

Tangiamo Touch Technology



Rekordåret kan ge ringar på vattnet

År 2023 var, rent verksamhetsmässigt, ett transformativt år för Tangiamo. Bolaget mottog den största ordern någonsin samt levererade på den, erhöll GLI-certifieringar samt tog fram nya produktinnovationer. Med ett starkt rykte inom branschen, ett fördjupat samarbete med distributören Abbiati samt en starkt produktportfölj genom MultiPLAY Ignite och det nya ADR-systemet, bedömer Analyst Group att förutsättningarna för en stark omsättningsutveckling är goda framgent. För år 2024 estimeras nettoomsättningen uppgå till 14,5 MSEK och med en tillämpad EV/S-multipel om 1,3x samt en diskonteringsränta om 15,2 %, motiveras ett potentiellt nuvärde per aktie om 0,040 (0,052) kr i ett Base scenario¹.

Nettoomsättningen når ny rekordnivå

Nettoomsättningen under det fjärde och sista kvartalet år 2023 uppgick till 4,2 MSEK (0,6), där intäktsökningen mot fjolåret är ett resultat av slutinstallationen för Loto Quebec avseende MultiPLAY Roulette samt leverans av ADR-system till Abbiati. Helårsomsättningen uppgick därmed till 12,9 MSEK, vilket inte enbart motsvarar en ökning om 487 % mot år 2022, utan även utgör ett rekordår för Bolaget. Den kraftiga intäktsökningen har, i kombination med en fortsatt relativt god kostnadskontroll, därtill medfört ett avsevärt förbättrat EBITDA-resultat, vilket uppgick till -3,9 MSEK för år 2023 (-15,4), ca -75 % lägre än år 2022. Det faktum att Bolaget inte har kommunicerat några nya ordrar sedan Q3-23 samt uttryckt intentionen att stärka kassan, har medfört en ökad osäkerhet avseende den operationella utvecklingen framgent, varför Analyst Group har valt revidera ned estimaten under prognosperioden.

Lanserar nytt ADR-system drivet av AI och Machine Learning

Tangiamo följde upp lanseringen av MultiPLAY Ignite under Q3-23 med att lansera ett uppgraderat ADR-system, vilken kombinerar AI och Machine Learning, under Q1-24. Den stora skillnaden från tidigare ADR-system är en väsentligt högre träffsäkerhet, vilket i sin tur möjliggör en ökad kundnöjdhet för både slutkund och speloperatörer, då riskerna för felavläsningar minskar avsevärt genom det nya ADR-systemet. Det nya ADR-systemet demonstrerades tillsammans med Abbiati på ICE Londonmässan under 6-8 februari 2024, vilket av Analyst Group bedöms kunna ge ringar på vattnet kommande kvartal.

Reviderat värderingsintervall

År 2024 har inletts försäljningsmässigt svalare än estimerat, då inga nya ordrar har presenterats. Därtill har Bolaget kommunicerat intentionen att stärka kassan, vilket Analyst Group bedömer kommer att innebära att ledningens tid går åt till att utvärdera finansieringsalternativ, på viss bekostnad av säljarbete. Vi har därför reviderat såväl de finansiella estimaten som värderingsintervallet, där sistnämnda även tar hänsyn till utspädningar relaterat till finansieringsavtalet med Nordic Growth Opportunities¹.

VÄRDERINGSINTERVALL

Bear

0,015 kr

Base

0,040 kr

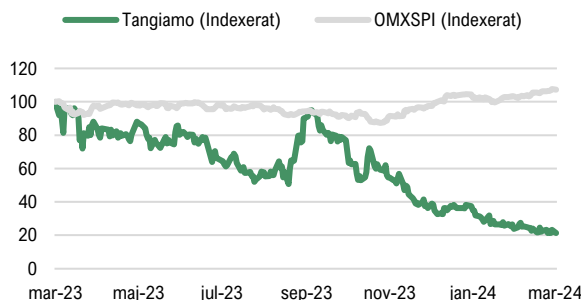
Bull

0,058 kr

NYCKELDATA

Senast betalt (2024-03-04)	0,016
Antal Aktier (st.)	388 992 969
Market Cap (MSEK)	6,2
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	1,6
Enterprise Value (MSEK)	7,8
Lista	Nasdaq First North Growth Market
Delårsrapport 1 2024	2024-05-09

KURSUUTVECKLING



HUVUDÄGARE (KÄLLA: HOLDINGS)

Nordic Growth Opportunities 3	6,7 %				
Avanza Pension	5,1 %				
Flicker Effect AB (Chris Steele)	5,0 %				
Jan Bengtsson	3,5 %				
Prognoser (MSEK)	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E
Nettoomsättning	6,2	2,2	12,9	14,5	17,6
Omsättningsstillväxt	14,8%	-64,6%	487,1%	12,5%	21,9%
Bruttoresultat	4,7	7,2	9,5	10,0	11,8
Bruttomarginal (adj) ²	26,9%	-53,9%	49,0%	49,2%	50,2%
EBITDA	-10,3	-15,4	-3,9	-1,6	-0,4
EBITDA-marginal (adj) ²	-206,3%	-1087,3%	-54,8%	-30,9%	-19,0%
EBIT	-13,3	-18,1	-8,6	-6,6	-5,4
EBIT-marginal	-255,1%	-1211,5%	-92,0%	-65,4%	-47,3%
P/S	1,0	2,8	0,5	0,4	0,4
EV/S	1,3	3,5	0,6	0,5	0,4
EV/EBITDA	-0,8	-0,5	-2,0	-5,0	-17,9

¹ Uppgående till 12,8 % sedan 11 december 2023.

² Exkl. aktiverat arbete, övriga rörelseintäkter och lagerförändringar.

Innehållsförteckning

Introduktion	2
Kommentar Q4	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.

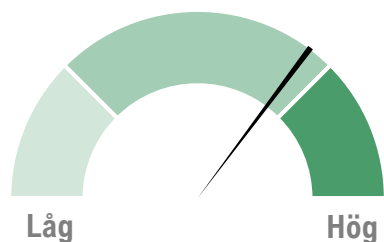
VD OCH ORDFÖRANDE

Verkställande Direktör	Christopher Steele
Styrelseordförande	Staffan Hillberg

ANALYTIKER

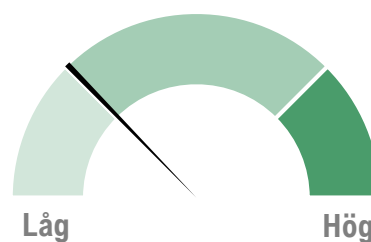
Namn	Christoffer Jennel
Telefon	+46 731 58 95 55
E-mail	christoffer.jennel@analystgroup.se

Värde drivare



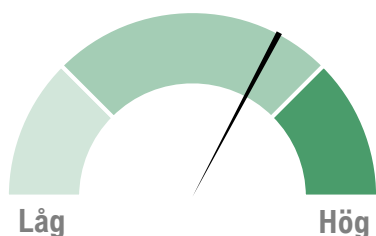
Tangiamos utökade distributionsavtal med den världsledande kasinodistributören Abbiati bedöms vara en stark värde drivare framgent. Från att tidigare enbart ha distribuerat Tangiamo ADR-system, omfattar det utökade distributionsavtalet även MultiPLAY-spelbord samt övriga produkter, vilket medför en stark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



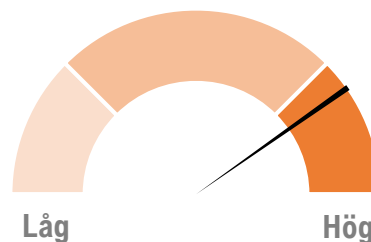
Tangiamo grundades år 2004 och har förvisso haft försäljning men samtidigt svårigheter att nå lönsamhet i verksamheten. Bolaget har därmed varit i behov av extern kapitalanskaffning för att kunna bedriva verksamheten. Nettoomsättningen och rörelseresultatet (före avskrivningar) uppgår LTM till ca 12,9 MSEK respektive -3,9 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 7,6 % där både VD Chris Steele och styrelseledamot Fredrik Adlercreutz successivt ökat respektives andelar i Bolaget under år 2023, 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 Tangiamo negativt. Tangiamo är fortfarande en relativt liten aktör, och måste dessutom ännu nå positivt kassaflöde. Vid utgången av Q4-23 uppgick kassan till 0,3 MSEK och de räntebärande skulder till ca 1,8 MSEK. Tangiamo säkrade ett finansieringsavtal om upp till 12 MSEK under Q3-23, varav Bolaget har nyttjat ca 2 MSEK. Tangiamo drivs fortsatt med förluster och kommunicerade i samband med Q4-rapporten 2023 att Bolaget utforskar alternativ att stärka kassan, vilket sammantaget medför en hög riskprofil.

Helårsomsättningen för 2023 innebär en tillväxtökning om över 480 %

4,2 MSEK
NETTOOMSÄTTNING
Q4-23

Nettoomsättningen uppgick till 4,2 MSEK (0,6) under Q4-23, vilket motsvarar en ökning om 3,6 MSEK mot jämförbart kvartal föregående år. Intäktsökningen är ett resultat av att Tangiama den 18 december erhöll den slutgiltiga jurisdiktionscertifieringen från Loto-Quebec, vilket möjliggjorde för Bolaget att intäktsföra resterande delen av ordern om 10,5 MSEK, samt leveransen av Abbiati-ordern om 1,1 MSEK som erhölls under Q3-23 avseende Dice Shakers. Genom att installationen av Bolagets MultiPLAY Roulette-spelbord nu är klar på det största kasinot i Kanada, ges Tangiama en viktig kvalitetsstämpel som stärker Bolagets trovärdighet och rykte inom branschen.

Intäktsökningen var däremot under estimat med ca 0,4 MSEK (4,6), där Analyst Group bedömer att diskrepansen potentiellt kan härleds till fluktuationer i valuta mellan lagd order och betalningstillfället.

**LANSERAR ETT
AI-DRIVET
ADR-SYSTEM**

Under inledningen av Q1-24 meddelade Tangiama att Bolaget har lanserat ett AI-drivet ADR system som kombinerar Machine Learning och AI för att erbjuda en exempellös träffsäkerhet och effektivitet inom livetärningsspel. Det nya ADR-systemet demonstrerades tillsammans med Abbiati på ICE Londonmässan under 6-8 februari 2024. Den stora skillnaden från tidigare ADR-system är en väsentligt högre träffsäkerhet, vilket i sin tur möjliggör en ökad kundnöjdhet för både slutkund och speloperatörer, då riskerna för felavläsningar minskar avsevärt genom det nya ADR-systemet.

**2023 VAR ETT
TRANSFORMATIVT
ÅR FÖR TANGIAMO**

År 2023 var, rent verksamhetsmässigt, ett transformativt år för Tangiama. Bolaget erhöll sin största order någonsin och levererade på den, erhöll GLI-certifieringar samt tog fram nya produktinnovationer. Med ett starkt rykte inom branschen, det faktum att Abbiati kan sälja hela Tangiamos produktportfölj och en starkt produktportfölj genom Ignite och nya ADR-systemet, är förutsättningar för en stark omsättningsutveckling goda enligt Analyst Group.

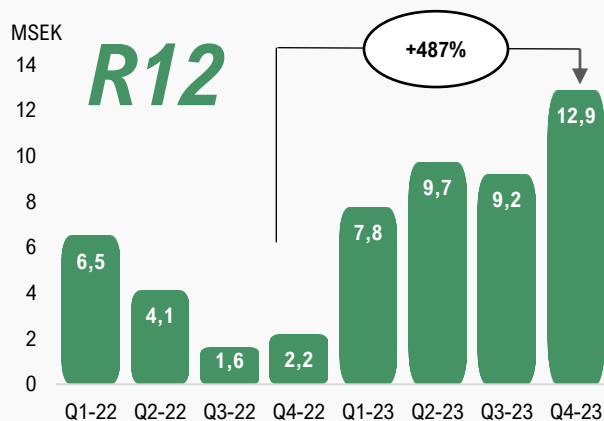
Bruttomarginalen uppgår till 81 %

Under det fjärde kvartalet levererade Tangiama en bruttomarginal om 81 % (-117%) vilket tydligt visar Bolagets underliggande lönsamhet vid högre volymer. Utfallet var därtill högre än estimerat (56,4 %) och dessutom något förvånande givet produktmixen avseende försäljningen under kvartalet. Rörelse-kostnaderna (exkl. COGS, övriga rörelsekostnader och avskrivningar) uppgick till ca 5,1 MSEK, motsvarande en ökning om 88 % Q-Q, vilket var väsentligt högre än Analyst Groups estimat (2,5), där vi hade tagit höjd för att rörelsekostnaderna det faktum skulle minska sekventiellt, givet att Tangiama bl.a. inte medverkade under G2E-mässan i egen regi. Kostnadsökningen adresseras inte explicit i rapporten, samtidigt har Tangiama under kvartalet bl.a. både erhållit trancher och utfört riktade emissioner till Nordic Growth Opportunities 3 ("NGO") och därutöver erhållit kapital genom optionslösen samt genomfört slut-installation i Kanada, vilka sammantaget kan ha medfört högre kostnader än vad Analyst Group estimerat.

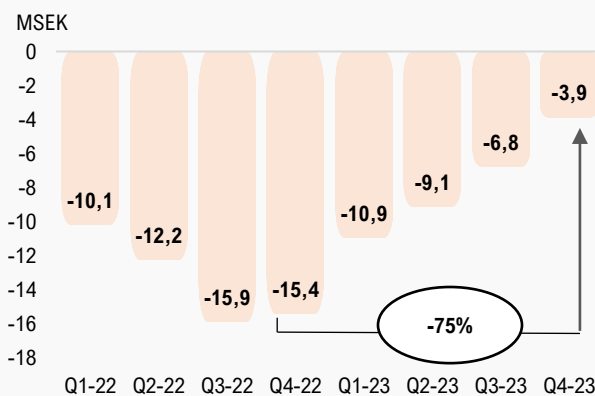
-75 %
MINSKAD EBITDA-
FÖRLUST UNDER
2023

Trots den starka intäktsökningen uppvisade Tangiama ett negativt EBITDA-resultat om -1,2 MSEK, primärt härlett till ökningen i kostnadsposten "Övriga externa kostnader". För helåret 2023 uppgick EBITDA-resultatet till -3,9 MSEK (-15,4), vilket motsvarar ca 75 % minskad EBITDA-förlust Y-Y, drivet av den ökade försäljningen i kombination med en minskad kostnadskostym.

Nettoomsättning, rullande tolv månader



EBITDA, rullande tolv månader



Det operativa kassaflödet var lägre än estimerat – Bolaget utforskar alternativ för att stärka kassan

Vid utgången av Q4-23 uppgick kassan till 0,3 MSEK, motsvarande en ökning om ca 0,1 MSEK jämfört med föregående kvartal. Analyst Group hade estimerat en större kassaökning under Q4-23 givet att Bolaget under kvartalet genomfört slutinstallationen för Loto Quebe vilket därmed berättigar Bolaget en slutinbetalning om ca 9 MSEK, då Bolaget sedan tidigare erhållit förskottsbetalning om ca 10 % av ordervärdet. Därtill erhöll Tangiama den andra tranchen från NGO om 1 MSEK under kvartalet, varför kassaökningen under kvartalet var lägre än estimerat enligt Analyst Group. Den ökade kostnadskostymen under Q4-23, i kombination med förfall av leverantörsskulder om ca 3,9 MSEK, är förklarande faktorer till det lägre utfallet.

I och med att Tangiama nu har erhållit den andra tranchen från Nordic Growth Opportunities 3 om 1 MSEK, återstår ca 10 MSEK tills Bolaget når taket om 12 MSEK. Finansieringsavtalet ger således Tangiama en viss ekonomisk trygghet under resterande 1,5 år som avtalet gäller, samtidigt som det möjliggör för Tangiama att hålla i gång verksamhetstakten i termer av produktinnovation och säljarbete. Parallellt har Tangiama löpande annonserat om riktade emissioner till NGO, vilket är i linje med finansieringsavtal, då Tangiama betalar av lånet genom aktier. Sedan finansieringsavtalet upprättades den 15 augusti 2023, har dessa utfärdade emissioner medfört en total utspädning om ca 16 % för befintliga aktieägare.

**UTFORSKAR
ALTERNATIV ATT
STÄRKA KASSAN**

I rapporten kommunicerade Tangiama även att Bolaget utforskar alternativ för att stärka kassan, vilket kom något oväntat enligt Analyst Group. Detta eftersom vi estimerade en starkare kassa vid utgången av Q4-23, vilket tillsammans med en stark försäljningsutveckling under år 2024 samt resterande 10 MSEK från finansieringsavtalet, bedömdes vara tillräckligt för att finansiera rörelsen under kommande år.

Sammanfattningsvis markerar det fjärde kvartalet slutet på ett rekordår i termer av nettoomsättning, samtidigt som Bolaget rent operationellt tagit flera viktiga kliv framåt genom erhållna GLI-certifieringar och nya produktanseringar, vilka tillsammans medför en ökad försäljningspotential för år 2024 och framåt.

Överblick över Tangiama's Q4-rapport samt helår 2023

Nettoomsättning, tillväxt, bruttomarginal, EBITDA-utveckling, kassa.

tangiama

Q4-23**2023**

Nettoomsättning

4,2

MSEK

EBITDA

-1,2

MSEK

**+3,6 MSEK**

Ökning mot Q4-22

**81%**

Bruttomarginal

**0,5 MSEK**

Operativ kassaflöde

**487 %**

Nettoomsättningstillväxt, Y-Y

**-75 %**

Minskad EBITDA-förlust, Y-Y

**0,3 MSEK**

Kassa vid utgången av Q4-23

Källa: Tangiama



LOTO
QUÉBEC



MULTIPLAY
IGNITE

0,040 SEK
I ETT BASE
SCENARIO
(NUVÄRDE)

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 Online-sektorn genom Bolagets ADR-system, vilket således öppnar upp en betydligt större adresserbar 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 2024-2025. Med en stärkt produktportfölj, senast genom MultiPLAY Ignite och det nya ADR-systemet drivet av *AI* och *Machine Learning*, 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 förstärkta produktportfölj, ordern från Loto Quebec och den positiva effekt denna order ger, ett ökat fokus på Nordamerika, erhålla GLI-certifieringar och befintliga distributionsavtal, kunna accelerera sin försäljning framöver. Utifrån gjorda prognoser estimerar Analyst Group en nettoomsättning 14,5 MSEK år 2024, och givet en applicerad om EV/S-multipel om 1,3x motiveras ett potentiellt nuvärde¹ per aktie om 0,040 kr (0,052).

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.

¹ Nuvärdet per aktie tar ej hänsyn till potentiell framtida utspädning genom finansieringsavtalet, men däremot till de riktade emissioner som Tangiamo successivt genomfört till NGO. Utspädningen uppgår till ca 12,8 % genom dessa riktade emissioner sedan den senaste analysuppdateringen den 11 dec 2023.

Tangiama 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. Tangiama 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. Tangiama 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

Tangiama 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 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 Tangiama 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 bordsspelsystem. 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. Tangiama säljer ADR-systemet både som en del av deras egna spelbord men även som ett delsystem till andra leverantörer av spelbord. Tangiama 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 Tangiama

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 skraddarsydd Tangiama-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 Tangiama tillåts kasinoooperatörer att expandera spelarbasen, 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: Tangiama

tangiama

Illustrering av produkter



Elektroniskt spelbord

ADR-system



TNG slot-maskin

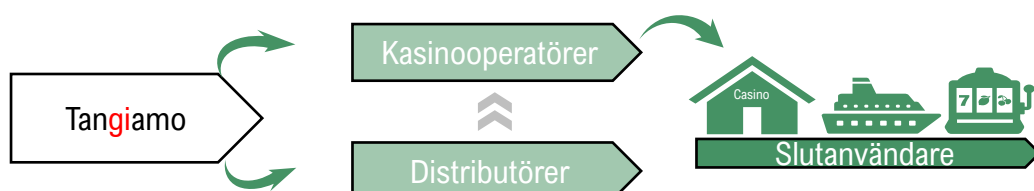


Intäktsmodell

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 Tangiama. För onlinesektorn kommer ADR-systemet att både säljas separat, men även som ett delsystem i partnernes egna bord. Tangiama 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: Tangiama

Patentportfölj

Tangiama 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 Tangiama har i dagsläget 21 godkända patent och elva (11) ansökningar under behandling.

Kostnadsdrivare

Tangiama 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 Tangiama 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 Tangiama 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 Tangiama 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 Tangiama 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 2024-2025.

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. Mellan åren 2027-2032 estimeras marknaden växa med en CAGR om ca 2 %, för att år 2032 värderas till 848 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. Covid-19 pandemin har däremot påverkat spelmarknaden signifikant, där trenden för onlinespel accelererade som ett resultat. Viktiga tillväxt drivare 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 reducerar den största kostnadsposten, vilken 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.

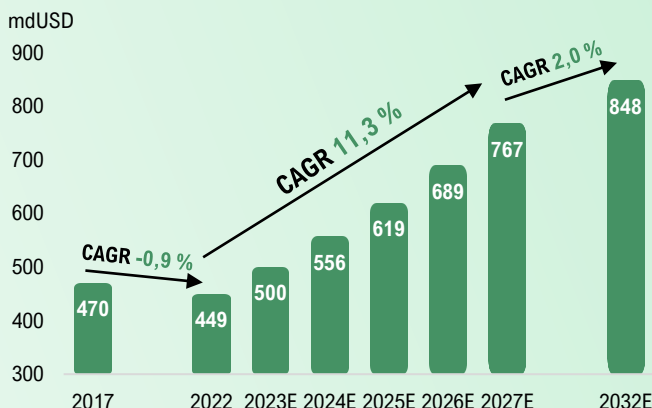
Tangiamos hel- och halvautomatiska elektroniska spelbord är i regel betydligt mindre än traditionella spelbord, samtidigt som spelare kan interagera på samma spelskärm genom Bolagets unika touchteknologi, vilket dels medför att kasinooperatörer kan optimera tillgängliga spelytor och reducerar personalkostnader, 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 kostnadsutbyggnad.

Gambling i USA tar nya rekord

Under år 2023 uppmättes nya rekordnivåer i USA efter att de kommersiella spelintäkter (GGR¹) från slots, spelbord, sport betting och iGaming uppgick till 67 mdUSD, motsvarande en ökning om 10 % från tidigare rekordåret 2022 och samtidigt mer än en dubbling jämfört med det pandemidrabbade året 2020. Vidare utgjorde landbaserat spel (kasino, spelbord, m.fl.) ca 75 % av de totala spelintäkterna under år 2023. Med Bolagets relativt nya distributör i USA, Lightning Gaming, vilka har försäljningstillstånd i samtliga stater utom Nevada, möjliggörs för Tangiamo att få fäste i regionen tillsammans med en betydande försäljningspotential.

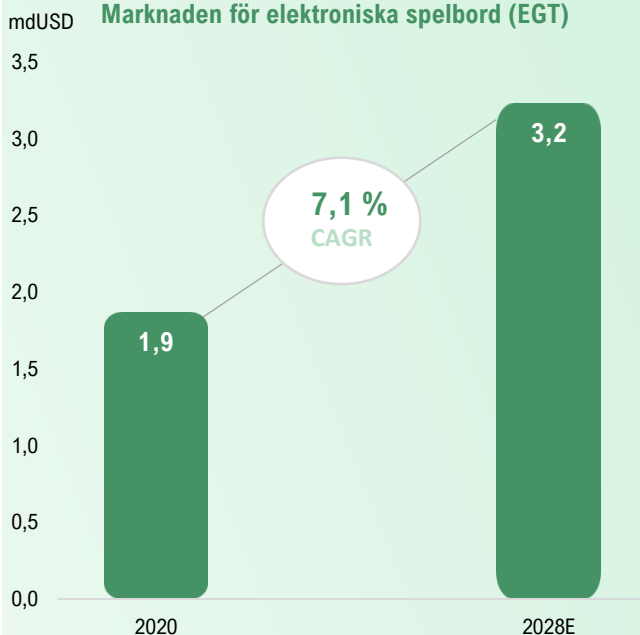
Globala spelindustrin väntas vara värd 675 mdUSD år 2025.

Globala spelindustrin, 2020-2032E



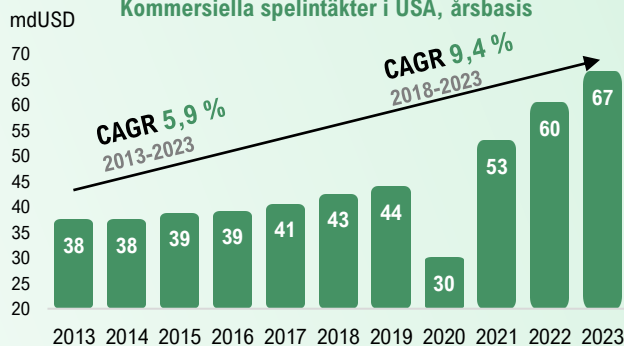
Källa: ResearchAndMarkets, 2022

Marknaden för elektroniska spelbord (EGT)



Källa: Verified Market Research, 2021

Kommersiella spelintäkter i USA, årsbasis

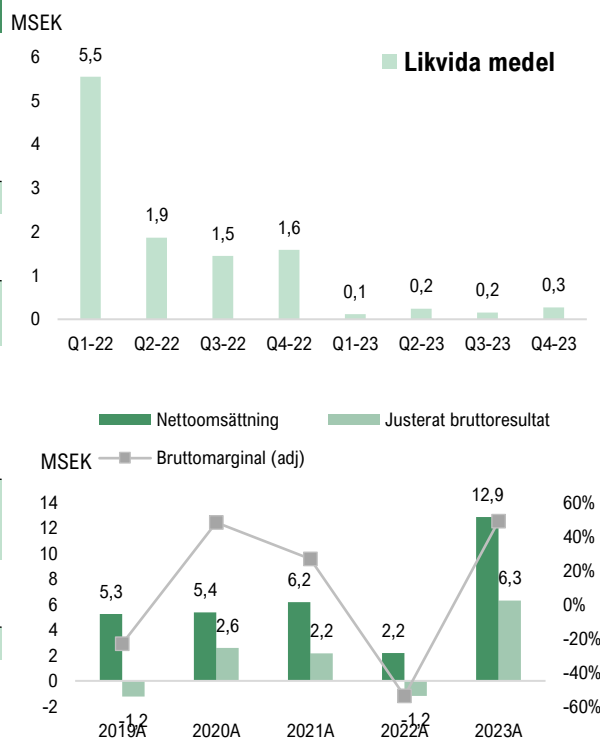


¹ GGR eller Gross Gaming Revenue representerar skillnaden mellan det satsade beloppet och det belopp som vunnits, snarare än enbart det satsade beloppet på hela gamblingmarknaden.

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*, *MultiPLAY Ignite* 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.

Base scenario MSEK	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
Nettoomsättning	12,6	8,3	5,3	5,4	6,2	2,2	12,9
Aktiverat arbete för egen räkning	4,6	2,6	2,1	1,7	2,3	1,8	2,9
Övriga rörelseintäkter	0,1	0,6	0,1	1,2	0,7	6,7	0,3
Lagerförändring	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,5	0,0	0,0
Totala intäkter	17,3	11,5	7,5	8,3	8,7	10,6	16,1
Råvaror och förnödenheter	-5,6	-5,3	-6,5	-2,8	-4,0	-3,4	-6,6
Bruttoresultat	11,7	6,2	1,0	5,5	4,7	7,2	9,5
Bruttomarginal (adj)	55,7%	36,2%	-23,1%	48,2%	26,9%	-53,9%	49,0%
Övriga externa kostnader	-3,7	-6,0	-7,3	-4,9	-6,8	-13,3	-10,1
Personalkostnader	-8,4	-11,3	-10,5	-8,1	-7,8	-8,3	-2,9
Övriga rörelsekostnader	-0,3	-0,2	-3,6	-0,2	-0,4	-1,0	-0,4
EBITDA	-0,7	-11,3	-20,3	-7,7	-10,3	-15,4	-3,9
Justerad EBITDA-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Av- och nedskrivningar	-2,6	-3,7	-10,1	-2,3	-3,0	-2,7	-4,8
EBIT	-3,3	-15,0	-30,4	-10,0	-13,3	-18,1	-8,6
EBIT-marginal	neg.	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

~ 2 %

Andel av nettoomsättning

Prognos för direktförsäljning av spelbord och slotmaskiner år 2024-2025



Coronapandemin påverkade spelbordsförsäljningen negativt för såväl Tangiamo som andra kasinounderleverantörer, förklarar av nedstängningar av kasinon och ökad försiktighet bland distributörerna samt kasinoooperatörerna. 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.

Tangiame 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.



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 kasinoooperatörer 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, 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 god tillväxt under prognosperioden 2024-2025. Under år 2024 estimeras försäljningen av elektroniska spelbord uppgå till 9,5 MSEK (12,5), vilket skulle motsvara 19 spelbord, givet tidigare angivna prisantaganden per spelbord, där vi även antagit att 80 % avser elektroniska spelbord och 20 % slotmaskiner. För år 2025 estimeras Tangiamo sälja 23 elektroniska spelbord, vilket motsvarar en nettoomsättning om 11,5 MSEK (14) och en tillväxt om 21 %, drivet av ett ökat fokus på säljarbete, fortsatt produktinnovation och en starkare makroekonomisk miljö.

Prognos för försäljningen av ADR-system år 2024-2025

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 utvecklades däremot starkt under år 2023 efter att Kinas Covid-restriktioner lyftes, vilket möjliggör en ökad försäljning för Tangiamo framgent.

Prognos för försäljningen av ADR-system år 2024-2025, forts.

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 orderar under år 2021-2022 estimerar Analyst Group att ADR-försäljningen under denna period understeg 2020 års nivåer. För helåret 2023 uppgick nettoomsättningen från ADR-system till 2,9 MSEK, vilket motsvarar ca 63 ADR-system enligt Analyst Group antaganden. Genom lanseringen av det uppgraderade, tillika AI-drivna, ADR-systemet, med väsentligt högre precision än tidigare version, estimerar Analyst Group en ökad efterfrågan avseende Tangiamos ADR-system framgent. Genom detta, i kombination med ett breddat distributionsnätverk, ett intensifierat säljfokus samt kommande ersättningar av befintliga ADR-system på marknaden, estimeras ADR-försäljningen öka från 2,9 MSEK år 2023 till 4,7 MSEK år 2024 och 5,8 MSEK år 2025.

Sammanfattning av prognoser år 2024-2025

För år 2023 uppgick den totala nettoomsättningen till 12,9 MSEK, vilket motsvarar en tillväxt om 487 % mot år 2022. Lejonparten av uppvisad nettoomsättning härleddes till ordern från Loto Quebec om ca 10,5 MSEK, vilken erhöles under Q1-23. Utöver exekveringen på ordern under år 2023, har Tangiamo breddat produktportföljen genom MultiPLAY Ignite och ett uppgraderat ADR-system drivet av AI, erhållit viktiga produktcertifieringar samt utökat distributionsavtalet med Abbiati, vilka sammantaget bygger på försäljningspotentialen. Däremot har Tangiamo inte erhållit någon order sedan mitten av Q3-23 samt kommunicerat intentionen att stärka kassan ytterligare under år 2024, vilket har föranlett en större osäkerhet avseende försäljningsestimaten för år 2024 än vid tidigare analysuppdatering, varför Analyst Group har genomfört en mindre nedrevidering.

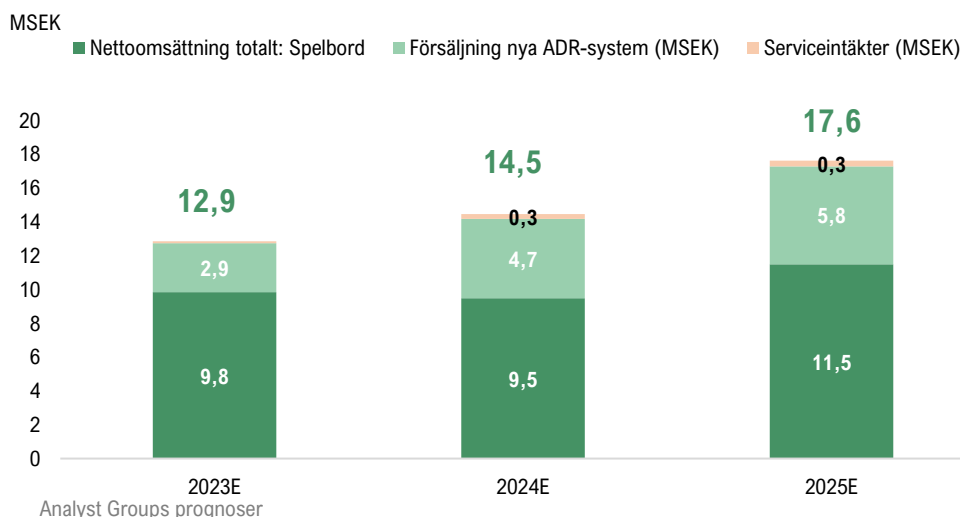
För år 2024 estimeras nettoomsättningen uppgå till 14,5 MSEK (17,7), vilket motsvarar en tillväxt om 12,5 %, vilket är väsentligt lägre än den tillväxt som uppvisades under år 2023 om 487 %, men då Tangiamo fortsatt är beroende av nya orderar för att växa, innebär estimerad tillväxt under år 2024 att Analyst Group förväntar sig att b.l.a. ordern från Loto Quebec ger ringar på vattnet och kan resultera i ytterligare större orderar under prognosperioden.

14,5 MSEK
NETTO-
OMSÄTTNING
2024E

Intäktsmix MSEK	Nya estimat		Tidigare estimat		Förändring (%)	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
Elektroniska spelbord	9,5	11,5	12,5	14,0	-24%	-18%
ADR	4,7	5,8	4,7	6,1	0%	-5%
Service	0,3	0,3	0,5	0,6	-45%	-43%
Totalt	14,5	17,6	17,7	20,7	-18%	-15%

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

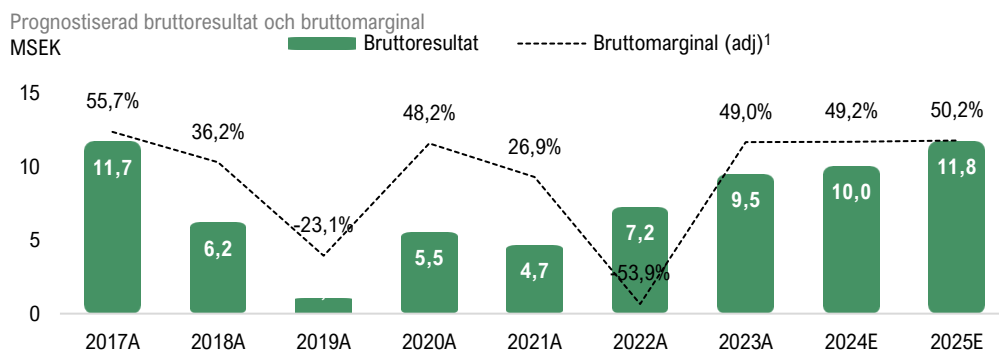
Prognostiserad intäktsmix under åren 2023-2025



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 var på låga nivåer, varför Bolagets låga bruttomarginal snarare antas vara en effekt av Bolagets lagerupbyggnad och bokföringsmetod. Detta styrks även av den uppvisade bruttomarginalen under år 2023, uppgående till ca 49 %, samtidigt som nettoomsättningen uppgick till 12,9 MSEK. I takt med att Tangiama skalar upp produktionen ytterligare, i kombination med förbättrade distributionsnätverk, och produktmix, estimeras bruttomarginalen stärkas framgent, för att år 2025 uppgå till 50,2 %.

Bruttomarginalen väntas stiga framöver i takt med högre volymer



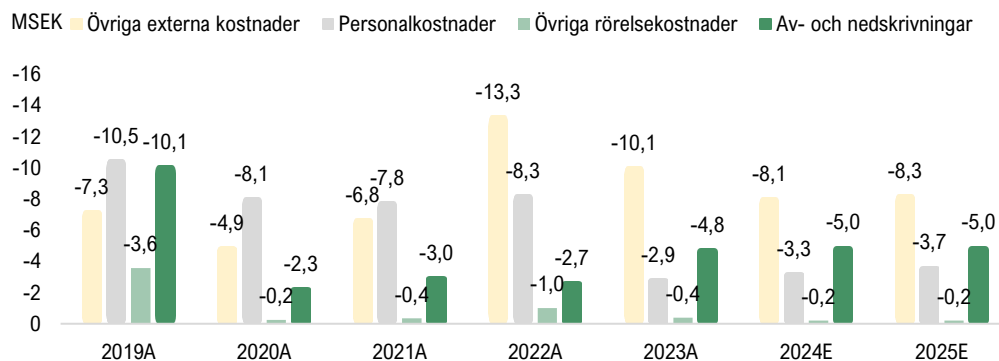
Analyst Groups prognoser

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 minskat med ca 25 % Y-Y till -10,1 MSEK, men jämförs samtidigt med en period som belastades med höga kostnader som uppkom under Q4-22 genom deltagande på G2E-mässan i oktober 2022 samt, vad Analyst Group bedömer, större tagna 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 omsättningstillväxten, vilket förväntas resultera i att rörelsemarginalen stärks framgent.

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

Prognostiserade rörelsekostnader



Analyst Groups prognoser

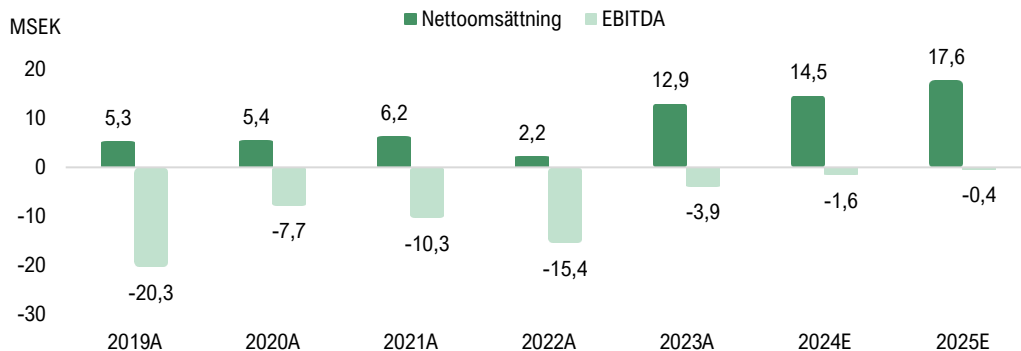
Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

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. Frånvaron av nya ordrar sedan Q3-23 har medfört nedreviderade estimat. Däremot var år 2023, rent verksamhetsmässigt, ett transformativt år för Tangiamo. Bolaget erhöll den största ordern någonsin och levererade på den, erhöll GLI-certifieringar samt tog fram nya produktinnovationer. Med ett starkt rykte inom branschen, det faktum att Abbiati kan sälja hela Tangiamos produktportfölj och en starkt produktportfölj genom Ignite och nya ADR-systemet, är förutsättningar för en stark omsättningsutveckling goda enligt Analyst Group, vilket i sin tur möjliggör en förbättrad lönsamhet framgent.

MSEK	Nya estimat		Tidigare estimat		Förändring (%)	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
Nettoomsättning	14,5	17,6	17,7	20,7	-18%	-15%
Bruttoresultat	10,0	11,8	10,9	12,6	-8%	-7%
Rörelsekostnader	-11,6	-12,2	-11,5	-12,1	1%	1%
EBITDA	-1,6	-0,4	-0,6	0,6	-174%	-176%

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	2023A	2024E	2025E
Nettoomsättning	12,6	8,3	5,3	5,4	6,2	2,2	12,9	14,5	17,6
Aktiverat arbete för egen räkning	4,6	2,6	2,1	1,7	2,3	1,8	2,9	2,9	2,9
Övriga rörelseintäkter	0,1	0,6	0,1	1,2	0,7	6,7	0,3	0,0	0,0
Lagerförändring	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Totala intäkter	17,3	11,5	7,5	8,3	8,7	10,6	16,1	17,4	20,6
Råvaror och förnödenheter	-5,6	-5,3	-6,5	-2,8	-4,0	-3,4	-6,6	-7,4	-8,8
Bruttoresultat	11,7	6,2	1,0	5,5	4,7	7,2	9,5	10,0	11,8
Justerat bruttoresultat	7,0	3,0	-1,2	2,6	2,2	-1,2	6,3	7,1	8,8
Bruttomarginal (adj) ¹	55,7%	36,2%	-23,1%	48,2%	26,9%	-53,9%	49,0%	49,2%	50,2%
Övriga externa kostnader	-3,7	-6,0	-7,3	-4,9	-6,8	-13,3	-10,1	-8,1	-8,3
Personalkostnader	-8,4	-11,3	-10,5	-8,1	-7,8	-8,3	-2,9	-3,3	-3,7
Övriga rörelsekostnader	-0,3	-0,2	-3,6	-0,2	-0,4	-1,0	-0,4	-0,2	-0,2
EBITDA	-0,7	-11,3	-20,3	-7,7	-10,3	-15,4	-3,9	-1,6	-0,4
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	-4,8	-5,0	-5,0
EBIT	-3,3	-15,0	-30,4	-10,0	-13,3	-18,1	-8,6	-6,6	-5,4
EBIT-marginal 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, intäktsmodell, adresserbar marknadsstorlek och lönsamhetspotential.

JACKPOT!
digital



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's och Tangiamos spelbord, har likväl båda företagen gemensamma nämnare i sitt produktutbud och affärsmodell.

Market Cap

71
MSEK

LIGHT & WONDER



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

Market Cap

95 435
MSEK

IGT



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

55 390
MSEK

EVERI



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

9 158
MSEK

INSPIRED



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

2 624
MSEK

ACCELENTERTAINMENT.



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

9 986
MSEK

ags



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

3 666
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	486,9%	15,5%	2,2%	3,2%	17,7%	66,4%	20,7%	15,5%	20,2%	15,5%
Bruttomarginal	31,3%	70,0%	48,8%	80,0%	67,5%	82,1%	30,2%	71,2%	64,3%	70,0%
EBITDA-marginal	-30,0%	30,9%	37,6%	39,4%	27,4%	-67,8%	13,5%	40,3%	17,3%	30,9%
EBITDA-tillväxt Y-Y	75,0%	53,8%	-1,9%	-6,4%	2,6%	58,9%	-3,2%	39,0%	20,4%	2,6%
Soliditet	66,3%	14,0%	14,0%	11,0%	-24,0%	-175,0%	22,0%	9,0%	-18,4%	11,0%
Nettoskuld/EBITDA	0,5	3,9	3,4	2,2	3,0	-5,1	1,8	3,7	1,8	3,0
Skuldsättningsgrad	0,5	6,3	5,7	8,4	-5,2	-1,6	3,6	9,9	3,9	5,7
Omsättningshastighet	0,6	0,5	0,4	0,4	1,1	0,4	1,3	0,5	0,7	0,4
EV/EBITDA	-2,0	14,3	6,7	5,1	5,8	-11,4	7,6	6,3	4,9	5,8
EV/S	0,6	4,4	2,5	2,0	1,6	7,7	1,0	2,5	3,1	2,5
P/S	0,5	3,2	1,2	1,1	0,8	4,3	0,8	1,0	1,8	1,2
Marknadsvärde MSEK	6	95 435	55 390	9 158	2 624	71	9 986	3 666	25 190	9 158

Peer-Estimat (2023-2025E)

Company	Equity		Enterprise				Revenue		EBITDA			
	Value (MSEK)	Value (MSEK)	EV/Sales		EV/EBITDA		CAGR 2023-2025E	CAGR 2023-2025E	Brutto-marginal 2024E	Brutto-marginal 2025E	EBITDA-marginal 2024E	EBITDA-marginal 2025E
			2024E	2025E	2024E	2025E						
Light & Wonder	95 435	131 806	4,1x	3,7x	10,6x	9,5x	10,7%	13,8%	61,9%	62,2%	38,1%	39,5%
IGT	55 390	112 285	2,5x	2,4x	6,1x	5,8x	2,5%	3,8%	54,0%	54,1%	40,3%	40,9%
Everi	9 158	16 493	1,9x	1,9x	4,3x	4,1x	2,9%	1,1%	75,8%	75,8%	45,3%	45,3%
Inspired	2 624	5 457	1,8x	1,7x	5,0x	4,8x	3,1%	3,0%	67,0%	69,2%	35,3%	34,8%
Jackpot Digital	71	125	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Accel	9 986	12 888	1,0x	1,0x	6,8x	6,5x	8,4%	5,4%	30,8%	n.a.	15,4%	15,5%
PlayAGS INC	3 666	9 033	2,4x	2,3x	5,3x	5,1x	7,1%	7,5%	84,4%	84,1%	44,9%	45,3%
Maximum	95 435	131 806	2,5x	2,4x	6,8x	6,5x	8,4%	7,5%	84,4%	84,1%	45,3%	45,3%
75th Percentile	32 274	64 389	2,4x	2,3x	6,1x	5,8x	7,1%	5,4%	75,8%	77,9%	44,9%	45,3%
Median	9 572	14 691	1,9x	1,9x	5,3x	5,1x	3,1%	3,8%	67,0%	72,5%	40,3%	40,9%
Mean	9 779	15 592	1,9x	1,8x	5,5x	5,3x	4,8%	4,2%	62,4%	70,8%	36,2%	36,4%
25th Percentile	13 482	26 047	1,8x	1,7x	5,0x	4,8x	2,9%	3,0%	54,0%	65,4%	35,3%	34,8%
Minimum	95 435	131 806	1,0x	1,0x	4,3x	4,1x	2,5%	1,1%	30,8%	54,1%	15,4%	15,5%
Tangiama	6	8	0,5x	0,4x	-5,0x	-17,9x	100,4%	69,6%	-703,0%	-30,0%	-10,8%	-2,5%

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.

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 samt tillförts 1,3 MSEK i optionslösen. Parallellt har Bolaget en långfristig räntebärande skuld om 1,8 MSEK sedan 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, givet antalet aktier vid ingåendet av finansieringsavtalet, 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 ²	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%

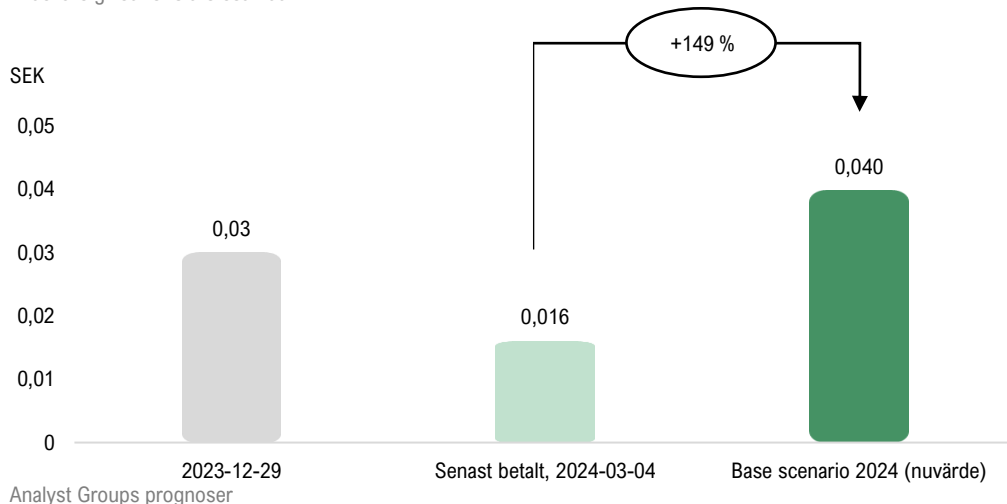
Då utspädningen kommer att ske över tid samt vara en effekt av när Tangiama påkallar en tranch, beloppet på tranchen, när NGO väljer att konvertera lånet till aktier, vad genomsnittskursen är vid konverteringen samt hur stor del av kreditramen som Tangiama nyttjar, kan variationen på den slutliga utspädningen 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 1,3x på 2024 års estimat, vilken understiger median- och genomsnittsvärdet avseende peer-gruppen. För år 2024 estimeras nettoomsättningen till 14,5 MSEK (17,7), vilket med applicerad målmultipel motiverar ett *Enterprise Value* om 20 MSEK. Vi tillämpar en diskonteringsränta om 15,2 %³, vilken anses som skälig givet Bolagets finansiella ställning och storlek, vilket ger, efter avdrag av nettoskuld och hänsyn tagen till den utspädning³ som tillkommit via genomförda riktade emissioner till NGO, ett potentiellt nuvärde per aktie om 0,040 kr (0,052) i ett Base scenario.

**0,040 KR
I ETT BASE
SCENARIO
(NUVÄRDE)**

Analyst Group ser ett potentiellt nuvärde per aktie om 0,040 (0,052) kr i ett Base scenario på 2024 års prognos.

Aktiekurs givet 2023 års estimat



1 267 284 250

² Teckningskursen kommer uppgå till 93 % av genomsnittet för de tre lägsta dagliga VWAP under de tio handelsdagar före begäran om nyemission.

³ 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.

⁴ Uppgående till totalt 12,8 % sedan 11 december 2023 då senaste analysuppdateringen publicerades.

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, drivet av en starkare global efterfrågan givet produktgodkännande för onlinesektorn, men likväl av Bolaget lanserade AI-drivna ADR-system. Givet den högre lönsamheten som 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 17,9 MSEK (22,3) år 2024 och givet en applicerad EV/S-multipel om 1,5x motiveras ett potentiellt nuvärde per aktie om 0,058 kr (0,069) per aktie.

0,058 KR
I ETT BULL
SCENARIO

Bear scenario

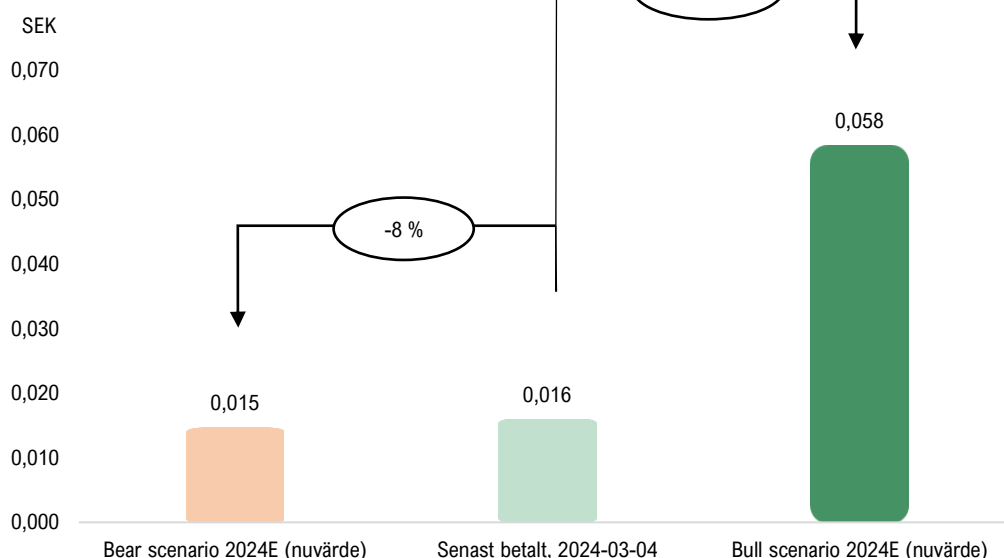
I ett Bear scenario antas Tangiamo uppleva svårigheter med att skala upp försäljningen av spelbord i den takt som estimeras i ett Base scenario trots erhållna GLI-certifiering under Q3-23, där rådande omvärldsläge i kombination med efterdyningarna från pandemin, vilket har medfört en ökad efterfrågan 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 8,9 MSEK (11) år 2024 och givet en applicerad EV/S-multipel om 0,8x motiveras ett nuvärde per aktie om 0,015 kr (0,023) per aktie.

0,015 KR
I ETT BEAR
SCENARIO

Illustration av potentiell värdering i respektive scenario.

Aktiekurs Bull och Bear scenario



Analyst Groups prognoser

VD-intervju, Christopher Steele



The revealing of the latest Q-report marks the end of 2023 – a record-breaking year for Tangiama in terms of net sales. Looking back on the year, how would you encapsulate the highlights and key takeaways? What valuable experiences and lessons will you carry forward into 2024 and beyond?

Reflecting on 2023, it's been a significant year for Tangiama, marked by record-breaking net sales and strategic achievements. Our completion of the Loto Quebec order and securing GLI certifications were pivotal, underscoring our competency in regulated markets and enhancing our global reach. Also, the introduction of innovative products like MultiPLAY Ignite Roulette and our AI-powered ADR system has significantly expanded our sales potential. 2023's successes have been vital, reinforcing the importance of innovation and adaptability in our industry. These lessons will underpin our strategies, driving us to further innovate our product lineup, enhance customer engagement, and solidify our presence in both existing and new markets. Our focus will be on leveraging these experiences to maintain our competitive edge, foster sustainable growth, and deliver value to our stakeholders.

The completion of the Loto Quebec order stands as a significant milestone, showcasing Tangiama's capabilities in major regulated markets. Additionally, obtaining GLI certifications has bolstered revenue potential through the Company's distributor Abbiati, enabling them to offer Tangiama products to their global clientele. Coupled with the launch of new product innovations such as Ignite and the AI-powered ADR system, it's clear that the sales potential has seen a substantial boost. However, as we find ourselves well into Q1 with no new orders communicated, what steps are being taken to address this?

While we've celebrated significant milestones, the absence of new orders being communicated early in Q1 is a focal point for us. We're actively implementing strategies to enhance our market engagement and sales initiatives. This includes strengthening our relationships with existing partners and exploring new collaborative opportunities. We're also leveraging our recent successes and certifications to showcase our proven track record, aiming to secure new contracts and expand our customer base throughout the year. Our team is focused on converting our technological advancements and market potential into tangible orders, ensuring a robust pipeline for 2024 and beyond.

In the fourth quarter, SG&A (excl. COGS) amounted to 5,1 MSEK, up 88 % from the previous quarter. Could you shed some light on this cost increase?

The increase in SG&A expenses in the fourth quarter is attributed to strategic investments and operational activities. We allocated resources to marketing initiatives linked to the Warrants in October (teckningsoptioner TO1). Additionally, our participation in the G2E Las Vegas expo was an important investment, enabling us to showcase our innovations and presence in the USA. Other increased costs were primarily related to finalizing the Loto Quebec certifications, a cornerstone project that has significantly enhanced our market credibility and operational portfolio. While these investments have led to a short-term increase in expenditure, I believe they are crucial for our long-term strategy, aimed at driving innovation, solidifying our market position, and ultimately increasing shareholder value.

VD-intervju, Christopher Steele



The expansion of the Company's market presence, both geographically and through product penetration, has been outlined as a pivotal focus area for 2024. Could you provide more detailed insights into the strategic approach planned to achieve this expansion? Specifically, how does the Company intend to target new geographic regions or market segments?

Our strategy for expanding our market presence in 2024 is straightforward. We will focus on our existing relationships and GLI certifications to penetrate geographic territories, particularly focusing on regions like the USA and Canada where our regulatory approvals give us a competitive edge. Additionally, we're exploring opportunities to diversify our product portfolio to cater to varying market needs and trends, thereby appealing to a broader customer base. Our approach includes strategic partnerships, targeted marketing campaigns, and participation in industry exhibitions to showcase our innovative offerings. We aim to expand our geographic footprint and increase our growth in existing markets by offering solutions that meet the evolving demands of the gaming industry.

March 5th, 2024

**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 2 375 000 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	2023A	2024E	2025E
Nettoomsättning	12,6	8,3	5,3	5,4	6,2	2,2	12,9	14,5	17,6
Aktiverat arbete för egen räkning	4,6	2,6	2,1	1,7	2,3	1,8	2,9	2,9	2,9
Övriga rörelseintäkter	0,1	0,6	0,1	1,2	0,7	6,7	0,3	0,0	0,0
Lagerförändring	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Totala intäkter	17,3	11,5	7,5	8,3	8,7	10,6	16,1	17,4	20,6
Råvaror och förnödenheter	-5,6	-5,3	-6,5	-2,8	-4,0	-3,4	-6,6	-7,4	-8,8
Bruttoresultat	11,7	6,2	1,0	5,5	4,7	7,2	9,5	10,0	11,8
Justerat bruttoresultat	7,0	3,0	-1,2	2,6	2,2	-1,2	6,3	7,1	8,8
Bruttomarginal (adj) ¹	55,7%	36,2%	-23,1%	48,2%	26,9%	-53,9%	49,0%	49,2%	50,2%
Övriga externa kostnader	-3,7	-6,0	-7,3	-4,9	-6,8	-13,3	-10,1	-8,1	-8,3
Personalkostnader	-8,4	-11,3	-10,5	-8,1	-7,8	-8,3	-2,9	-3,3	-3,7
Övriga rörelsekostnader	-0,3	-0,2	-3,6	-0,2	-0,4	-1,0	-0,4	-0,2	-0,2
EBITDA	-0,7	-11,3	-20,3	-7,7	-10,3	-15,4	-3,9	-1,6	-0,4
Justerad EBITDA-marginal ¹	-42,9%	-174,5%	-428,7%	-197,6%	-206,3%	-1087,3%	-54,8%	-30,9%	-19,0%
Av- och nedskrivningar	-2,6	-3,7	-10,1	-2,3	-3,0	-2,7	-4,8	-5,0	-5,0
EBIT	-3,3	-15,0	-30,4	-10,0	-13,3	-18,1	-8,6	-6,6	-5,4
EBIT-marginal (adj) ¹	-63,7%	-219,1%	-621,2%	-240,4%	-255,1%	-1211,5%	-92,0%	-65,4%	-47,3%
Bull scenario MSEK	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E
Nettoomsättning	12,6	8,3	5,3	5,4	6,2	2,2	12,9	17,9	23,7
Aktiverat arbete för egen räkning	4,6	2,6	2,1	1,7	2,3	1,8	2,9	2,9	2,9
Övriga rörelseintäkter	0,1	0,6	0,1	1,2	0,7	6,7	0,3	0,0	0,0
Lagerförändring	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Totala intäkter	17,3	11,5	7,5	8,3	8,7	10,6	16,1	20,8	26,6
Råvaror och förnödenheter	-5,6	-5,3	-6,5	-2,8	-4,0	-3,4	-6,6	-8,8	-11,3
Bruttoresultat	11,7	6,2	1,0	5,5	4,7	7,2	9,5	12,0	15,3
Justerat bruttoresultat	7,0	3,0	-1,2	2,6	2,2	-1,2	6,3	9,1	12,4
Bruttomarginal (adj) ¹	55,7%	36,2%	-23,1%	48,2%	26,9%	-53,9%	49,0%	50,7%	52,4%
Övriga externa kostnader	-3,7	-6,0	-7,3	-4,9	-6,8	-13,3	-10,1	-8,2	-8,5
Personalkostnader	-8,4	-11,3	-10,5	-8,1	-7,8	-8,3	-2,9	-3,4	-3,9
Övriga rörelsekostnader	-0,3	-0,2	-3,6	-0,2	-0,4	-1,0	-0,4	-0,2	-0,2
EBITDA	-0,7	-11,3	-20,3	-7,7	-10,3	-15,4	-3,9	0,2	2,7
Justerad EBITDA-marginal ¹	-42,9%	-174,5%	-428,7%	-197,6%	-206,3%	-1087,3%	-54,8%	-15,0%	-0,9%
Av- och nedskrivningar	-2,6	-3,7	-10,1	-2,3	-3,0	-2,7	-4,8	-5,0	-5,0
EBIT	-3,3	-15,0	-30,4	-10,0	-13,3	-18,1	-8,6	-4,8	-2,3
EBIT-marginal (adj) ¹	-63,7%	-219,1%	-621,2%	-240,4%	-255,1%	-1211,5%	-92,0%	-42,9%	-22,0%
Bear scenario MSEK	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E
Nettoomsättning	12,6	8,3	5,3	5,4	6,2	2,2	12,9	8,9	9,7
Aktiverat arbete för egen räkning	4,6	2,6	2,1	1,7	2,3	1,8	2,9	2,9	2,9
Övriga rörelseintäkter	0,1	0,6	0,1	1,2	0,7	6,7	0,3	0,0	0,0
Lagerförändring	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Totala intäkter	17,3	11,5	7,5	8,3	8,7	10,6	16,1	11,8	12,6
Råvaror och förnödenheter	-5,6	-5,3	-6,5	-2,8	-4,0	-3,4	-6,6	-4,9	-5,2
Bruttoresultat	11,7	6,2	1,0	5,5	4,7	7,2	9,5	6,9	7,4
Justerat bruttoresultat	7,0	3,0	-1,2	2,6	2,2	-1,2	6,3	4,0	4,5
Bruttomarginal (adj) ¹	55,7%	36,2%	-23,1%	48,2%	26,9%	-53,9%	49,0%	45,1%	46,1%
Övriga externa kostnader	-3,7	-6,0	-7,3	-4,9	-6,8	-13,3	-10,1	-8,0	-8,2
Personalkostnader	-8,4	-11,3	-10,5	-8,1	-7,8	-8,3	-2,9	-3,1	-3,3
Övriga rörelsekostnader	-0,3	-0,2	-3,6	-0,2	-0,4	-1,0	-0,4	-0,2	-0,2
EBITDA	-0,7	-11,3	-20,3	-7,7	-10,3	-15,4	-3,9	-4,4	-4,3
Justerad EBITDA-marginal ¹	-42,9%	-174,5%	-428,7%	-197,6%	-206,3%	-1087,3%	-54,8%	-81,3%	-74,1%
Av- och nedskrivningar	-2,6	-3,7	-10,1	-2,3	-3,0	-2,7	-4,8	-5,0	-5,0
EBIT	-3,3	-15,0	-30,4	-10,0	-13,3	-18,1	-8,6	-9,3	-9,3
EBIT-marginal (adj) ¹	-63,7%	-219,1%	-621,2%	-240,4%	-255,1%	-1211,5%	-92,0%	-137,2%	-125,4%

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 2014-2024). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.