

Tangiamo Touch Technology

Bygger på försäljningspotentialen



Med ett kvartal kvar av år 2023 uppgår nettoomsättningen till 8,6 MSEK (1,6), vilket innebär en mångdubblad försäljning jämfört med motsvarande period föregående år. Samtidigt har EBITDA-resultatet förbättrats kraftigt under samma period, från -11,3 MSEK till -2,7 MSEK. Denna utveckling är i huvudsak ett resultat av Loto Quebec ordern om 10,5 MSEK som erhöles under Q1-23. Bolaget har därtill en större orderbok att exekvera på, vilket tillsammans med nyligen erhållna icke-jurisdiktionella GLI-godkännanden, ett förbättrat distributionsavtal med Abbiati och en stärkt produktportfölj, gör att Tangiamo står inför ett rekordår, vilket väntas ge ringar på vattnet för resterande prognosperiod. För år 2023 estimeras nettoomsättningen uppgå till 13,2 MSEK och med en tillämpad EV/S-multipel om 1,5x samt en diskonteringsränta om 15,2 %, motiveras ett potentiellt nuvärde per aktie om 0,052 (0,077) kr i ett Base scenario¹.

Avvaktande kvartal

Frånvaron av nya ordrar resulterade i ett, rent försäljningsmässigt, avvaktande kvartal där nettoomsättningen uppgick till 0,1 MSEK, motsvarande en minskning om 0,5 MSEK mot jämförbart kvartal föregående år. På kostnadssidan uppvisade Tangiamo en fortsatt god kostnadskontroll och rörelsekostnaderna har under år 2023 varit på en jämn nivå, men likväl en lägre nivå än under såväl 2021 som 2023. Avseende årets nio första månader uppgår nettoomsättningen till 8,6 MSEK, men avsaknaden av nya ordrar under dels Q3-23, dels hittills under Q4-23, har däremot medfört en revidering i Analyst Groups estimat, då vi bedömer att Tangiamo endast kommer att kunna realisera årets upparbetade orderbok om ca 13 MSEK innan årsskiftet, där potentiellt ytterligare ordrar under december förväntas levereras under tidigast Q1-24.

Breddar produktportföljen genom MultiPLAY Ignite

Under Q3-23 lanserade Tangiamo MultiPLAY Ignite, vilket innebär en helt ny MultiPLAY-produkt som besitter en kompaktare design, uppgraderad teknik och grafik. Den kompaktare designen gör Ignite lämplig för fler miljöer än tidigare MultiPLAY-spelbord, vilket å ena sidan öppnar upp en större adresserbar marknad för Tangiamo, å andra sidan möjliggör för speloperatörer att maximera golvytan och intäktpotential. MultiPLAY Ignite utvecklades genom ett nära samarbete med partnern Grupo Caribant i Dominikanska Republiken och Analyst Group ser positivt på att samarbetet har burit frukt, samtidigt som ytterligare innovationer och lanseringar genom Grupo Caribant utgör en viktigt värdegrigger framöver.

Reviderat värderingsintervall

Det är tydligt att processen med Loto Quebec har dragit ut på tiden, vilket Analyst Group bedömer, givet att Tangiamo består utav ett mindre team, begränsar Bolagets möjligheter att fokusera på, men även proaktivt arbeta med, övrigt sälj. När Loto Quebec ordern väl är levererad, frigörs resurser att bearbeta marknaden under år 2024 och framåt, varför vi fortsatt ser en god tillväxt under prognosperioden. Däremot, med bakgrund till reviderade estimat samt med hänsyn tagen till utspädningseffekterna¹ från kvittningsemissionen, optionslösen och garantiersättning, har värderingsintervallet reviderats.

VÄRDERINGSINTERVALL

Bear

0,023 kr

Base

0,052 kr

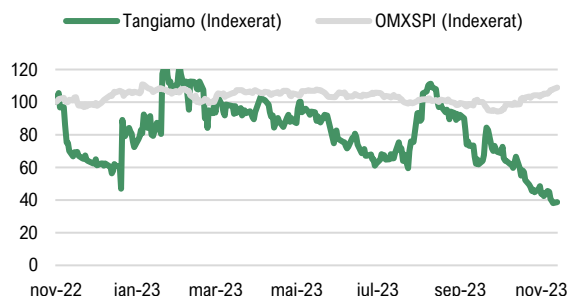
Bull

0,069 kr

NYCKELDATA

Senast betalt (2023-12-11)	0,025
Antal Aktier (st.)	339 273 997 ¹
Market Cap (MSEK)	8,4
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	2,0
Enterprise Value (MSEK)	10,4
Lista	Nasdaq First North Growth Market
Bokslutskommuniké 2023	2024-02-27

KURSVÄRDEKLING



HUVUDÄGARE (KÄLLA: HOLDINGS)

Flicker Effect AB (Chris Steele)	5,0 %				
Avanza Pension	4,0 %				
Jan Bengtsson	3,5 %				
Jonas Lindström	3,2 %				
Prognoser (MSEK)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	6,2	2,2	13,2	17,7	20,7
Omsättningsstillväxt	14,8%	-64,6%	503,7%	33,8%	16,8%
Bruttoresultat	4,7	7,2	7,9	10,9	12,6
Bruttomarginal (adj) ²	26,9%	-53,9%	41,5%	48,6%	50,0%
EBITDA	-10,3	-15,4	-2,5	-0,6	0,6
EBITDA-marginal (adj) ²	-214,6%	-1087,3%	-37,5%	-16,1%	-8,3%
EBIT	-13,3	-18,1	-7,2	-5,3	-4,2
EBIT-marginal	-263,3%	-1211,5%	-73,2%	-42,7%	-31,1%
P/S	1,4	3,8	0,6	0,5	0,4
EV/S	1,7	4,7	0,8	0,6	0,5
EV/EBITDA	-1,0	-0,7	-4,1	-18,3	18,2

¹ Nuvärdet per aktie tar ej hänsyn till potentiell utspädning genom finansieringsavtalet, men däremot till kvittningsemissionen från sep & dec 2023, optionslösen nov 2023 samt till garantiersättning, vilken uppgår till 21,2 % sedan augusti 2023.

² Exkl. aktiverat arbete, övriga rörelseintäkter och lagerförändringar.

Innehållsförteckning

Introduktion	2
Kommentar Q3	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

Tangiama Touch Technology AB ("Tangiama" 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.

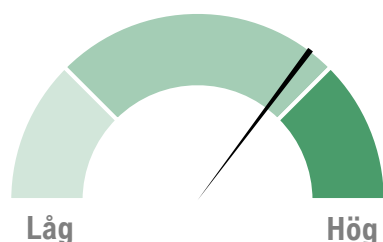
VD OCH ORDFÖRANDE

Verkställande Direktör	Christopher Steele
Styrelseordförande	Staffan Hillberg

ANALYTIKER

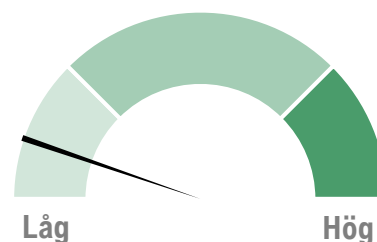
Namn	Christoffer Jennel
Telefon	+46 731 58 95 55
E-mail	christoffer.jennel@analystgroup.se

Värde drivare



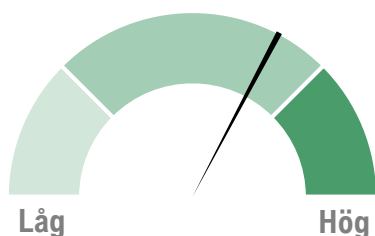
Tangiamos utökade distributionsavtal med den världsledande kasinodistributören Abbiati bedöms vara en stark värde drivare framgent. Från att tidigare enbart ha distribuerat Tangiama ADR-system, omfattar det utökade distributionsavtalet även MultiPLAY-spelbord samt övriga produkter, vilket medför en stark 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



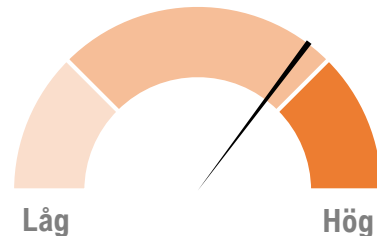
Tangiama grundades år 2004 och har förvisso haft försäljning men samtidigt svårigheter att nå lönsamhet i verksamheten. Bolaget har därmed varit i behov av extern kapitalanskaffning för att kunna bedriva verksamheten. Nettoomsättningen och rörelseresultatet (före avskrivningar) uppgår LTM till ca 9,2 MSEK respektive -6,8 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. Insynsägandet uppgår till ca 7,7 % där både VD Chris Steele och styrelseledamot Fredrik Adlercreutz successivt ökat respektives andelar i Bolaget under det senaste året, vilket Analyst Group ser positivt på.

Risk



Spelmarknaden i olika jurisdiktioner styrs av flera lagar och regleringar, vilka kan vara både komplexa och föränderliga, något som kan påverka Tangiama negativt. Tangiama är fortfarande en relativt liten aktör, och måste dessutom ännu nå positivt kassaflöde. Vid utgången av Q3-23 uppgick kassan till 0,2 MSEK och de räntebärande skulder till ca 2,1 MSEK. Då Tangiama säkrade ett nytt finansieringsavtal om upp till 12 MSEK under Q3-23 samt erhölet GLI-certifiering, där sistnämnda möjliggör en större inbetalning från Loto Quebec under Q4-23, bedöms riskprofilen vara något lägre än tidigare estimerat. Därtill erhölet Tangiama ca 1,3 MSEK genom optionslösen under november 2023, vilket har stärkt kassan efter tredje kvartalets utgång.

AVVAKTANDE
KVARTALPRODUKT-
VERIFIERINGEN
HOS
LOTO QUEBEC
DRAR UT PÅ
TIDENNY PRODUKT –
MULTIPLAY
IGNITE

Frånvaron av större ordrar medförde en svalare inledning på H2-23

Nettoomsättningen uppgick till 0,1 MSEK (0,6) under Q3-23, vilket motsvarar en minskning om ca 0,5 MSEK mot jämförbart kvartal föregående år. Då ordern från Abbiati om 1,1 MSEK avseende Tangiamos Dice Shakers är planerad att levereras under Q4-23 handlade den redovisade nettoomsättningen under det tredje kvartalet om huruvida Tangiamo hade lyckats realisera resterande ordervärde från Loto-Quebec ordern eller inte. Givet den rapporterade nettoomsättningen samt att balansräkningsposten "Förutbetalda kostnader och Upplupna intäkter" fortsatt uppgår till 6,6 MSEK, kan vi konstatera att processen drar ut på tiden. Analyst Group bedömer att detta sannolikt handlar om att Loto Quebec inte har slutfört produktverifieringen och att Tangiamo därmed ännu inte har erhållit ett fullt godkännande, varför Bolaget inte kan slutföra installationen av beställda MultiPLAY-roulettebord och därmed realisera kvarvarande intäkter, trots de tidigare erhållna icke-jurisdiktionella GLI-certifieringarna.

Analyst Groups helårsestimat bygger på att intäkterna från Loto Quebec-ordern realiseras och vi bedömer fortsatt att Tangiamo kommer att hinna slutföra installationen innan årets slut, där vi estimerar att ca 3,5 MSEK av de 6,6 MSEK i posten "Förutbetalda kostnader och Upplupna intäkter" avser Loto Quebec ordern, givet vad Bolaget realiserade som intäkt under Q1-23. Med hänsyn till detta antagande, tillsammans med leveransen av Dice Shakers under Q4-23, estimeras nettoomsättningen för helåret 2023, exklusive ytterligare potentiella ordrar, uppgå till ca 13,2 MSEK, vilket kan ställas i relation till våra senaste kommunicerade helårsestimat om 15,7 MSEK. Frånvaron av ordrar under slutet av Q3-23 samt hittills under Q4-23 gör att vi bedömer att Tangiamo endast kommer att kunna leverera på befintlig orderbok under resterande delar av år 2023, då ytterligare ordrar som potentiellt kan tillkomma under december månad kommer tidigast att levereras under Q1-24, varpå Tangiamo kan realisera intäkter. Analyst Group kommer därför att göra mindre nedrevideringar avseende nettoomsättningen under kommande analysuppdatering.

Lanserar nästa generationens MultiPLAY-spelbord – Bygger på försäljningspotentialen

Under Q4-23 lanserade Tangiamo en helt ny MultiPLAY-produkt - Ignite – vilken har skapats i ett nära samarbete med Tangiamos partner Grupo Caribant i Dominikanska Republiken. Ignite är ett mer kompakt spelbord än tidigare MultiPLAY-roulettebord och utgörs av en ny, tillika förbättrad, grafik samt en mer avancerad teknik. Den nya spelplattformen tar därutöver upp en mindre golvyta än tidigare, vilket således gör den tillgänglig för fler miljöer och kan därmed även involvera fler spelare per kvadratmeter. Analyst Group estimerar att Ignite kan komma att bli en viktig intäktsdrivare under prognosperioden givet den utökade adresserbara marknaden som öppnas upp med hänsyn till den mindre storleken. Däremot bedömer Analyst Group att lanseringen av Ignite kommer att behöva genomgå en ny GLI-certifieringsprocess för att kunna säljas på reglerade marknader, varför Ignite förväntas kunna säljas på dels oreglerade marknader, dels marknader som ej kräver GLI-certifiering, vilket kortsiktigt begränsar intäktspotentialen till dess att en ny GLI-certifiering är på plats. Däremot förväntas denna potentiella GLI-process vara betydligt mer tidseffektiv givet de stora synergieffekter Tangiamo kan utnyttja givet att Bolaget nyligen har genomgått en GLI-process avseende MultiPLAY-roulottespelbordet. I samband med lanseringen genomförde vi en kortare intervju med VD Chris Steele, du kan läsa mer [här](#).

Tangiamo fortsätter uppvisa en god kostnadskontroll

Under Q3-23 uppgick rörelsekostnaderna (exkl. COGS, övriga rörelsekostnader och avskrivningar) till ca 2,7 MSEK, motsvarande en mindre ökning om 1,7 % Q-Q, men samtidigt en avsevärd minskning om ca -54 % Y-Y, delvis förklarad av engångskostnader som belastade jämförelsekvartalet. Den sekventiella ökningen i rörelsekostnaderna var mer eller mindre i linje med estimerat på aggregerad nivå, även om fördelningen mellan övriga externa kostnader och personalkostnader avvek något från estimaten. Att rörelsekostnader skulle öka var därmed förväntat, vilket vi även belyste i samband med Q2-rapporten 2023 givet de ökade finansiella musklerna som det ingångna finansieringsavtalet medförde, vilket möjliggör för Tangiamo att investera för tillväxt i en större utsträckning än tidigare. Vidare hade vi estimerat att rörelsekostnaderna skulle öka ytterligare under Q4-23, detta med bakgrund till att vi hade förväntat oss att Tangiamo skulle medverka under G2E-mässan i Las Vegas under början av oktober vilket, till Analyst Groups kännedom, inte har skett i egen regi och med egen monter. Således estimeras nu marginellt lägre rörelsekostnader under Q4-23 än tidigare.

Frånvaron av väsentliga intäkter medförde en sekventiellt ökad rörelseförlust under det tredje kvartalet, uppgående till -4,1 MSEK, att jämföra med -3,7 MSEK under Q2-23. Jämfört med motsvarande kvartal under föregående år förbättrades rörelseresultatet med ca 1,8 MSEK, primärt härlett till en minskad kostnadskostym, frånvaron av engångskostnader och kostnadseffektiviseringar.

**STÖRRE
INBETALNING FRÅN
LOTO QUEBEC
FÖRVÄNTAS INNAN
ÅRETS SLUT**

Kassan förväntas stärkas till årets slut

Vid utgången av Q3-23 uppgick kassan till 155 tSEK, motsvarande en minskning om ca 90 tSEK jämfört med föregående kvartal, där en positiv förändring avseende rörelsekapitalet om 2,6 MSEK medförde att kassaminskningen inte blev större än redovisat. Efter kvartalets utgång har Tangiama erhållit en första tranch från Nordic Growth Opportunities 3 om 1 MSEK vilket tillsammans med att Bolaget har tillförts 1,3 MSEK genom optionslösen samt lyckas realisera resterande intäkter från Loto Quebec under Q4-23, talar för ett starkt kassaflöde vid årets slut. Avseende Loto Quebec-ordern bedömer Analyst Group att Tangiama ska erhålla ca 9 MSEK när Loto Quebec har genomfört produktverifieringen och när installationen av spelborden är klar, vilket skulle medföra en väsentligt stärkt finansiell position vid ingången av år 2024.

Under det tredje kvartalet genomförde Tangiama även en kvittningsemission om ca 1,2 MSEK i vilken VD Chris Steele tecknade för ca 0,9 MSEK och styrelseledamoten Fredrik Adlercreutz till ett belopp om 0,1 MSEK, vilket Analyst Group ser positivt på då det å ena sidan medför ett ökat Skin In The Game bland ledningsgruppen, å andra sidan en förstärkt balansräkning genom en minskad skuldsättning.

Sammanfattningsvis blev det tredje kvartalet rent finansiellt ett avvaktande kvartal i termer av försäljning, rent operationellt däremot medför lanseringen av MultiPLAY Ignite en ökad försäljningspotential framgent, där Analyst Group ser positivt på att samarbetet med Grupo Caribant har burit frukt. Ytterligare produktinnovationer och lanseringar genom Grupo Caribant kan därför bli en viktig värde trigger framöver, varigenom Tangiama möjliggörs en starkt produktportfölj. Analyst Group ser även positivt på Tangiamos fortsatta arbete med att förbättra kapitalstrukturen, senast genom kvittningsemissionen och optionslösen, vilket, tillsammans med tidigare ingånget finansieringsavtal, medför en solidare finansiell ställning inför år 2024 och framåt.

tangiama

YTD

in a nutshell



8,6 MSEK

Nettoomsättning



-2,7 MSEK

EBITDA-resultat



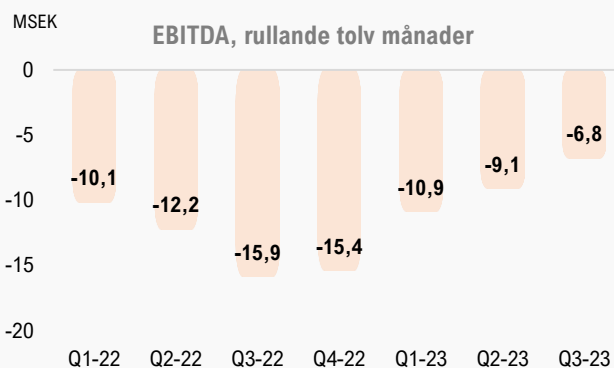
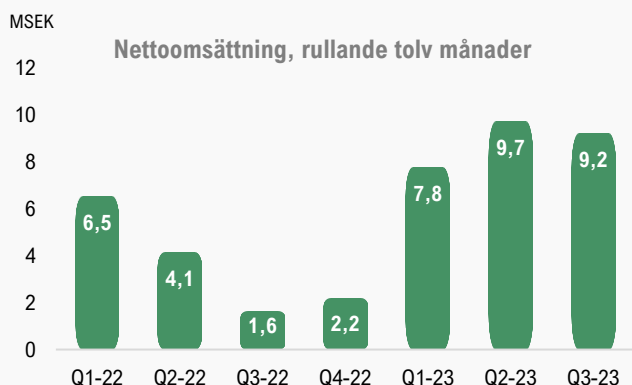
0,2 MSEK

Kassa vid utgången av
Q3-23



0,7 MSEK

Kassaflöde från den löpande
verksamheten (YTD)





Nordamerika utgör en stor trigger framgent

En större trigger i Tangiamo 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 Tangiamo 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 Tangiamo, 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 Tangiamo 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 Tangiamo tvungna att ställa om och utnyttja den flexibilitet som är möjlig för en mindre aktör. Tangiamo tog tillvara på den lägre aktiviteten på marknaden genom att vidareutveckla befintliga produkter och därtill skapa nya affärsområden genom *TNG Slot*, men även breddat erbjudandet till Onlinesektorn genom Bolagets ADR-system, vilket således öppnar upp en betydligt större adressbar marknad. Pandemin 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 Tangiamo 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, senast genom MultiPLAY Ignite, estimerar Analyst Group att Tangiamo 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 Tangiamo 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 Tangiamo 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 tredje part 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 Tangiamo 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 Tangiamo, med sin förstärkt 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 13,2 MSEK år 2023, och givet en applicerad om EV/S-multipel om 1,5x motiveras ett potentiellt nuvärde¹ per aktie om 0,052 kr (0,077).

Risk för stor utspädning och säljtryck i aktien framöver

Sedan noteringen år 2017 har Tangiamo drivits med förluster, vilket har medfört att Bolaget har behövt genomföra emissioner av olika slag för att finansiera verksamheten. Under Q2-22 genomförde Tangiamo 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 Tangiamo ett visst andrum vad gäller den finansiella ställningen. Däremot ingick Tangiamo 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.

0,052 SEK
I ETT BASE
SCENARIO
(NUVÄRDE)

¹ Nuvärdet per aktie tar ej hänsyn till potentiell utspädning genom finansieringsavtalet, men däremot till kvittningsemissionen från sep & dec 2023, optionslösen nov 2023 samt till garantiersättning, vilken uppgår till 21,2 % sedan augusti 2023.

Tangiame 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. Tangiame 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. Tangiame 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

Tangiame 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.

MultiPLAY Ignite - En mindre version av tidigare MultiPLAY-spelbord men en uppgraderad design och teknik.

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 kasinoperatörer att maximera intäkterna och öka lönsamheten genom ökad grad av automatisering och minskat behov av personal, samtidigt som kasinoperatörer 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 Tangiame 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 kasinoperatörer 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. Tangiame säljer ADR-systemet både som en del av deras egna spelbord men även som ett delsystem till andra leverantörer av spelbord. Tangiame 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 Tangiame

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 Tangiame-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 roulettetjul och ADR:s. Genom OmniGaming by Tangiame tillåts kasinoperatörer att expandera spelarbasen, öka engagemanget och driva omsättningstillväxt.

Table TiTo

Ett betalningssystem som innebär en helautomatiserad betalningshantering, där kasinon i realtid ser transaktioner per bord samt kan begränsa användningen av spelmarker till ett bord i taget. Kasinon 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: Tangiame

tangiame

Illustrering av produkter



ADR-system



TNG slot-maskin

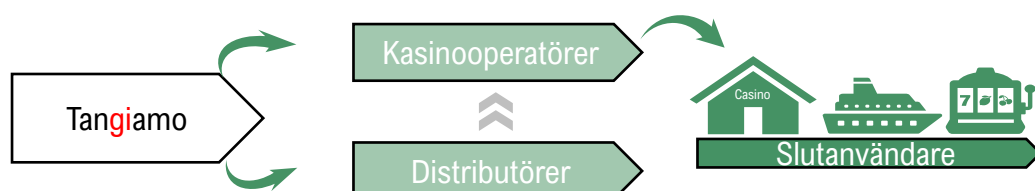


Intäktsmodell

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 partnernes egna bord. Tangiamo utvärderar även möjligheterna till licens-tillverkning, 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 har historiskt varit Bolagets primära kostnadsdrivare men i takt med en något reducerad personalstyrka i kombination med att en del av personalkostnader betalas ut som konsultlöner, och därmed ingår i övriga externa kostnader, har kostnadsposten minskat signifikant under år 2023 jämfört med historiska år. I takt med att Tangiamo växer och breddar sin verksamhet, antas Bolaget behöva anställa ytterligare personal, 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, men även konsultlöner. 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 erhållen GLI-certifiering, lanseringen av MultiPLAY Ignite samt distributionsavtalen i dels USA genom Lightning Gaming, dels Kanada genom RBY Gaming, ses som ytterligare potentiella tillväxtdrivare under åren 2023-2024.

Globala spelindustrin är omfattande och under tillväxt

Tangiamo 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 Tangiamo 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 välbefinnande förväntas driva marknadstillväxten.

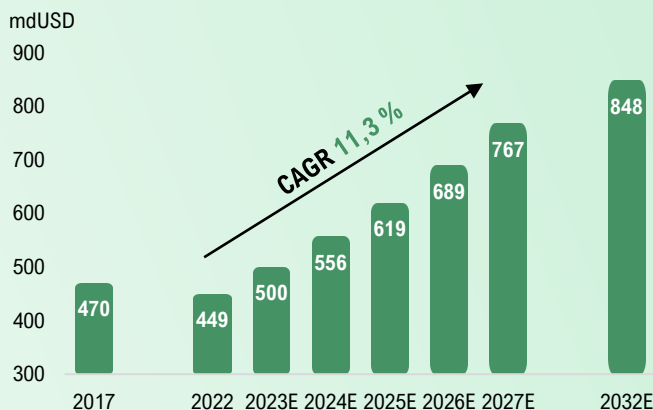
Tangiamos hel- och halvautomatiska elektroniska spelbord är i regel betydligt mindre än traditionella spelbord, samtidigt som spelare kan interagera på samma spelskärm genom Bolagets unika touchteknologi, vilket dels medför att kasinooperatörer kan optimera tillgängliga spelytor och reducera personalkostnader, 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 pandemirabbade året 2020. Med Bolagets relativt nya distributör i USA, Lightning Gaming, vilken har försäljningstillstånd i samtliga stater utom Nevada, ger det Tangiamo möjligheten att få fäste i regionen och medför samtidigt en betydande försäljningspotential.

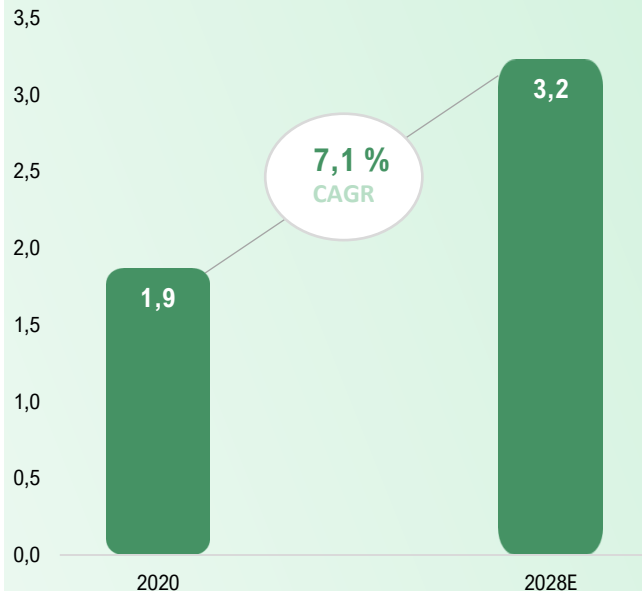
Globala spelindustrin väntas vara värd 675 mdUSD år 2025.

Globala spelindustrin, 2020-2027E

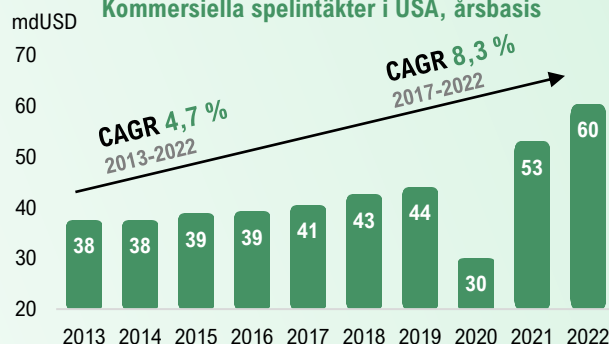


Källa: ResearchAndMarkets, 2022

Marknaden för elektroniska spelbord (EGT)



Kommersiella spelintäkter i USA, årsbasis

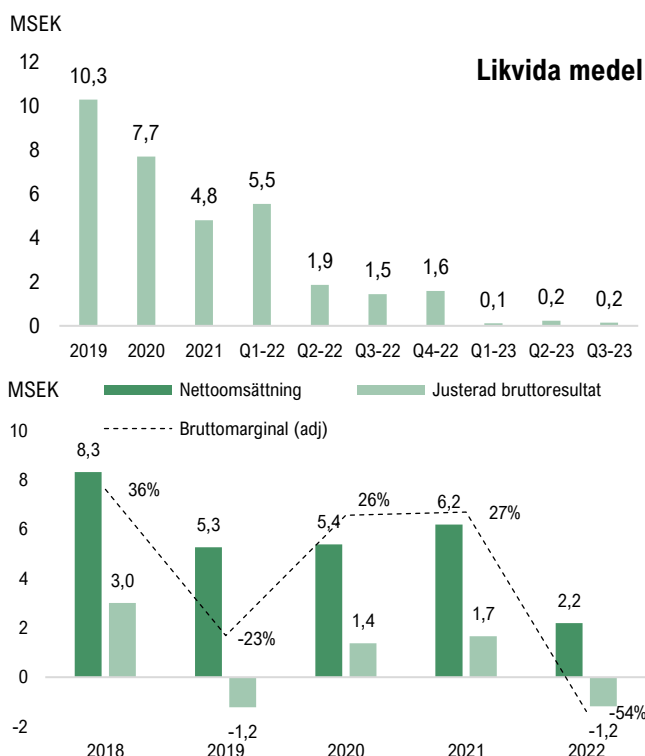


¹ GGR eller Gross Gaming Revenue representerar skillnaden mellan det satsade beloppet och det belopp som vunnits, snarare än enbart det satsade beloppet på hela gamblingmarknaden.

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	Globalt
RBY	Spelbord, service	Nordamerika, Kanada
Grupo Caribant	Service/övrigt	Dominikanska Republiken
TCS	ADR-system	Macau
Hyams Gaming	Spelbord, service	Storbritannien
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 från Loto Quebec till ett kommunicerat värde om 10,5 MSEK. 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.

Lanseringen av nya MultiPLAY-spelbordet *Ignite* under Q4-23 medför en utökad räckvidd för Tangiamo då spelbordet tar upp en mindre golvyta än tidigare modeller, vilket således gör den tillgänglig för fler miljöer, men kan även involvera fler spelare per kvadratmeter än tidigare modeller.

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 genom Ignite och breddade distributionsnätverk, estimerar Analyst Group en stark försäljning under dels år 2023, dels resterande prognosperiod. Under år 2023 estimeras försäljningen av elektroniska spelbord uppgå till 10,1 MSEK, vilket skulle motsvara 18 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. Med hänsyn till 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 MSEK från ADR-system, vilket skulle motsvara ca 66 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 4,7 MSEK år 2024 och ca 6,1 MSEK år 2025.

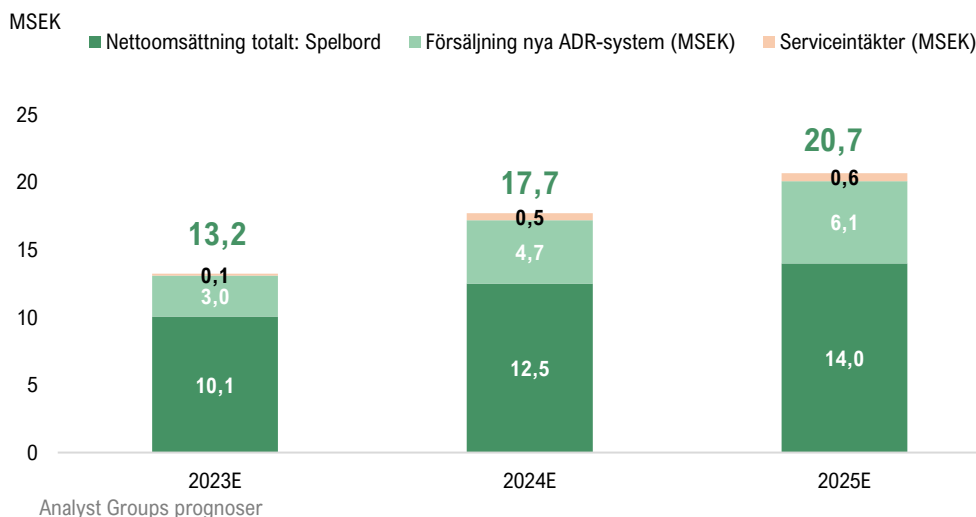
Sammanfattning av prognoser år 2023-2025

För år 2023 estimeras den totala nettoomsättningen uppgå till 13,2 MSEK, vilket innebär en mindre nedrevidering från tidigare och hänförs till att inga ytterligare ordrar kommunicerades under Q3-23 samt hittills har kommunicerats under Q4-23. 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 17,7 MSEK, vilket motsvarar en tillväxt om ca 34 %, vilket är väsentligt lägre än den tillväxt som estimeras under år 2023 om ca 504 %, 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 b.l.a. 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	10,1	12,5	14,0	11,6	13,5	15,5	-13%	-7%	-10%
ADR	3,0	4,7	6,1	3,4	5,2	6,9	-11%	-11%	-12%
Service	0,1	0,5	0,6	0,7	0,9	1,1	-82%	-45%	-46%
Totalt	13,2	17,7	20,7	15,7	19,7	23,5	-16%	-10%	-12%

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

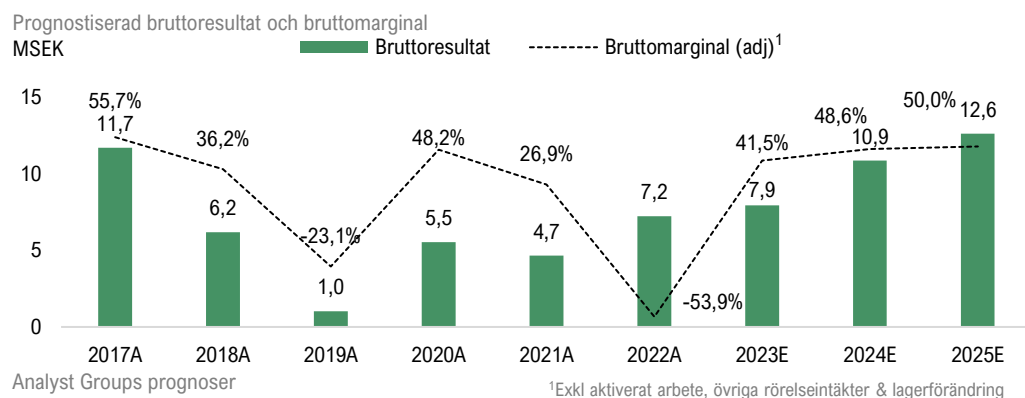
Prognostiserad intäktsmix under åren 2023-2025



Brutto- och rörelsekostnader

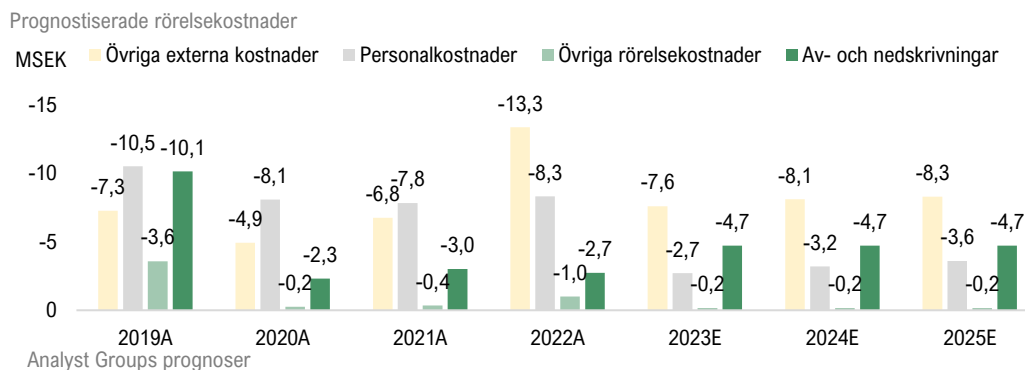
Tangiama's bruttokostnader utgörs primärt av hårdvarukostnader, medan kostnader för mjukvara aktiveras som eget arbete och fördelas på hur många bord Tangiama har utestående. Utifrån Analyst Group egna antagande om pris per spelbord och slotmaskin, samt uppskattad bruttomarginal, mynnar det ut i en bruttokostnad 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 48,6 %, 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



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 ca 60 % Y-Y till -13,2 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 fortsätta utgöra störst andel av rörelsekostnaderna under åren 2023-2025.

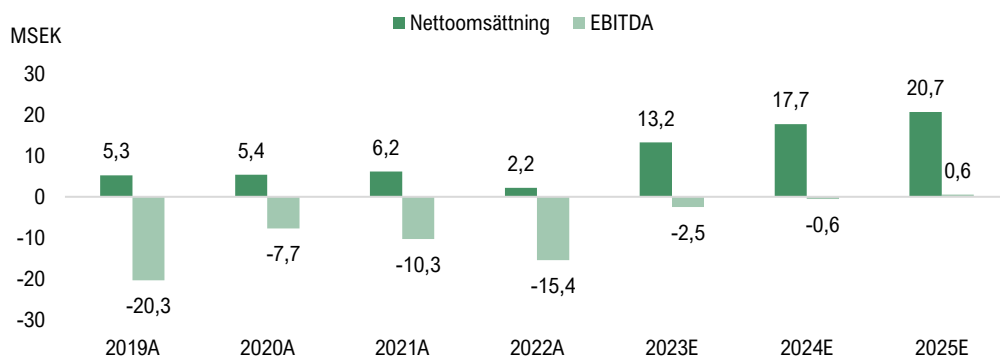


Följande är en sammanfattning av gjorda prognoser som sträcker sig till år 2025. Den ökade försäljningsvolymen drivs av direktförsäljning av spelbord, försäljning av ADR-system samt övrig försäljning. Frånvaron av nya ordrar under Q3-23 samt hittills under Q4-23 medför att Analyst Group bedömer att Tangiamo endast kommer att kunna leverera på årets upparbetade orderbok om ca 13 MSEK, varför potentiellt tillkommande ordrar under december 2023 förväntas tidigast levereras under Q1-24, varpå Tangiamo kan realisera intäkter. Av den anledningen har vi reviderat ned tidigare estimat. Medan Loto Quebec ordern var en kommersiellt viktig milstolpe, vilken förväntas medföra lägre försäljningströsklar i Nordamerika och andra nyckelmarknader under prognosperioden, har arbetet med ordern samt GLI upptagit betydligt mer tid än Analyst Group tidigare förväntat, vilket således har medfört att en större del av det operationella fokuset har erlagts nästan uteslutande på denna process, vilket bedöms ha hämmat övrigt försäljningsarbete. När denna order väl är levererad och spelborden är installerade, tillåts Tangiamo att återigen arbeta såväl mer proaktivt som intensivt med säljarbetet, vilket estimeras, tillsammans med de tidigare erhållna icke-jurisdiktionella GLI-certifieringarna och en breddad produktportfölj, möjliggöra en ökad försäljning och lönsamhet framgent.

MSEK	Nya estimat			Tidigare estimat			Förändring (%)		
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	13,2	17,7	20,7	15,7	19,7	23,5	-16%	-10%	-12%
Bruttoresultat	7,9	10,9	12,6	8,8	11,8	14,1	-9%	-8%	-10%
Rörelsekostnader	-10,5	-11,5	-12,1	-11,0	-12,0	-12,6	-5%	-5%	-4%
EBITDA	-2,5	-0,6	0,6	-2,2	-0,2	1,5	-12%	-194%	-62%

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	13,2	17,7	20,7
Aktiverat arbete för egen räkning	4,6	2,6	2,1	1,7	2,3	1,8	2,3	2,3	2,3
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	15,7	20,0	23,0
Råvaror och förnödenheter	-5,6	-5,3	-6,5	-2,8	-4,0	-3,4	-7,7	-9,1	-10,3
Bruttoresultat	11,7	6,2	1,0	5,5	4,7	7,2	7,9	10,9	12,6
Bruttomarginal (adj) ¹	55,7%	36,2%	-23,1%	48,2%	26,9%	-53,9%	41,5%	48,6%	50,0%
Övriga externa kostnader	-3,7	-6,0	-7,3	-4,9	-6,8	-13,3	-7,6	-8,1	-8,3
Personalkostnader	-8,4	-11,3	-10,5	-8,1	-7,8	-8,3	-2,7	-3,2	-3,6
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	-2,5	-0,6	0,6
EBITDA-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	2,8%
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	-4,7	-4,7	-4,7
EBIT	-3,3	-15,0	-30,4	-10,0	-13,3	-18,1	-7,2	-5,3	-4,2
EBIT-marginal (adj) ¹	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.

¹ Exkl aktiverat arbete, övriga rörelseintäkter & lagerförändring

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

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, intäktmodell, 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

79 347

MSEK




International Game Technology PLC är ett amerikansk 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

56 763

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

9 439

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

2 273

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

67

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

9 026

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 onlinespellsystem. 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

3 073

MSEK

För att ge perspektiv på hur Tangiama 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 Tangiama.

Historiska siffror (R12)

R12	Tangiama	Light & Wonder	IGT	Everi	Inspired	Jackpot Digital	Accel Entertainment	PlayAgs Inc	Genomsnitt, peers	Median, peers
Nettoomsättningstillväxt	472,5%	16,7%	2,2%	8,4%	8,5%	190,2%	30,2%	15,5%	38,8%	8,5%
Bruttomarginal	31,3%	70,1%	48,8%	79,1%	72,7%	77,4%	30,0%	71,2%	64,2%	72,7%
EBITDA-marginal	-73,6%	30,9%	37,6%	42,1%	29,9%	-122,2%	13,3%	40,3%	10,3%	30,9%
EBITDA-tillväxt Y-Y	57,3%	68,3%	-1,9%	4,6%	-14,8%	38,6%	4,9%	39,0%	19,8%	4,6%
Soliditet	56,4%	19,0%	14,0%	13,0%	-14,0%	-209,0%	23,0%	9,0%	-20,7%	13,0%
Nettoskuld/EBITDA	-0,3	3,4	3,4	2,2	2,9	-1,5	1,8	3,7	2,3	2,9
Skuldsättningsgrad	0,8	4,1	5,7	6,7	-8,0	-1,5	3,4	9,9	2,9	4,1
Omsättningshastighet	0,3	0,5	0,4	0,4	0,8	0,4	1,3	0,5	0,6	0,4
EV/EBITDA	-1,5	12,6	6,7	4,9	5,2	-6,7	7,6	5,6	5,1	5,2
EV/S	1,1	3,9	2,5	2,1	1,6	8,2	1,0	2,3	3,1	2,5
P/S	0,9	2,8	1,2	1,1	0,7	5,4	0,8	0,8	1,8	1,2
Marknadsvärde MSEK	8	83 755	56 574	10 581	2 150	62	9 784	2 852	23 680	10 581

Peer-Estimat (2023-2025E)

Company	Equity Enterprise		Revenue EBITDA								EBITDA-marginal			
	Value (MSEK)	Value (MSEK)	EV/Sales			EV/EBITDA			CAGR 2023-2025E	CAGR 2023-2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
Light & Wonder	79 347	111 153	3,7x	3,4x	3,2x	9,6x	8,8x	8,0x	9,9%	13,3%	36,3%	38,3%	38,9%	39,9%
IGT	56 763	114 291	2,5x	2,5x	2,4x	6,2x	5,9x	5,6x	2,5%	5,6%	39,4%	41,2%	42,3%	43,1%
Everi	9 439	17 634	2,1x	2,0x	1,9x	4,5x	4,4x	4,2x	3,6%	2,2%	47,8%	45,9%	45,8%	45,8%
Inspired	2 273	5 030	1,5x	1,6x	1,5x	4,5x	4,2x	2,4x	4,4%	26,1%	34,9%	33,5%	36,6%	61,5%
Jackpot Digital	67	109	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	9 026	12 045	1,0x	1,0x	0,9x	6,4x	6,2x	6,0x	8,1%	5,5%	16,8%	15,6%	15,6%	15,6%
PlayAGS INC	3 073	8 555	2,3x	2,2x	2,2x	5,2x	5,0x	4,8x	6,8%	7,1%	44,8%	44,3%	44,9%	45,2%
Maximum	79 347	111 153	3,7x	3,4x	3,2x	9,6x	8,8x	8,0x	9,9%	13,3%	36,3%	38,3%	38,9%	39,9%
75th Percentile	33 101	64 393	2,3x	2,2x	2,2x	5,3x	5,1x	4,9x	3,1%	3,9%	37,9%	39,8%	40,6%	41,5%
Median	9 233	14 839	2,1x	2,0x	1,9x	6,2x	5,9x	5,6x	4,4%	5,6%	35,6%	38,3%	38,9%	43,1%
Mean	9 336	16 236	2,3x	2,2x	2,2x	6,4x	6,2x	6,0x	8,1%	13,3%	42,7%	44,3%	44,9%	45,8%
25th Percentile	13 440	26 277	1,9x	1,8x	1,8x	5,4x	5,1x	4,6x	5,1%	9,3%	2,5%	36,1%	37,0%	42,3%
Minimum	79 347	111 153	3,7x	3,4x	3,2x	9,6x	8,8x	8,0x	9,9%	13,3%	44,8%	44,3%	44,9%	45,8%
Tangiama	8	10	0,8x	0,6x	0,5x	-4,1x	-18,3x	18,2x	111,3%	n.a.	-703,0%	-19,0%	-3,2%	2,8%

Tangiama 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 Tangiama är en betydligt mindre aktör än jämförelsebolagen, motiveras en värderingsrabatt. Däremot, med hänvisning till gjorda prognoser, estimeras Tangiama 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 0,6 MSEK år 2025.

Under de senaste rullande tolv månaderna ("LTM") har Tangiama stärkt balansräkningen genom två kvittnings-emissioner, i syfte att b.l.a. lösa kortfristiga räntebärande skulder, skrivit upp patentvärdet om ca 10 MSEK under Q4-22, samt tillförts 1,3 MSEK i optionslösen. 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 Tangiama, samtidigt som soliditeten är betydligt lägre. Däremot uppvisar peer-bolagen en hög lönsamhet, varför dessa således har kapaciteten att uppta en högre skuldsättning i rörelsen olik Tangiama som, på rullande tolv månader, såväl som historiskt, har uppvisat förlust, varför vi inte lägger särskilt stor vikt i att Tangiama uppvisar starkare nyckeltal baserat på balansräkningen.

Med bakgrund till Bolagets minskade kassa och nuvarande kapitalstruktur, ingick Tangiama ett finansieringsavtal med Nordic Growth Opportunities 3 ("NGO") under Q3-23, 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 i 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 scenario, 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 genomsnittlig 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%

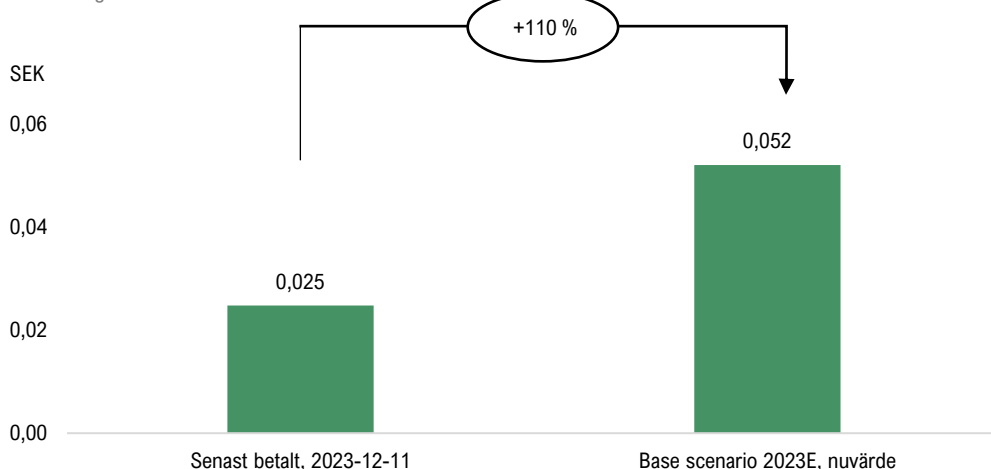
Då utspädningen kommer att ske över tid samt vara en effekt av när Tangiama påkallar en tranch, beloppet på tranchen, när NGO väljer att konvertera lånet till aktier, vad genomsnittskursen är vid konverteringen samt hur stor del av kreditramen som Tangiama nyttjar, kan variationen på den slutliga utspädningen 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 avseende den finansiella situationen och estimat, i kombination med att likviditeten i aktien är relativt låg, större kommande utspädningseffekterna från lånet samt ett underliggande säljtryck i aktien genom finansieringsavtalet, anser Analyst Group att Tangiama bör värderas till en EV/S-multipel om 1,5x, vilken understiger median- och genomsnittsvärdet avseende peer-gruppen. För år 2023 estimeras nettoomsättningen till 13,2 MSEK (15,7), vilket med applicerad målmultipel motiverar ett *Enterprise Value* om ca 20 MSEK (23,6). Vi tillämpar en diskonteringsränta om 15,2 %², vilken anses som skälig givet Bolagets finansiella ställning och storlek, vilket ger, efter avdrag av nettoskuld och tillkommande utspädning³ från kvittningsemissionen, optionslösen och garantiersättning, ett potentiellt nuvärde per aktie om 0,052 kr (0,077) i ett Base scenario.

**0,052 KR
I ETT BASE
SCENARIO
(NUVÄRDE)**

Analyst Group ser ett potentiellt nuvärde per aktie om 0,052 (0,077) 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 riskpremietillägg, utöver generell småbolagsrabatt, om 3 %-enheter givet Bolagets finansiella ställning samt låga likviditet i aktien.

³ Uppgående till totalt 21,2 % sedan slutet augusti 2023, med hänsyn till kvittningsemissioner, optionslösen och garantiersättning.

0,069 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. Vidare estimeras Tangiamo teckna fler nya distributionsavtal än vad som antagits i Base scenario, 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 14 MSEK (18,2) år 2023 och givet en applicerad EV/S-multipel om 1,8x (1,7) motiveras ett potentiellt nuvärde per aktie om 0,069 kr (0,103) per aktie.

Bear scenario

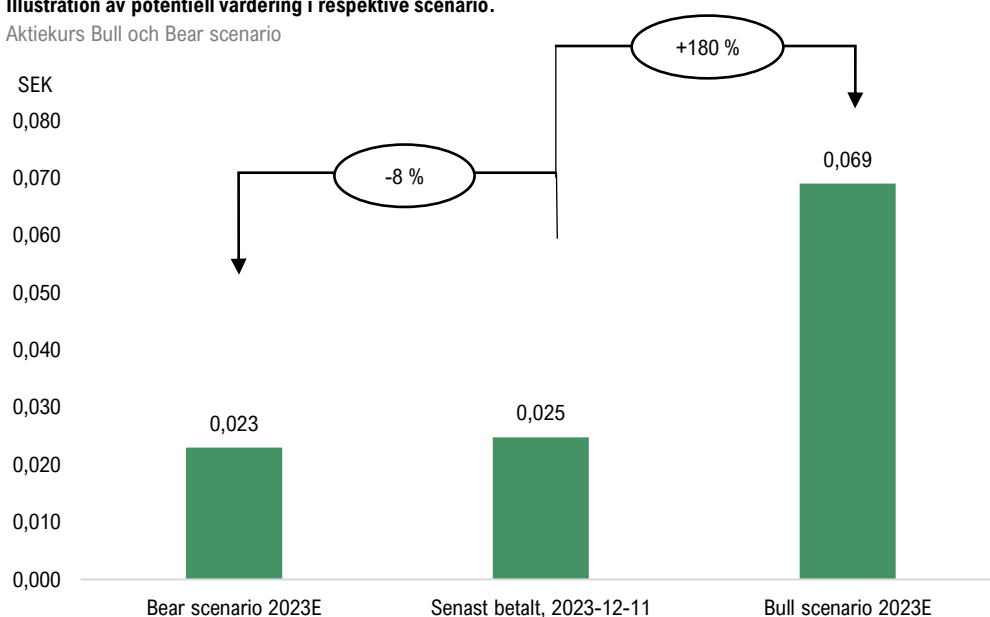
I ett Bear scenario antas Tangiamo uppleva svårigheter med att skala upp försäljningen av spelbord i den takt som estimeras i ett Base scenario trots erhållna GLI-certifiering under Q3-23, där rådande omvärldsläge i kombination med efterdyningarna från pandemin, vilket har medfört en ökad efterfrågan på onlineskasinon, 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.

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 12,9 MSEK (14,7) år 2023 och givet en applicerad EV/S-multipel om 0,8x (0,9) motiveras ett nuvärde per aktie om 0,023 kr (0,039) per aktie.

0,023 KR I ETT BEAR SCENARIO

Illustration av potentiell värdering i respektive scenario.

Aktiekurs Bull och Bear scenario



Analyst Groups prognoser



In the third quarter, there was limited activity on the top line; however, Tangiamo made a significant move by introducing the next-generation MultiPLAY roulette table called Ignite. Could you elaborate on this launch, share your expectations, and clarify whether additional certifications are required for the distribution of this new roulette table in regulated markets?

Regarding the introduction of our next-generation MultiPLAY Ignite roulette table, this launch represents a significant stride in our product innovation and market expansion strategy. Ignite is designed to cater to the evolving needs of the modern gaming market, offering enhanced features such as state-of-the-art graphics, an integrated winning number display, and our patented touch identification technology. This helps it fit more seamlessly into various gaming environments like smaller gaming halls and cruise ships, broadening our market appeal.

We anticipate this product will open new doors in both existing and untapped markets, given its features and design. The product is engineered to deliver a more dynamic and engaging gaming experience, and we believe it will be well-received by both operators and players, driving sales growth.

As for certifications, yes, additional certifications are generally required for the distribution of any new gaming table in regulated markets. These certifications ensure that our products meet the highest standards of fairness, quality, and compliance. We will actively pursue any necessary certifications for Ignite in our target markets.

The acquisition of the crucial GLI-11 and GLI-24 certifications has raised expectations for the finalization of the Loto Quebec order. However, as of the end of the third quarter, the order has not been fully realized. Can you provide an update on the progress and outline the Company's expectations for the completion of this order?

While we have not fully completed the order within the third quarter, we are confident about its completion shortly. The delay is primarily due to the intricate process of meeting very specific regulatory requirements and final compliance testing for Loto Quebec.

Our expectation is to complete the Loto Quebec order soon. This completion will not only represent a significant revenue milestone but also establish a strong reference case for our capabilities in major regulated markets. It will further cement our reputation as a provider of high-quality gaming solutions, opening additional opportunities in similar markets.

I will keep our shareholders and stakeholders informed of any significant developments regarding this in our upcoming communications.



As we approach the end of 2023, how do you assess the current sentiment in the overall gambling industry, and what trends do you foresee? From your perspective, how is Tangiame positioned in the gambling and electronic table industry? Could you highlight the advantages the Company offers and identify areas that require attention in 2024 and beyond to maintain competitiveness?

As we approach the end of 2023, the gambling industry is witnessing significant growth and digital transformation. Trends like online expansion and innovative technology integration are key. Tangiame's strengths lie in innovation, particularly with our dice recognition system and our MultiPLAY and IGNITE platforms. These products offer immersive electronic gaming experiences and operational efficiency, aligning with the industry's digital shift. Our GLI-11 and GLI-24 certifications also enable us to cater to regulated markets, broadening our reach.

Looking to 2024, Tangiame's focus will be on expanding our market presence, forging strategic partnerships, enhancing customer experiences, and continuing investment in research and development. Staying adaptable to regulatory changes is also crucial.

Tangiame's commitment to technology, market adaptability, and customer-centric solutions positions us strongly in the evolving gambling and electronic table games industry. Our approach for 2024 is to leverage these strengths while addressing market dynamics and emerging opportunities.

With the recently established financing agreement of up to 12 MSEK, along with the proceeds from the warrant program and an impending cash injection of approx. 9 MSEK from Loto Quebec, Tangiame's cash position has strengthened and will continue to do so. How does Tangiame plan to leverage this improved financial position in 2024?

The improved financial position equips us to execute our growth strategies more effectively, emphasizing market expansion, technological advancement, and operational excellence in 2024.

Our focus will be on expanding our market presence, both geographically and through product penetration. Investment in research and development is a top priority, aiming to innovate and refine our product offerings to meet evolving market needs and customer preferences. Additionally, strategic partnerships will be a key area where we look to collaborate with industry players to enhance our technology and market reach.

Operational efficiency will also be a critical area of investment. We intend to streamline our processes to enhance scalability and maintain high-quality standards. Compliance with regulatory requirements remains a cornerstone of our strategy, ensuring our products meet the diverse needs of the global markets we serve.

The partnership with Grupo Caribant has already yielded results with the launch of MultiPLAY Ignite. Can investors anticipate further product innovations and launches through this partnership in the future? If so, what types of products can be expected?

The partnership with Grupo Caribant is a testament to collaborative innovation. Investors can indeed anticipate more developments from this alliance. We are exploring various avenues for new products, particularly those that merge Tangiame's technological expertise with Grupo Caribant's market insights. This includes advanced electronic table games and systems that integrate our latest technologies and touch recognition capabilities. We are also considering expanding our product range to include other popular casino games, incorporating unique features that set them apart in the competitive gaming market.

While specific details of upcoming products cannot be disclosed just yet, our joint focus with Grupo Caribant is on creating gaming solutions that are technologically advanced and resonate with evolving market trends and player preferences. This partnership is a key element in our strategy to continuously offer innovative and market-leading gaming experiences.

December 12th, 2023

**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 14 385 101 aktier i Tangiamo med genom bolaget Flicker Effekt AB.

**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 4 616 380 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	13,2	17,7	20,7
Aktiverat arbete för egen räkning	4,6	2,6	2,1	1,7	2,3	1,8	2,3	2,3	2,3
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	15,7	20,0	23,0
Råvaror och förnödenheter	-5,6	-5,3	-6,5	-2,8	-4,0	-3,4	-7,7	-9,1	-10,3
Bruttoresultat	11,7	6,2	1,0	5,5	4,7	7,2	7,9	10,9	12,6
Bruttomarginal (adj) ¹	55,7%	36,2%	-23,1%	48,2%	26,9%	-53,9%	41,5%	48,6%	50,0%
Övriga externa kostnader	-3,7	-6,0	-7,3	-4,9	-6,8	-13,3	-7,6	-8,1	-8,3
Personalkostnader	-8,4	-11,3	-10,5	-8,1	-7,8	-8,3	-2,7	-3,2	-3,6
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	-2,5	-0,6	0,6
EBITDA-marginal	-4,1%	-98,5%	-270,7%	-143,1%	-166,3%	-703,0%	-19,0%	-3,2%	2,8%
Justerad EBITDA-marginal ¹	-42,9%	-174,5%	-428,7%	-197,6%	-214,6%	-1087,3%	-37,5%	-16,1%	-8,3%
Av- och nedskrivningar	-2,6	-3,7	-10,1	-2,3	-3,0	-2,7	-4,7	-4,7	-4,7
EBIT	-3,3	-15,0	-30,4	-10,0	-13,3	-18,1	-7,2	-5,3	-4,2
EBIT-marginal (adj) ¹	-63,7%	-219,1%	-621,2%	-240,4%	-263,3%	-1211,5%	-73,2%	-42,7%	-31,1%
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	14,0	22,3	27,8
Aktiverat arbete för egen räkning	4,6	2,6	2,1	1,7	2,3	1,8	2,3	2,3	2,3
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	16,5	24,6	30,1
Råvaror och förnödenheter	-5,6	-5,3	-6,5	-2,8	-4,0	-3,4	-7,9	-11,1	-13,3
Bruttoresultat	11,7	6,2	1,0	5,5	4,7	7,2	8,6	13,4	16,8
Bruttomarginal (adj) ¹	55,7%	36,2%	-23,1%	48,2%	26,9%	-53,9%	43,5%	50,1%	52,3%
Övriga externa kostnader	-3,7	-6,0	-7,3	-4,9	-6,8	-13,3	-7,7	-8,0	-8,4
Personalkostnader	-8,4	-11,3	-10,5	-8,1	-7,8	-8,3	-2,7	-3,3	-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	-2,0	1,9	4,4
EBITDA-marginal	-4,1%	-98,5%	-270,7%	-143,1%	-166,3%	-703,0%	-14,2%	8,7%	16,0%
Justerad EBITDA-marginal ¹	-42,9%	-174,5%	-428,7%	-197,6%	-214,6%	-1087,3%	-31,6%	-1,5%	7,8%
Av- och nedskrivningar	-2,6	-3,7	-10,1	-2,3	-3,0	-2,7	-4,7	-4,7	-4,7
EBIT	-3,3	-15,0	-30,4	-10,0	-13,3	-18,1	-6,7	-2,8	-0,3
EBIT-marginal (adj) ¹	-63,7%	-219,1%	-621,2%	-240,4%	-263,3%	-1211,5%	-65,3%	-22,7%	-9,2%
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	12,9	11,0	12,6
Aktiverat arbete för egen räkning	4,6	2,6	2,1	1,7	2,3	1,8	2,3	2,3	2,3
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	15,3	13,3	14,8
Råvaror och förnödenheter	-5,6	-5,3	-6,5	-2,8	-4,0	-3,4	-7,8	-6,0	-6,8
Bruttoresultat	11,7	6,2	1,0	5,5	4,7	7,2	7,5	7,2	8,1
Bruttomarginal (adj) ¹	55,7%	36,2%	-23,1%	48,2%	26,9%	-53,9%	39,5%	45,3%	46,1%
Övriga externa kostnader	-3,7	-6,0	-7,3	-4,9	-6,8	-13,3	-7,7	-8,0	-8,2
Personalkostnader	-8,4	-11,3	-10,5	-8,1	-7,8	-8,3	-2,8	-3,1	-3,4
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	-3,1	-4,0	-3,7
EBITDA-marginal	-4,1%	-98,5%	-270,7%	-143,1%	-166,3%	-703,0%	-24,1%	-36,5%	-29,4%
Justerad EBITDA-marginal ¹	-42,9%	-174,5%	-428,7%	-197,6%	-214,6%	-1087,3%	-43,1%	-57,2%	-47,5%
Av- och nedskrivningar	-2,6	-3,7	-10,1	-2,3	-3,0	-2,7	-4,7	-4,7	-4,6
EBIT	-3,3	-15,0	-30,4	-10,0	-13,3	-18,1	-7,8	-8,7	-8,3
EBIT-marginal (adj) ¹	-63,7%	-219,1%	-621,2%	-240,4%	-263,3%	-1211,5%	-79,7%	-100,3%	-84,3%

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.