

Tangiamo Touch Technology



Stärkt produktportfölj bäddar för ett ökat affärstempo

År 2023 var, rent verksamhetsmässigt, ett transformativt år för Tangiamo. Bolaget erhöll den största ordern någonsin samt levererade den, erhöll GLI-certifieringar samt tog fram nya produktinnovationer. Under inledningen av år 2024 har Tangiamo fortsatt stärkt Bolagets position, med en första order på nylanserade iADR-systemet och med ett stärkt rykte inom branschen. Detta, i kombination med ett fördjupat samarbete med distributörer samt en stärkt produktportfölj genom MultiPLAY Ignite och det nya iADR-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 tilläpplad EV/S-multipel om 1,3x samt en diskonteringsränta om 15,2 %, motiveras ett potentiellt nuvärde per aktie om 0,037 (0,040) kr i ett Base scenario¹.

▪ Avvaktande kvartal...

Tangiamos nettoomsättning uppgick till 0,3 MSEK under det första kvartalet år 2024. Intäktsminskningen Y-Y och Q-Q förklaras av att Loto Quebec-orderen intäktsfördes under jämförbara kvartal år 2023, vilket till stor del bidrog till att Tangiamo uppvisade ett rekordår, och bidrar till en något missvisande jämförelse Y-Y och Q-Q. Intäkterna under Q1-24 var därmed låga till följd av att tidigare ordrar redan har intäktsfört, vilket följaktligen bidrar till ett avvaktande kvartal rent försäljningsmässigt. Tangiamo uppvisade under kvartalet god kostnadskontroll sett till Analyst Groups estimat och historiskt, men till följd av den låga intäktsföringen under Q1-24 uppvisade Bolaget ett negativt EBITDA-resultat om cirka 2,3 MSEK (2,6).

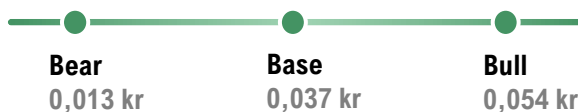
▪ ... men stärkt försäljningspotential framåt

Tangiamo har stärkt produktportföljen genom spelbordet MultiPLAY Ignite under Q3-23, samt det uppgraderade ADR-system (iADR), vilken kombinerar AI och Machine Learning, under Q1-24. Två månader efter lanseringen av iADR Dice Shakers erhöll Tangiamo en första order, vilket både validerar tekniken och Tangiamos förmåga att utveckla produkter som efterfrågas av marknaden. Avseende Ignite ska det dock tilläggas att Tangiamo behöver GLI-certifiering för försäljning på reglerade marknader, vilket estimeras kunna erhållas under år 2024 och skulle innebära en ökad försäljningspotential. Sammantaget har Tangiamo stärkt marknadspositionen, vilket förväntas ge ringar på vattnet under resterande del av år 2024, där även erhållna GLI-certifiering avseende Ignite utgör en betydande värde drivare framgent.

▪ Uppdaterat värderingsintervall per aktie

Q1-24 blev rent finansiellt ett avvaktande kvartal i termer av försäljning samtidigt som Bolaget efter kvartalets utgång har erhållit en strategisk viktig order avseende iADR Dice Shaker om 1,1 MSEK. I samband med denna analysuppdatering upprepar vi vårt tidigare värderingsintervall i termer av bolagsvärde, men med hänsyn tagit till utspädning relaterat till finansieringsavtalet med Nordic Growth Opportunités¹, uppdateras dock vårt härledda värde per aktie i samtliga scenarion.

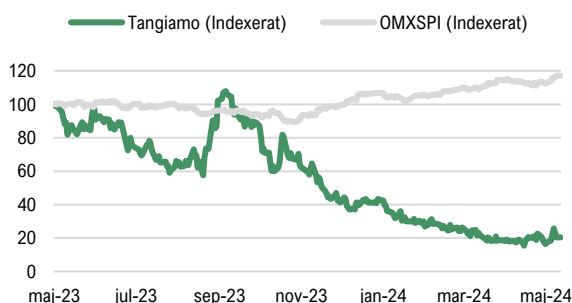
VÄRDERINGSINTERVALL



NYCKELDATA

Senast betalt (2024-05-17)	0,01
Antal Aktier (st.)	422 177 492
Market Cap (MSEK)	4,2
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	1,6
Enterprise Value (MSEK)	5,8
Lista	Nasdaq First North Growth Market
Delårsrapport 2 2024	2024-08-30

KURSUUTVECKLING



HUVUDÄGARE (KÄLLA: HOLDINGS)

Stolpes Entreprenad AB	5,7 %				
Flicker Effect AB (Chris Steele)	5,0 %				
Avanza Pesnion	3,6 %				
Jan Bengtsson	3,0 %				
Prognoser (MSEK)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	2,2	12,9	14,5	17,6	23,7
Omsättningsstillväxt	-64,6%	487,1%	12,5%	21,9%	34,3%
Bруттоresultat	7,2	9,5	10,0	11,8	16,2
Bruttomarginal (adj) ²	-53,9%	49,0%	49,2%	50,2%	57,5%
EBITDA	-15,4	-3,9	-1,6	-0,4	3,4
EBITDA-marginal (adj) ²	-1087,3%	-54,8%	-30,9%	-19,0%	3,5%
EBIT	-18,1	-8,6	-6,6	-5,4	-1,2
EBIT-marginal	-1211,5%	-92,0%	-65,4%	-47,3%	-16,1%
P/S	1,9	0,3	0,3	0,2	0,2
EV/S	2,7	0,5	0,4	0,3	0,2
EV/EBITDA	-0,4	-1,5	-3,7	-13,4	1,7

¹ Uppgående till 19,6 % sedan 11 december 2023.

² Exkl. aktiverat arbete, övriga rörelseintäkter och lagerförändringar.

Innehållsförteckning

Introduktion	2
Kommentar Q1	3-4
VD-intervju, Christopher Steele	5-6
Investeringsidé	7
Bolagsbeskrivning	8-9
Marknadsanalys	10
Finansiell prognos	11-16
Värdering	17-19
Bull & Bear	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.

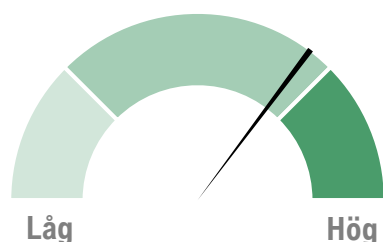
VD OCH ORDFÖRANDE

Verkställande Direktör	Christopher Steele
Styrelseordförande	Staffan Hillberg

ANALYTIKER

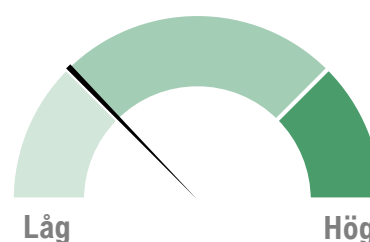
Namn	David Rimbe
Telefon	+46 703 36 33 84
E-mail	david.rimbe@analystgroup.se

Värde drivare



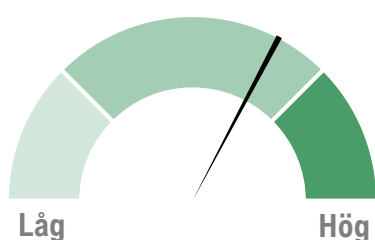
Tangiamos utökade distributionsavtal med den världsledande kasinodistributören Abbiati bedöms vara en stark värde drivare framgent. Från att tidigare enbart ha distribuerat Tangiamo ADR-system, omfattar det utökade distributionsavtalet även MultiPLAY-spelbord samt övriga produkter, vilket medför en stark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



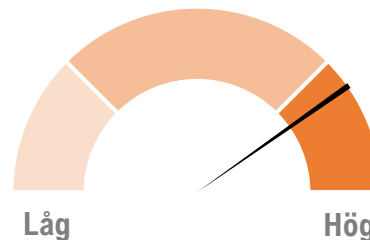
Tangiama grundades år 2004 och har förvisso haft försäljning men samtidigt svårigheter att nå lönsamhet i verksamheten. Bolaget har därmed varit i behov av extern kapitalanskaffning för att kunna bedriva verksamheten. Samtidigt ske det tilläggas att Tangiamo har visat lönsamhet på kvartalsbasis vid högre försäljning. Nettoomsättningen och rörelseresultatet (före avskrivningar) uppgår LTM till ca 5,8 MSEK respektive -8,8 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). Insynsägandet uppgår till ca 7,5 % 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 Q1-24 uppgick kassan till 0,2 MSEK och de räntebärande skulder till ca 1,9 MSEK. Tangiamo säkrade ett finansieringsavtal om upp till 12 MSEK under Q3-23, varav Bolaget har nyttjat ca 3 MSEK. Tangiamo drivs fortsatt med förluster och kommunicerade i samband med Q1-rapporten 2023 att Bolaget utforskar alternativ till att stärka kassan, vilket sammantaget medför en hög riskprofil.

0,3 MSEK NETTOOMSÄTTNING Q1-24

Avvaktande försäljning under Q1-24 – nettoomsättningen uppgick till 0,3 MSEK

Nettoomsättningen uppgick till 0,3 MSEK (7,4) under Q1-24. Intäktsminskningen Y-Y blir dock något missvisande då Tangiamo redovisade den högsta uppmätta nettoomsättningen under Q1-23 till följd av att en stor del av Loto Quebec-ordern realiserades under kvartalet. Det gäller även i jämförelse mot föregående kvartal (Q4-23), då nettoomsättningen uppgick till 4,2 MSEK, förklarar av att Tangiamo 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 en leverans av Abbiati-ordern om 1,1 MSEK, vilken Tangiamo erhöll under Q3-23 avseende Dice Shakers. Jämförelsekvartalen utgör därmed två av Tangiamos starkaste kvartal, till stor del härlett till Loto Quebec-ordern. Där även ska tilläggas att ordern avseende Tangiamos MultiPLAY Roulette-spelbord till Loto-Quebec, tillsammans med att Tangiamo erhöll under Q4-23 den slutgiltiga certifieringen som gäller inom det juridiska området som Loto-Quebec tillhör, utgör en viktig kvalitetsstämpel. GLI-certifiering stärker Bolagets trovärdighet och rykte inom branschen, vilket förväntas kunna ge ringar på vattnet framgent.

LANSERAR ETT AI-DRIVET ADR-SYSTEM

Intäkterna i det första kvartalet var dock låga till följd av att tidigare ordrar redan har intäktsfört, samtidigt som GLI-certifiering, som förväntas medföra en betydande kvalitetsstämpel, samt den nylanserade iADR Dice Shakers först lanserades i Q1-24, vilket förväntas kunna bidra till en ökad försäljning under resterande del av år 2024.

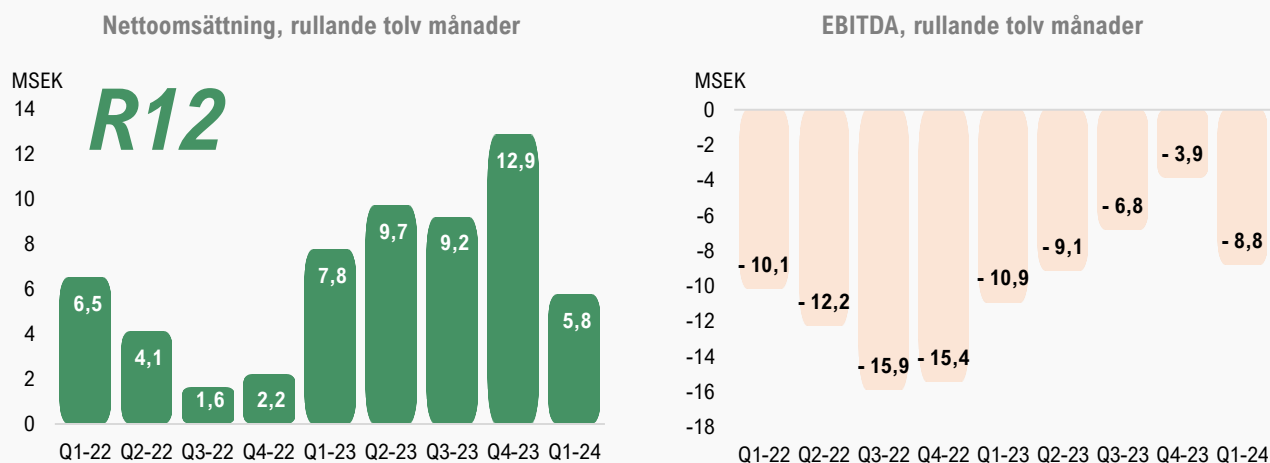
Starkt produktportfölj under år 2023 och inledningen av år 2024 – första ordern av nylanserade iADR Dice Shakers erhållen

Efter kvartalets utgång erhöll Tangiamo en order avseende den nylanserade iADR Dice Shakers, till ett ordervärde om 1,1 MSEK från distributören Abbiati. Tangiamo lanserade så sent som i mitten av Q1-24 (februari månad) det AI-drivna ADR systemet, vilken kombinerar Machine Learning och AI för att erbjuda en exempellös träffsäkerhet och effektivitet inom livetärningsspel. Redan efter två månader från lansering på ICE Londonmässan erhöll Bolaget en första order på iADR-systemet, vilket validerar tekniken och Tangiamos förmåga att utveckla produkter som efterfrågas av marknaden. Ordern estimeras färdigställas och levereras under Q2-24. Därutöver kommer det nya iADR-systemet demonstreras tillsammans med Abbiati Casino Equipment på G2E Asia-mässan i Maccau under slutet av det andra kvartalet, vilket bekräftar Abbiatis förtroende och engagemang för Tangiamos produktportfölj.

1,1 MSEK ORDER FRÅN DISTRUBÖTREN ABBIATI

Överblick av Tangiamos nettoomsättning och EBITDA per R12.

Nettoomsättning och EBITDA, per rullande tolv månader (R12)



MULTIPLAY IGNITE



Under föregående kvartal (Q4-23) lanserade Tangiamo även 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 dessutom involvera fler spelare per kvadratmeter. Däremot ska det tilläggas att MultiPLAY Ignite behöver GLI-certifiering för att säljas på reglerade marknader, där en certifiering skulle öka försäljningspotentialen. GLI-certifiering estimeras dock vara betydligt mer tidseffektiv givet synergieffekterna Tangiamo kan nyttja från tidigare GLI-processer. 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.

Tangiamo uppvisar en god kostnadskontroll

Under Q1-24 uppgick rörelsekostnaderna (exkl. COGS, övriga rörelsekostnader och avskrivningar) till ca 2,5 MSEK (2,5), vilket är i linje med motsvarande period föregående år. I jämförelse mot föregående kvartal (Q4-23) har Tangiamo minskat rörelsekostnaderna om 52 % eller 2,6 MSEK i absoluta tal Q-Q, vilka då uppgick till 5,1 MSEK. Dock ska det tilläggas att föregående kvartal estimeras ha belastats av engångskostnader kopplat till den slutgiltiga jurisdiktionscertifieringen avseende Loto Quebec-orderen. I jämförelsen med motsvarande period föregående år har övriga externa kostnader minskat med cirka 0,1 MSEK, medan personalkostnader ökade med cirka 0,1 MSEK. Rörelsekostnaderna är marginellt lägre än Analyst Group estimat, dock har vi räknat med en något minskad kostnadskostym under helåret 2024 än under föregående år (2023). Därmed kan vi fastslå att Tangiamo har utvecklats med en god kostnadskontroll under kvartalet, trots att låga intäkter bidrar till ett negativt EBITDA-resultat om cirka 2,3 MSEK (2,6). Likväl möjliggör kostnadskostymen de fortsatta satsningar Tangiamo genomför i produktportföljen, vilket har blivit tydligt under de senaste kvartalen, samt i den strategiska marknadsposition Bolaget har byggt upp och förväntas fortsätta investera i. Vidare, estimeras Tangiamo balansera finansiella muskler och marknadsföringskostnader, där ökade likvider förväntas medföra att Tangiamo kan investera i en större utsträckning för tillväxt. Likväl gynnas Tangiamos rörelsekostnader av att Bolaget har byggt upp ett starkt samarbete med distributörer, vilka visar på ett starkt engagemang och intresse för Tangiamos produkter, vilka ställs ut och demonstreras på mässor via distributörerna, exempelvis likt den nylanserade iADR Dice Shakers på ICE London och G2E Asia i Maccau via Abbiati, vilket bidrar till en god kostnadskontroll för Bolaget, likväl som det ger exponering mot marknaden.

-2,3 MSEK

EBITDA-resultat Q1-24

Utforskar alternativ för att stärka kassan

Vid utgången av Q1-24 uppgick kassan till 244 tSEK, motsvarande en minskning om ca 27 tSEK jämfört med föregående kvartal, där en positiv förändring avseende rörelsekapitalet om 3,1 MSEK medförde att kassaminskningen inte blev större än redovisat. Efter kvartalets utgång har Tangiamo erhållit den tredje tranchen från Nordic Growth Opportunities 3 om 1 MSEK vilket tillsammans med levererade orders, förväntas tillföra ett något starkare kassaflöde under Q2-24. Samtidigt uppger Tangiamos VD, Chris Steele, i rapporten att bolaget fortfarande har 9 MSEK tillgängligt i det befintliga finansieringsavtalet med Nordic Growth Opportunities 3, samt att Bolaget proaktivt arbetar med olika finansieringsalternativ, vilket innebär att Tangiamo utforskar olika alternativ för att säkra och skapa förutsättningar för en hållbar kapitalstruktur framgent, som likväl möjliggör Bolagets expansionsplaner och för att ta vara på de tillväxtpotentialer bolaget besitter.

**UTFORSKAR
ALTERNATIV ATT
STÄRKA KASSAN**

Sammanfattningsvis blev det första kvartalet år 2024 rent finansiellt ett avvaktande kvartal i termer av försäljning, samtidigt som Bolaget har erhållit efter kvartalet en strategisk viktig order avseende den nylanserade iADR Dice Shakers, vilket Analyst Group anser bekräftar både tekniken och efterfrågan på produkten, då den lanserades så sent som i februari år 2024. Därutöver har Tangiamo stärkt marknadsposition under helåret 2023, vilket förväntas ge ringar på vattnet under helåret 2024, i synnerhet genom erhållna GLI-certifieringar och produktlanseringar, som exempelvis MultiPLAY Ignite, vilket tillsammans bidrar till en ökad försäljningspotential framgent.



You recently presented your first quarter results for 2024. Could you provide a summary of Tangiamo's start to 2024?

We made steady progress to start 2024, despite a relatively quiet period in terms of net sales. We launched the iADR Dice Shakers, a new product incorporating AI-based dice recognition technology, enhancing accuracy and efficiency in live dice games. This launch was followed by the first order valued at 1.1 MSEK from our distributor Abbiati, signifying market acceptance and confidence in our new technology.

We also continued to demonstrate good cost control, maintaining operational expenses in line with the previous year despite the scaled-up activities surrounding our new product rollouts. While revenue for the quarter was lower than the exceptional highs of the previous year, the strategic initiatives we have put in place are aimed at strengthening our market position and enhancing our product portfolio to support sustainable growth in the coming periods.

Throughout 2023 and into the beginning of 2024, Tangiamo has strengthened its product portfolio through multiple product launches and strategic initiatives. Notably, launches such as the Ignite and the AI-driven ADR system have significantly enhanced sales potential. What would you highlight as the most crucial factor to increase sales throughout 2024, and can you elaborate a bit more on your strategic initiatives to increase market presence and enhance your product offerings?

I believe the most crucial factor to increase sales throughout 2024 will be strengthening our strategic partnerships, exemplified by our collaboration with Abbiati Casino Equipment and RBY Gaming. These partnerships not only helped us secure critical orders but also ensures that our products will be showcased at major industry events like G2E Asia, increasing our visibility and market penetration.

After the close of the quarter, you received the first order for the iADR Dice Shakers, launched as recently as during the month of February. Additionally, you will showcase the iADR Dice Shakers through your distributor Abbiati at G2E Asia in June. Could you discuss the collaboration with Abbiati and the first order for the iADR Dice Shakers?

Abbiati is a well-respected name in the industry, known for its high-quality casino equipment and strong market presence. Partnering with them enables us to leverage their extensive distribution network and established relationships within the casino industry, which is crucial for expanding our market reach and visibility.

The first order for the iADR Dice Shakers is a significant because it was placed quite shortly after the product's launch in February. I believe this is a testament to the market's confidence in our innovative AI-driven ADR system and that we are addressing a clear demand within the market for advanced technological solutions.



Currently, you have a financing agreement with Nordic Growth Opportunities 3, where up to 9 MSEK is still available for use. At the same time, you mentioned that Tangiama is exploring alternative financing options. How do you view your financial position for the full year 2024 and beyond?

We are committed to maintaining financial stability while enhancing shareholder value. Our strategy includes increasing sales, optimizing our cost structure, and efficiently utilizing resources. When necessary, we will secure additional funds to support our growth initiatives.

The development and commercialization of innovative products like the iADR Dice Shakers and MultiPLAY Ignite, alongside strategic partnerships and effective market penetration, are expected to drive revenue growth. Additionally, obtaining additional GLI certifications will allow us to enter more regulated markets, opening new revenue streams and further strengthening our financial position for 2024 and beyond.

What would you like to highlight as particularly interesting for an investor to watch regarding Tangiama in 2024?

Investors should keep an eye on several key developments with Tangiama in 2024:

- **Product innovations and launches:** The continued rollout and market acceptance of our innovative products like the iADR Dice Shakers and MultiPLAY Ignite will be crucial. Watch for new orders and feedback from major industry events like G2E Asia.
- **Strategic partnerships:** Our collaboration with industry leaders is expected to enhance market penetration and visibility. These partnerships are vital for expanding our market reach.
- **Market expansion:** Our strategic initiatives aimed at entering new markets and expanding our footprint in existing ones will drive our growth trajectory.

These factors collectively position Tangiama for a transformative year, offering substantial opportunities for growth and value creation.

May 20th, 2024



LOTO
QUÉBEC



MULTIPLAY
IGNITE

0,037 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 iADR-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 tredjepart avseende Bolagets patentportfölj, vilket medförde en uppvärdering av patentportföljen, från ca 1,1 MSEK till 10,5 MSEK. Sammantaget visar dessa två händelser på styrkan i Tangiamos patentportfölj samtidigt som det har stärkt balansräkningen.

Prognos och värdering

De marknader som 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 en stärkt 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 försäljningen framöver. Utifrån gjorda prognoser estimerar Analyst Group en nettoomsättning 14,5 MSEK år 2024, och givet en applicerad EV/S-multipel om 1,3x motiveras ett potentiellt nuvärde¹ per aktie om 0,037 kr (0,040).

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 skraddarsydda 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 spelbasen, öka engagemanget och driva omsättningstillväxt.

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



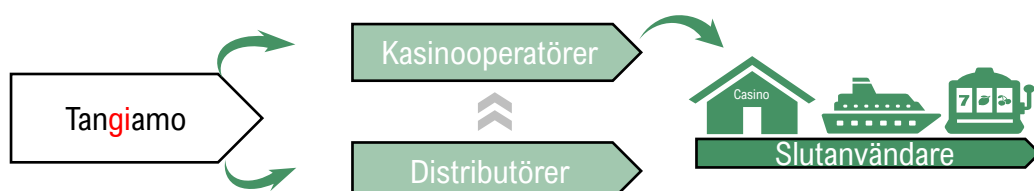
TNG slot-maskin

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 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, G2E i Las Vegas och G2E Asia i Macau.

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 2024-2025.

Globala spelindustrin är omfattande och under tillväxt

Tangiama är verksamma inom den globala spelindustrin, vilken delas in i betting, kasino och lotteri, varvid lotterisegmentet utgör ungefär hälften av marknaden. Under år 2022 värderades den globala spelindustrin till ca 449 mdUSD och under år 2023-2027 väntas marknaden växa med en CAGR om 11,3 %, för att då värderas till 767 mdUSD. 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 Tangiama säljer sina produkter dels till landbaserade kasinon, kryssningsfartyg och spelhallar, dels onlinesektorn sedan Q2-20 via försäljningen av Bolagets ADR-system. Landbaserade kasinon utgör än idag för lejonparten av den totala kasinomarknaden, där landbaserade kasinon står för ca 75 % av de totala intäkterna inom marknaden, medan onlinekasinon utgör resterande del av marknaden. 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.

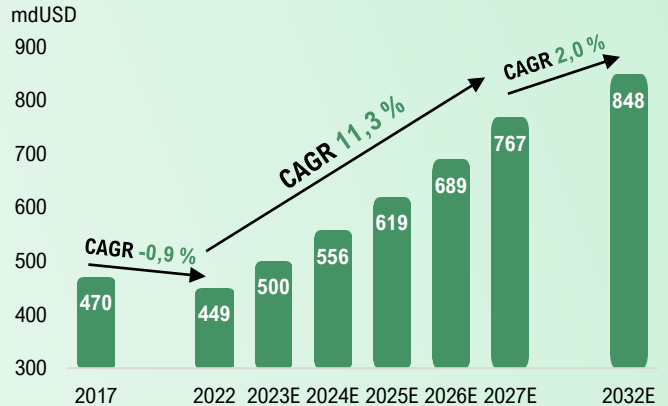
Tangiamos hel- och halvautomatiska elektroniska spelbord är i regel betydligt mindre än traditionella spelbord, samtidigt som spelare kan interagera på samma spelskärm genom Bolagets unika touchteknologi, vilket dels medför att kasinooperatörer kan optimera tillgängliga spelytor och reducerar personalkostnader,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

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 pandemidrabade 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 Tangiama att få fäste i regionen tillsammans med en betydande försäljningspotential.

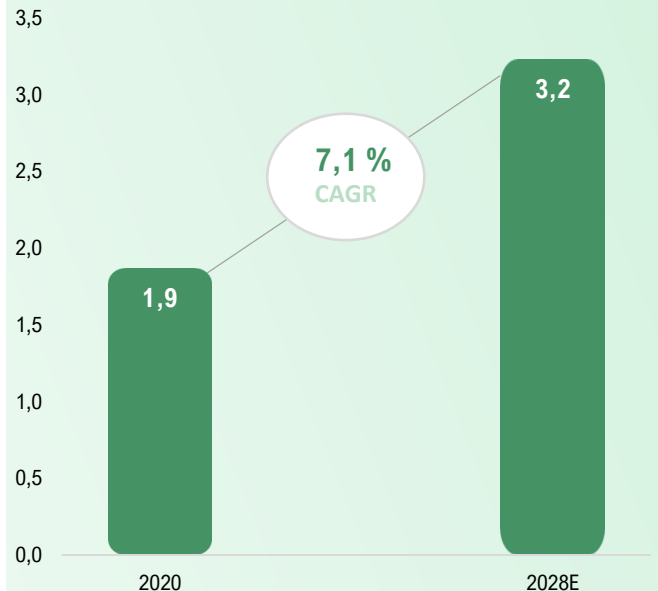
Globala spelindustrin väntas vara värd 675 mdUSD år 2025.

Globala spelindustrin, 2020-2032E



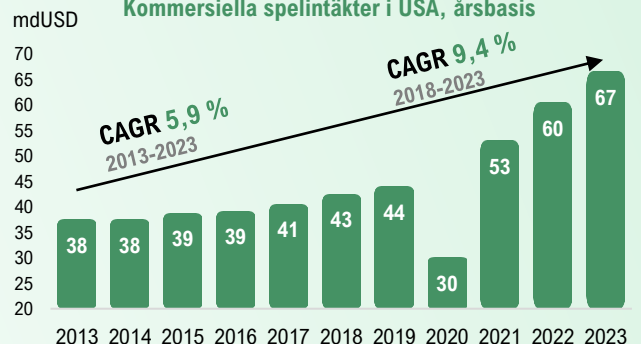
Källa: ResearchAndMarkets, 2022

Marknaden för elektroniska spelbord (EGT)



Källa: Verified Market Research, 2021

Kommersiella spelintäkter i USA, årsbasis

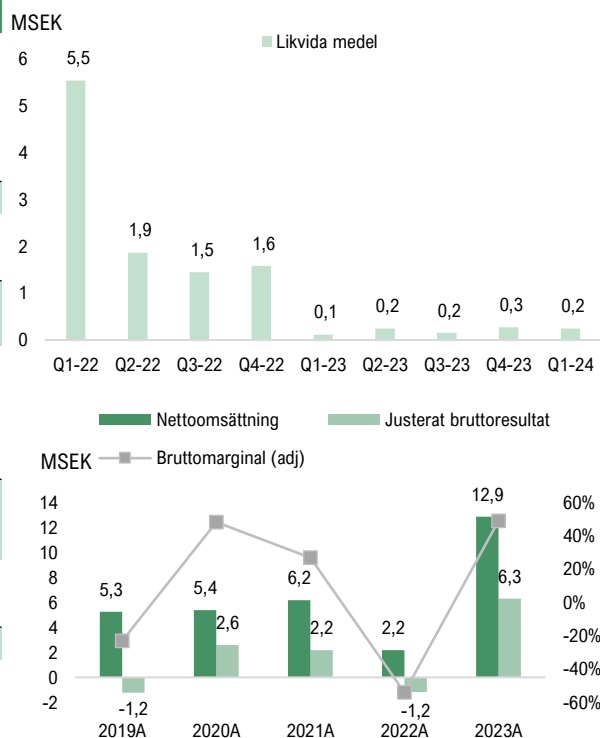


¹ GGR eller Gross Gaming Revenue representerar skillnaden mellan det satsade beloppet och det belopp som vunnits, snarare än enbart det satsade beloppet på hela gamblingmarknaden.

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, Spelbord, service	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 2023-2026 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 2023-2026



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 2024-2026



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 2026 estimeras Tangiamo sälja 31 elektroniska spelbord, vilket motsvarar en nettoomsättning om 15,5 MSEK och en tillväxt om 35 %, drivet av ett ökat fokus på säljarbete, fortsatt produktinnovation och en starkare makroekonomisk miljö.

Prognos för försäljningen av ADR-system år 2024-2026

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 2024-2026, 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 7,7 MSEK för helåret 2026.

Sammanfattning av prognoser år 2024-2026

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 exekvering av 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. Tangiamo har två månader efter lanseringen av iADR Dice Shakes erhållit den första ordern med leverans under Q2-24, vilket Analyst Group anser utgör en strategisk viktig order och tyder på en god försäljningspotential. Sammantaget finns det en viss osäkerhet avseende försäljningsestimaten för år 2024 till följd av när GLI-certifiering avseende MultiPLAT Ignite kan förväntas erhållas.

För år 2024 estimeras nettoomsättningen uppgå till 14,5 MSEK (14,5), 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.

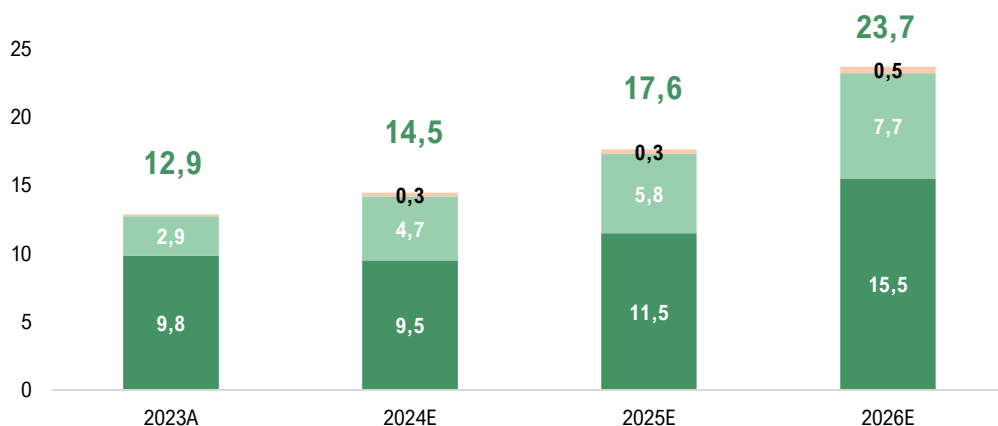
14,5 MSEK
NETTO-
OMSÄTTNING
2024E

Intäktsmix MSEK	Nya estimat		Tidigare estimat		Förändring (%)	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
Elektroniska spelbord	9,5	11,5	9,5	11,5	0%	0%
ADR	4,7	5,8	4,7	5,8	0%	0%
Service	0,3	0,3	0,3	0,3	0%	0%
Totalt	14,5	17,6	14,5	17,6	0%	0%

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

Prognostiserad intäktsmix under åren 2023-2025

MSEK ■ Nettoomsättning totalt: Spelbord ■ Försäljning nya ADR-system (MSEK) ■ Serviceintäkter (MSEK)

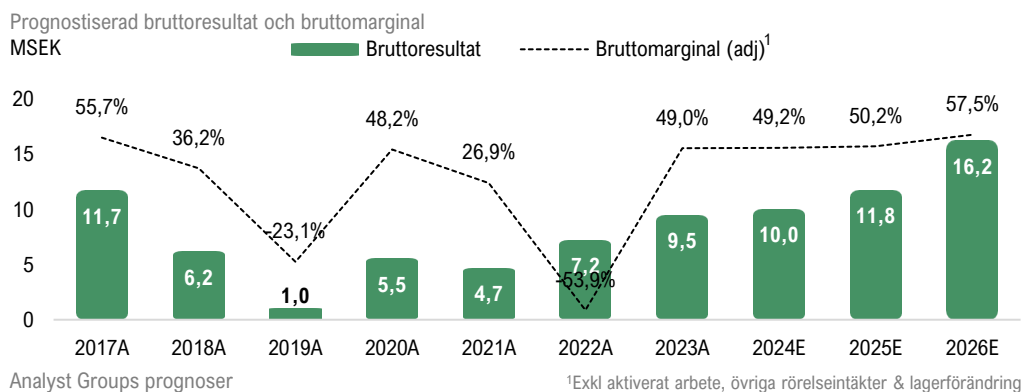


Analyst Groups prognoser

Brutto- och rörelsekostnader

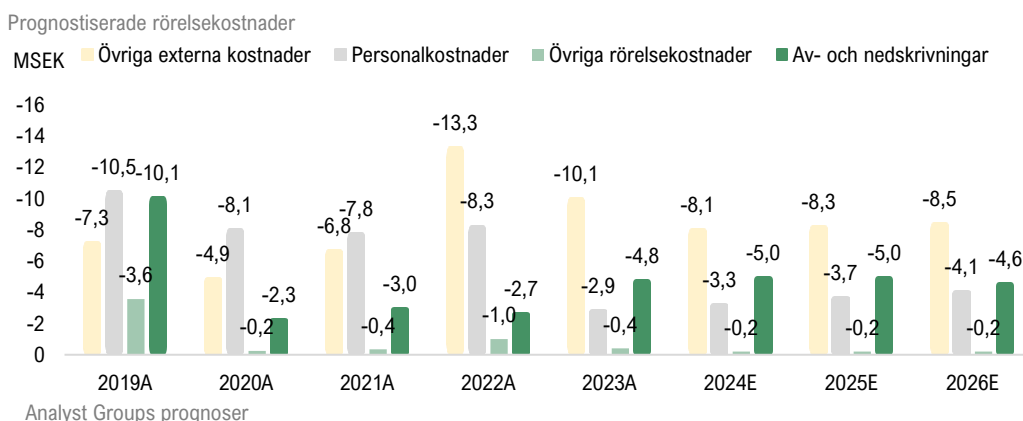
Tangiamos bruttokostnader utgörs primärt av hårdvarukostnader, medan kostnader för mjukvara aktiveras som eget arbete och fördelas på hur många bord Tangiamo har utestående. Utifrån Analyst Group egna antagande om pris per spelbord och slotmaskin, samt uppskattad bruttomarginal, mynnar det ut i en bruttokostnad 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 lageruppbyggnad 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 Tangiamo skalar upp produktionen ytterligare, i kombination med förbättrade distributionsnätverk, och produktmix, estimeras bruttomarginalen stärkas framgent, för att år 2026 uppgå till 57,5 %.

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 Tangiamo 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 Tangiamo 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 fortsatta utgöra störst andel av rörelsekostnaderna under åren 2023-2026.

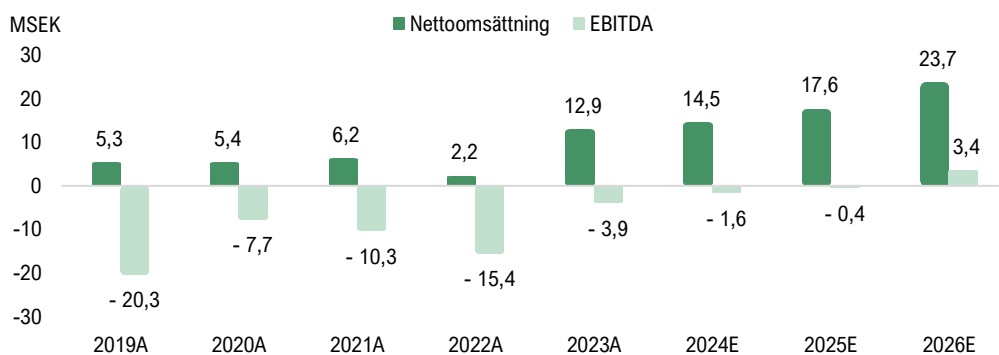


Analyst Group har valt att förlänga prognosperioden till år 2026. Följande är därmed en sammanfattning av gjorda prognoser som sträcker sig till år 2026. Den ökade försäljningsvolymen förväntas drivas av direktförsäljning av spelbord, försäljning av ADR-system samt övrig försäljning. Till följd av ordern av iADR-system strax efter lanseringen och en starkt marknadsposition har vi valt att bibehålla våra prognoser för helåret 2024. Helåret 2023 var, rent verksamhetsmässigt, ett transformativt år för Tangiamo. Bolaget erhöll den största ordern någonsin och levererade, erhöll certifieringar samt lanserade 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 iADR-systemet, är förutsättningarna 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	14,5	17,6	0%	0%
Bruttoresultat	10,0	11,8	10,0	11,8	0%	0%
Rörelsekostnader	-11,6	-12,2	-11,6	-12,2	0%	0%
EBITDA	-1,6	-0,4	-1,6	-0,4	0%	0%

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	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	8,3	5,3	5,4	6,2	2,2	12,9	14,5	17,6	23,7
Aktiverat arbete för egen räkning	2,6	2,1	1,7	2,3	1,8	2,9	2,9	2,9	2,6
Övriga rörelseintäkter	0,6	0,1	1,2	0,7	6,7	0,3	0,0	0,0	0,0
Lagerförändring	0,0	0,0	0,0	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Totala intäkter	11,5	7,5	8,3	8,7	10,6	16,1	17,4	20,6	26,3
Råvaror och förnödenheter	-5,3	-6,5	-2,8	-4,0	-3,4	-6,6	-7,4	-8,8	-10,1
Bruttoresultat	6,2	1,0	5,5	4,7	7,2	9,5	10,0	11,8	16,2
Justerat bruttoresultat	3,0	-1,2	2,6	2,2	-1,2	6,3	7,1	8,8	13,6
Bruttomarginal (adj) ¹	36,2%	-23,1%	48,2%	26,9%	-53,9%	49,0%	49,2%	50,2%	57,5%
Övriga externa kostnader	-6,0	-7,3	-4,9	-6,8	-13,3	-10,1	-8,1	-8,3	-8,5
Personalkostnader	-11,3	-10,5	-8,1	-7,8	-8,3	-2,9	-3,3	-3,7	-4,1
Övriga rörelsekostnader	-0,2	-3,6	-0,2	-0,4	-1,0	-0,4	-0,2	-0,2	-0,2
EBITDA	-11,3	-20,3	-7,7	-10,3	-15,4	-3,9	-1,6	-0,4	3,4
Justerad EBITDA-marginal ¹	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	3,5%
Av- och nedskrivningar	-3,7	-10,1	-2,3	-3,0	-2,7	-4,8	-5,0	-5,0	-4,6
EBIT	-15,0	-30,4	-10,0	-13,3	-18,1	-8,6	-6,6	-5,4	-1,2
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, intäktmodell, 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 och Tangiamos spelbord, har likväl båda företagen gemensamma nämnare i sitt produktutbud och affärsmodell.

Market Cap

64

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

90 195

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

43 506

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

7 005

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

2 542

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

9 054

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

4 880

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	-25,8%	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	-152,5%	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	-0,4	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	-0,7	14,3	6,7	5,1	5,8	-11,4	7,6	6,3	4,9	5,8
EV/S	1,0	4,4	2,5	2,0	1,6	7,7	1,0	2,5	3,1	2,5
P/S	0,7	3,2	1,2	1,1	0,8	4,3	0,8	1,0	1,8	1,2
Marknadsvärde MSEK	4	90 195	43 506	7 005	2 542	64	9 054	4 880	22 464	7 005

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	90 195	127 883	3,8x	3,5x	9,9x	8,8x	10,7%	13,8%	61,9%	62,2%	38,1%	39,5%
IGT	43 506	101 888	2,1x	2,1x	5,3x	5,1x	2,5%	3,8%	54,0%	54,1%	40,3%	40,9%
Everi	7 005	14 959	1,7x	1,6x	3,7x	3,6x	2,9%	1,1%	75,8%	75,8%	45,3%	45,3%
Inspired	2 542	5 740	1,8x	1,7x	5,0x	4,9x	3,1%	3,0%	67,0%	69,2%	35,3%	34,8%
Jackpot Digital	64	128	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Accel	9 054	12 231	0,9x	0,9x	6,2x	5,9x	8,4%	5,4%	30,8%	n.a.	15,4%	15,5%
PlayAGS INC	4 880	10 393	2,6x	2,5x	5,8x	5,6x	7,1%	7,5%	84,4%	84,1%	44,9%	45,3%
Maximum	90 195	127 883	2,6x	2,5x	6,2x	5,9x	8,4%	7,5%	84,4%	84,1%	45,3%	45,3%
75th Percentile	25 256	58 423	2,1x	2,1x	5,8x	5,6x	7,1%	5,4%	75,8%	77,9%	44,9%	45,3%
Median	8 029	13 595	1,8x	1,7x	5,3x	5,1x	3,1%	3,8%	67,0%	72,5%	40,3%	40,9%
Mean	8 541	14 277	1,8x	1,8x	5,2x	5,0x	4,8%	4,2%	62,4%	70,8%	36,2%	36,4%
25th Percentile	11 175	24 223	1,7x	1,6x	5,0x	4,9x	2,9%	3,0%	54,0%	65,4%	35,3%	34,8%
Minimum	90 195	127 883	0,9x	0,9x	3,7x	3,6x	2,5%	1,1%	30,8%	54,1%	15,4%	15,5%
Tangiama	4	6	0,4x	0,3x	-3,7x	-13,4x	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 starka 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 tre kvittnings-emissioner, i syfte att b.l.a. lösa kortfristiga räntebärande skulder, skrivit upp patentvärdet om ca 10 MSEK samt tillfört 1,3 MSEK i optionslösen. Parallellt har Bolaget en långfristig räntebärande skuld om 1,9 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 finansieringsavtalet¹, 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%

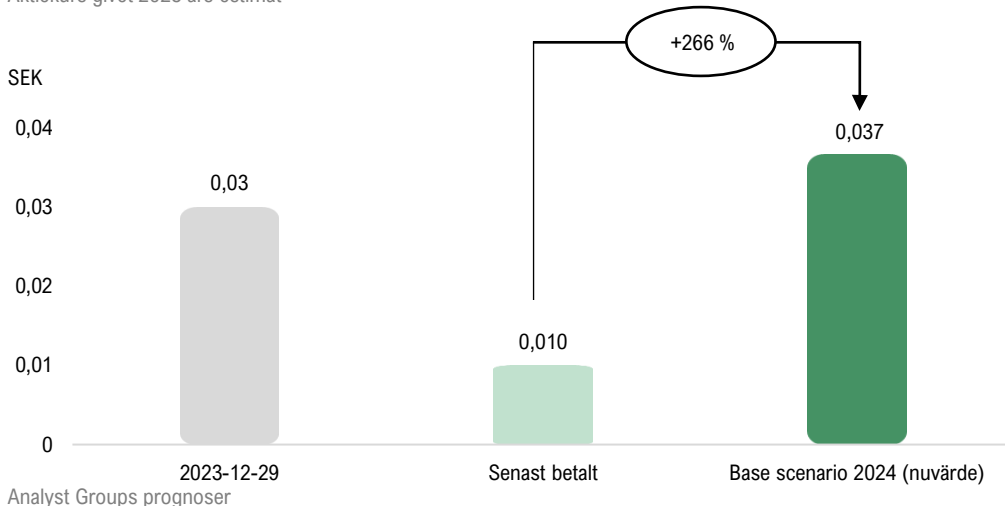
Då utspädningen kommer att ske över tid samt vara en effekt av när Tangiama påkallar en tranch, beloppet på tranchen, när NGO väljer att konvertera lånet till aktier, vad genomsnittskursen är vid konverteringen samt hur stor del av kreditramen som Tangiama nyttjar, kan variationen på den slutliga utspädningen 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 (14,5), vilket med applicerad målmultipel motiverar ett *Enterprise Value* om 19 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 utspädning⁴ som tillkommit via genomförda riktade emissioner till NGO, ett potentiellt nuvärde per aktie om 0,037 kr (0,040) i ett Base scenario.

**0,037 KR
I ETT BASE
SCENARIO
(NUVÄRDE)**

Analyst Group ser ett potentiellt nuvärde per aktie om 0,037 (0,040) 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 19,6 % 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 Tangiama teckna fler nya distributionsavtal än vad som antagits i Base scenario, vilket likväl bäddar för en högre försäljning. I ett Bull scenario estimeras Tangiama 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 intäktströmmar från detta segment få en god utväxling på Tangiamos lönsamhet. I ett Bull scenario estimeras Tangiamos nettoomsättning uppgå till totalt 17,9 MSEK år 2024 och givet en applicerad EV/S-multipel om 1,5x motiveras ett potentiellt nuvärde per aktie om 0,054 kr (0,058) per aktie.

0,054 KR
I ETT BULL
SCENARIO

Bear scenario

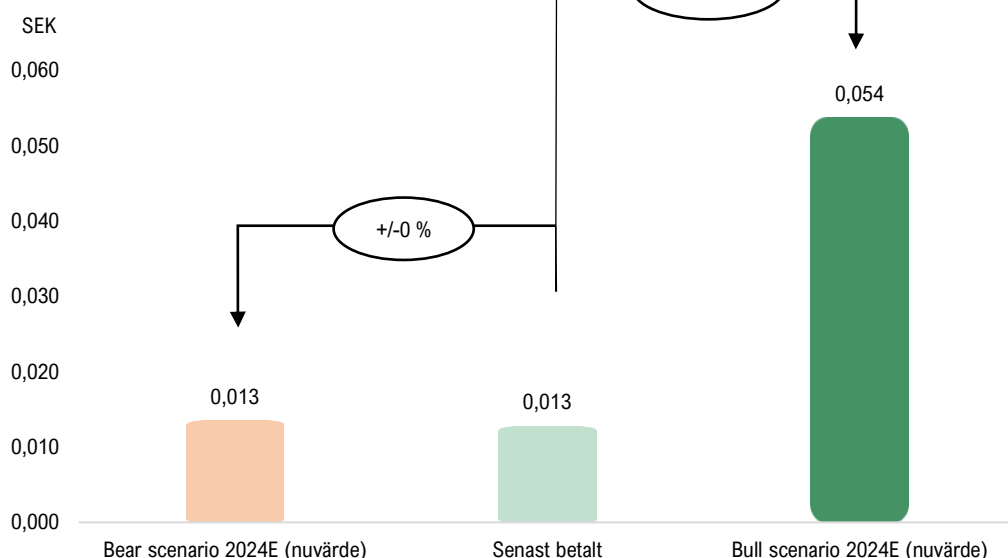
I ett Bear scenario antas Tangiama uppleva svårigheter med att skala upp försäljningen av spelbord i den takt som estimeras i ett Base scenario trots erhållna GLI-certifiering under Q3-23, där rådande omvärldsläge i kombination med efterdyningarna från pandemin, vilket har medfört en ökad efterfrågan på onlinekasinon, väntas få mer långvariga operationella svårigheter för dels Tangiama, 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 år 2024 och givet en applicerad EV/S-multipel om 0,8x motiveras ett nuvärde per aktie om 0,013 kr (0,015) per aktie.

0,013 KR
I ETT BEAR
SCENARIO

Illustration av potentiell värdering i respektive scenario.

Aktiekurs Bull och Bear scenario



Analyst Groups prognoser

**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	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	8,3	5,3	5,4	6,2	2,2	12,9	14,5	17,6	23,7
Aktiverat arbete för egen räkning	2,6	2,1	1,7	2,3	1,8	2,9	2,9	2,9	2,1
Övriga rörelseintäkter	0,6	0,1	1,2	0,7	6,7	0,3	0,0	0,0	0,0
Lagerförändring	0,0	0,0	0,0	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Totala intäkter	11,5	7,5	8,3	8,7	10,6	16,1	17,4	20,6	26,3
Råvaror och förnödenheter	-5,3	-6,5	-2,8	-4,0	-3,4	-6,6	-7,4	-8,8	-10,1
Bruttoresultat	6,2	1,0	5,5	4,7	7,2	9,5	10,0	11,8	16,2
Justerat bruttoresultat	3,0	-1,2	2,6	2,2	-1,2	6,3	7,1	8,8	13,6
Bruttomarginal (adj) ¹	36,2%	-23,1%	48,2%	26,9%	-53,9%	49,0%	49,2%	50,2%	57,5%
Övriga externa kostnader	-6,0	-7,3	-4,9	-6,8	-13,3	-10,1	-8,1	-8,3	-8,5
Personalkostnader	-11,3	-10,5	-8,1	-7,8	-8,3	-2,9	-3,3	-3,7	-4,1
Övriga rörelsekostnader	-0,2	-3,6	-0,2	-0,4	-1,0	-0,4	-0,2	-0,2	-0,2
EBITDA	-11,3	-20,3	-7,7	-10,3	-15,4	-3,9	-1,6	-0,4	3,4
Justerad EBITDA-marginal ¹	-174,5%	-428,7%	-197,6%	-206,3%	-1087,3%	-54,8%	-30,9%	-19,0%	3,5%
Av- och nedskrivningar	-3,7	-10,1	-2,3	-3,0	-2,7	-4,8	-5,0	-5,0	-4,6
EBIT	-15,0	-30,4	-10,0	-13,3	-18,1	-8,6	-6,6	-5,4	-1,2
EBIT-marginal (adj) ¹	-219,1%	-621,2%	-240,4%	-255,1%	-1211,5%	-92,0%	-65,4%	-47,3%	-16,1%
Bull scenario MSEK	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	8,3	5,3	5,4	6,2	2,2	12,9	17,9	23,7	36,9
Aktiverat arbete för egen räkning	2,6	2,1	1,7	2,3	1,8	2,9	2,9	2,9	2,1
Övriga rörelseintäkter	0,6	0,1	1,2	0,7	6,7	0,3	0,0	0,0	0,0
Lagerförändring	0,0	0,0	0,0	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Totala intäkter	11,5	7,5	8,3	8,7	10,6	16,1	20,8	26,6	39,0
Råvaror och förnödenheter	-5,3	-6,5	-2,8	-4,0	-3,4	-6,6	-8,8	-11,3	-15,7
Bruttoresultat	6,2	1,0	5,5	4,7	7,2	9,5	12,0	15,3	23,3
Justerat bruttoresultat	3,0	-1,2	2,6	2,2	-1,2	6,3	9,1	12,4	21,2
Bruttomarginal (adj) ¹	36,2%	-23,1%	48,2%	26,9%	-53,9%	49,0%	50,7%	52,4%	57,5%
Övriga externa kostnader	-6,0	-7,3	-4,9	-6,8	-13,3	-10,1	-8,2	-8,5	-8,9
Personalkostnader	-11,3	-10,5	-8,1	-7,8	-8,3	-2,9	-3,4	-3,9	-4,5
Övriga rörelsekostnader	-0,2	-3,6	-0,2	-0,4	-1,0	-0,4	-0,2	-0,2	-0,2
EBITDA	-11,3	-20,3	-7,7	-10,3	-15,4	-3,9	0,2	2,7	9,8
Justerad EBITDA-marginal ¹	-174,5%	-428,7%	-197,6%	-206,3%	-1087,3%	-54,8%	-15,0%	-0,9%	20,8%
Av- och nedskrivningar	-3,7	-10,1	-2,3	-3,0	-2,7	-4,8	-5,0	-5,0	-4,6
EBIT	-15,0	-30,4	-10,0	-13,3	-18,1	-8,6	-4,8	-2,3	5,1
EBIT-marginal (adj) ¹	-219,1%	-621,2%	-240,4%	-255,1%	-1211,5%	-92,0%	-42,9%	-22,0%	8,2%
Bear scenario MSEK	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	8,3	5,3	5,4	6,2	2,2	12,9	8,9	9,7	10,8
Aktiverat arbete för egen räkning	2,6	2,1	1,7	2,3	1,8	2,9	2,9	2,9	2,9
Övriga rörelseintäkter	0,6	0,1	1,2	0,7	6,7	0,3	0,0	0,0	0,0
Lagerförändring	0,0	0,0	0,0	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Totala intäkter	11,5	7,5	8,3	8,7	10,6	16,1	11,8	12,6	13,7
Råvaror och förnödenheter	-5,3	-6,5	-2,8	-4,0	-3,4	-6,6	-4,9	-5,2	-4,6
Bruttoresultat	6,2	1,0	5,5	4,7	7,2	9,5	6,9	7,4	9,1
Justerat bruttoresultat	3,0	-1,2	2,6	2,2	-1,2	6,3	4,0	4,5	6,2
Bruttomarginal (adj) ¹	36,2%	-23,1%	48,2%	26,9%	-53,9%	49,0%	45,1%	46,1%	57,5%
Övriga externa kostnader	-6,0	-7,3	-4,9	-6,8	-13,3	-10,1	-8,0	-8,2	-8,4
Personalkostnader	-11,3	-10,5	-8,1	-7,8	-8,3	-2,9	-3,1	-3,3	-3,5
Övriga rörelsekostnader	-0,2	-3,6	-0,2	-0,4	-1,0	-0,4	-0,2	-0,2	-0,2
EBITDA	-11,3	-20,3	-7,7	-10,3	-15,4	-3,9	-4,4	-4,3	-3,0
Justerad EBITDA-marginal ¹	-174,5%	-428,7%	-197,6%	-206,3%	-1087,3%	-54,8%	-81,3%	-74,1%	-54,4%
Av- och nedskrivningar	-3,7	-10,1	-2,3	-3,0	-2,7	-4,8	-5,0	-5,0	-5,0
EBIT	-15,0	-30,4	-10,0	-13,3	-18,1	-8,6	-9,3	-9,3	-8,0
EBIT-marginal (adj) ¹	-219,1%	-621,2%	-240,4%	-255,1%	-1211,5%	-92,0%	-137,2%	-125,4%	-100,7%

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.