



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Hotels & Restaurants | Sweden | 17 May 2023

Angler Gaming

The turnaround begins in earnest

A reversal of the negative development

Revenues reached EUR 9.4m in Q1, implying y/y growth of 20%. EBIT came in at EUR 1.5m, providing a margin of 16%. This showed growth of 260% y/y, primarily driven by the gross margin rising to 35% from 23% for full-year 2022. We thus believe the company has succeeded in ending the poor affiliate partnerships that had constrained the gross margin over the past two years. Q2 2023 has had a formidable start, with a daily gaming surplus some 29% higher than in Q2 2022. We thus anticipate the healthy momentum seen from the company in Q1 will continue in Q2.

Proof that a turnaround is possible

Previously, Angler offered high, profitable growth through exposure to emerging i-gaming markets. Recent quarters have been plagued by operational problems that have put significant pressure on both margins and growth, however. Q1 2023 demonstrates that the initiatives taken during 2022 to improve profitability are starting to bear fruit. Moreover, we believe Angler's efforts to sell its platform solution are beginning to pay off. B2B represented 7% of revenues in Q1 and 12% in April. We can conclude that the company is returning towards growth.

Rising gross margin reflected in estimates and valuation

We have previously stated that Angler must show proof of progress with its profitability-strengthening initiatives before we can adjust our estimates and fair value. This interim report shows it performing beyond our expectations. We thus raise our revenue estimates by an average of 14%. As the gross margin far surpassed our forecast for the full year, we lift our EBITA estimate for the current year by EUR 1.6m. For 2024 and 2025, we up our EBITDA forecasts by EUR 1.6m and EUR 1.2m, respectively. The impressive growth and profitability prompt us to hike our fair value to SEK 7–7.2 (SEK 4.5–4.6).

Estimate changes			Forecasts (EURm)				Valuation and risk			
	23e	24e	25e	2022	2023e	2024e	2025e	Fair value	SEK 7.0 – 7.2	
Total revenues	10,5%	15,8%	16,5%	31	36	39	40	Share price	SEK 4,56	
EBITDA, adjusted	60,6%	19,0%	30,8%	Growth	-28%	15%	8%	3%	Risk level	High
EPS, adjusted	79,6%	23,4%	38,5%	EBITDA, adjusted	1	4	5	5	<div style="background-color: #004a99; color: white; padding: 2px;">12-mth share price development</div>	
				EBIT, adjusted	1	4	5	5		
Coming events				EPS, adjusted	0,0	0,0	0,1	0,1		
Q2 - report	17 August 2023			EPS growth, adj.	N.m.	N.m.	27%	7%		
Q3 - report	16 November 2023			Equity per share	0,1	0,1	0,1	0,2		
Company details (EURm)				Dividend per share	0,0	0,0	0,0	0,0		
Number of shares	75m			EBIT margin	2,5%	11,9%	13,0%	12,9%		
Market capitalisation	30			ROE, adjusted	Neg.	59,5%	56,6%	41,2%		
Net debt	-1			ROCE, adjusted	7,9%	78,3%	69,2%	48,6%		
EV	29			EV/Sales	0,9x	0,8x	0,7x	0,7x		
Free float	92%			EV/EBITDA	36,6x	6,8x	5,8x	5,6x	Conflicts of interest	
Daily trading volume, average	146 k			EV/EBIT	37,2x	6,8x	5,8x	5,6x		
Bloomberg Ticker	ANGL SS EQUITY			P/E, adjusted	-	9,2x	7,3x	6,8x	Yes	No
Analyst				P/book value	6,1x	5,0x	3,5x	2,3x	Market maker	✓
Rikard Engberg				Dividend yield	0,0%	5,4%	6,9%	7,1%	Certified adviser	✓
rikard.engberg@penser.se				FCF yield	3%	32%	19%	16%	Transactions, 12 mth	✓
				Net debt/EBITDA	-1,5x	-0,4x	-0,9x	-1,7x		

Investment case

Angler Gaming is active in the i-gaming industry, a cyclically sensitive area with high structural growth. We expect the industry to grow by 10–12% annually in the coming years, driven by a shift from land-based gaming and 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.

The international i-gaming market was worth USD 64bn in 2017 and is expected to grow by some 10–12% a year. 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 that 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 believe two factors make this possible. First, owning a platform keeps costs down. Many other smaller companies in the sector use third-party platforms paid for out of their gross winnings revenues. Second, a small and dedicated team can move rapidly when launching new products and choosing markets. We believe the company is now starting to return to the profitable high growth it experienced in 2018–2020.

Valuation

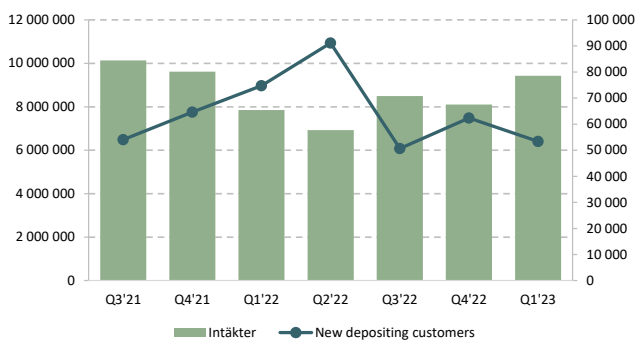
We have used a DCF model to value Angler, arriving at a fair value of SEK 7–7.2.

Brief overview of the quarter

Revenues reached EUR 9.4m in Q1, implying y/y growth of 20%. The key reason for this dynamic growth was Hold (net gaming revenues/customer deposits) reaching 59% – a solid level for full-year 2022. We expect Hold to stabilise at a little over 50% for the full year and across our forecast period. The number of new depositing customers reached 11,508, down 13% y/y. Meanwhile, the number of new registered customers was 53,408, a drop of 29% y/y. The decline in the number of registered customers can largely be explained by the company ending unprofitable affiliate contracts. In the past, these affiliates have delivered a high proportion of customers mainly seeking bonuses. The evidence that marketing is more effective comes in the lower decline in the number of new depositing customers than in the number of new registered customers.

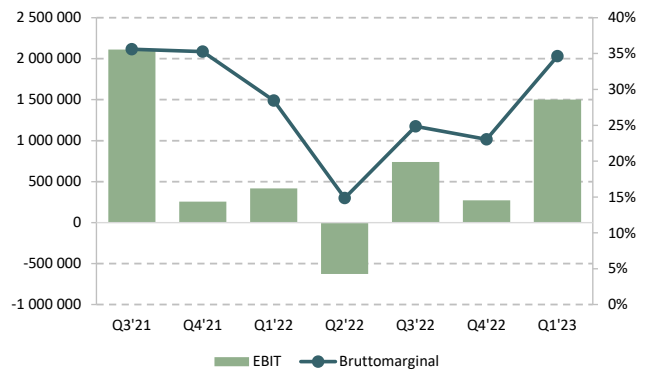
EBIT in Q1 was EUR 1.5m, providing a margin of 16%. EBIT surged by 260% y/y. The key reason for this growth was the gross margin rising to 35% in the quarter, versus 23% in Q4 2022 and 23.1% for last year as a whole.

Solid Hold contributed to growth q/q and y/y...



Source: Company, EPB, figures in EUR

...the gross margin driving robust EBIT growth



Source: Company, EPB, figures in EUR

Events after the quarter's close

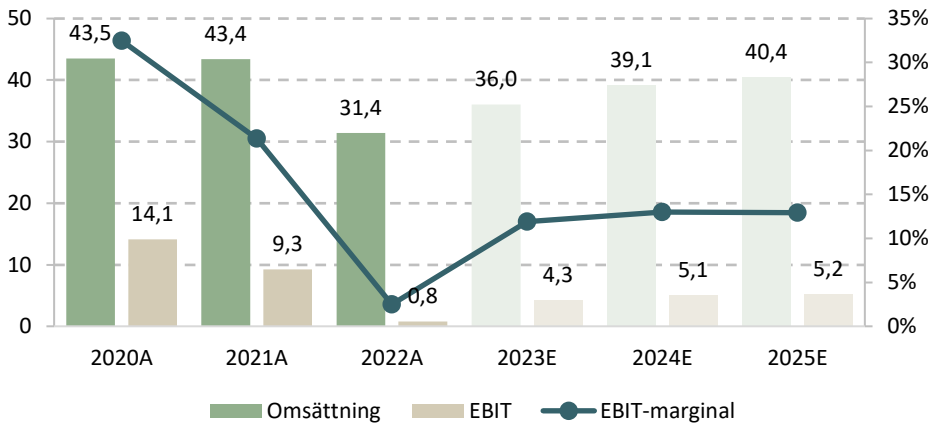
Following the end of the quarter, Angler will go live with a further two B2B partnerships. B2B accounted for 7% of revenues in Q1 and 12% during April. We believe revenues from Angler's B2B partnerships are a contributing factor to the amplifying of the gross margin. We expect the gross margin to stabilise owing to the higher share of B2B revenues.

Estimate changes

Given the robust revenues and growth in this trading update, we lift our sales estimates by an average of 14% for our forecast period. The company's report supports our estimates for the current year. Q2 2023 has had a formidable start, with a daily gaming surplus some 29% higher than in Q2 2022. We thus believe the company is finding its way back to growth.

As the gross margin hit 35% in Q1 2023, we lift our EBITDA estimate by EUR 1.6m for the current year. We expect the margin to stabilise over the remainder of the year at just over 30% and to strengthen further in 2024–2025. We thus raise our EBITDA estimates by EUR 1.6m for 2024 and by EUR 1.2m for 2025.

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

Antaganden DCF

Värdering	Implicit WACC	Antaganden terminalvärde
Nuvärdet av fria kassaflöden	27	Långsiktig tillväxt
Nuvärdet av terminalvärde	26	Långsiktig EBIT-marginal
Företagsvärde (EV)	53	Avskrivningar, % av omsättning
Nettoskuld, senast rapporterad	-1	Capex, % av omsättning
Minoritetsintressen och övrigt	0	Rörelsekapital, % av omsättning
Eget kapital	54	Skattesats
Antal utstående aktier, full utspädning	75	Terminalvärde, % av EV
Eget kapital per aktie	7,2	

Känslighetsanalys

Känslighetsanalys

		Långsiktig tillväxt					Långsiktig EBIT-marginal						
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%			15,0%	17,5%	20,0%	22,5%	25,0%
WACC	13,5%	7,8	7,9	8,1	8,3	8,4	WACC	13,5%	6,1	7,1	8,1	9,1	10,0
	14,0%	7,4	7,5	7,6	7,8	7,9		14,0%	5,8	6,7	7,6	8,6	9,5
	14,5%	7,0	7,1	7,2	7,4	7,5		14,5%	5,5	6,4	7,2	8,1	9,0
	15,0%	6,7	6,8	6,9	7,0	7,1		15,0%	5,2	6,0	6,9	7,7	8,5
	15,5%	6,3	6,4	6,5	6,6	6,7		15,5%	5,0	5,7	6,5	7,3	8,1

Source: EPB

Income statement

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Net sales	13	18	29	43	43	31	36	39	40
Total revenues	13	18	29	43	43	31	36	39	40
Cost of goods sold	-6	-10	-16	-24	-28	-24	-25	-26	-27
Gross profits	6	8	12	19	16	7	11	13	14
R&D expenses	0	-2	-3	-2	-2	-1	-2	-2	-2
Other operating costs	-1	-2	-2	-3	-5	-5	-6	-6	-6
EBITDA	5	5	7	14	9	1	4	5	5
EBITDA, adjusted	5	5	7	14	9	1	4	5	5
EBITA, adjusted	5	5	7	14	9	1	4	5	5
EBIT	4	5	7	14	9	1	4	5	5
EBIT, adjusted	4	5	7	14	9	1	4	5	5
Net financial items	2	0	0	-2	-2	-5	-1	-1	-1
Profit/loss before tax	6	4	6	12	7	-4	3	4	4
Profit/loss before tax, adjusted	6	4	6	12	7	-4	3	4	4
Net income	6	4	6	12	7	-3	3	4	4
Net income, adjusted	6	4	6	12	7	-3	3	4	4
<i>Revenue growth</i>	-	47%	55%	52%	0%	-28%	15%	8%	3%
<i>Gross margin</i>	49,4%	43,5%	42,5%	44,2%	35,7%	23,1%	31,7%	33,0%	34,0%
<i>EBIT margin, adjusted</i>	35,8%	24,5%	23,4%	32,5%	21,3%	2,5%	11,9%	13,0%	12,9%
<i>EPS, adjusted</i>	0,08	0,06	0,08	0,15	0,10	-0,05	0,04	0,06	0,06
<i>EPS growth, adjusted</i>	-	-31%	39%	89%	-37%	N.m.	N.m.	27%	7%

Source: Angler Gaming, EPB

Cash flow analysis

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	4	5	7	14	9	1	4	5	5
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	10	6	5
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	10	6	5
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	10	4	3
Net debt	-4	-3	-5	-10	-6	-1	-2	-5	-9

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	9	8	9
Cash and cash equivalents and short-term investments	4	3	5	10	6	1	2	5	9
Total current assets	6	8	11	19	18	9	10	13	18
Total assets	7	9	12	21	19	10	12	14	19
EQUITY AND LIABILITIES									
Equity	6	7	10	16	15	5	6	9	13
Total equity	6	7	10	16	15	5	6	9	13
Trade payables	1	1	2	4	4	5	6	6	6
Total current liabilities	1	2	2	4	4	5	6	6	6
TOTAL EQUITY AND LIABILITIES	7	9	12	21	19	10	12	14	19

Source: Angler Gaming, EPB

Growth and margins

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Revenue growth	-	47%	55%	52%	0%	-28%	15%	8%	3%
EBITDA growth, adjusted	-	-1%	45%	>100%	-34%	-91%	>100%	18%	3%
EBIT growth, adjusted	-	1%	48%	>100%	-34%	-92%	>100%	18%	3%
EPS growth, adjusted	-	-31%	39%	89%	-37%	N.m.	N.m.	27%	7%
Gross margin	49,4%	43,5%	42,5%	44,2%	35,7%	23,1%	31,7%	33,0%	34,0%
EBITDA margin	37,2%	25,2%	23,6%	32,5%	21,4%	2,5%	11,9%	13,0%	12,9%
EBITDA margin, adjusted	37,2%	25,2%	23,6%	32,5%	21,4%	2,5%	11,9%	13,0%	12,9%
EBIT margin	35,8%	24,5%	23,4%	32,5%	21,3%	2,5%	11,9%	13,0%	12,9%
EBIT margin, adjusted	35,8%	24,5%	23,4%	32,5%	21,3%	2,5%	11,9%	13,0%	12,9%
Profit margin, adjusted	50,9%	23,8%	21,4%	26,5%	16,8%	Neg.	9,0%	10,6%	11,0%

Source: Angler Gaming, EPB

Profitability

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, adjusted	Neg.	64%	69%	87%	47%	Neg.	59%	57%	41%
ROCE, adjusted	Neg.	66%	76%	>100%	59%	8%	78%	69%	49%
ROIC, adjusted	Neg.	>100%	>100%	>100%	>100%	12%	>100%	>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%	21%	22%
Trade payables / cost of sales	14%	14%	11%	15%	14%	22%	23%	21%	22%
Total current liabilities / total expenses	13%	12%	9%	14%	13%	17%	18%	16%	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	6,0x	4,5x	3,1x

Source: Angler Gaming, EPB

Financial position

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Net debt	-4	-3	-5	-10	-6	-1	-2	-5	-9
Equity asset ratio	87%	82%	84%	80%	77%	48%	52%	61%	69%
Net debt/equity ratio	-0,6x	-0,4x	-0,4x	-0,6x	-0,4x	-0,2x	-0,2x	-0,5x	-0,7x
Net debt / EBITDA	-0,8x	-0,6x	-0,7x	-0,7x	-0,6x	-1,5x	-0,4x	-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	0,04	0,06	0,06
EPS, adjusted	0,08	0,06	0,08	0,15	0,10	-0,05	0,04	0,06	0,06
FCF per share	0,04	0,03	0,06	0,14	0,07	0,01	0,13	0,08	0,06
Dividend per share	0,05	0,04	0,05	0,12	0,09	0,00	0,02	0,03	0,03
Equity per share	0,08	0,10	0,14	0,22	0,20	0,07	0,08	0,11	0,17
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	4,7x	6,9x	4,9x	2,6x	4,1x	Neg.	9,2x	7,3x	6,8x
P/book value	4,8x	4,0x	3,0x	1,8x	2,0x	6,1x	5,0x	3,5x	2,3x
P/FCF	9,4x	12,5x	6,3x	2,9x	5,9x	32,8x	3,1x	5,3x	6,3x
FCF yield	11%	8%	16%	34%	17%	3%	32%	19%	16%
Dividend yield	11,2%	11,1%	12,9%	29,9%	21,2%	0,0%	5,4%	6,9%	7,1%
Payout ratio, adjusted	53,0%	76,6%	63,6%	78,1%	87,6%	0,0%	50,0%	50,0%	48,5%
EV/Sales	Neg.	Neg.	0,9x	0,5x	0,6x	0,9x	0,8x	0,7x	0,7x
EV/EBITDA, adjusted	Neg.	Neg.	3,8x	1,5x	2,6x	36,6x	6,8x	5,8x	5,6x
EV/EBIT, adjusted	Neg.	Neg.	3,8x	1,5x	2,6x	37,2x	6,8x	5,8x	5,6x
EV	Neg.	Neg.	26	21	24	29	29	29	29
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 informations spridning, 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