

Tangiamo Touch Technology



Erhållen GLI-certifiering öppnar upp en större TAM

Böckerna för det första halvåret av 2023 är stängda och Tangiamo uppvisar en nettoomsättning uppgående till 8,5 MSEK och dessutom med ett förbättrat EBITDA-resultat jämfört med föregående år, ett resultat av Loto Quebec ordern om 10,5 MSEK som erhöles under Q1-23. Bolaget har fortsatt en större orderbok att exekvera på, vilket tillsammans med ett nyligen erhållit GLI-godkännande, ett förbättrat distributionsavtal med Abbiati och en stärkt produkt- och produktportfölj, medför att Analyst Group estimerar att Tangiamo står inför ett rekordår. För år 2023 estimeras nettoomsättningen uppgå till 15,7 MSEK och med en tillämplad EV/S-multipel om 1,5x samt en diskonteringsränta om 15,2 %, motiveras ett potentiellt nuvärde per aktie om 0,077 (0,087) kr i ett Base scenario¹.

▪ Erhåller en viktig GLI-certifiering

Under Q2-23 uppgick nettoomsättningen till 1,1 MSEK (-0,8), vilket innebär att nettoomsättningen för H1-23 uppgår till 8,5 MSEK (1), vilket markerar en markant ökning Y-Y, primärt förklarad av Loto Quebec-ordern. Då Bolaget inte lyckades erhålla GLI-certifieringen under kvartalet kunde Tangiamo dessutom inte redovisa resterande ordervärde som intäkt. Däremot erhöles GLI-certifieringen under Q3-23, varför resterande ordervärde kan realiseras och en större inbetalning erhållas från Loto Quebec under Q3-23. GLI-certifieringen är viktig då den ger Tangiamo en internationell kvalitetsstämpel som många kasinooperatörer kräver och öppnar därmed upp för ökad försäljningspotential framgent. Tangiamo fortsatte att uppvisa resultatförbättringar under det andra kvartalet, som ett resultat av en lägre kostnadsstruktur och ökad försäljning, och under Q2-23 uppgick EBIT-resultatet uppgick till -3,6 MSEK (-5), motsvarande siffra för H1-23 är -2,1 MSEK (7,4).

▪ Ny finansiering på plats – medför tudelade effekter

Tangiamo ingick under Q3-23 ett finansieringsavtal² med Nordic Growth Opportunities 3 ("NGO"), vilken utgörs av en kreditram om upp till 12 MSEK under en 24-månadersperiod. Avtalet är strukturerat på så vis att Tangiamo återbetalar använd kredit, minst 4 MSEK, genom att emittera nya aktier till NGO till en volymvägd, tillika rabatterad, aktiekurs. Det som är positivt med avtalet är att Tangiamo på ett tids- och kostnads-effektivt sätt säkrar finansiering om upp till 12 MSEK, det negativa däremot är att avtalet ger upphov till en hög utspädning över tid och medför ett underliggande säljtryck i aktien givet konverteringsmekanismen i avtalet.

▪ Reviderat värderingsintervall

Att Tangiamo under Q3-23 till slut erhöles GLI-certifieringen för Bolagets MultiPLAY-roulettespelbord var en viktig faktor för Analyst Groups estimat för åren 2023-2025. Certifieringen inkom däremot senare än vad Analyst Group estimerat, varför vi valt att göra mindre nedrevideringar i våra försäljningsprognoser. Samtidigt har Tangiamo uppvisat lägre rörelse-kostnader³ under H1-23 än estimerat, således har vi gjort revideringar även på kostnadssidan. Givet sänkta försäljningsprognoser, en mindre multipelkontraktion bland peers samt potentialen för större utspädningar framgent, har vi valt att revidera ned värderingsintervallet.

VÄRDERINGSINTERVALL

Bear

0,039 kr

Base

0,077 kr

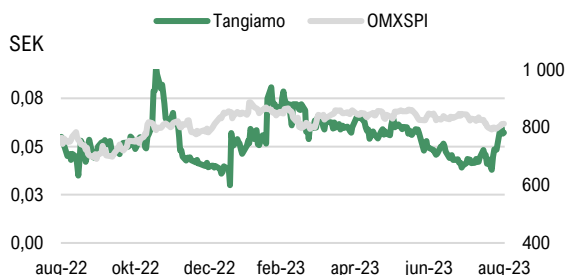
Bull

0,103 kr

NYCKELDATA

Senast betalt (2023-08-31)	0,057
Antal Aktier (st.)	267 284 250
Market Cap (MSEK)	15,3
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	1,9
Enterprise Value (MSEK)	17,2
Lista	Nasdaq First North Growth Market
Kvartalsrapport 3 2023	2023-11-29

KURSUUTVECKLING



HUVUDÄGARE (KÄLLA: HOLDINGS)

Avanza Pension	5,2 %				
Jan Bengtsson	3,8 %				
Mikael Mörk Konsult & Invest AB	3,4 %				
Ingemar Asp	2,4 %				
Prognoser (MSEK)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	6,2	2,2	15,7	19,7	23,5
Omsättningsstillväxt	14,8%	-64,6%	617,2%	25,2%	19,5%
Bruttoresultat	4,7	7,2	8,8	11,8	14,1
Bruttomarginal (adj) ⁴	26,9%	-53,9%	42,3%	50,3%	51,8%
EBITDA	-10,3	-15,4	-2,2	-0,2	1,5
EBITDA-marginal (adj) ⁴	-214,6%	-1087,3%	-27,7%	-10,6%	-1,8%
EBIT	-13,3	-18,1	-6,9	-4,8	-3,1
EBIT-marginal	-263,3%	-1211,5%	-57,1%	-34,1%	-21,4%
P/S	2,5	7,0	1,0	0,8	0,7
EV/S	2,8	7,8	1,1	0,9	0,7
EV/EBITDA	-1,7	-1,1	-7,6	-88,7	11,6

¹ Nuvärdet per aktie tar ej hänsyn till potentiell utspädning genom T01 eller finansieringsavtalet.

² Läs mer om finansieringsavtalet under avsnittet "Kommentar Q2".

³ Exkl. avskrivningar och COGS.

⁴ Exkl. aktiverat arbete, övriga rörelseintäkter och lagerförändringar.

Innehållsförteckning

Introduktion	2
Kommentar Q2	3-4
Investeringsidé	5
Bolagsbeskrivning	6-7
Marknadsanalys	8
Finansiell prognos	9-14
Värdering	15-17
Bull & Bear	18
VD-intervju, Christopher Steele	19-20
Ledning & Styrelse	21
Appendix	22
Disclaimer	23

OM BOLAGET

Tangiamo Touch Technology AB ("Tangiamo" eller "Bolaget") arbetar med tillämpningar av sensorteknologi inom *Gaming* och har utvecklat en produktportfölj med tre plattformar som stödjer fortsatt påbyggnad med olika typer av kasinospel. Idag finns Tangiamos produkter installerade på kasinon, spelhallar och kryssningsfartyg i fler än 30 länder. Kunderna återfinns både på oreglerade öppna marknader utan krav på tillstånd, samt på marknader med strikta spel- och produkttillstånd, där några av kunderna är bland världens största kasinoföretag. Bolagets aktie är noterad på Nasdaq First North Growth Market sedan år 2017.

VD OCH ORDFÖRANDE

Verkställande Direktör Christopher Steele

Styrelseordförande Staffan Hillberg

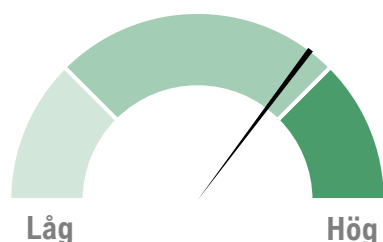
ANALYTIKER

Namn Christoffer Jennel

Telefon +46 731 58 95 55

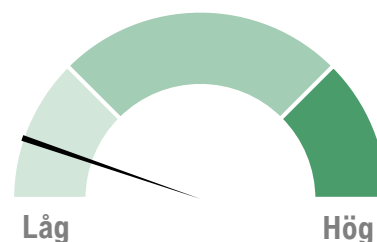
E-mail christoffer.jennel@analystgroup.se

Värde drivare



Tangiamos utökade distributionsavtal med den världsledande kasinodistributören Abbiati bedöms vara en stark värde drivare framgent. Från att tidigare enbart ha distribuerat Tangiamo ADR-system, omfattar det utökade distributionsavtalet även MultiPLAY-spelbord samt övriga produkter, vilket medför en stark försäljningspotential givet Abbiatis välrenommerade rykte och ledande position inom spelindustrin. Erhållen GLI-certifiering är därtill en viktig tillväxt drivare framöver då det möjliggör för t.ex. Abbiati att sälja Tangiamos produkter till sin globala kundbas, samtidigt som det stärker försäljningspotentialen i såväl Nordamerika som andra reglerade marknader.

Lönsamhet



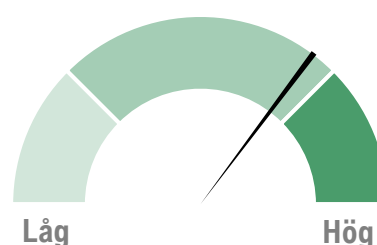
Tangiamo grundades år 2004 och har förvisso haft försäljning men samtidigt svårigheter att nå lönsamhet i verksamheten. Bolaget har därmed varit i behov av extern kapitalanskaffning för att kunna bedriva verksamheten. Nettoomsättningen och rörelseresultatet (före avskrivningar) uppgår LTM till ca 9,7 MSEK respektive -9,1 MSEK. Betyget är baserat på historik och är ej framåtblickande.

Ledning & Styrelse



Christopher Steele tillträdde som VD under inledningen av Q3-22 och har tidigare erfarenhet som COO på Luxbright AB och Heliospectra AB samt har såväl kommersiell som operativ ledningserfarenhet från Klarna AB och Ricoh Americas. Staffan Hillberg, styrelseordförande sedan år 2019, har arbetat för Bonnier, Apple, grundat Appgate samt varit Partner i CR&T Ventures (riskkapitalbolag i Buresfären). Större förändringar har genomförts inom ledning och styrelse sedan Q2-22, vilket medför svårigheter att utvärdera dess arbete. Vidare, för ett högre betyg hade vi velat se en högre andel insynsägande från ledning och styrelse, även om vi har förståelse för att merparten nyligen tillträtt.

Risk



Spelmarknaden i olika jurisdiktioner styrs av flera lagar och regleringar, vilka kan vara både komplexa och föränderliga, något som kan påverka Tangiamo negativt. Tangiamo är fortfarande en relativt liten aktör, och måste dessutom ännu nå positivt kassaflöde. Vid utgången av Q2-23 uppgick kassan till 0,2 MSEK och de räntebärande skulder till ca 2,1 MSEK. Då Tangiamo efter kvartalets utgång har säkrat ett nytt finansieringsavtal om upp till 12 MSEK samt erhållit GLI-certifiering, där sistnämnda möjliggör en större inbetalning från Loto Quebec under Q3-23, bedöms riskprofilen vara något lägre än tidigare estimerat. Tangiamo har därtill utestående TO1 med teckningsperiod i oktober 2023, vilka kan stärka upp kassan ytterligare i närtid.



OBS: Tangiamo har efter publiceringen av vår rapportkommentar meddelat att Bolaget mottagit GLI-certifiering för deras MultiPLAY-roulettebord.

**1,1 MSEK
NETTO-
OMSÄTTNING
Q2-23**

Nettoomsättningen uppgår till 8,5 MSEK under H1-23

Nettoomsättningen under Q2-23 uppgick till 1,1 MSEK (-0,8), vilket motsvarar en ökning om ca 2 MSEK mot jämförbart kvartal föregående år. Sekventiellt minskade omsättningen med ca 6,3 MSEK efter det starka Q1-23, i vilken en stor del av Loto Quebec-ordern realiserades. Summerat för första halvåret av 2023 uppgår nettoomsättningen till 8,5 MSEK vilket står i stark kontrast till fjolårets motsvarande siffra om 1 MSEK, där genombrottsordern från Loto Quebec är starkt bidragande till ökningen. I vår föregående rapportkommentar skrev vi att vi estimerade att resterande ordervärde från Loto Quebec skulle realiseras som en intäkt under Q2-23, vilket vi nu kan konstatera inte har skett. I balansräkningen uppgår balansposten "Förutbetalda kostnader och Upplupna intäkter" fortsatt till 6,7 MSEK, vilket således indikerar att Tangiamo ännu inte kan realisera den resterande delen av Loto Quebec-ordern som en intäkt, vilket Analyst Group bedömer primärt beror på att GLI-certifieringen ännu inte är på plats.

Tangiamo har däremot tagit ett steg närmare GLI-certifiering under Q2-23 genom godkännandet i enlighet med Low Voltage Directive (Lågspänningsdirektivet, LVD) vilken, tillsammans med EMC-certifieringen som erhöles i mars, utgör viktiga milstolpar och banar vägen för GLI-certifiering och därmed en, för Bolaget, breddad adresserbar marknad.

**ERHÅLLIT
ORDRAR OM
13 MSEK
(YTD)**

Per den 23 augusti har Tangiamo mottagit ordrar till ett värde om ca 13 MSEK, om endast dessa ordrar realiserar kommer Bolagets nettoomsättning för 2023 att uppgå till samma belopp. Vårt tidigare kommunicerade helårsestimat om 17,4 MSEK reflekterar således vår förväntan om ytterligare ordrar under årets gång, däremot hade Analyst Group estimerat att GLI-certifieringen skulle ha varit på plats under H1-23, vilket i ett sådant scenario skulle medföra positiva försäljningseffekter under H2-23, bland annat genom lägre försäljningströsklar i Nordamerika och andra nyckelmarknader genom tillhandhållandet av ett GLI-certifierat MultiPLAY-roulettebord, men även då det hade möjliggjort för Abbiati att sälja Tangiamos produkter till hela sin globala kundbas. Processen avseende GLI-certifiering har dock visat sig vara mer trögriktig och tidsåtagande än vad Analyst Group uppskattat, varför vi kommer att se över våra helårsestimat.

En mer slimmad organisation och ökad försäljning bidrog till en tydlig resultatförbättring under H1-23

Under Q2-23 uppgick rörelsekostnaderna (exkl. COGS, övriga rörelsekostnader och avskrivningar) till ca 2,7 MSEK, motsvarande en ökning om ca 9 % Q-Q, men samtidigt en minskning om ca -14 % Y-Y. Som vi skrev i anslutning till Q1-rapporten tenderar Tangiamos rörelsekostnader att vara volatila och påverkas av om Bolaget har medverkat på något event eller engagerat sig i annat marknadsföringssammanhang. Under Q2-23 medverkade Tangiamo på G2E-mässan i Singapore i samband med lanseringen av Dragon Roulette tillsammans med ELYSIUM och Abbiati, vilket därmed drev upp rörelsekostnaderna. Kostnadsökningen Q-Q var däremot något mindre än estimerat, i synnerhet personalkostnaderna, där vi ser att Tangiamo har lyckats med att kostnadseffektivisera rörelsen. Genom det nyligen ingångna finansieringsavtalet möjliggörs Tangiamo ett större finansiellt utrymme att investera för tillväxt, varför vi estimerar ökade rörelsekostnader kommande kvartal.

Med en lägre kostnadskostym och fortsatt realisering av upparbetad orderbok redovisade Tangiamo ett förbättrat EBIT-resultat Y-Y, uppgående till -3,6 MSEK (-5), och för H1-23 uppgick EBIT-resultatet till -2,1 MSEK, vilket markerar en tydlig resultatförbättring mot jämförbart kvartal föregående år då EBIT-resultatet uppgick till -7,4 MSEK.

Stärker likviditeten genom nytt ingånget finansieringsavtal om upp till 12 MSEK

Vid utgången av Q2-23 uppgick kassan till ca 0,2 MSEK, motsvarande en ökning om 0,1 MSEK jämfört med föregående kvartal, primärt härlett till ett minskat rörelsekapital. Som vi tidigare har flaggat för såg vi ett behov för Tangiama att genomföra någon form av kapitalanskaffning i närtid för att täcka framtida kapitalbehov. Den 17 augusti kommunicerade Bolaget ett ingånget finansieringsavtal med Nordic Growth Opportunities 3 ("NGO"), vilket utgör en kreditram om upp till 12 MSEK under en 24-månadersperiod. Det som är positivt med avtalet är att Bolaget på ett tid- och kostnadseffektivt sätt säkrar en finansiering om upp till 12 MSEK, samtidigt som det ger Tangiama flexibilitet att på eget bevåg välja när och hur mycket av kreditramen de vill nyttja, dock minst 4 MSEK. Genom finansieringen skapar Tangiama bättre operationella förutsättningar att satsa på kärnverksamheten, men även på innovation och produktion, vilket i sin tur bäddar för tillväxt framgent. Det som Analyst Group däremot ser som negativt avseende strukturen i finansieringsavtalet är att den ger upphov till en kontinuerlig utspädning och ett underliggande säljtryck då NGO får återbetalning i aktier till en ej förutbestämd kurs. NGO kan sedan inom 12 månader från att en tranch har påkallats och utbetalats konvertera lånet till en lägre kurs än vad aktien handlas till, givet strukturen på avtalet, vilket ger incitament att sälja aktien.

För att konkludera, finansieringsavtalet ger Tangiama möjlighet att fortsätta investera för tillväxt vilket å ena sidan skapar bättre förutsättningar att reducera *burn rate* och förbättra resultatet kommande kvartal, å andra sidan medför avtalet ett underliggande säljtryck i aktien, vilket kan komma att få en stor påverkan på aktien som sådan är relativt illikvid. Läs vår kommentar på finansieringsavtalet [här](#).

Sammanfattningsvis har Tangiama uppvisat ett starkt H1-23 och har mottagit ordrar till ett värde om ca 13 MSEK, vilket skulle innebära, givet realisering, den högsta försäljningen på över fem år. Viktigt för Bolaget kommande kvartal är att komma till avslut med GLI-certifieringen då det i sin tur skulle dels innebära en större inbetalning till Bolaget från Loto Quebec, dels öppna upp en större adresserbar marknad.

tangiama

H1-23

in a nutshell



8,5 MSEK

Nettoomsättning



0,1 MSEK

EBITDA-resultat



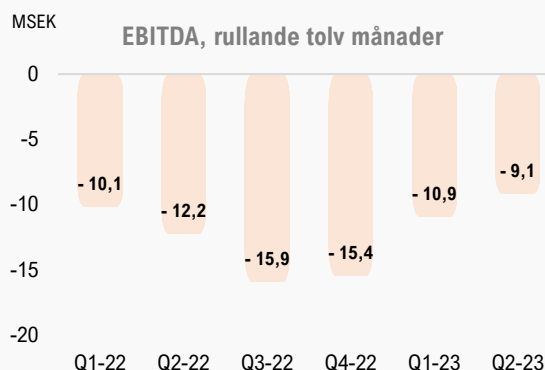
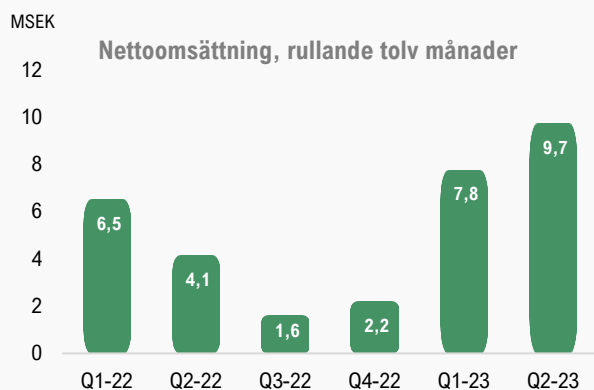
0,2 MSEK

Kassa vid utgången av
Q2-23



12 MSEK

Säkrat ny finansiering efter
Q2-23





Nordamerika utgör en stor trigger framgent

En större trigger i Tangiama har länge varit den potentiella ordern från Kanadas största spelaktör, Loto Quebec, som i slutet av år 2020 initierade en slutinspektion i syfte att verifiera Tangiamos spelplattform MultiPLAY. Efter en särskilt utdragen process, till stor del hänförligt till pandemin, erhöLL Tangiama till slut en order från Loto Quebec, uppgående till 10,5 MSEK, vilket motsvarade det övre intervallet av tidigare kommunicerat intervall om 5-10 MSEK. Utöver affärsvärdet, vilket som sådan medför viktig såväl försäljning som kassaflöde till Bolaget, innebär ordern en stark referenskund för Tangiama, då Loto Quebec kan liknas med Kanadas motsvarighet till Svenska Spel, vilket i sin tur kan underlätta vidare expansion på den nordamerikanska marknaden framgent. Vidare mottog Tangiama GLI-certifiering (GLI-11 & GLI-24) under Q3-23 avseende Bolagets MultiPLAY-roulettespelbord, vilken är förutsättning för att sälja till kasinon på reglerade marknader och öppnar därmed upp för ökad försäljning genom Tangiamos distributörer på b.l.a. den nordamerikanska marknaden. Nordamerika är globalt sett den största marknaden med prisnivåer som är ca 30-50 % högre än exempelvis i Europa.

Breddad produktportfölj ökar försäljningspotentialen

Med en global pandemi som i princip stängde ned hela kasinomarknaden under hela år 2020 och stora delar av år 2021, var Tangiama tvungna att ställa om och utnyttja den flexibilitet som är möjlig för en mindre aktör. Tangiama har tagit tillvara på den lägre aktiviteten på marknaden genom att vidareutveckla befintliga produkter och därtill skapat nya affärsområden genom *TNG Slot*, men även breddat erbjudandet till Onlinesektorn genom Bolagets ADR-system, vilket således öppnar upp en betydligt större adresserbar marknad. Pandemi och rådande omvärldsläge har haft, och i viss mån fortfarande har, en tydlig negativ effekt på investeringsviljan hos marknadsaktörerna, i synnerhet i de regioner där Tangiama för närvarande, försäljningsmässigt, har störst närvaro, såsom Asien, Afrika och Latinamerika, vilket således har hämmat Tangiamos försäljning. Med globala restriktioner som succesivt har lyfts bort under år 2022 i kombination med de framsteg som gjorts i Nordamerika, en marknad som återhämtat sig starkt efter pandemin och mer därtill, finns förutsättningarna för att accelerera omsättningen under år 2023-2024. Med en stärkt produktportfölj estimerar Analyst Group att Tangiama kan kapitalisera på efterfrågan för Bolagets produkter givet ett mer gynnsamt marknadsklimat och intensifierat säljfokus.

Innehar en stark patentportfölj som visar värde

Under Q4-22 kommunicerade Tangiama att Bolagets tidigare distributör Grupo Caribant förvärvat Tangiamos teknologirättigheter exklusiva för Dominikanska Republiken, motsvarande ett ordervärde om totalt 5 MSEK. Avtalet med Grupo Caribant påvisar en potential för Tangiama att även framöver ingå liknande affärer med andra aktörer på andra marknader, vilket därmed skulle öppna upp för nya intäktsströmmar. Som ett led i denna försäljning av teknologirättigheter till Grupo Caribant utfördes en omfattande utvärdering av tredjepart avseende Bolagets patentportfölj, vilket medförde en uppvärdering av patentportföljen, från ca 1,1 MSEK till 10,5 MSEK. Sammantaget visar dessa två händelser på styrkan i Tangiamos patentportfölj samtidigt som det har stärkt balansräkningen.

Prognos och värdering

De marknader som Tangiama har stor exponering mot har historiskt varit de marknader som drabbats mest av pandemin och dess efterdyningar samt rådande omvärldsläge. I takt med att marknaderna börjar normaliseras och investeringsviljan återvänder, antas Tangiama, med sin förstärkta produktportfölj, order från Loto Quebec och den positiva effekt denna order ger, ett ökat fokus på Nordamerika, den nyligen erhållna GLI-certifieringen och befintliga distributionsavtal, kunna accelerera sin försäljning framöver. Utifrån gjorda prognoser estimerar Analyst Group en nettoomsättning om 15,7 MSEK år 2023, och givet en applicerad om EV/S-multipel om 1,5x motiveras ett potentiellt nuvärde¹ per aktie om 0,077 kr.

Risk för stor utspädning och säljtryck i aktien framöver

Sedan noteringen år 2017 har Tangiama drivits med förluster, vilket har medfört att Bolaget har behövt genomföra emissioner av olika slag för att finansiera verksamheten. Under Q2-22 genomförde Tangiama en företrädesemission för att finansiera fortsatt expansion, samt återbetala ett bryggglån, och med kvittnings-emissionen som genomfördes under Q4-22 har Bolaget inga kortfristiga räntebärande skulder, vilket har givit Tangiama ett visst andrum vad gäller den finansiella ställningen. Däremot ingick Tangiama ett finansieringsavtal med Nordic Growth Opportunities 3 ("NGO") om upp till 12 MSEK under Q3-23, vilket å ena medför en förstärkt operationell stabilitet samt möjlighet för Bolaget att investera i kärnverksamheten för att positionera sig för ökad tillväxt. Å andra sidan kan finansieringsavtalet medföra en stor utspädning för befintliga aktieägare över tid givet att lånet ska återbetalas genom nyemitterade aktier, vilket därmed även kan ge upphov till säljtryck i aktien.

0,077 kr
I ETT BASE
SCENARIO

¹ Mer information om hur nuvärdet har härletts återges under värderingsavsnittet.

Tangiamo grundades år 2004 som en spin-off från Chalmers Tekniska Högskola i Göteborg, och är en systemleverantör av sensorteknologi inom *gaming*, där Bolaget mer specifikt verkar inom Touch-teknologi och visuell identifiering. Tangiamo utvecklar elektroniska spelbord, hel- och halvautomatiserade, där Bolagets unika touchteknik integreras. Automatisering av spelborden medför fördelar för kasinon i termer av ökade intäkter, då spelen går snabbare och med en högre säkerhet. Bolagets spelbord är myndighetsgodkända på flera stora marknader i Europa, och finns installerade i mer än 30 länder. Kunderna finns även på oreglerade öppna marknader utan krav på tillstånd. Tangiamo har tagit fram en produktportfölj med olika typer av spelplattformar av skiftande karaktär samt funktioner, där Tangiamos spelbord stödjer kända spel så som Roulette, Black Jack, Sic Bo och Craps.

Nuvarande produktportfölj

Illustration av Tangiamos produkter

Electronic Table Games

Tangiamo har utvecklat fysiska spelplattformar som möjliggör olika typer av kända spel, och med integrerad mjukvara kan innehållet bestämmas och ändras.

MultiPLAY Live - Placeras bland bord för livespel på kasinogolvet och behåller en mänsklig dealer.

MultiPLAY Auto - Fungerar utan personal genom att betalning hanteras elektroniskt eller med sedelläsare.

Crystal - Helautomatiskt spelbord där upp till sex personer kan spela på varsin spelterminal på en gemensam skärm.

Tangiamos MultiPLAY spelplattform är Bolagets flaggskeppsprodukt, vilken kombinerar den engagerade spelupplevelsen i livespelbord med den senaste touch-teknologin. MultiPLAY möjliggör för kasinoooperatörer att maximera intäkterna och öka lönsamheten genom ökad grad av automatisering och minskat behov av personal, samtidigt som kasinoooperatörer kan förbättra spelutbudet då innehållet kan bestämmas och ändras. Plattformen har ett användarvänligt gränssnitt som tilltalar såväl erfarna som mindre erfarna spelare, vilket öppnar upp för en bredare geografisk målgrupp. MultiPLAY kräver även minimalt underhåll och kan enkelt integreras med befintliga system, vilket minskar behovet av omfattande IT-stöd samt minimerar risken för driftstopp. Under Q3-23 erhöll Tangiamo GLI-certifiering (GLI-11 och GLI-24) avseende MultiPLAY-roulette-spelbordet, där GLI-11 är spelindustrins huvudstandard för spelapparater och säkerställer att Tangiamos hård- och mjukvarukomponenter fungerar sömlöst och pålitligt på kasinon. GLI-24, å andra sidan, garanterar högsta säkerhets- och integritetsnivå för Tangiamos elektroniska bordsspelssystem. Denna certifiering, som många kasinoooperatörer kräver, möjliggör ökad försäljning på reglerade marknader via Tangiamos distributörer.

Automatic Dice Recognition

Är ett system som automatiskt identifierar utfallet från tärningsspel i en shaker, och används inom diverse tärningsspel, exempelvis Sic Bo. Tangiamo säljer ADR-systemet både som en del av deras egna spelbord men även som ett delsystem till andra leverantörer av spelbord. Tangiamo tog under Q2-20 klivet in på onlinesektorn med Bolagets ADR-lösning via partnerskap, där ADR-enheter säljs både separat och som delsystem i partners egna bord. Försäljningen av ADR-system sker i dag till den oreglerade marknaden, men tillstånd för den reglerade marknaden väntas vara på plats i närtid.

TNG Slot

Är en produktplattform, inom kategorin Slot Machines, som till skillnad från andra slotmaskiner har en mekanisk slumpgenerator i form av en tärningsshaker, baserat på Bolagets egna ADR-system, istället för en elektronisk slumpgenerator.

OmniGaming by Tangiamo

Är en systemprodukt för kasinon som möjliggör för landbaserade kasinon och kryssningsfartyg att sömlöst skala upp sin verksamhet, då produkten möjliggör att fler spelare kan delta i spelet. Genom Bolagets skräddarsydda Tangiamo-surfplatta kan spelare åtnjuta Bolagets spel från hotellrummet, kasinobaren eller inom specifika spelområden. För att spelarna ska uppleva samma nivå av spänning och rättvisa på Bolagets MultiPLAY- eller Crystalplattformar, är alla *remote*-spel uppkopplade i realtid till roulettehjul och ADR:s. Genom OmniGaming by Tangiamo tillåts kasinoooperatörer att expandera spelbasen, öka engagemanget och driva omsättningsstillväxt.

Table TiTo

Ett betalningssystem som innebär en helautomatiserad betalningshantering, där casinon i realtid ser transaktioner per bord samt kan begränsa användningen av spelmarker till ett bord i taget. Casinon betalar för hårdvaran samt en licensavgift per enhet och månad. Viss produkttestning hos kund görs ännu, och är därför inte helt kommersialiserbar fram till dags dato.

Källa: Tangiamo

Illustrering av produkter

Elektroniskt spelbord



ADR-system



TNG slot-maskin

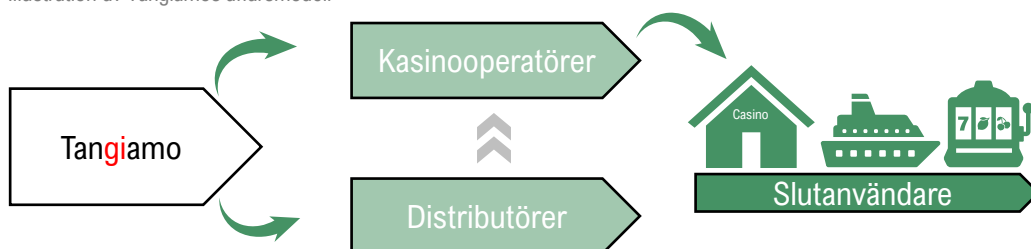


Intäktsmodell

Tangiamos affärsmodell baseras på försäljning av Bolagets elektroniska spelbord, slotmaskiner samt ADR-system, vilket antingen sker direkt till kasinooperatörerna eller via distributörer. Bolaget adresserar primärt landbaserade kasinon och Online Studios, men även kryssningsfartyg samt spelhallar. ADR-systemen säljs dels som en del av ett spelbord eller till ett livebord, dels till onlinesektorn via partnerskap, vilket är ett relativt nytt affärsområde för Tangiamo. För onlinesektorn kommer ADR-systemet att både säljas separat, men även som ett delsystem i partnrens egna bord. Tangiamo utvärderar även möjligheterna till licenstillverkning, vilket skulle innebära en ny fas i försäljningsprocessen, varvid Bolaget istället levererar nyckelkomponenter och mjukvara samtidigt som slutkunden köper in nödvändig hårdvara med efterföljande slutmontering. För Tangiamos del innebär upplägget en högre produktmarginal, tillika kassaflöde, samt en lägre exponering mot frakt- och komponentkostnader. I övrigt har Bolaget intäkter för support, uppgradering av mjukvara, betalningslösningar samt reservdelar.

Tangiamos affärsmodell.

Illustration av Tangiamos affärsmodell



Källa: Tangiamo

Patentportfölj

Tangiamo har ett tiotal patent på Bolagets touchteknologi och visuell identifiering av symboler, t.ex. tärningar. Bolagets tre spelplattformar är skyddade genom individuella patent där specifik teknik används. Den bakomliggande tekniken i Bolagets spelbord baseras på forskning inom sensorteknologi för touchskärmar, primärt avseende system som stöder flera användare kan spela samtidigt, och är applicerbar för skärmar i alla storlekar. Därutöver skyddas Bolagets utvecklade ADR-system av egna patent och Tangiamo har i dagsläget 21 godkända patent och elva (11) ansökningar under behandling.

Kostnadsdrivare

Tangiamo har tidigare haft en stor del av tillverkningen av spelborden i Sverige, men har idag *outsourcat* tillverkning till Polen. Mjukvaruutveckling på spelplattformarna samt ADR-systemen hanteras dock fortfarande i Tangiamos lokaler i Göteborg. Kostnader relaterat till utveckling av mjukvara och nya produkter aktiveras som arbete för egen räkning, och intäktsförs därför i resultaträkningen. Personalkostnader är Bolagets primära kostnadsdrivare och väntas vara det även framgent. I takt med att Tangiamo växer och breddar sin verksamhet, antas Bolaget behöva anställa ytterligare, dock i relativt låg utsträckning eftersom tillverkningen av hårdvara som sagt lagts ut på extern part. Övriga externa kostnader utgör likväl en stor del av Tangiamos totala kostnadsbas och avser exempelvis marknadsinsatser, patentkostnader, administration och hyra. Investeringar inom marknadsinsatser kommer vara av särskild stor vikt framgent för att kunna nå ut bredare i marknaden med Bolagets produkter, vilket även medför att kostnadsposten kan fluktuera i samband med att Tangiamo medverkar på större årliga marknadsevent, såsom ICE i London och G2E i Las Vegas.

Strategiska utsikter

Det utökade distributionsavtalet med Abbiati, vilken framöver även avser distribution av Tangiamos MultiPLAY-spelbord, öppnar upp för en betydligt högre försäljningspotential framöver givet Abbiatis nära fyra decennier långa erfarenhet och välrenommerad rykte, tillika ledande position, inom spelindustrin. Med ett breddat produktutbud i form av exempelvis TNG-slot och ADR-system för onlinesektorn samt att Bolagets halv- och helautomatiserade spelbord medför kostnadsbesparingar och ökad omsättningshastighet till kasinon, har Tangiamo ett attraktivt erbjudande till marknaden. Den erhållna order från Loto Quebec om 10,5 MSEK under Q1-23 utgör en viktig kommersiell milstolpe då det ger Tangiamo en viktig referenskund för fortsatt marknadspenetration i Nordamerika och bedöms kunna ge ringar på vattnet avseende försäljningen framgent. Nyligen erhållna GLI-certifieringen samt distributionsavtalen i dels USA genom Lightning Gaming, dels Kanada genom RBY Gaming, ses som ytterligare två potentiella tillväxtdrivare under åren 2023-2024.

Globala spelindustrin är omfattande och under tillväxt

Tangiama är verksamma inom den globala spelindustrin, vilken delas in i betting, kasino och lotteri, varvid lotterisegmentet utgör ungefär hälften av marknaden. Under år 2022 värderades den globala spelindustrin till ca 449 mdUSD och under år 2023-2027 väntas marknaden växa med en CAGR om 11,3 %, för att då värderas till 767 mdUSD. Spelindustrin är även indelad i landbaserat och online, vari Tangiama säljer sina produkter dels till landbaserade kasinon, kryssningsfartyg och spelhallar, dels onlinesektorn sedan Q2-20 via försäljningen av Bolagets ADR-system. Landbaserade kasinon utgör än idag för lejonparten av den totala kasinomarknaden, där landbaserade kasinon står för ca 75 % av de totala intäkterna inom marknaden, medan onlinekasinon utgör resterande del av marknaden. Däremot har Covid-19 pandemin påverkat spelmarknaden signifikant, där trenden för onlinespel accelererade som ett resultat. Viktiga tillväxtdrivare framgent inom spelmarknaden estimeras vara fortsatt legalisering av spel, ytterligare urbanisering, ökad betting på e-sport, ökad användning av social media och stigande population, där starkast tillväxt förväntas komma inom onlinesektorn.

Elektroniska spelbord skapar mervärde för kasinon

Electronic Table Games ("ETG" eller "elektroniska spelbord") är i enkelhet en elektronisk variant av ett traditionellt spelbord, i vilken användare kan spela populära spel såsom blackjack, roulette och SicBo. Elektroniska spelbord kan vara hel- eller halvautomatiska, vars plattform kan innehålla flera spel samtidigt, vilket dels minskar behovet att mänskliga *dealers*, dels skapar en ökad flexibilitet för kasinooperatörer, samtidigt som dessa kan maximera kasinots tillgängliga spelmix. Med elektroniska spelbord tillåts därför kasinooperatörer att enklare skala upp verksamheten då en *dealer* kan hantera flera spelare samtidigt, samtidigt som kasinon kan spara ned på den största kostnadsposten, vilket är personalkostnader. Enligt Verified Market Research, värderades EGT-marknaden till ca 1,9 mdUSD år 2020 och väntas växa med en CAGR om 7,1 % fram till år 2028, för att då värderas till 3,2 mdUSD, där ovannämnda fördelar tillsammans med ett stigande ekonomiskt välstånd förväntas driva marknadstillväxten.

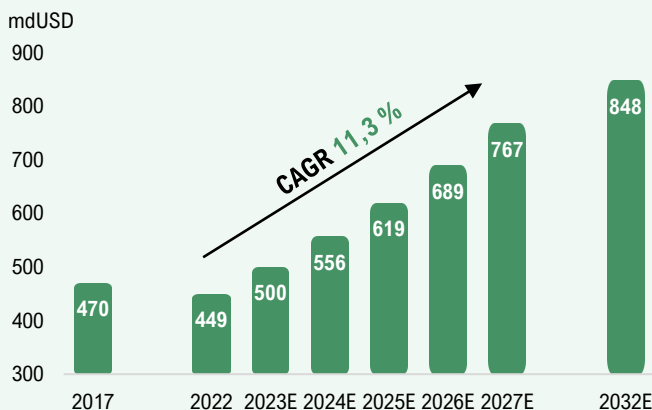
Tangiamos hel- och halvautomatiska elektroniska spelbord är i regel betydligt mindre än traditionella spelbord, samtidigt som spelare kan interagera på samma spelskärm genom Bolagets unika touchteknologi, vilket dels medför att kasinooperatörer kan optimera tillgängliga spelytor och reducera personalkostnader, dels att spelarna får en mer social upplevelse. Med Bolagets systemprodukt Omni-Gaming tillåts även kasinon att expandera fysiska spelbord med Remote och Online Gambling, där kasinon, genom att nå fler spelare, kan öka intäkterna utan motsvarande kostnadsuppbbyggnad.

Gambling i USA tar nya rekord

Spelmarknaden i USA värderades år 2021 till ca 262,4 mdUSD och under år 2022 uppmätte landet nya rekordnivåer efter att de kommersiella spelintäkter (GGR¹) från slots, spelbord, sport betting och iGaming uppgick till 60 mdUSD, vilket motsvarar en ökning om 14 % från tidigare rekordåret 2021 och samtidigt en dubbling jämfört med det pandemidrabbade året 2020. Med Bolagets relativt nya distributör i USA, Lightning Gaming, vilken har försäljningstillstånd i samtliga stater utom Nevada, ger det Tangiama möjligheten att få fäste i regionen och medför samtidigt en betydande försäljningspotential.

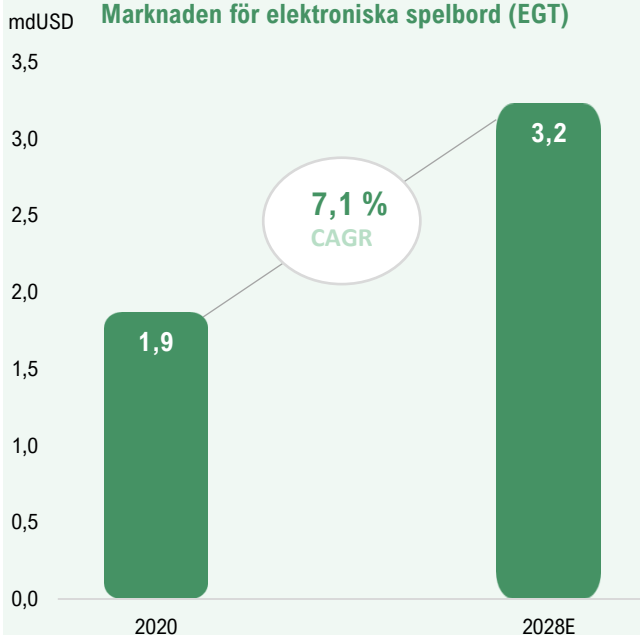
Globala spelindustrin väntas vara värd 675 mdUSD år 2025.

Globala spelindustrin, 2020-2027E

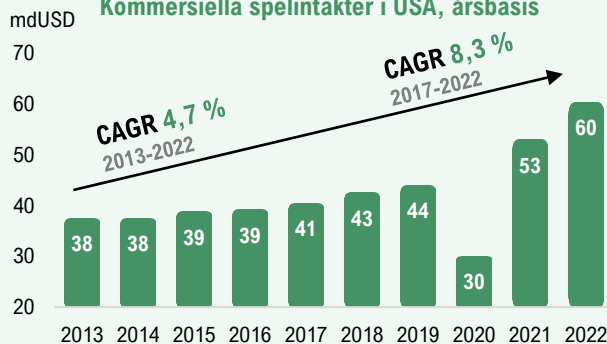


Källa: ResearchAndMarkets, 2022

Marknaden för elektroniska spelbord (EGT)



Kommersiella spelintäkter i USA, årsbasis

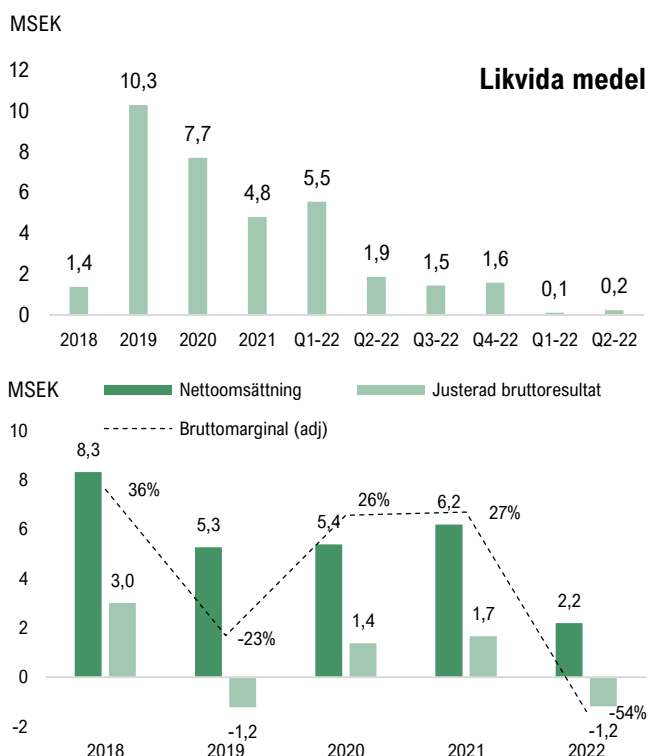


¹ GGR eller Gross Gaming Revenue representerar skillnaden mellan det satsade beloppet och det belopp som vunnits, snarare än enbart det satsade beloppet på hela gamblingmarknaden.

När Tangiamos historik studeras är det viktigt att ha i åtanke att omorganisationen som påbörjades år 2018 fick kortsiktig påverkan på resultaträkningen i form av lägre intäkter och högre kostnader, där större nedskrivningar samt utfasning av varulager med äldre produkter gjordes. Sedan dess har Bolaget utvecklat nya produkter, som t.ex. *TNG Slot*, *OmniGaming* samt tagit klivet in i onlinesektorn via försäljningen av ADR-system. I tabellen samt graferna nedan går det tydligt att se vilken effekt omorganisationen har haft på Tangiamos verksamhet.

Historiska räkenskaper (MSEK)	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Nettoomsättning	12,6	8,3	5,3	5,4	6,2	2,2
Aktiverat arbete för egen räkning	4,6	2,6	2,1	1,7	2,3	1,8
Övriga rörelseintäkter	0,1	0,6	0,1	1,2	0,7	6,7
Lagerförändring	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,5	0,0
Totala intäkter	17,3	11,5	7,5	8,3	8,7	10,6
Råvaror och förnödenheter	-5,6	-5,3	-6,5	-2,8	-4,0	-3,4
Bruttoresultat	11,7	6,2	1,0	5,5	4,7	7,2
Bruttomarginal (adj)	55,7%	36,2%	-23,1%	48,2%	26,9%	-53,9%
Övriga externa kostnader	-3,7	-6,0	-7,3	-4,9	-6,8	-13,3
Personalkostnader	-8,4	-11,3	-10,5	-8,1	-7,8	-8,3
Övriga rörelsekostnader	-0,3	-0,2	-3,6	-0,2	-0,4	-1,0
EBITDA	-0,7	-11,3	-20,3	-7,7	-10,3	-15,4
EBITDA-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Av- och nedskrivningar	-2,6	-3,7	-10,1	-2,3	-3,0	-2,7
EBIT	-3,3	-15,0	-30,4	-10,0	-13,3	-18,1
EBIT-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.

¹ Exkl aktiverat arbete, övriga rörelseintäkter & lagerförändring



Distributionsavtal

Tangiamo har under de senaste åren stärkt upp Bolagets distributionsnätverk med flertalet distributionsavtal, varav ett fåtal av dessa regleras med en minsta orderkvantitet. Gemensamt för distributörerna är att de är kapitalstarka och väletablerade i sina regioner med en långsiktig strategi. Avtalet med Abbiati, vilket ingicks under år 2020 avseende Tangiamos ADR-system, utökades dels under Q3-22 för att även kunna nå kunder i Filippinerna, Laos och Kambodja, dels under Q1-23 för att även omfatta Bolagets MultiPLAY-/Crystal-spelbord, vilket sammantaget medför en ökad försäljningspotential framgent. Nedan sammanställs Tangiamos aktuella distributionsavtal.

Aktör	Produkt	Region
Abbiati	ADR-system, Spelbord	Globalt
RBY	Spelbord, service	Nordamerika, Kanada
Grupo Caribant	Service/övrigt	Dominikanska Republiken
TCS	ADR-system	Macau
Hyams Gaming	Spelbord, service	Storbritannien, Nordcypern
Lightning gaming	Spelbord, service, ADR-system	USA
Casino Shuffler	ADR-system	Östeuropa och Centralasien
Mascot SFM	Spelbord	Frankrike

Nedan följer en redogörelse av underlaget för de beräkningarna och prognoser för år 2023-2025 som gjorts. De bygger delvis på publik information samt Analyst Groups egna antaganden.

Direktförsäljning av elektroniska spelbord och slotmaskiner

Tangiamos elektroniska spelbord kan variera i pris beroende på kundgrupp, spelbord och beställd kvantitet, med ett prisintervall om 500 000-800 000 SEK. För att kunna härleda en underbyggd prognos har ett pris per spelbord om 600 000 SEK antagits, där tidigare kommunicerade ordrar har tagits i beaktning. Enligt Bolaget uppgår bruttomarginalen för spelborden till ca 60 % och till prognoserna har Analyst Group antagit en något lägre bruttomarginal om ca 55 %, vilket är i linje med Tangiamos justerade bruttomarginal (exkl. aktiverat arbete, övriga rörelseintäkter och lagerförändring) under år 2017. Under detta år bestod Tangiamos försäljning i synnerhet av direktförsäljning av spelbord samtidigt som nettoförsäljningen taktade omkring 12,6 MSEK, och antas därför utgöra ett bra riktmärke för Tangiamos bruttomarginal på spelborden. Tangiamo slotmaskiner, TNG Slots, har ett försäljningspris mellan 70 000-120 000 SEK, beroende på kundgrupp, typ av slotmaskin och beställd kvantitet. Analyst Group har i prognoserna antagit ett försäljningspris om ca 100 000 SEK, med samma bruttomarginal som spelborden, där tidigare kommunicerade ordrar har tagits i beaktning. Tangiamo har en tillverkningskapacitet om ca 120 spelbord per år, motsvarande ca 10 spelbord/månad.

ADR-system

Bolagets ADR-system har ett försäljningspris mellan 27 000-65 000 SEK beroende på variant (online/offline), beställd kvantitet och kundgrupp. Analyst Group har i prognoserna antagit ett pris om 46 000 SEK per enhet, vilket utgör ett genomsnitt av prisintervallet. Under år 2020 utgjorde försäljningen av ADR-systemen en majoritet av Tangiamos totala nettoomsättning, och givet de höga justerade bruttomarginalerna som uppvisades under Q1-20 (80 %) och Q3-20 (86 %), bedömer Analyst Group att ADR-systemen säljs med en högre bruttomarginal än spelborden. I prognoserna har Analyst Group konservativt antagit att bruttomarginalen för ADR-systemen uppgår till ca 60 %. ADR-system säljs dels till landbaserade kasinon, dels online, till såväl den reglerade marknaden som den oreglerade.

Övrig försäljning

Utöver direktförsäljning erhåller Tangiamo även intäkter för support, uppgradering av mjukvara och reservdelar, som antas uppgå till 5 % av nettoomsättningen under åren 2022-2024. Därutöver är vinstdelning ett affärsområde som Tangiamo historiskt har generat intäkter från, men givet att detta kräver hög kapitalbindning och rörelsekapital, är affärsområdet inte prioriterat. Således har vi inte tagit höjd för vinstdelningsintäkter under prognosperioden.

Grundantaganden som utgör underlag till prognoserna år 2023-2025



Elektroniska spelbord

600 000 SEK

Antaget försäljningspris

~ 55 %

Antagen bruttomarginal



TNG SLOT

100 000 SEK

Antaget försäljningspris

~ 55 %

Antagen bruttomarginal



ADR-system

46 000 SEK

Antaget försäljningspris

~ 60 %

Antagen bruttomarginal



Övrig försäljning

~ 5 %

Andel av nettoomsättning

Prognos för direktförsäljning av spelbord och slotmaskiner år 2023-2025



Tangiamo har genom åren upparbetat ett flertal distributionsavtal avseende Bolagets elektroniska spelbord på ett flertal globala marknader, där ett distributionsavtal avseende den amerikanska marknaden tecknades med Lightning Gaming under Q4-21, vilken utgör en stor potential. Under Q1-23 utökades även distributionsavtalet med den världsledande kasinodistributören Abbiati till att även omfatta Tangiamos MultiPLAY-spelbord, vilket öppnar upp för en betydligt starkare försäljning framgent, då Abbiati har en etablerad, tillika expanderande, kundbas, såväl online som fysiskt, i nästan alla länder och städer som erbjuder legaliserat spel.

Coronapandemin påverkade spelbordsförsäljningen negativt för såväl Tangiamo som andra kasinounderleverantörer, förklarar av nedstängningar av kasinon och ökad försiktighet bland distributörerna samt kasinooperatörerna. Tangiamo utnyttjade marknadens inaktivitet genom att stärka upp patentportföljen samt förädla produktutbudet, där Bolaget dels förbättrade befintliga produkter, dels introducerade nya affärsområden, däribland TNG Slot och onlinesektorn. Detta genomfördes för att matcha marknadens nya behov efter pandemin, kännetecknat av mer automatiska spelbord samt lösningar som fångar upp de sociala delarna i själva spelandet.



LOTO
QUÉBEC
ORDERN FRÅN
LOTO QUEBEC
GER TANGIAMO
VIKTIG
REFERENSKUND

Under Q1-23 mottog Tangiamo en order värd 10,5 MSEK från Loto Quebec. Denna order markerar en betydande kommersiell framgång för Tangiamo och stärker förtroendet för Bolagets produktportfölj. Med Loto Quebec som en framstående referenskund förstärks Tangiamos position inför framtida affärsdiskussioner och potentiella försäljningsframgångar på den nordamerikanska marknaden. Under Q3-23 erhöll Tangiamo även den viktiga GLI-certifieringen (GLI-11 och GLI-24) avseende Bolagets MultiPLAY-roulettespelbord, där GLI-11 är spelindustrins huvudstandard för spelapparater och säkerställer att Tangiamos hård- och mjukvarukomponenter fungerar sömlöst och pålitligt på kasinon. GLI-24, å andra sidan, garanterar högsta säkerhets- och integritetsnivå för Tangiamos elektroniska bordsspelsystem. Denna certifiering är en förutsättning för att sälja till kasinon på reglerade marknader och öppnar därmed upp för ökad försäljning genom Tangiamos distributörer på dels den amerikanska marknaden, dels andra marknader, då certifieringen ger en internationell kvalitetsstämpel som flertalet kasinooperatörer kräver. GLI-godkännandet möjliggör även för Abbiati att sälja Tangiamos produkter till sin globala kundbas, något som tidigare inte varit möjligt.

Medan flertalet kasinomarknader i tillväxt- och utvecklingsländer har haft det fortsatt utmanande efter pandemin, likväl Tangiamo, har den amerikanska marknaden visat stark tillväxt. Genom Bolagets etablering på den amerikanska marknaden via distributören Lightning Gaming, erhållen Loto Quebec-order, den nyligen erhållna GLI-certifieringen samt Bolagets stärkta produktportfölj såväl som distributionsnätverk, estimerar Analyst Group en starkare försäljning under åren 2023-2024. Under år 2023 estimeras försäljningen av elektroniska spelbord uppgå till ca 11,6 MSEK, vilket skulle motsvara 21 spelbord, givet tidigare angivna prisantaganden per spelbord, där vi antagit att 90 % avser elektroniska spelbord och 10 % slotmaskiner. Under åren 2024-2025 har vi antagit att 80 % av nettoförsäljningen avseende spelborden avser elektroniska spelbord och 20 % slotmaskiner.

Prognos för försäljningen av ADR-system år 2023-2025

ADR-system är en komponent i SicBo-spelbord och har en livslängd om 1-3 år, vilket medför återkommande intäkter över tid i takt med att speloperatörerna behöver ersätta befintliga ADR-system. Under år 2019 ingick Bolaget ett distributionsavtal med TCS John Huxley Asia som för Tangiamo innebär både försäljning av nya enheter och reservdelsförsörjning under sju år till ett värde om minst 1 MSEK årligen. Macaus landbaserade kasinon var i princip nedstängda under pandemin och har under tre års tid bedrivits under större restriktioner givet Kinas strikta coronaregler, vilket medförde en kraftigt nedgång av turister och således hämmat investeringsviljan bland de landbaserade kasinon i Macau. Marknaden i Macau har däremot utvecklats starkt under år 2023 efter att Kinas Covid-restriktioner lyfts, vilket öppnar upp för ökad försäljning för Tangiamo framgent.

Prognos för försäljningen av ADR-system år 2023-2025, forts

Under Q2-20 tog Tangiamo klivet in till onlinesektorn genom Bolagets ADR-system, där Tangiamo initialt adresserade de oreglerade marknaderna. Produktgodkännandet för de reglerade marknaderna erhöles under Q2-21, vilket öppnade upp en betydligt större marknad för Bolaget. Det finns över 1 000 registrerade online studios, där ca 30 online studios i Europa har Tangiamos ADR-system, och för en online studio behövs 1-2 ADR-system, vilket medför en stor försäljningspotential för Bolaget. Under år 2020 sålde Tangiamo ADR-system för ett värde om över 3 MSEK vilket, givet vårt antagna försäljningspris, skulle motsvara över 65 sålda ADR-system. Givet värdet av de mottagna ordrar under år 2021 estimerar Analyst Group att ADR-försäljningen för år 2021 understeg 2020 års nivåer. Även under år 2022 estimeras försäljningen av ADR-system ha understigit 2020 års nivåer, givet kommunicerade ordrar och uppvisad nettoomsättning. För helåret 2023 estimeras en nettoomsättning om ca 3,4 MSEK från ADR-system, vilket skulle motsvarar ca 74 ADR-system. Genom ett breddat distributionsnätverk och intensifierat säljfokus, i kombination med uppbyggnaden av en solidare försäljningspipeline och ersättning av befintliga ADR-system på marknaden, estimerar ADR-försäljningen öka till 5,2 MSEK år 2024 och ca 6,9 MSEK år 2025.

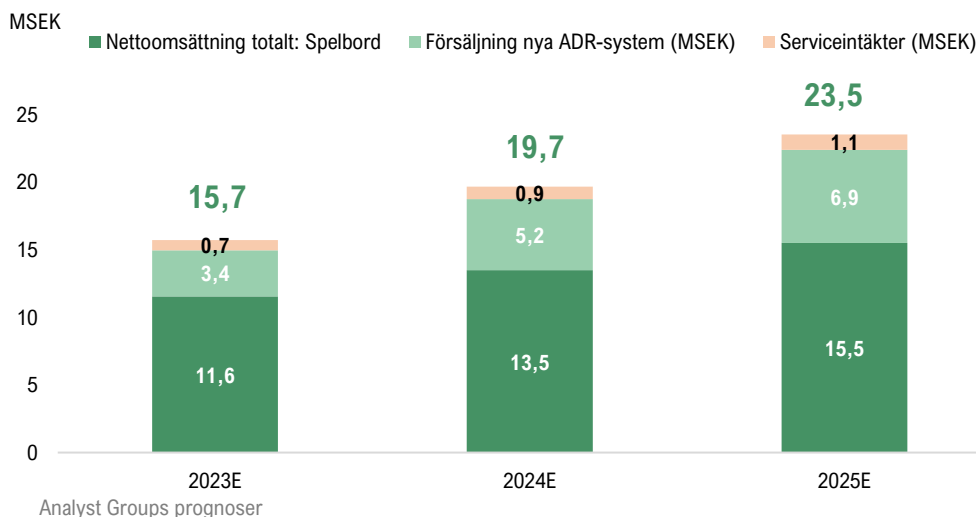
Sammanfattning av prognoser år 2023-2025

För år 2023 estimeras den totala nettoomsättningen uppgå till 15,7 MSEK, vilket innebär en mindre nedrevidering från tidigare och hänförs till att GLI-certifiering erhöles senare än estimerat. Tangiamo har en stark IP-portfölj, varför affärer likt den som genomfördes med Grupo Caribant under Q4-22 även kan ske framöver och dessutom på större marknader. Då det inte är en del av Tangiamos huvudverksamhet ska det snarare ses som en option på gjorda prognoser. För år 2024 estimeras nettoomsättningen uppgå till 19,7 MSEK, vilket motsvarar en tillväxt om ca 25 %, vilket är väsentligt lägre än den tillväxt som estimeras under år 2023 om ca 617 %, men då Tangiamo fortsatt är beroende av nya ordrar för att växa, innebär estimerad tillväxt mellan åren 2023-2024 att Analyst Group förväntar sig att ordern från Loto Quebec ger ringar på vattnet och kan resultera i ytterligare större ordrar under prognosperioden.

Intäktsmix MSEK	Nya estimat			Tidigare estimat			Förändring (%)		
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
Elektroniska spelbord	11,6	13,5	15,5	13,8	14,5	16,5	-16%	-7%	-6%
ADR	3,4	5,2	6,9	2,8	5,0	6,6	24%	6%	4%
Service	0,7	0,9	1,1	0,8	1,0	1,2	-9%	-4%	-3%
Totalt	15,7	19,7	23,5	17,3	20,4	24,3	-9%	-4%	-3%

Genom ett breddat distributionsnätverk, erhållen GLI-certifiering och intensifierat säljfokus, estimeras nettoomsättningen växa stark framgent.

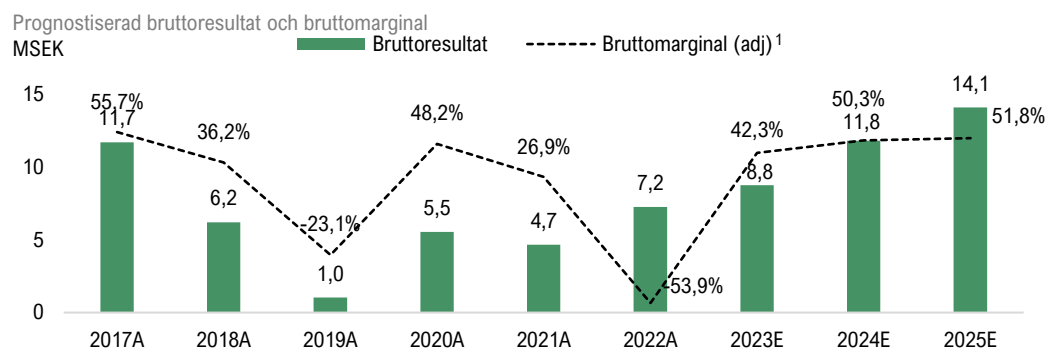
Prognostiserad intäktsmix under åren 2023-2025



Brutto- och rörelsekostnader

Tangiomas bruttokostnader utgörs primärt av hårdvarukostnader, medan kostnader för mjukvara aktiveras som eget arbete och fördelas på hur många bord Tangiama har utestående. Utifrån Analyst Group egna antagande om pris per spelbord och slotmaskin, samt uppskattad bruttomarginal, mynnar det ut i en bruttokostnad om ca 270 000 SEK per spelbord och ca 45 000 SEK per slotmaskin. För ADR-system estimeras bruttokostnaden uppgå till ca 18 400 SEK per enhet, givet tidigare nämnda antagen avseende pris och bruttomarginal. Under år 2021 uppgick den justerade bruttomarginalen till 27 %, samtidigt som den justerade bruttomarginalen under år 2022 uppgick till -53,9 %, således väsentligt lägre än den underliggande lönsamheten för Bolagets produkter, och grundas, i vår uppfattning, i att försäljningen fortfarande är på låga nivåer och Tangiama ännu inte har kunnat skala upp produktionen avsevärt, varför Bolagets låga bruttomarginal snarare antas vara en effekt av Bolagets lageruppbyggnad och bokföringsmetod. Däremot, i takt med att Tangiama kan skala upp produktionen och nå *Economies of Scale*, i kombination med förbättrade distributionsnätverk och mer framgångsrik försäljning, estimeras bruttomarginalen stärkas från år 2023 och framåt, för att år 2024 uppgå till 51,8 %, vilket är mer eller mindre i linje med år 2017 då Tangiama hade en betydligt högre försäljning (12,6 MSEK).

Bruttomarginalen väntas stiga framöver i takt med högre volymer

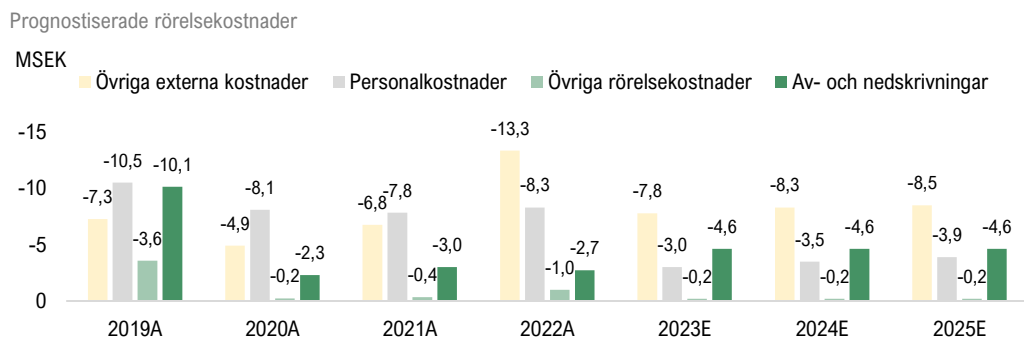


Analyst Groups prognoser

¹Exkl aktiverat arbete, övriga rörelseintäkter & lagerförändring

Mellan åren 2017-2022 har antalet anställda reducerats från 16 till 10, vilket har medfört att personalkostnaderna minskat. Om än i relativt låg takt förväntas Tangiama behöva anställa mer personal under prognosperioden allt eftersom försäljningen tar fart. På rullande tolv månader har de övriga externa kostnader ökat med 124 % Y-Y till -14,3 MSEK, men härleds primärt till de ökade kostnader som uppkom under Q4-22 med bakgrund till deltagande på G2E-mässan i oktober 2022 samt, vad Analyst Group bedömer, större engångskostnader under H2-22 samt ökade konsultlöner som upptas som övriga externa kostnader. Givet kostnadspostens *run rate* under Q2-22 (-5,0 MSEK), Q1-Q3 2021 (-4,7 MSEK) samt vad kostnadsposten uppgick till under år 2020 (-4,9 MSEK) är det tydligt att Tangiama har effektiviserat delar av verksamheten och reducerat rörelsekostnaderna, då övriga externa kostnader uppgick till -7,3 MSEK under år 2019. Under prognosperioden antas övriga externa kostnader utgöra en lägre andel av kostnadsbasen än vad som uppvisats under år 2022 givet avsaknaden av engångskostnader, men överstiga 2019 års nivåer med hänsyn till ökade konsultlöner. Under resterande prognosperiod estimeras övriga externa kostnader öka i takt med verksamheten i sin helhet växer, men i en lägre takt än omsättnings-tillväxten, vilket förväntas resultera i att rörelsemarginalen stärks framgent.

Personalkostnader antas fortsatta utgöra störst andel av rörelsekostnaderna under åren 2023-2025.



Analyst Groups prognoser

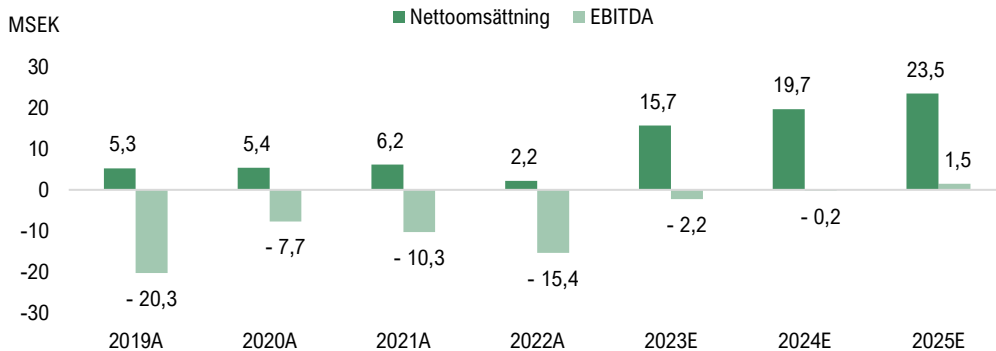
Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

Följande är en sammanfattning av gjorda prognoser som sträcker sig till år 2025. Den ökade försäljningsvolymen drivs av direktförsäljning av spelbord, försäljning av ADR-system samt övrig försäljning. Den erhållna GLI-certifieringen utgjorde en viktig aspekt i Analyst Groups estimat då certifieringen medför en viktig kvalitetsstämpel för Bolagets produkter inom spelindustrin. Analyst Group hade ursprungligen förväntat att certifieringen skulle vara klar under H1-23. Detta skulle ha lett till lägre försäljningströsklar i Nordamerika och andra nyckelmarknader, samtidigt som det skulle ha stärkt försäljningspotentialen genom Abbiati. Bolaget erhöll dock certifieringen senare än förväntat, närmare bestämt i slutet av augusti, vilket innebär att större delen av Q3-23 redan har passerat, varför vi har reviderat ned våra omsättningsestimater. Analyst Group har därtill justerat ned estimaten avseende rörelsekostnaderna och sänkt bruttomarginalsprognoserna baserat på utfallet YTD. Sammantaget estimeras nu en mindre EBITDA-förlust för år 2024 och ett något högre EBITDA-resultat för år 2025 till följd av dessa revideringar.

MSEK	Nya estimat			Tidigare estimat			Förändring (%)		
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	15,7	19,7	23,5	17,3	20,4	24,3	-9%	-4%	-3%
Bruttoresultat	8,8	11,8	14,1	10,3	12,3	14,6	-15%	-4%	-4%
Rörelsekostnader	-11,0	-12,0	-12,6	-12,6	-13,2	-13,8	-13%	-9%	-8%
EBITDA	-2,2	-0,2	1,5	-2,3	-0,9	0,9	2%	78%	74%

I takt med ökade försäljningsvolymerna förväntas Tangiamos kostnadsstruktur resultera i ett förbättrat resultat.

Estimerad nettoomsättning och EBITDA, 2019-2025E



Källa: Analyst Groups prognoser

Base scenario MSEK	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	12,6	8,3	5,3	5,4	6,2	2,2	15,7	19,7	23,5
Aktiverat arbete för egen räkning	4,6	2,6	2,1	1,7	2,3	1,8	1,9	1,9	1,9
Övriga rörelseintäkter	0,1	0,6	0,1	1,2	0,7	6,7	0,2	0,0	0,0
Lagerförändring	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Totala intäkter	17,3	11,5	7,5	8,3	8,7	10,6	17,8	21,6	25,4
Råvaror och förnödenheter	-5,6	-5,3	-6,5	-2,8	-4,0	-3,4	-9,1	-9,8	-11,3
Bruttoresultat	11,7	6,2	1,0	5,5	4,7	7,2	8,8	11,8	14,1
Bruttomarginal (adj) ¹	55,7%	36,2%	-23,1%	48,2%	26,9%	-53,9%	42,3%	50,3%	51,8%
Övriga externa kostnader	-3,7	-6,0	-7,3	-4,9	-6,8	-13,3	-7,8	-8,3	-8,5
Personalkostnader	-8,4	-11,3	-10,5	-8,1	-7,8	-8,3	-3,0	-3,5	-3,9
Övriga rörelsekostnader	-0,3	-0,2	-3,6	-0,2	-0,4	-1,0	-0,2	-0,2	-0,2
EBITDA	-0,7	-11,3	-20,3	-7,7	-10,3	-15,4	-2,2	-0,2	1,5
EBITDA-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	6,3%
Justerad EBITDA-marginal ¹	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Av- och nedskrivningar	-2,6	-3,7	-10,1	-2,3	-3,0	-2,7	-4,6	-4,6	-4,6
EBIT	-3,3	-15,0	-30,4	-10,0	-13,3	-18,1	-6,9	-4,8	-3,1
EBIT-marginal (adj) ¹	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.

¹ Exkl aktiverat arbete, övriga rörelseintäkter & lagerförändring

För att ge värderingen perspektiv görs en jämförelse med en peer-grupp inom branschen. Även om produkt, storlek och marknad skiljer sig finns likheter mellan företagen och Tangiamo avseende produkterbjudande i form av elektroniska spelbord, strategi att rikta sig mot både kasinon och kryssningsfartyg, intäktsmodell, adresserbar marknadsstorlek och lönsamhetspotential.




Light & Wonder Inc är ett amerikanskt företag som tillhandahåller spelprodukter med tillhörande tjänster inom lotteri och gamlingsektorn. Bolaget erbjuder därtill teknologiplattformar, robusta system, engagerade spelinnehåll och relaterade marknadsföringslösningar. Light & Wonder är verksamma globalt och har sina kunder över hela världen.

Market Cap

76 138

MSEK




International Game Technology PLC är ett amerikanskt spelbolag, grundat 1990, vilka designar, utvecklar, tillverkar och distribuerar digital spelutrustning, programvara och nätverkssystem. Bolagets produkter består av elektroniska spelmaskiner, sociala spelplattformar och andra interaktiva spelautomater.

Market Cap

69 282

MSEK




Everi Holdings Inc är en ledande leverantör av teknologilösningar för spelindustrin i USA. Företaget grundades 2015 och erbjuder en bred portfölj av produkter, inklusive spelautomater, digitala lotterier, kredit- och betalningssystem med mera. Everis lösningar är utformade för att ge spelarna en engagerande och underhållande spelupplevelse samtidigt som de hjälper kasinon att öka sin intäkt och effektivisera sin verksamhet. Everi har etablerat sig som en pålitlig och innovativ partner för kasinon över hela USA.

Market Cap

13 317

MSEK




Inspired Entertainment Inc är en global leverantör av spelsystem med huvudkontor i Storbritannien. Företaget grundades 2001 och erbjuder ett brett utbud av produkter, inklusive virtuella sportspel, spelautomater, digitala lotterier med mera. Inspireds produkter är utformade för att leverera en realistisk och engagerande spelupplevelse till spelarna samtidigt som de möjliggör för kasinon att öka sina intäkter och expandera sin verksamhet. Företaget har etablerat sig som en av de ledande leverantörerna av spelsystem i Europa och har en växande närvaro på andra marknader runt om i världen.

Market Cap

3 622

MSEK




Jackpot Digital Inc. är ett kanadensiskt börsnoterat företag med huvudkontor i Vancouver, och är en ledande tillverkare av elektroniska spelbord och mobilspel för kryssningsfartygs- och kasinoindustrin. Företaget är specialiserat på MultiPLAYER-produkter, med inriktning på poker och kasinospel, som kompletteras med en serie av back end-verktyg för att operatörerna effektivt ska kunna styra och optimera sin spelverksamhet. Jackpot Blitz™ är företagets nästa generation av spelplattform som ger en högre grad av operatörseffektivitet, flexibilitet och lönsamhet. Även om vissa tydliga skillnader finns mellan Jackpot Digital och Tangiamos spelbord, har likväl båda företagen gemensamma nämnare i sitt produktutbud och affärsmodell.

Market Cap

80

MSEK




Accel Entertainment Inc är en ledande leverantör av videospelsterminaler och digitala spelsystem till den amerikanska spelbranschen. Företaget grundades 2012 och verkar i flera delstater, inklusive Illinois där det har en dominerande marknadsposition. Accels spelterminaler och system är utformade för att erbjuda en sömlös och engagerande spelupplevelse för kunderna samtidigt som de hjälper ägarna av spellokaler att öka sin intäkt och lönsamhet. Företaget har en stark inriktning på innovation och teknik, och dess produkter är utformade för att vara flexibla, skalbara och lätt anpassningsbara för att möta behoven hos olika spellokaler.

Market Cap

10 790

MSEK




PlayAGS Inc är en ledande utvecklare och leverantör av spelsystem till den amerikanska spelbranschen. Företaget grundades 2013 och erbjuder en mångsidig portfölj av spelsystem, inklusive spelautomater, bordsspel och onlinespelslösningar. PlayAGS produkter är utformade för att leverera en engagerande och underhållande spelupplevelse till spelarna samtidigt som de hjälper kasinon att öka sin intäkt och lönsamhet. Företaget har en stark inriktning på innovation och teknik, och dess produkter är utformade för att vara anpassningsbara för att möta de unika behoven hos varje kasino och spelmarknad. PlayAGS har verksamhet över hela USA och har etablerat sig som en pålitlig och pålitlig partner för kasinon.

Market Cap

2 704

MSEK

För att ge perspektiv på hur Tangiamo står sig mot ovannämnda peers, redogörs samtliga bolagens omsättningstillväxt, lönsamhet, skuldsättningsgrad, kapitalstruktur och multiplar under rullande tolv månader i tabellen nedan, samt tillgängliga estimat på peers i relation till Analyst Groups prognoser för Tangiamo.

Historiska siffror (R12)

R12	Tangiamo	Light & Wonder	IGT	Everi	Inspired	Jackpot Digital	Accel Entertainment	PlayAgs Inc	Genomsnitt, peers	Median, peers
Nettoomsättningstillväxt	135,6%	18,5%	4,0%	13,5%	17,9%	190,2%	39,5%	16,1%	42,8%	17,9%
Bruttomarginal	31,3%	70,1%	48,6%	78,8%	74,3%	77,4%	29,9%	71,6%	64,4%	74,3%
EBITDA-marginal	-93,9%	29,4%	40,1%	42,2%	30,9%	-122,2%	14,4%	39,8%	10,7%	30,9%
EBITDA-tillväxt Y-Y	25,4%	71,9%	15,7%	5,6%	24,7%	38,6%	24,8%	37,1%	31,2%	24,7%
Soliditet	65,0%	18,0%	14,0%	14,0%	-17,0%	-209,0%	22,0%	9,0%	-21,3%	14,0%
Nettoskuld/EBITDA	-0,2	3,7	3,1	2,2	3,0	-1,5	1,8	3,9	2,3	3,0
Skuldsättningsgrad	0,5	4,5	6,0	6,1	-6,8	-1,5	3,6	10,1	3,1	4,5
Omsättningshastighet	0,3	0,5	0,4	0,5	0,9	0,4	1,3	0,5	0,6	0,5
EV/EBITDA	-1,9	12,2	6,9	5,6	6,7	-5,9	7,9	6,0	5,6	6,7
EV/S	1,8	3,6	2,8	2,4	2,1	7,2	1,1	2,4	3,1	2,8
P/S	1,6	2,5	1,4	1,5	1,2	4,4	0,9	0,8	1,8	1,5
Marknadsvärde MSEK	15	75 493	71 911	13 155	3 703	65	10 988	3 084	25 486	13 155

Peer-Estimat (2023-2025E)

Company	Equity Enterprise		Revenue EBITDA									EBITDA-marginal	EBITDA-marginal	EBITDA-marginal	EBITDA-marginal
	Value (MSEK)	Value (MSEK)	EV/Sales			EV/EBITDA			CAGR 2023-2025E	CAGR 2023-2025E	2022A				
Light & Wonder	76 138	109 590	3,5x	3,3x	3,3x	9,3x	8,4x	7,4x	6,6%	13,6%	36,3%	37,3%	38,9%	44,0%	
IGT	69 282	131 199	2,8x	2,7x	2,6x	6,8x	6,5x	6,2x	2,5%	5,0%	39,4%	41,0%	41,8%	42,3%	
Everi	13 317	21 954	2,4x	2,3x	2,2x	5,2x	4,9x	4,7x	5,8%	4,2%	47,8%	46,0%	46,3%	46,3%	
Inspired	3 622	6 518	1,9x	1,9x	1,8x	5,5x	5,1x	4,9x	4,2%	6,6%	34,9%	33,8%	37,3%	37,4%	
Jackpot Digital	80	123	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-168,5%	n.a.	n.a.	n.a.	
Accel PlayAGS INC	10 790	13 832	1,1x	1,1x	1,0x	7,0x	6,8x	6,5x	7,8%	5,7%	16,8%	15,5%	15,9%	15,9%	
INC	2 704	8 512	2,2x	2,1x	2,1x	5,0x	4,8x	4,6x	6,1%	6,7%	44,8%	43,9%	44,4%	45,6%	
Maximum 75th	76 138	109 590	3,5x	3,3x	3,3x	9,3x	8,4x	7,4x	6,6%	13,6%	36,3%	37,3%	38,9%	44,0%	
Percentile	41 299	65 772	2,6x	2,5x	2,4x	6,0x	5,7x	5,4x	4,2%	4,6%	37,9%	39,2%	40,3%	43,1%	
Median	12 053	17 893	2,4x	2,3x	2,2x	6,8x	6,5x	6,2x	5,8%	5,7%	35,6%	37,3%	38,9%	42,3%	
Mean	12 685	19 923	2,4x	2,3x	2,2x	7,0x	6,8x	6,5x	6,6%	6,7%	42,7%	43,9%	44,4%	45,6%	
25th															
Percentile	16 632	30 356	2,1x	2,0x	1,9x	5,9x	5,6x	5,4x	5,3%	5,6%	2,5%	36,1%	37,1%	37,5%	
Minimum	76 138	109 590	3,5x	3,3x	3,3x	9,3x	8,4x	7,4x	7,8%	13,6%	44,8%	43,9%	44,4%	45,6%	
Tangiamo	15	17	1,1x	0,9x	0,7x	-7,6x	-87,9x	11,5x	120,6%	n.a.	-703,0%	-14,3%	-1,0%	6,3%	

Tangiamo har värderats utifrån en EV/S-multipel då Bolaget på rullande tolv månader, såväl som historiskt, ej varit lönsamma och estimeras växa starkt under prognosperioden. Då merparten av jämförelsebolagen visar en stark lönsamhet i kombination med att Tangiamo är en betydligt mindre aktör än jämförelsebolagen, motiveras en värderingsrabatt. Däremot, med hänvisning till gjorda prognoser, estimeras Tangiamo växa omsättningen, tillika stärka EBITDA-resultatet, i en betydligt högre takt än jämförelsebolagen under prognosperioden 2023-2025, samt visa ett mindre positivt EBITDA-resultat om 1,5 MSEK år 2025.

Under de senaste rullande tolv månaderna ("LTM") har Tangiamo stärkt balansräkningen genom en kvittnings-emission, i syfte att lösa kortfristiga räntebärande skulder, samt skrivit upp patentvärdet om ca 10 MSEK under Q4-22. Parallellt har Bolaget upptagit långfristig räntebärande skuld om 2,1 MSEK under Q4-22, men då kassan sedan dess har minskat sekventiellt har nettoskulden ökat. I relativa termer har jämförelsebolagen en avsevärt högre skuldsättning jämfört med Tangiamo, samtidigt som soliditeten är betydligt lägre. Däremot uppvisar jämförelsegruppen en hög lönsamhet, varför dessa således har kapaciteten att uppta en högre skuldsättning i rörelsen olik Tangiamo som, på rullande tolv månader, såväl som historiskt, har uppvisat förlust, varför vi inte lägger särskilt stor vikt i att Tangiamo uppvisar starkare nyckeltal baserat på balansräkningen.

I ljuset av Bolagets minskade kassa och nuvarande kapitalstruktur, ingick Tangiama ett finansieringsavtal med Nordic Growth Opportunities 3 ("NGO"), vilken utgör en kreditram om upp till 12 MSEK under 24-månader, där Tangiama har åtagit sig att utnyttja minst 4 MSEK, och lånet ska återbetalas genom nyemitterade aktier. Medan finansieringsavtalet å ena sidan ger Tangiama en operationell stabilitet och möjlighet att investera i kärnverksamheten för att positionera sig för ökad tillväxt, medför avtalet å andra sidan en potentiell hög utspädning och ett underliggande säljtryck på aktiekursen, givet konverteringsmekanismen, vilket inte är aktieägarvänligt för befintliga aktieägare och kan medföra att aktien blir mindre attraktiv för potentiella investerare. Nedan illustreras den potentiella utspädningen för befintliga aktieägare vid olika scenarion, vilka tar hänsyn till olika teckningskurser och olika belopp som nyttjas av Tangiama:

Potentiell utspädning vid olika scenarion	Scenario 1	Scenario 2	Scenario 3
Hypotetisk teckningskurs ¹	0,03	0,06	0,08
Potentiell utspädning, givet att 6 MSEK av kreditramen nyttjas:	-43%	-27%	-22%
Potentiell utspädning, givet att 12 MSEK av kreditramen nyttjas:	-60%	-43%	-36%

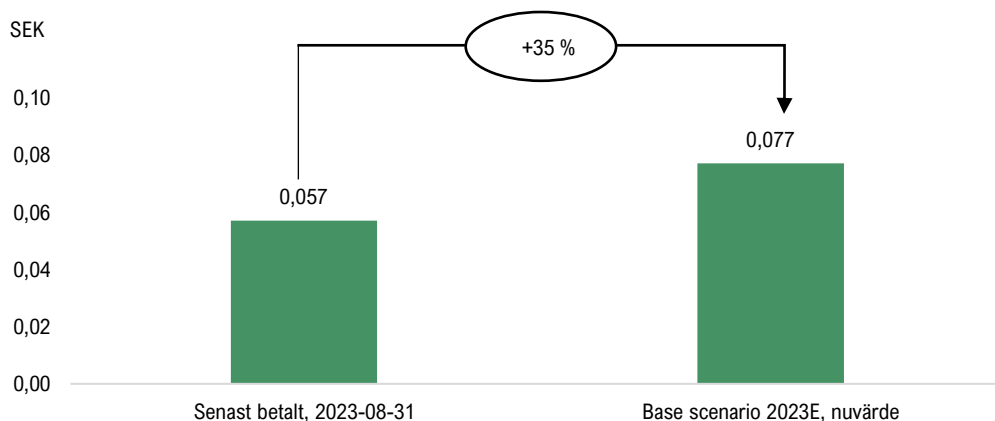
Då utspädningen kommer att ske över tid samt vara en effekt av när Tangiama påkallar en tranch, beloppet på tranchen, när NGO väljer att konvertera lånet till aktier, vad genomsnittskursen är vid konverteringen samt hur stor del av kreditramen som Tangiama nyttjar, kan variationen på den slutliga utspädningen vara avsevärd. Analyst Group har av den anledningen inte valt att väva in utspädningen i värderingsintervallet, men ämnar med ovan tabell illustrera vad effekterna kan bli avseende utspädningen och därmed på aktiekursen, allt annat lika. Den potentiella utspädningen kommer även att ske över tid. Därutöver kommer Tangiama emittera teckningsoptioner vid varje påkallad tranch, vilket medför ytterligare utspädning än vad som illustreras i ovan tabell.

Givet tidigare resonemang i kombination med att likviditeten i aktien är relativt låg, större kommande utspädningseffekterna från lånet, ett tillkommande underliggande säljtryck i aktien samt en mindre multipelkontraktion bland peers, anser Analyst Group att Tangiama bör värderas till en något lägre EV/S-multipel än tidigare. Givet en applicerad EV/S-multipel om 1,5x (1,6), vilken understiger median- och genomsnittsvärdet på peer-gruppen, på 2023 års estimerade nettoomsättning om 15,7 MSEK (17,3), motiveras ett *Enterprise Value* om 23,6 MSEK (27,4). Vi tillämpar en diskonteringsränta om 15,2 %², vilken anses som skälig givet Bolagets finansiella ställning och storlek, vilket ger, efter avdrag av estimerad nettoskuld, ett potentiellt nuvärde per aktie om 0,077 kr (0,087) i ett Base scenario³.

0,077 KR
I ETT BASE
SCENARIO

Analyst Group ser ett potentiellt nuvärde per aktie om 0,077 (0,087) kr i ett Base scenario på 2023 års prognos.

Aktiekurs givet 2023 års estimat



Analyst Groups prognoser

¹ Teckningskursen kommer uppgå till 93 % av genomsnittet för de tre lägsta dagliga VWAP under de tio handelsdagar före begäran om nyemission.

² Baserat på PWC:s riskpremiestudie från år 2023, med ett ytterligare riskpremiellägg, utöver generell småbolagsrabatt, om 3 %-enheter givet Bolagets finansiella ställning samt låga likviditet i aktien.

³ Nuvärdet per aktie tar ej hänsyn till potentiell utspädning genom TO1. Teckningsperioden pågår mellan 2-31 oktober 2023 och teckningskursen bestäms utifrån 70 % av VWAP under perioden 15-28 september 2023.

0,103 KR I ETT BULL SCENARIO

Bull scenario

I ett Bull scenario estimeras ordern från Loto Quebec medföra en starkare medvind vad gäller nyförsäljningen i primärt Nordamerika, än vad som antagits i ett Base scenario, vilket således stödjer en starkare tillväxt under prognosperioden. Erhållandet av GLI-certifieringen (GLI-11 & GLI-24) förväntas i Bull scenario leda till en stor försäljningsmässig framgång, i synnerhet genom ett djupare samarbete med Loto Quebec, det utvidgade distributionsavtalet med Abbiati, vilka framöver kan sälja till hela sin kundbas, samt distributionsavtalet med Lightning Gaming i USA och RBY Gaming i Kanada. I ett Bull scenario estimeras även Tangiamo teckna fler nya distributionsavtal än vad som estimeras i Base, vilket likväl bäddar för en högre försäljning. I ett Bull scenario estimeras Tangiamo erhålla beställningar av ADR-system i större utsträckning än i ett Base scenario, primärt drivet av en kraftfull global efterfrågan givet produktgodkännande för onlinesektorn som kom på plats under Q2-21. Givet den högre lönsamheten ADR-system antas ha, väntas ökade intäktsströmmar från detta segment få en god utväxling på Tangiamos lönsamhet. I ett Bull scenario estimeras Tangiamos nettoomsättning uppgå till totalt 18,2 MSEK (22) år 2023 och givet en applicerad EV/S-multipel om 1,7x (1,8) motiveras ett potentiellt nuvärde per aktie om 0,103 kr (0,125) per aktie.

Bear scenario

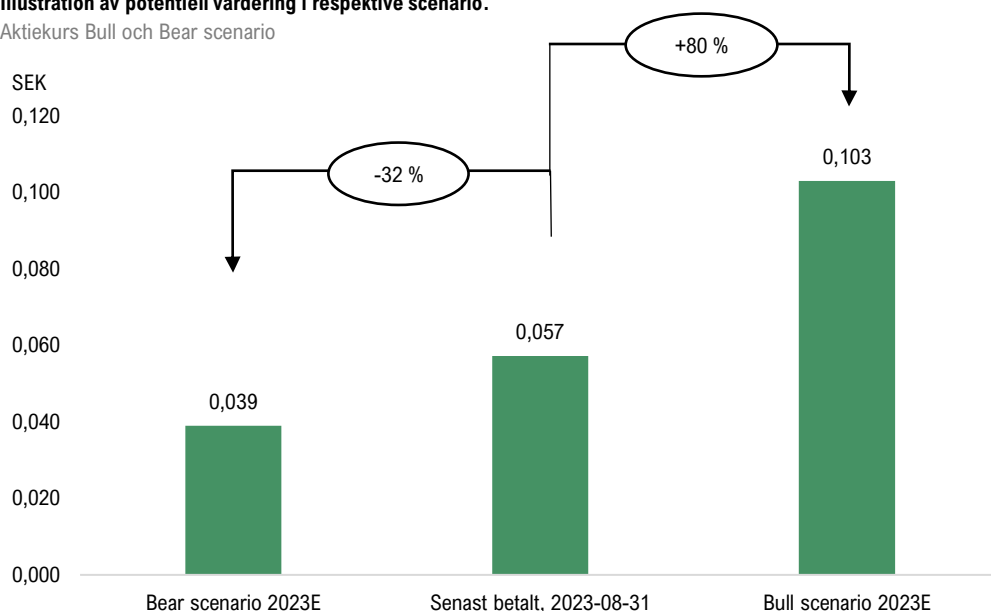
I ett Bear scenario antas Tangiamo uppleva svårigheter med att skala upp försäljningen av spelbord i den takt som estimeras i ett Base scenario trots erhållna GLI-certifiering under Q3-23, där rådande omvärldsläge i kombination med efterdyningarna från pandemin, vilket har medfört en ökad efterfrågan på onlinekasinon, väntas få mer långvariga operationella svårigheter för dels Tangiamo, dels marknaden som helhet. De befintliga distributionsavtalen antas fullföljas i en lägre utsträckning än i ett Base scenario, och i ett Bear scenario går det inte heller utesluta att ett befintligt distributionsavtal antingen reduceras i värde eller avslutas, till följd av att andra konkurrerande aktörer kan erbjuda större volymer, och därmed värde, för distributören.

0,039 KR I ETT BEAR SCENARIO

Ordern från Loto Quebec väntas inte ge större medvind i nyförsäljningen under prognosperioden och den fortsatta uppbyggnaden av en solid försäljningspipeline väntas ta längre tid i ett Bear scenario. Försäljningen av ADR-system antas inte få något genombrott i ett Bear scenario, även om produktgodkännandet till den reglerade onlinesektorn öppnar upp en större marknad för Bolaget, varför försäljningen från ADR-segmentet estimeras takta på nuvarande nivåer under prognosperioden. I ett Bear scenario estimeras Tangiamos nettoomsättning uppgå till ca 14,3 (14,7) MSEK år 2023 och givet en applicerad EV/S-multipel om 0,9x (1,1) motiveras ett nuvärde per aktie om 0,039 kr (0,049) per aktie.

Illustration av potentiell värdering i respektive scenario.

Aktiekurs Bull och Bear scenario



Analyst Groups prognoser



Tangiama's financial statements for H1 2023 are finalized, showing a net revenue of 8,5 MSEK - an impressive growth compared to the previous year. What aspects of H1 2023's performance are you most proud of, and where do you see room for improvement?

The H1 2023 performance has been a good start for Tangiama, especially with a significant revenue leap from 1 MSEK in 2022 to 8.5 MSEK this year. I am particularly proud of the milestone agreements and orders we secured, notably with Loto Quebec and our continued collaboration with Abbiati, demonstrating strong market reception for our MultiPLAY Roulette tables and dice shakers. However, we still spent more money than we made, so we need to find ways to save costs and keep growing our sales. As we move forward, our aim is to enhance operational efficiency and continue focusing on our core products where we hold a competitive edge, ensuring sustainable growth and profitability.

After some delays, Tangiama finally obtained the critical GLI-11 and GLI-24 certification, marking an important milestone for the Company. Could you please elaborate on how these certifications could influence your standing in the gaming industry, as well as the certification's immediate impact? Is Tangiama planning to pursue any further certifications or approvals in the future to strengthen its credibility and market reach?

The acquisition of the GLI-11 and GLI-24 certifications is pivotal for Tangiama as it not only affirms the reliability and integrity of our gaming products but also enhances our credibility in the gaming industry. With these certifications in hand, doors open to the broader North American market and beyond. Given Quebec's notable reference installation, we anticipate more interest from other potential partners in the region. In terms of future endeavors, while we're always looking to elevate our standing and adapt to market demands, we'll be actively exploring additional certifications and approvals that align with our strategic growth initiatives and allow us to penetrate new markets with confidence.

Tangiama and Nordic Growth Opportunities 3 committed to a finance arrangement in the third quarter of 2023 for up to 12 MSEK, which also appears to give Tangiama a flexible financing option for the following 24 months based on the deal's structure. How does Tangiama intend to use these funds over the coming short- to medium-term to enhance the business' operational and strategic ambitions, and how do you believe this will impact shareholder value in the long run?

The financing arrangement with Nordic Growth Opportunities 3 plays a critical role in ensuring Tangiama's strategic and operational momentum. In the short- to medium-term, we intend to use these funds primarily to accelerate the production and deployment of our core products, including the MultiPLAY tables and dice shakers. Additionally, the funds will be instrumental in facilitating our expansion into promising markets like North America, thanks to our recent certifications and partnerships. As for the long-term impact on shareholder value, we believe that this financing not only solidifies our financial position but also serves as a springboard for sustained growth. By investing wisely in our core competencies and expansion opportunities, we anticipate enhanced revenues, strengthened market presence, and consequently, an elevated shareholder value.



Three months on from the G2E Singapore unveiling, how has the market responded to Dragon Roulette, and how do you see this collaboration with ELYSIUM Studios and Abbiati Casino Equipment Srl influencing the trajectory of Tangiama in the evolving gaming landscape?

The unveiling of Dragon Roulette at G2E Singapore was met with considerable interest and enthusiasm. This collaboration with ELYSIUM Studios and Abbiati is, in essence, a representation of Tangiama's commitment to innovation and our ability to forge valuable partnerships in the gaming industry. We believe that such collaborations allow us to diversify our offerings and tap into niche segments of the market. In the broader gaming landscape, innovative products like Dragon Roulette enhance our brand value, differentiate us from competitors, and position us to capitalize on emerging trends. We anticipate that the synergy from such collaborations will drive growth, enhance customer loyalty, and solidify Tangiama's position as a leader in gaming technology.

What, in your opinion, will be the most crucial events for investors to watch during the second half of 2023?

In the second half of 2023, there are several pivotal events that investors should keep an eye on:

- 1. Loto Quebec's Installation:** The commencement and progress of our table installations at Loto Quebec will be of paramount importance. Successful execution here will serve as a significant reference installation that has the potential to open doors across the North American market.
- 2. Market Response to Products:** As we continue to push our MultiPLAY tables and dice shakers, tracking the market's reception to these products will offer insights into our future revenue streams.
- 3. Strategic Partnerships and New Product Launches:** Our collaboration with our Dominican partner is set to bear fruit soon with the launch of their first product. Furthermore, any additional strategic partnerships or product announcements will provide a clear indication of our growth trajectory, diversification, and innovation strategy.

**Christopher Steele, VD**

Christopher Steele har i många år arbetat med att internationellt utveckla bolag som är baserade på innovativ teknik. Han är för närvarande COO för Luxbright AB (publ) och har tidigare varit COO på Heliospectra AB (publ) samt har såväl kommersiell som operativ ledningserfarenhet från Klarna AB och Ricoh Americas. Christopher har en MSc i Intellectual Capital Management från Göteborgs Universitet och en BSc i Business från Indiana University.

Aktieinnehav i Tangiamo: Äger 850 000 aktier i Tangiamo med närstående.

**Anna Ivansson, CFO**

Anna innehar en magisterexamen inom företagsekonomi, med erfarenhet inom redovisning och har tidigare arbetat på PWC. Övriga pågående uppdrag: Gruppchef för Aspia AB.

Aktieinnehav i Tangiamo: äger inga aktier i Tangiamo.

**Staffan Hillberg, Styrelseordförande**

Staffan har en MBA från INSEAD och MSc studier vid Chalmers. Entreprenör som bl.a. har arbetat för Bonnier, Apple, grundat Appgate samt varit Partner i CR&T Ventures (riskkapitalbolag i Bure sfären). Hillberg har gedigen och mångårig erfarenhet som affärsängel och styrelsemedlem samt framgångsrikt investerat i bolag som Mirror Image, Digital Illusion (sålt till Electronic Arts) och Spotfire (sålt till Tibco). Zinzino har under Hillbergs tid gått från 20 till 1 000 MSEK. Hillberg var tidigare VD för Heliospectra under perioden 2010–2017, under hans ledning tog Heliospectra in 270 MSEK i nytt kapital och noterades vid OTC-marknaden i USA via en ADR-lösning som första nordiska bolag. Hillberg har lett flera tillväxtbolag till internationell expansion och börsnotering, inklusive Heliospectra.

Aktieinnehav i Tangiamo: 931 652 aktier

**Rikard Möllerström**

Rickard Möllerström har en lång erfarenhet från svenska och internationella bolag som Lidl, Schenker och Lindex m.fl. där han haft ledande befattningar inom framförallt logistik och supply chain management. Rickard har en "Master of Economics – German and Logistics" från Linköpings Universitet. Utöver studier i Sverige har han även studerat i Tyskland, Österrike och USA.

Aktieinnehav i Tangiamo: äger 2 000 000 aktier i Tangiamo privat och 13 333 aktier med närstående.

**Fredrik Adlercreutz**

Fredrik Adlercreutz har en bred bakgrund från nordiska och internationella företag som Lidl Sverige där han ansvarade för 70 affärer samt Lerøy Seafood Group ASA där han var VD för två företag i Sverige. Utöver detta har Fredrik även erfarenhet från att starta och driva egna företag samt arbetar som inhyrd konsult för affärsutveckling. Fredrik har en MSc in Business Administration and Logistics från Mittuniversitetet.

Aktieinnehav i Tangiamo: äger 3 100 000 aktier i Tangiamo med närstående.

Appendix

Base scenario (MSEK)	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	12,6	8,3	5,3	5,4	6,2	2,2	15,7	19,7	23,5
Aktiverat arbete för egen räkning	4,6	2,6	2,1	1,7	2,3	1,8	1,9	1,9	1,9
Övriga rörelseintäkter	0,1	0,6	0,1	1,2	0,7	6,7	0,2	0,0	0,0
Lagerförändring	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Totala intäkter	17,3	11,5	7,5	8,3	8,7	10,6	17,8	21,6	25,4
Råvaror och förnödenheter	-5,6	-5,3	-6,5	-2,8	-4,0	-3,4	-9,1	-9,8	-11,3
Bruttoresultat	11,7	6,2	1,0	5,5	4,7	7,2	8,8	11,8	14,1
Bruttomarginal (adj) ¹	55,7%	36,2%	-23,1%	48,2%	26,9%	-53,9%	42,3%	50,3%	51,8%
Övriga externa kostnader	-3,7	-6,0	-7,3	-4,9	-6,8	-13,3	-7,8	-8,3	-8,5
Personalkostnader	-8,4	-11,3	-10,5	-8,1	-7,8	-8,3	-3,0	-3,5	-3,9
Övriga rörelsekostnader	-0,3	-0,2	-3,6	-0,2	-0,4	-1,0	-0,2	-0,2	-0,2
EBITDA	-0,7	-11,3	-20,3	-7,7	-10,3	-15,4	-2,2	-0,2	1,5
EBITDA-marginal	-4,1%	-98,5%	-270,7%	-143,1%	-166,3%	-703,0%	-14,3%	-1,0%	6,3%
Justerad EBITDA-marginal ¹	-42,9%	-174,5%	-428,7%	-197,6%	-214,6%	-1087,3%	-27,7%	-10,6%	-1,8%
Av- och nedskrivningar	-2,6	-3,7	-10,1	-2,3	-3,0	-2,7	-4,6	-4,6	-4,6
EBIT	-3,3	-15,0	-30,4	-10,0	-13,3	-18,1	-6,9	-4,8	-3,1
EBIT-marginal (adj) ¹	-63,7%	-219,1%	-621,2%	-240,4%	-263,3%	-1211,5%	-57,1%	-34,1%	-21,4%
Bull scenario (MSEK)	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	12,6	8,3	5,3	5,4	6,2	2,2	18,2	28,1	34,1
Aktiverat arbete för egen räkning	4,6	2,6	2,1	1,7	2,3	1,8	1,9	1,9	1,9
Övriga rörelseintäkter	0,1	0,6	0,1	1,2	0,7	6,7	0,2	0,0	0,0
Lagerförändring	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Totala intäkter	17,3	11,5	7,5	8,3	8,7	10,6	20,3	30,0	36,0
Råvaror och förnödenheter	-5,6	-5,3	-6,5	-2,8	-4,0	-3,4	-9,8	-13,2	-15,5
Bruttoresultat	11,7	6,2	1,0	5,5	4,7	7,2	10,5	16,7	20,5
Bruttomarginal (adj) ¹	55,7%	36,2%	-23,1%	48,2%	26,9%	-53,9%	46,2%	52,8%	54,5%
Övriga externa kostnader	-3,7	-6,0	-7,3	-4,9	-6,8	-13,3	-8,0	-8,3	-8,7
Personalkostnader	-8,4	-11,3	-10,5	-8,1	-7,8	-8,3	-3,3	-4,0	-4,5
Övriga rörelsekostnader	-0,3	-0,2	-3,6	-0,2	-0,4	-1,0	-0,2	-0,2	-0,2
EBITDA	-0,7	-11,3	-20,3	-7,7	-10,3	-15,4	-1,0	4,2	7,1
EBITDA-marginal	-4,1%	-98,5%	-270,7%	-143,1%	-166,3%	-703,0%	-5,7%	15,0%	20,7%
Justerad EBITDA-marginal ¹	-42,9%	-174,5%	-428,7%	-197,6%	-214,6%	-1087,3%	-17,3%	8,3%	15,1%
Av- och nedskrivningar	-2,6	-3,7	-10,1	-2,3	-3,0	-2,7	-4,6	-4,6	-4,6
EBIT	-3,3	-15,0	-30,4	-10,0	-13,3	-18,1	-5,7	-0,4	2,4
EBIT-marginal (adj) ¹	-63,7%	-219,1%	-621,2%	-240,4%	-263,3%	-1211,5%	-42,6%	-8,2%	1,6%
Bear scenario (MSEK)	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	12,6	8,3	5,3	5,4	6,2	2,2	14,3	12,0	14,4
Aktiverat arbete för egen räkning	4,6	2,6	2,1	1,7	2,3	1,8	1,9	1,9	1,9
Övriga rörelseintäkter	0,1	0,6	0,1	1,2	0,7	6,7	0,2	0,0	0,0
Lagerförändring	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Totala intäkter	17,3	11,5	7,5	8,3	8,7	10,6	16,4	13,9	16,3
Råvaror och förnödenheter	-5,6	-5,3	-6,5	-2,8	-4,0	-3,4	-8,6	-6,3	-7,4
Bruttoresultat	11,7	6,2	1,0	5,5	4,7	7,2	7,8	7,6	8,8
Bruttomarginal (adj) ¹	55,7%	36,2%	-23,1%	48,2%	26,9%	-53,9%	39,6%	47,2%	48,1%
Övriga externa kostnader	-3,7	-6,0	-7,3	-4,9	-6,8	-13,3	-7,4	-7,7	-7,9
Personalkostnader	-8,4	-11,3	-10,5	-8,1	-7,8	-8,3	-2,9	-3,2	-3,5
Övriga rörelsekostnader	-0,3	-0,2	-3,6	-0,2	-0,4	-1,0	-0,2	-0,2	-0,2
EBITDA	-0,7	-11,3	-20,3	-7,7	-10,3	-15,4	-2,8	-3,6	-2,8
EBITDA-marginal	-4,1%	-98,5%	-270,7%	-143,1%	-166,3%	-703,0%	-19,4%	-30,0%	-19,8%
Justerad EBITDA-marginal ¹	-42,9%	-174,5%	-428,7%	-197,6%	-214,6%	-1087,3%	-34,1%	-45,8%	-33,0%
Av- och nedskrivningar	-2,6	-3,7	-10,1	-2,3	-3,0	-2,7	-4,6	-4,6	-4,5
EBIT	-3,3	-15,0	-30,4	-10,0	-13,3	-18,1	-7,4	-8,2	-7,4
EBIT-marginal (adj) ¹	-63,7%	-219,1%	-621,2%	-240,4%	-263,3%	-1211,5%	-66,4%	-84,3%	-64,5%

¹ Exkl aktiverat arbete, övriga rörelseintäkter & lagerförändring

Disclaimer

Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument eller annan information härrörande AG Equity Research AB (vidare AG) är framställt i informations syfte, för allmän spridning, och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analyserna är baserade på källor och uppgifter samt utlåtanden från personer som AG bedömer tillförlitliga. AG kan dock aldrig garantera riktigheten i informationen. Alla estimat i analyserna är subjektiva bedömningar, vilka alltid innehåller viss osäkerhet och bör användas varsamt. AG kan därmed aldrig garantera att prognoser och/eller estimat uppfylls. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på information från AG eller personer med koppling till AG, alltid fattas självständigt av investeraren. Dessa analyser, dokument och information härrörande AG är avsett att vara ett av flera redskap vid investeringsbeslut. Investerare uppmanas att komplettera med ytterligare material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. AG fransäger sig allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av material härrörande AG.

Intressekonflikter och opartiskhet

För att säkerställa Analyst Groups oberoende har Analyst Group inrättat interna regler för analytiker, utöver detta så har alla analytiker undertecknat avtal i vilket de är skyldiga att redovisa alla eventuella intressekonflikter.

Dessa har utformats för att säkerställa att *KOMMISSIONENS DELEGERADE FÖRORDNING (EU) 2016/958 av den 9 mars 2016 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 vad gäller tekniska standarder för tillsyn för de tekniska villkoren för en objektiv presentation av investeringsrekommendationer eller annan information som rekommenderar eller föreslår en investeringsstrategi och för uppgivande av särskilda intressen och intressekonflikter efterlevs.*

För fullständiga regler för våra analytiker se: <https://www.analystgroup.se/interna-regler-ansvarsbegransning/>

Bull and Bear- Rekommendationer

Rekommendationerna i form av bull alternativt bear syftar till att förmedla en övergripande bild av Analyst Groups åsikt. Rekommendationerna är utarbetade genom noggranna processer bestående av kvalitativ research och övervägning samt diskussion med andra kvalificerade analytiker.

Definition Bull: Bull är en metafor för en positivt inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en positiv framtidsutveckling för bolaget

Definition Bear: Bear är en metafor för en pessimistisk inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en negativ framtidsutveckling för bolaget.

Övrigt

Denna analys är en så kallad uppdragsanalys. Detta innebär att Analyst Group har mottagit betalning för att göra analysen. Uppdragsgivare **Tangiamo Touch Technology AB (publ)** (vidare Bolaget) har inte haft någon möjlighet att påverka de delar där Analyst Group har haft åsikter om Bolaget, framtida värdering eller annat som skulle kunna tänkas utgöra en subjektiv bedömning. De delar som Bolaget har kunnat påverka är de delar som är rent faktamässiga och objektiva.

Analytiker äger inte aktier i Bolaget.

Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2023). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.