.1x	5.3x		
		P/E, justerad	6.5x	7.8x	6.9x	5.9x		
		P/EK	4.6x	4.4x	3.6x	3.1x	Analytiker	
		Direktavkastning	12.0%	9.0%	9.4%	10.1%	rikard.engberg@penser.se	
		FCF yield	7.9%	8.8%	7.7%	8.2%		
		Nettosk./EBITDA	(0.7)g	(1.2)g	(1.3)g	(1.3)g		



Sammanfattning

Fortsatt tuffa siffror

Investment Case

Angler Gaming är aktivt inom igaming-industrin, en konjunkturokänslig bransch med hög strukturell tillväxt. Vi bedömer att industrin kommer att växa med 8–12% per år de kommande åren drivet av ett skifte från landbaserat spel och en ökad mobil- och internetpenetration. Angler Gaming bedriver sin verksamhet på marknader till vilka många av de internationella aktörerna inte når vilket resulterar i höga marginaler och stabil tillväxt. Vi ser ett motiverat värde på 14–15 kr per aktie. Den starka kassaflödesgenereringen samt den stabila balansräkningen gör att vi ser en medelhög risk i bolaget.

Bolagsprofil

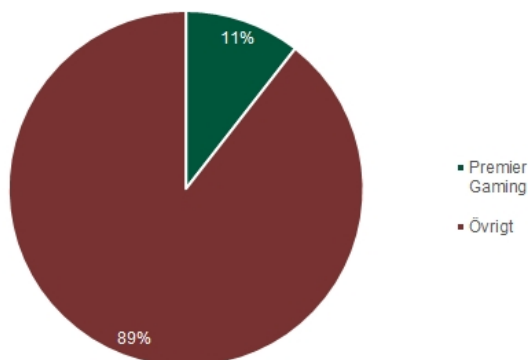
Den internationella igaming-marknaden uppgick 2017 till 47 miljarder USD och väntas växa med ca 12–15% årligen. Vi ser framförallt två drivkrafter bakom denna utveckling. Den första är att igaming som andel av totalt spelande fortfarande är relativt låg. I Sverige och UK som anses vara bland de mest mogna marknaderna uppgick penetrationen till ca 50–70%. I många av Angler Gamings marknader uppgår den till mindre än 10%. Vidare bedömer vi att den vertikala där Angler är aktiva, casinospel, har lägst onlinepenetration vilket talar för fortsatt tillväxt i övre delen av tillväxtspannet. Dessutom bedömer vi att onlinespelande har relativt låg korrelation med den allmänna konjunkturen. Under 2008–2009 växte spelöverskottet i UK och Irland medan ekonomin i stort krympte.

Angler Gaming visar starka operationella nyckeltal genom hela balans- och resultaträkningen. Ett nyckeltal som sticker ut är att man har branschens högsta EBIT per anställd. Vi tror detta är möjligt av två anledningar, den första är att man genom att äga sin egen plattform kan hålla nere kostnaderna. Många andra mindre bolag i sektorn använder sig av en tredjepartsplattform som betalas med en del av spelöverskottet. Den andra anledningen är att man genom ett litet och dedikerat team klarar av att vara snabbfotade med lansering av nya produkter samt i valet av marknader. I Q3'18 lanserade man det nya dotterbolaget PremierGaming som gått ifrån att stå för 0 till 13% av omsättningen. Tillväxten för PremierGaming har varit imponerande samtidigt som övrig verksamhet fortsätter att växa i linje med industrin till en hög lönsamhet. Ett exempel på bolagets förmåga att lansera varumärken på nya marknader och göra det effektivt är den svenska verksamheten som startades i Q4'18 och länge var en av de snabbast växande operatörerna i Sverige. Denna resa bedömer vi att man kan göra på fler reglerade eller oreglerade marknader i framtiden.

Värdering

Vi har använt en DCF för att värdera Angler men väljer att applicera en rabatt jämfört detta värde med ca 20% då vi bedömer att en multiplexpansion inte kommer att äga rum innan vi ser en operationell vändning. Detta ger ett motiverat värde om 14-15 kr Den höga direktavkastningen om ca 9% ger stöd åt kursen på dagens nivåer.

Operativa segment

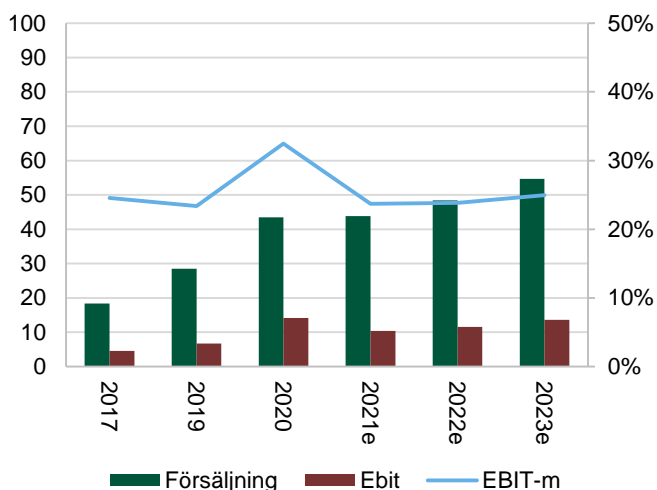


Källa: Bolag

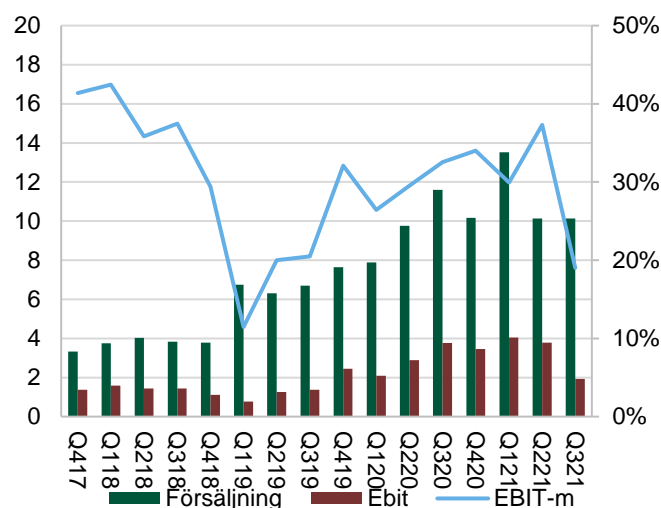
Estimatförändringar

	2021	2022	2023
Sales	-5,0%	-12,9%	-13,2%
EBIT	-8,7%	-15,1%	-15,5%
EPS	-8,3%	-15,8%	-16,1%

Försäljning och EBIT y/y



Försäljning och EBIT q/q



Peers

Valuation	MCAP (sek)	EV (sek)	EV / Sales			EV / EBITDA			EV / EBIT			Price / Earnings		
			LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023
Catena Media	4 608	5 601	4,48x	3,50x	3,18x	8,9x	6,5x	5,8x	10,6x	7,5x	6,7x	11,8x	10,2x	8,9x
Better Collective	10 636	11 326	8,29x	4,86x	4,09x	23,0x	14,9x	12,1x	27,3x	15,8x	12,6x	38,4x	19,6x	15,3x
Acroud	312	482	2,84x	1,77x	1,64x	10,1x	5,7x	4,9x	13,6x	6,7x	5,9x	264,8x	5,6x	4,6x
Raketech Group Holding	785	729	2,17x	1,66x	1,53x	5,4x	3,7x	3,4x	10,4x	5,7x	5,1x	12,2x	6,9x	6,2x
Betsson	7 811	7 867	1,15x	1,14x	1,06x	5,2x	6,0x	5,9x	5,8x	8,4x	8,2x	6,7x	9,6x	9,5x
Kindred Group plc Shs S	25 823	22 949	1,43x	1,52x	1,32x	4,7x	8,9x	6,9x	5,2x	11,7x	8,6x	7,3x	15,2x	11,2x
LeoVegas	3 267	3 248	0,98x	0,74x	0,69x	7,4x	6,2x	5,5x	20,5x	8,4x	6,9x	67,6x	9,8x	7,7x
			3,05x	2,17x	1,93x	9,2x	7,4x	6,4x	13,4x	9,2x	7,7x	58,4x	11,0x	9,1x
			2,17x	1,66x	1,53x	7,4x	6,2x	5,8x	10,6x	8,4x	6,9x	12,2x	9,8x	8,9x

Källa: Bolag, EPB, Factset

Kvartalet i detalj

Omsättningen uppgick till EUR 10,1m vilket var i linje med 2020 års siffror. Kvartalet inleddes med en stark tillväxt m/m som avbröts i september till följd av att RTP steg till 97%, jämfört med det historiska snittet om 96,5%, vilket för Angler leder till ett intäktsstapp om ca 10%. Vi ser dock tre positiva tendenser i rapporten:

- Bruttomarginalen stärks ifrån 32% till 39% q/q. Vi bedömer detta vara en följd av att bolaget har förbättrat sitt arbete med affiliatemarknadsföring samt dragit ned på bonuskostnader.
- Deponier i kvartalet stiger med ca 6% y/y. Deponier utgör "blodomloppet" i ett casinobolag och givet att RTP normaliseras bör även tillväxten återkomma. Av nya deponier går 9,75% att koppla till bolagets nylanserade sportbok.
- Retention rate ökar något q/q. Detta tyder på ett lägre kundtapp.

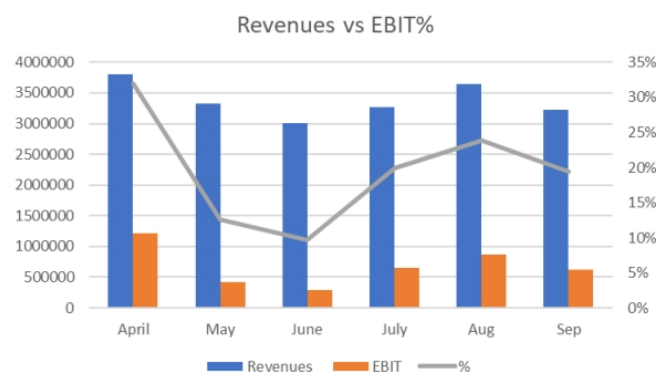
EBIT uppgick till EUR 2,1m jämfört med våra estimat om EUR 2,8m. Det motsvarar en marginal om 20,8%. Avvikelsen kan förklaras med lägre intäkter då bruttomarginalen uppgick till 38% vilket var i linje med våra estimat.

Bolaget guidar för att man kommer att se intäkter ifrån sitt JV inom affiliate marketing på den sydamerikanska marknaden under Q1'22. Vi har ej tagit med detta i våra estimat då storleken ej har varit möjlig att skatta.

Estimatförändringar

Vi sänker våra försäljningsestimat med 5% på innevarande år och ca 13% kommande år. Den främsta anledningen är att vi saknar tillräckliga bevis för en operationell turn around. I estimaten har vi höjt våra kundanskaffningar något samt sänkt antagandet om deponier på nya kunder för att reflektera den operationella osäkerheten. Vi bedömer dock att tillväxten kommer att återvända då vi ser att deponier stiger samt att marknadsföringsinvesteringar börjar generera nya kunder.

Månadsvis P&L under Q2 och Q3



Bolaget

Estimatförändringar

	2021	2022	2023
Sales	-5,0%	-12,9%	-13,2%
EBIT	-8,7%	-15,1%	-15,5%
EPS	-8,3%	-15,8%	-16,1%

Resultaträkning

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Nettomsättning	12,5	18,4	28,5	43,5	43,9	48,3	54,7
COGS	-6,3	-10,4	-16,4	-24,3	-26,1	-29,5	-33,3
Bruttovinst	6,2	8,0	12,1	19,2	15,8	18,9	21,3
Marknadsföring	-0,2	-1,7	-3,1	-1,9	-1,5	-5,7	-1,9
Personalkostnader	-0,7	-0,9	-1,2	-1,6	-2,3	-3,0	-3,2
Övriga kostnader	-0,6	-0,7	-1,0	-1,6	-2,1	-3,0	-2,6
EBITDA	4,7	4,6	6,7	14,1	10,4	11,5	13,6
Avskrivningar	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Goodwillavskrivningar							
EBIT	4,5	4,5	6,7	14,1	10,4	11,5	13,6
Extraordinära Poster	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT (Just)	4,5	4,5	6,7	14,2	10,4	11,5	13,6
Finansiella intäkter	2,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finansiella kostnader	-0,1	0,0	-0,4	-2,3	-0,7	-0,6	-0,6
Resultat före skatt	6,5	4,5	6,3	11,9	9,7	10,9	13,1
Skatter	-0,1	-0,1	-0,2	-0,3	-0,1	-0,3	-0,4
Nettoreultat Rapporterat	6,4	4,4	6,1	11,6	9,6	10,6	12,7
Nettoreultat (Just)	6,4	4,4	6,1	11,6	9,6	10,6	12,7

Kassaflödesanalys

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Nettoreultat Rapporterat	6,4	4,4	6,1	11,6	9,6	10,6	12,7
Icke kassaflödespåverkande poster	0,2	0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0
Kassaflöde före förändringar rörelsekapital	6,5	4,5	6,3	11,7	9,6	10,6	12,7
Kassaflöde från den operationella verksamheten	5,6	2,4	5,0	10,3	11,5	10	11
Investeringar	-2,4	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Avyttringar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Fritt Kassaflöde	3,1	2,5	5,0	10,3	11,5	10,0	10,7
Utdelnningar	0	-3	-3	-5,2	-9,0	-7,1	-7,1
Förvärv	0	0	0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nyemission/återköp	0	0	0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övrig finansiell verksamhet	0	0	0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kassaflöde	3,1	-0,9	1,7	5,1	2,5	6,3	6,3
Nettoskuld (Just)	-3,7	-2,9	-4,5	-9,6	-12,1	-15	-18

Balansräkning

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Balansräkning							
Tillgångar							
Goodwill						0,0	0,0
Övriga immateriella tillgångar	1,4	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Materiella anläggningstillgångar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa anläggningstillgångar	1,4	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Kundfordringar	2,2	4,9	6,4	9,7	6,8	8,2	9,0
Summa omsättningstillgångar	2,2	4,9	6,4	9,7	6,8	8,2	9,0
Kassa/bank	3,7	2,9	4,5	9,6	12,1	15,0	17,6
Summa tillgångar	7,3	9,0	12,1	20,5	20,1	24,5	27,8
Eget Kapital och skulder							
Eget Kapital	6,3	7,4	10,2	16,4	17,0	20,8	23,9
Minoritetsintressen							
Summa Eget Kapital	6,3	7,4	10,2	16,4	17,0	20,8	23,9
Summa Eget Kapital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Långfristiga finansiella skulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pensionsavsättningar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uppskjutna skatteskulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga långfristiga skulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa Långfristiga skulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kortfristiga finansiella skulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Leverantörsskulder	0,9	1,5	1,8	3,6	2,6	3,2	3,4
Skatteskulder	0,1	0,1	0,2	0,5	0,4	0,4	0,4
Övriga Kortfristiga skulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa Långfristiga skulder	1,0	1,6	2,0	4,1	3,0	3,6	3,8
Summa Eget Kapital och skulder	7,3	9,0	12,1	20,5	20,0	24,4	27,7

Denna publikation (nedan "Publikationen" har sammanställts av Erik Penser Bank (nedan "Banken") exklusivt för bankens kunder. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan således inte garanteras. Banken kan låta medarbetare från annan avdelning eller analyserat bolag (nedan "bolaget") läsa fakta eller serier av fakta för att få dessa verifierade. Banken lämnar inte i förväg ut slutsatser eller omdömen i Publikationen. Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns åsikter vid tillfället för upprättandet av Publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer att vara i enlighet med åsikter framförda i Publikationen.

Informationen i Publikationen ska inte uppfattas som en uppmaning eller råd att ingå transaktioner. Informationen tar inte sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Informationen är därmed ingen personlig rekommendation eller ett investeringsråd.

Banken fransäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grundas på denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Placeringen kan öka eller minska i värde eller bli helt värdelös. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden

Motiverat värde och risk

Det motiverade värdet speglar ett värde för aktien per den dag analysen publicerats i ett intervall motsvarande ca 5-10%. Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument såsom till exempel kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler.

Värderingsmetod och ansats för att bestämma motiverat värde skall framgå av analysen och kan variera från bolag till bolag. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata och ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. Vad gäller risk klassificeras aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån ett antal kända parametrar som är relevanta för bolaget. En generell riktlinje för att klassificeras som låg risk är att bolaget har positivt kassaflöde och att ingen enskild faktor påverkar omsättningen mer än 20%. Motsvarande generella beskrivning av hög risk är att bolaget inte nått positivt kassaflöde alternativt att en enskild faktor påverkar omsättningen mer än 50%.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt analyserat bolag. Banken erhåller ersättning för nämnda tjänst från det analyserade bolaget. Potential- och riskklassificeringen uppdateras kontinuerligt. Klicka <https://www.penser.se/historiska-analysrekommendationer/> för att se historik över investeringsrekommendationer från Banken

Allmänt

Bankens medgivande krävs om hela eller delar av denna Publikation mångfaldigas eller sprids. Publikationen får inte spridas till eller göras tillgänglig för någon fysisk eller juridisk person i USA (med undantag av vad som framgår av Rule 15a – 16, Securities Exchange Act of 1934), Kanada eller något annat land som i lag fastställt begränsningar för spridning och tillgänglighet av materialets innehåll.

Banken har utarbetat en Etikpolicy samt en Intressekonfliktpolicy. Dessa syftar till att förebygga och förhindra intressekonflikter mellan kunders intressen och avdelningar inom Banken. Sättet som Banken använder för att förebygga intressekonflikter är bl. a. restriktiva kommunikationer (Chinese Walls). Analysavdelningen är fysiskt belägen avskild från Corporate Finance-avdelningen, som sitter i egen lokal. Corporate Finance-avdelningen får inte delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Det kan dock, från tid till annan, föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan ett bolag som förekommer i en Publikation och någon annan avdelning i Banken än Analysavdelningen. Banken har utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för Investeringsrekommendation.

Från tid till annan utför Banken uppdrag för ett bolag som är omnämnt i en publikation. Banken kan bl. a. vara rådgivare eller emissionsinstitut, till bolaget eller likviditetsgarant i ett av bolagets värdepapper. Om så är fallet har det angivits i Publikationen. Banken, dess ägare, styrelseledamöter eller anställda kan äga aktier i omnämnt bolag. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Banken och dess anställda följer svenska fondhandlarförningens riktlinjer för anställdas affärer. Den analytiker som har utarbetat en Investeringsanalys som avses i 11 kap. 8 § FFFS 2007:16 och andra som medverkat i detta arbete får inte för egen räkning handla i be-rörda Finansiella Instrument eller med därtill relaterade Finansiella Instrument i strid med gällande rekommendation. Bankens Compliance-avdelning övervakar anställdas transaktioner.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat. Varken Banken eller de personer som sammanställt denna publikation har innehav (varken långa eller korta) i analyserat bolags emitterade finansiella instrument överstigande 0,5 % av det analyserade bolagets aktiekapital.

För det aktuella bolaget utför Banken även analys i enlighet med villkoren för den kostnadsbelagda tjänsten "Penser Access". Klicka här <https://epaccess.penser.se/> för mer information om tjänsten.

Erik Penser Bank har tillstånd att bedriva värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn

Erik Penser Bank (*publ.*)

Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM

tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 www.penser.se