

Investment case

Angler Gaming is active in the i-gaming industry, a cyclically sensitive area with high structural growth. We believe the industry will grow by 8–12% in the coming years, driven by a shift away from land-based gaming and through increased mobile and internet penetration. Angler Gaming operates in markets that many international players do not reach, which has historically brought it high margins and growth.

In 2017, the international i-gaming market was worth USD 47bn, and it is expected to grow by some 12–15% annually. We see two key growth drivers fuelling this. First, i-gaming still represents a relatively low share of total gaming. Online penetration in Sweden and the UK, which are considered among the most mature such markets, is around 50–70%. It is at less than 10% in many of Angler Gaming's markets. Moreover, we believe the vertical in which Angler is active – casino games – has the lowest online penetration, which can result in high growth. We also see a relatively low/negative correlation between online gaming and the general business cycle. For example, gross winnings revenues in the UK and Ireland grew in 2008–2009 despite the economy as a whole shrinking.

Angler Gaming has previously reported strong key operational figures in its balance sheet and income statement. One key indicator that sticks out is that it has previously had the industry's highest EBIT per employee. We see two possible reasons for this, the first being that it can keep costs down by owning its own platform. Many other smaller companies in the sector use third-party platforms paid for out of their gross winnings revenues. The other reason is that a small and dedicated team is able to move rapidly when launching new products and choosing markets.

Valuation

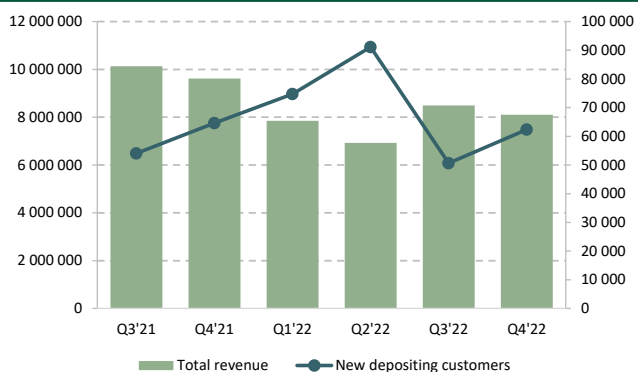
We use a DCF model to value Angler, arriving at a fair value of SEK 4.5–4.6.

The quarter in brief

Revenues in during the year reached EUR 31.4m, representing growth of -28% y/y. This was chiefly driven by customer deposits decreasing by 30% to EUR 65m in the quarter. The number of new depositing customers was 52,813, down 36% y/y. We believe the low customer inflows can be explained by the company terminating a number of affiliate partnerships that it believed offered poor returns on investment.

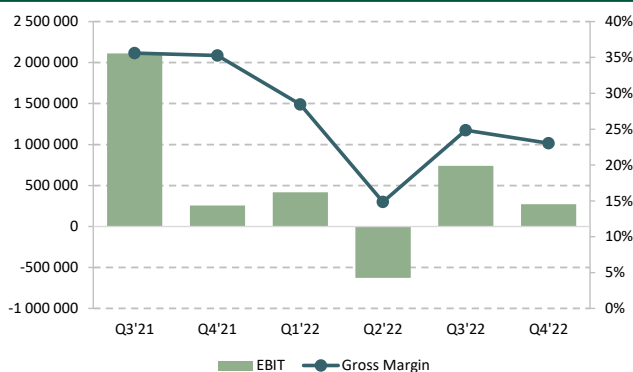
Profits in the quarter were EUR -2.4m. This stemmed from write-downs of trade receivables. Despite operating cash flows at EUR 1m, suggesting an increase of 19.4% y/y, the board has decided not to propose a dividend for 2022.

Low customer inflows due to terminated affiliate partnerships hindering growth...



Source: Company, EPB, figures in EUR

...and gross margins

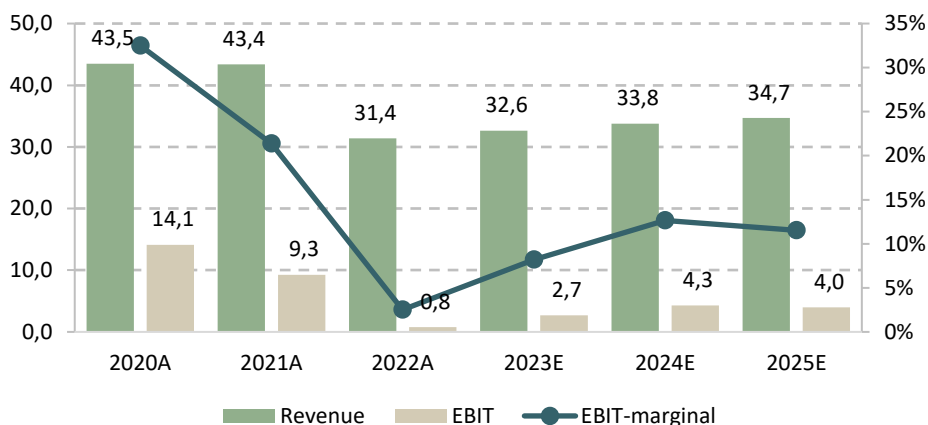


Source: Company, EPB, figures in EUR

Estimate changes

Although the trading update from the company indicates growth of 3% y/y and 9% q/q, we cut our sales estimates by 6.3% for 2023 and 7.8% for 2024. We reduce our EBITDA estimate for the current year by 17% as the upward gross margin trend of recent periods has been broken. We believe the gross margin will normalise around 2024. We see upside potential to our estimates should the company demonstrate that its new B2B partnerships are starting to show substantial growth.

In our view, the EBIT margin has reached its trough



Source: EPB

Valuation

We have chosen to value Angler using a DCF model. We find this the most appropriate tool given the historical and potential rich cash flow generation in the company.

DCF - GROWING FCF PERPETUITY FORMULA						
Valuation output						
Sum of PV of FCF (explicit period)		19				
PV of terminal value (perpetuity formula)		14				
Enterprise value		33				
Latest net debt		-1				
Minority interests & other		0				
Equity value		34				
No. of shares outstanding (millions)		75				
Equity value per share (SEK)		4.57				
Implicit multipl.						
	2021	2022	2023			
EV/Sales	0.8	1.1	1.0			
EV/EBITDA	3.6	42.0	12.4			
EV/EBIT	3.6	42.6	12.4			
EV/NOPLAT	3.6	48.0	12.8			
P/E						
ROIC/WACC						
Current Share price			4.2			
WACC assumptions						
Risk free nominal rate			0.4%			
Risk premium			7.0%			
Extra risk premium			3.1%			
Beta			1.2			
Cost of equity			12.5%			
Cost of debt (pre-tax)			3.0%			
Tax rate			12%			
Target debt/(debt + equity)			0%			
WACC			12.5%			
Terminal value assumptions						
Long term growth rate			2.0%			
Long term EBIT margin			15.0%			
Depreciation (% of sales)			2.0%			
Capex (% of sales)			2.0%			
Working cap. (% of sales)			86.1%			
Tax rate			12%			
Sensitivity analysis						
		Long-term growth rate				
		1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
WACC	11.5%	5.0	5.0	5.1	5.2	5.3
	12.0%	4.7	4.8	4.8	4.9	5.0
	12.5%	4.5	4.5	4.6	4.6	4.7
	13.0%	4.3	4.3	4.4	4.4	4.5
	13.5%	4.1	4.1	4.1	4.2	4.2
		Long-term EBIT margin				
		10.0%	12.5%	15.0%	17.5%	20.0%
WACC	11.5%	3.7	4.4	5.1	5.8	6.6
	12.0%	3.5	4.2	4.8	5.5	6.2
	12.5%	3.3	4.0	4.6	5.2	5.8
	13.0%	3.2	3.8	4.4	4.9	5.5
	13.5%	3.1	3.6	4.1	4.7	5.2

Source: EPB

Income statement

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Net sales	13	18	29	43	43	31	33	34	35
Total revenues	13	18	29	43	43	31	33	34	35
Cost of goods sold	-6	-10	-16	-24	-28	-24	-24	-23	-23
Gross profits	6	8	12	19	16	7	9	11	12
R&D expenses	0	-2	-3	-2	-2	-1	-2	-2	-2
Other operating costs	-1	-2	-2	-3	-5	-5	-5	-5	-6
EBITDA	5	5	7	14	9	1	3	4	4
EBITDA, adjusted	5	5	7	14	9	1	3	4	4
EBITA, adjusted	5	5	7	14	9	1	3	4	4
EBIT	4	5	7	14	9	1	3	4	4
EBIT, adjusted	4	5	7	14	9	1	3	4	4
Net financial items	2	0	0	-2	-2	-5	-1	-1	-1
Profit/loss before tax	6	4	6	12	7	-4	2	3	3
Profit/loss before tax, adjusted	6	4	6	12	7	-4	2	3	3
Net income	6	4	6	12	7	-3	2	3	3
Net income, adjusted	6	4	6	12	7	-3	2	3	3
<i>Revenue growth</i>	-	47%	55%	52%	0%	-28%	4%	3%	3%
<i>Gross margin</i>	49,4%	43,5%	42,5%	44,2%	35,7%	23,1%	27,6%	32,9%	34,0%
<i>EBIT margin, adjusted</i>	35,8%	24,5%	23,4%	32,5%	21,3%	2,5%	8,2%	12,6%	11,5%
<i>EPS, adjusted</i>	0,08	0,06	0,08	0,15	0,10	-0,05	0,02	0,04	0,04
<i>EPS growth, adjusted</i>	-	-31%	39%	89%	-37%	N.m.	N.m.	85%	-5%

Source: Angler Gaming, EPB

Cash flow analysis

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	4	5	7	14	9	1	3	4	4
Other cash flow items	2	0	0	-2	-2	-1	0	0	0
Changes in working capital	-1	-2	-2	-1	-2	1	5	0	0
Cash flows from operating activities	6	2	5	10	5	1	8	5	4
Investments in intangible fixed assets	-2	0	0	0	0	0	0	0	0
Cash flows from investment activities	-2	0	0	0	0	0	0	0	0
Free cash flows	3	2	5	10	5	1	8	5	4
Changes in liabilities	0	0	0	0	0	1	0	0	0
Dividends	0	-3	-3	-5	-9	-6	0	-2	-2
Cash flows from financing activities	0	-3	-3	-5	-9	-5	0	-2	-2
Cash flows	3	-1	1	5	-4	-4	8	3	2
Net debt	-4	-3	-5	-10	-6	-1	-1	-4	-7

Source: Angler Gaming, EPB

Balance sheet

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ASSETS									
Other intangible assets	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Total fixed assets	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Trade receivables	2	5	6	10	12	8	8	7	8
Cash and cash equivalents and short-term investments	4	3	5	10	6	1	1	4	7
Total current assets	6	8	11	19	18	9	9	11	14
TOTAL ASSETS	7	9	12	21	19	10	10	13	16
EQUITY AND LIABILITIES									
Equity	6	7	10	16	15	5	5	7	11
Total equity	6	7	10	16	15	5	5	7	11
Trade payables	1	1	2	4	4	5	5	5	5
Total current liabilities	1	2	2	4	4	5	5	5	5
TOTAL EQUITY AND LIABILITIES	7	9	12	21	19	10	10	13	16

Source: Angler Gaming, EPB

Growth and margins

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Revenue growth	-	47%	55%	52%	0%	-28%	4%	3%	3%
EBITDA growth, adjusted	-	-1%	45%	>100%	-34%	-91%	>100%	60%	-6%
EBIT growth, adjusted	-	1%	48%	>100%	-34%	-92%	>100%	60%	-6%
EPS growth, adjusted	-	-31%	39%	89%	-37%	N.m.	N.m.	85%	-5%
Gross margin	49,4%	43,5%	42,5%	44,2%	35,7%	23,1%	27,6%	32,9%	34,0%
EBITDA margin	37,2%	25,2%	23,6%	32,5%	21,4%	2,5%	8,2%	12,6%	11,5%
EBITDA margin, adjusted	37,2%	25,2%	23,6%	32,5%	21,4%	2,5%	8,2%	12,6%	11,5%
EBIT margin	35,8%	24,5%	23,4%	32,5%	21,3%	2,5%	8,2%	12,6%	11,5%
EBIT margin, adjusted	35,8%	24,5%	23,4%	32,5%	21,3%	2,5%	8,2%	12,6%	11,5%
Profit margin, adjusted	50,9%	23,8%	21,4%	26,5%	16,8%	Neg.	5,6%	9,9%	9,2%

Source: Angler Gaming, EPB

Profitability

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, adjusted	Neg.	64%	69%	87%	47%	Neg.	36%	53%	35%
ROCE, adjusted	Neg.	66%	76%	>100%	59%	8%	54%	68%	44%
ROIC, adjusted	Neg.	>100%	>100%	>100%	>100%	12%	67%	>100%	>100%

Source: Angler Gaming, EPB

Capital efficiency

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Trade receivables / total revenues	18%	27%	22%	22%	28%	25%	25%	22%	22%
Trade payables / cost of sales	14%	14%	11%	15%	14%	22%	22%	22%	22%
Total current liabilities / total expenses	13%	12%	9%	14%	13%	17%	17%	17%	17%
Working capital / total revenues	10%	18%	16%	13%	18%	8%	9%	7%	7%
Capital turnover rate	2,0x	2,5x	2,8x	2,6x	2,9x	6,4x	6,4x	4,5x	3,3x

Source: Angler Gaming, EPB

Financial position

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Net debt	-4	-3	-5	-10	-6	-1	-1	-4	-7
Equity asset ratio	87%	82%	84%	80%	77%	48%	49%	60%	68%
Net debt / EBITDA	-0,8x	-0,6x	-0,7x	-0,7x	-0,6x	-1,5x	-0,3x	-0,9x	-1,7x

Source: Angler Gaming, EPB

Share data

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	0,08	0,06	0,08	0,15	0,10	-0,05	0,02	0,04	0,04
EPS, adjusted	0,08	0,06	0,08	0,15	0,10	-0,05	0,02	0,04	0,04
FCF per share	0,04	0,03	0,06	0,14	0,07	0,01	0,11	0,07	0,05
Dividend per share	0,05	0,04	0,05	0,12	0,09	0,00	0,01	0,02	0,02
Equity per share	0,08	0,10	0,14	0,22	0,20	0,07	0,07	0,10	0,14
Number of shares at year-end, m	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0
Number of shares after dilution, average	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0

Source: Angler Gaming, EPB

Valuation

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, adjusted	4,5x	6,5x	4,7x	2,5x	3,9x	Neg.	15,7x	8,5x	8,9x
P/book value	4,5x	3,8x	2,8x	1,7x	1,9x	5,8x	5,6x	3,8x	2,7x
P/FCF	8,9x	11,8x	6,0x	2,8x	5,6x	31,0x	3,5x	5,8x	7,6x
FCF yield	11%	8%	17%	36%	18%	3%	29%	17%	13%
Dividend yield	11,8%	11,8%	13,6%	31,6%	22,4%	0,0%	3,2%	5,9%	5,4%
Payout ratio, adjusted	53,0%	76,6%	63,6%	78,1%	87,6%	0,0%	50,0%	50,0%	48,4%
EV/Sales	Neg.	Neg.	0,8x	0,4x	0,5x	0,9x	0,8x	0,8x	0,8x
EV/EBITDA, adjusted	Neg.	Neg.	3,6x	1,3x	2,5x	34,6x	10,2x	6,4x	6,8x
EV/EBIT, adjusted	Neg.	Neg.	3,6x	1,3x	2,5x	35,2x	10,2x	6,4x	6,8x
EV	Neg.	Neg.	24	19	23	27	27	27	27
Share price	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4

Source: Angler Gaming, EPB

Share price and average fair value

Angler Gaming (ANGL SS EQUITY)



Source: EPB, IDC

Disclosure

Denna publikation (nedan "Publikationen") har sammanställts av Erik Penser Bank AB (nedan "Banken") i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsedd att vara rådgivande. Banken har tillstånd att bedriva bank- och värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan dock aldrig garanteras av Banken.

Som ett steg i utformandet av Publikationen har det analyserade bolaget (nedan "Bolaget") verifierat faktainnehållet i Publikationen. Bolaget kan dock aldrig påverka de delar av Publikationen som innefattar slutsatser eller värderingar.

Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns egna 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 heller sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Publikationen utgör därmed inget investeringsråd och ska inte heller uppfattas som sådan. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på Publikationen alltid fattas självständigt av investeraren och Banken fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller direkt/indirekt skada som grundar sig på användandet av denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk då dessa både kan öka och minska i värde. 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 ska 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. Värderingsmetoden ska läsas tillsammans med riskklassificeringen. Vad gäller riskklassificeringen: 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%.

För mer detaljerad information om värderingsmodeller klicka [här](#).

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 innehåll i Publikationen.

Bankens analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att förebygga och förhindra intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. För att förebygga intressekonflikter har Banken bl. a. vidtagit åtgärder för att förhindra otillbörlig informationsspridning, även kallade 'Chinese Walls'. Analysavdelningen är därmed fysiskt avskild från Corporate Finance-avdelningen som inte heller får delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Banken har även interna regler för att hantera eventuella intressekonflikter mellan analytikern, Bolaget och Banken.

Det kan dock, från tid till annan, förekomma att Banken utför 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 det analyserade bolaget. Banken har dock utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för analysen samt utformat interna regler för anställdas egna affärer som gäller för analytiker. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Den analytiker som har utarbetat Publikationen, och andra medverkande som har vetskap om analysens slutsats, får inte för egen räkning handla i berörda finansiella instrument eller med därtill relaterade finansiella instrument.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt Bolaget. Klicka [här](#) för mer information om tjänsten.

Om annat inte uttryckligen anges i Publikationen uppdateras analysen kvartalsvis samt när Bankens analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till det analyserade bolaget eller finansiella instrument.

Banken erhåller ersättning från Bolaget för tjänsten Penser Access.

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