



Analyst Group

TANGIAMO TOUCH TECHNOLOGY

SKA VINNA NYA AVTAL OCH MARKNADER UNDER
HÖSTEN

2019-09-10

BULL & BEAR-ANALYS

ANALYTIKER:
PATRIK OLOFSSON



Analyst Group grundades 2014, en tid då informationen att tillgå gällande små- och medelstora bolag ansågs vara bristfällig. Därför valde Analyst Groups grundare att starta upp en analystjänst med visionen att belysa och sprida korrekt information för att ge bättre stöd i investeringsbeslut.

Idag är Analyst Group ett snabbväxande analyshus med huvudsäte i Stockholm och med filial i Lund. Vi arbetar utifrån värdeorden engagemang, passion och förtroende, med ambitionen att skriva korrekta och objektiva analyser. Därför erbjuder vi två typer av analys. Vi erbjuder dels bolag som vi anser intressanta, att på uppdrag, utföra analyser mot ersättning. Samtidigt tillhandahåller vi oberoende analyser på bolag som vi anser har särskilt intressant investeringsidé.

Vår vision är att vara en digital plattform vilken presenterar djupgående information och investeringsidéer för att bidra till ökad transparens.

Som länk mellan investerare och företag ger vi stöd i investeringsbeslut, kapitalallokering och kommunikationsvägar.

Vår filosofi bygger på vår bakgrund som investerare och analytiker.

Vi skriver analyser såsom vi skulle vilja läsa dem.

Vi tycker att det är viktigt med full transparens och är noga med att belysa eventuella intressekonflikter. Dessutom är ersättningen på förhand avtalad och är inte beroende av innehållet i analysen.

Läs vår policy [här](#)

INNEHÅLL

Tangiamo Touch Technology AB (“Tangiamo” eller “Bolaget”) arbetar med tillämpningar av sensorteknologi inom *Gaming* och har utvecklat en produktportfölj med tre tydliga 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 i statligt kontrollerade spelmonopol. Några av kunderna är bl.a. världens största kasinoföretag. Bolagets aktie är noterad på Nasdaq First North sedan 2017.

Innehållsförteckning

Introduktion	4
Kommentar Q2-19	5
Investeringsidé	6
Bolagsbeskrivning	7
Marknadsanalys	8
Finansiell prognos	9-13
Värdering	14
Bull & Bear	15
Ledning & styrelse	16
Appendix	17-20
Disclaimer	21



Värde drivare

Tangiamo har ingått flera nya avtal innefattande både direktförsäljning samt vinstdelningsavtal, där flera tidigare avtal även har skalats upp till större volymer. Under Q3-19 är dessutom planen att lansera systemprodukten Gaming Bridge, vilket öppnar upp för nya intäktskällor. Med tanke på nuvarande värdering och kommande värde drivare, anser vi att nuvarande *risk-reward* är attraktiv.

2



Historisk Lönsamhet

Tangiamo grundades 2004 och har förvisso haft försäljning men samtidigt svårighet att nå lönsamhet i verksamheten. Bolaget har därmed varit i behov av extern kapitalanskaffning för att fortsatt kunna bedriva verksamheten. Omsättningen och rörelseresultatet uppgår LTM till ca 7 MSEK respektive -16 MSEK. Betyget är baserat på historik och är ej framåtblickande.

2



Riskprofil

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 organiskt positivt kassaflöde. Under Q2-19 uppgick Bolagets *burn rate* (operativt kassaflöde) till ca 1,9 MSEK/månad. I och med den nyemission som genomfördes under maj/juni 2019, samt kapitalanskaffning under september, har Tangiamo stärkt sin finansiella position på kort sikt, vilket närmast sänker den finansiella risken.

2



Ledning & Styrelse

VD Linh Thai tillträdde som VD under början av 2018, Linh har tidigare erfarenhet som VD för Milleteknik och General Manager (GM) för Gerdins Cutting Tech. Jan Bengtsson har varit ordförande i Tangiamo sedan 2006 och har utöver detta erfarenhet från flera ledande befattningar inom finans- och fastighetsbranschen. Totalt insynsägande från ledning och styrelse uppgår till ca 12 %. För ett högre betyg hade vi velat se en högre andel insynsägande från ledning och styrelse.

5

4

3

2

1

1

2

3

4

5



Analyst Groups betygsättande i form av Bull eller Bear syftar till att förmedla en övergripande betygsskala baserat på vad som framkommit i och med analysen. Betyget är noggrant framtaget ur en process vilket innefattar en omfattande kvalitativ analys samt invägning av flera analytiker. Bull är en metafor för en positiv inställning. Beroende på kategori kan betyget baseras på en framåtblickande, bakåtblickande eller en kombination av båda två i förhållande till bolaget. Bear är en metafor för en negativ inställning. Beroende på kategori kan betyget baseras på en framåtblickande, bakåtblickande eller en kombination av båda två i förhållande till bolaget.

TANGIAMO (TICKER: TANGI)

SKA VINNA NYA AVTAL OCH MARKNADER UNDER HÖSTEN



Tangiamo har installerat över 200 elektroniska spelbord och annan utrustning i ca 30 länder runt om i världen, bland kunderna finns några av världens största kasinoföretag. Under 2019 har flera kundavtal tecknats och under Q3-19 planeras systemprodukten Gaming Bridge att lanseras, vilket innebär att Tangiamo tar steget från att vara en leverantör av spelbord till att även erbjuda infrastruktur och mjukvara inom *Gaming*. Till 2020 estimeras omsättningen öka till ca 20 MSEK och givet gjorda prognoser och en multipelvärdering, härleds ett värde per aktie om 1,60 kr (1,10) i ett Base scenario.

▪ Omsättning i linje med förväntningar

Inför Q2-rapporten räknade vi inte med någon större omsättning för årets andra kvartal, motiverat framförallt av att många av de affärer och avtal som ingåtts och vunnits under H1-19 förväntas ge större utväxling under kommande kvartal framöver. I den bemärkelsen var rapporten i linje med våra förväntningar, där omsättningen uppgick till ca 1,0 MSEK (1,7). Tangiamos tillväxtstrategi är att säkra leverantörsgodkännande från större centralstyrda organisationer, för att på så vis kunna sälja större kvantiteter, istället för att enbart sälja till enskilda kasinon. Detta kan på kort sikt resultera i lägre intäkter, men möjliggöra högre omsättning över tid, varför vi anser att vald strategi är rätt väg att gå.

▪ God kostnadskontroll

Under Q2-19 uppgick rörelsekostnaderna till 5,3 MSEK, vilket kan jämföras med 6,3 MSEK under Q1-19. I rapporten skriver även Tangiamo att de räknar med att minska sina personalkostnader från ca 1 MSEK/månad till ca 0,8 MSEK/månad under H2 2019. Vi ser positivt på att Tangiamo fortsätter att utvecklas med en god kostnadskontroll, något som är extra viktigt idag.

▪ Tangiamo siktar på fler avtal för vinstdelning

En viktig parameter för att Bolaget ska kunna närma sig ett positivt kassaflöde är bl.a. att öka antalet vinstdelningsavtal, något som generar återkommande intäkter med god marginal. Tangiamo har nyligen inlett partnerskap med bl.a. Magic Bet och Bell Casino avseende vinstdelningsavtal. Magic Bet har för avsikt att ställa ut Tangiamos spelbord i alla sina ca 40 *gaming halls*. Bell Casino är en speloperatör som driver spelverksamhet på ca 93 fartyg i Europa.

▪ Gaming Bridge planeras att lanseras under Q3-19

Gaming Bridge kan erbjudas för alla landbaserade aktörer, oavsett vilken leverantör av spelbord de har idag. Tangiamo tar således steget från att vara en leverantör av spelbord till att även erbjuda infrastruktur och mjukvara inom gaming som brygger gapet mellan landbaserat och online. Tangiamo planerar att lansera Gaming Bridge under Q3-19 vilket resulterar i ytterligare en intäktskälla.

AKTIEKURS | 1,35 kr

VÄRDERINGSINTERVALL

BEAR 1,00 kr	BASE 1,60 kr	BULL 2,00 kr
------------------------	------------------------	------------------------

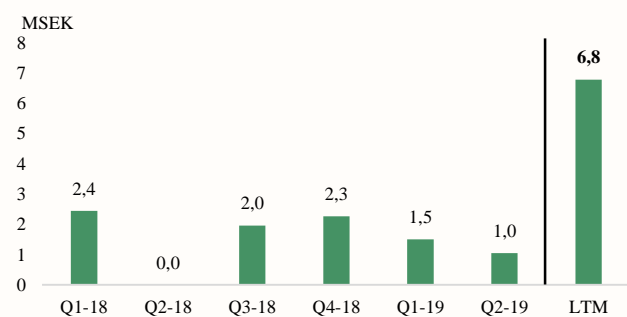
TANGIAMO TOUCH TECHNOLOGY AB				
Senast betalt (2019-09-10)	1,35			
Antal Aktier	68 690 121			
Market Cap (MSEK)	68,7			
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	-16,3			
Enterprise Value (MSEK)	52,4			
V.52 prisintervall (SEK)	0,50 – 1,73			
Lista	Nasdaq First North Growth Market			
UTVECKLING				
1 månad	+28,3 %			
3 månader	+73,0 %			
1 år	-16,6 %			
YTD	+94,0 %			
HUVUDÄGARE (KÄLLA: HOLDINGS 2019-06-30)				
Jan Bengtsson	5,6 %			
Ingemar Asp	5,0 %			
Avanza Pension	3,7 %			
Jimmy Eiterjord	2,1 %			
Linh Thai	1,6 %			
VD OCH ORDFÖRANDE				
Verkställande Direktör	Linh Thai			
Styrelseordförande	Jan Bengtsson			
FINANSIELL KALENDER				
Delårsrapport 3 2019 (Q3-19)	2019-11-15			
PROGNOS (BASE), MSEK				
	2017	2018	2019E	2020E
Nettoomsättning	12,6	8,3	7,5	19,6
<i>Omsättningstillväxt</i>	360 %	-34%	-9%	160%
Bruttoresultat	11,7	6,2	5,8	13,5
<i>Bruttomarginal (adj.)</i>	56%	44%	40%	56%
EBITDA	-0,7	-11,3	-13,1	-6,7
<i>EBITDA-marginal</i>	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>
EBIT	-3,3	-15,0	-17,0	-10,9
<i>EBIT-marginal</i>	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>
P/S	5,5	8,3	9,1	3,5
EV/S	4,2	6,3	7,0	2,7
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	neg.

KOMMENTAR Q2-19

Likt vad vi skrev i vår kommentar inför Q2-rapporten (läs [här](#)) räknade vi inte med någon större omsättning för årets andra kvartal, motiverat framförallt av att många av de affärer och avtal som ingåtts och vunnits under H1-19 förväntas ge större utväxling under kommande kvartal framöver. I den bemärkelsen var rapporten i linje med våra förväntningar, där omsättningen uppgick till ca 1,0 MSEK (1,7) vilket såldes är en minskning mot jämförbart kvartal 2018 samt föregående kvartal (Q1-19) då omsättningen uppgick till 1,5 MSEK.

Tangiamos nya försäljningsstrategi leder på kort sikt till lägre omsättning.

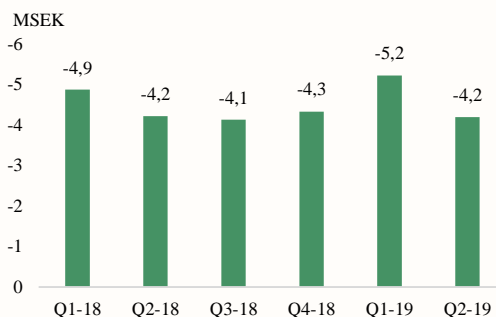
Omsättning, senaste kvartal



Källa: Tangiamo

Tangiamo utvecklas med god kostnadskontroll.

Totala rörelsekostnader, senaste kvartal



Källa: Tangiamo

NY
FÖRSÄLJNINGSS-
STRATEGI
BÄDDAR FÖR
HÖGRE
TILLVÄXT

I rapporten skriver Tangiamo att bolagets tillväxtstrategi är att säkra leverantörsgodkännande från större centralstyrda organisationer, för att på så vis kunna sälja större kvantiteter, istället för att enbart sälja till enskilda kasinon. Detta underlättar både den initiala försäljningen mot respektive region samt så kan det minska tidsåtgången för efterföljande affärer. Enligt vår bedömning kan detta på kort sikt resultera i lägre intäkter, men möjliggöra högre omsättning över tid, varför vi anser att vald strategi är rätt väg att gå. Inför rapporten räknade vi med att rörelsens kostnader borde ha hållit sig på en relativt jämn nivå jämfört med föregående kvartal (Q1-19). Så blev också fallet, totala rörelsekostnader (inkl. av- och nedskrivningar) uppgick under Q2-19 till 5,3 MSEK, vilket kan jämföras med 6,3 MSEK under Q1-19. I rapporten skriver även Tangiamo att de räknar med att minska sina personalkostnader från ca 1 MSEK/månad till ca 0,8 MSEK/månad under H2 2019. Vi ser positivt på att Tangiamo fortsätter att utvecklas med en god kostnadskontroll, något som är extra viktigt idag med tanke på att Bolaget ännu inte är lönsamt. Med den företrädesemission som genomfördes under juni har den finansiella ställningen dessutom stärkts.

Intressant distributörsavtal tecknat

Tangiamo har den 28 augusti 2019 kommit överens med Grupo Caribant S.R.L. ("Caribant") om ett exklusivt distributionsavtal för Dominikanska republiken och Puerto Rico. I och med detta lägger Caribant en order på ett Crystal SicBo som demobord för ca 0,5 MSEK för leverans under Q4-19. Caribant kommer även ta kostnaden om ca 0,5 MSEK för produktlicensering av Crystal plattformen, leverantörsgodkännande för Tangiamo och övriga juridiska kostnader i samband med etableringen. Samtliga produkter som Tangiamo levererar till Dominikanska republiken kommer att vara förberedda med Gaming Bridge. Gaming Bridge är en fristående systemprodukt för kasinon som binder samman fysiska spelbord med *remote* och *online gaming*. Gaming Bridge kan erbjudas för alla landbaserade aktörer, oavsett vilken leverantör av spelbord de har idag. Tangiamo tar således steget från att vara en leverantör av spelbord till att även erbjuda infrastruktur och mjukvara inom gaming som brygger gapet mellan landbaserat och online.

Uppdaterad prognos och värdering

I samband med Tangiamos Q2-rapport, som omsättningsmässigt kom in i linje med estimat, väljer vi att i stort sett behålla vår tidigare omsättnings- och kostnadsprognos. I ett Base scenario estimeras en omsättning om 7,5 MSEK för helåret 2019 och ca 20 MSEK för 2020. Med tillämpad EV/S-multipel på 2020 års prognos, motiveras ett potentiellt värde per aktie om 1,60 kr i ett Base scenario.

HÖJER BASE
FRÅN
TIDIGARE
1,10 KR TILL
1,60 KR

INVESTERINGSIDÉ

Tangiamo har installerat över 200 elektroniska spelbord och annan utrustning i ca 30 länder runt om i världen, bland kunderna finns några av världens största kasinoföretag. Under 2019 har flera kundavtal tecknats och under Q3-19 planeras systemprodukten Gaming Bridge att lanseras, vilket innebär att Tangiamo tar steget från att vara en leverantör av spelbord till att även erbjuda infrastruktur och mjukvara inom *Gaming*. Till 2020 estimeras omsättningen öka till ca 20 MSEK och givet gjorda prognoser och en multipelvärdering, härleds ett värde per aktie om 1,60 kr (1,10) i ett Base scenario.

Större fokus på att digitalisera och höja användarupplevelsen

Den globala spelindustrin estimeras växa med 4 % årligen mellan 2018-2023 och nå en storlek om 525 mdUSD. Uppgången drivs till stor del av ökad disponibel inkomst. I många av länderna där *gambling* är legaliserat finns ett stort antal casinos eller liknande instanser och utbudet är ofta mättat. Tangiamos erbjudande idag är primärt Bolagets elektroniska spelbord, där värdedrivarna förväntas vara ökad digitalisering hos operatörer inom landbaserade spelbord samt en vilja att förbättra användarupplevelsen samt ytoptimera. Sett till Asien, där Tangiamo bl.a. är verksamma, estimeras investeringar i kasinoprojekt uppgå till ca 65 mdUSD under de närmaste 5 åren.

Tangiamo siktar på fler avtal för vinstdelning

2018 blev ett omstartår för Tangiamo med ny ledning, ny strategi och en ny tillväxtplan. En viktig parameter för att Bolaget ska kunna närma sig ett positivt kassaflöde är att öka antalet vinstdelningsavtal, något som genererar återkommande intäkter med god marginal. Tangiamo har inlett partnerskap med bl.a. Magic Bet i Bulgarien och Bell Casino avseende Europa. Magic Bet har för avsikt att ställa ut Tangiamos spelbord i alla sina ca 40 *gaming halls*. Bell Casino har under maj 2019 utökat befintligt vinstdelningsavtal om ytterligare 20 spelbord. Vinstdelningsavtalet uppgår nu till 25 spelbord. Bell Casino är en speloperatör och driver spelverksamhet på ca 93 fartyg i Europa. Ett ökat antal bord med vinstdelning, antingen genom att befintliga avtal skalas upp och/eller att nya avtal adderas, bidrar till en högre tillväxt med bättre lönsamhet för Tangiamo.

Gaming Bridge – en bro mellan fysiska spelbord och Remote- samt Online Gaming

Gaming Bridge är en fristående systemprodukt för kasinon som binder samman fysiska spelbord med *remote* och *online gaming*. Gaming Bridge är således inte kopplad explicit till Tangiamos spelbord vilket därmed öppnar upp för möjligheten att med ett system erbjuda både remote gaming lokalt och online gaming för alla landbaserade aktörer, oavsett vilken leverantör av spelbord de har idag. Tangiamo tar således steget från att vara en leverantör av spelbord till att även erbjuda infrastruktur och mjukvara inom gaming som brygger gapet mellan landbaserat och online. Tangiamo planerar att lansera Gaming Bridge under tredje kvartalet 2019.

Ledning och styrelse

VD Linh Thai har tidigare varit VD för Milleteknik och General Manager (GM) för Gerdins Cutting Tech. Ordförande Jan Bengtsson har varit ordförande i Tangiamo sedan 2006 och har utöver detta erfarenhet från flera ledande befattningar inom finans- och fastighetsbranschen. Ledning och styrelsens totala insysägande uppgår till ca 12 %.

Prognos och värdering

I ett Base scenario estimeras Tangiamo öka omsättningen till ca 20 MSEK år 2020, för att sedan växa med ca 40-50 % per år och nå en omsättning om ca 60 MSEK år 2023. Baserat på en multipelvärdering, en diskonteringsränta om 10 % och EV/S 3,5 som målmultipel på 2020 års försäljning, erhålls ett nuvärde per aktie om 1,60 kr i ett Base scenario. Vid annorlunda utfall av gjord prognos, positivt eller negativt, kan värderingen korrigeras.

Tangiamo är fortfarande en relativt liten aktör på en komplex marknad

Tangiamo är fortfarande en relativt liten aktör med exponering mot en marknad som består av stora aktörer. Spelmarknaden i olika jurisdiktioner styrs av flera lagar och regleringar, vilka kan vara både komplexa och föränderliga. Ändringar i bestämmelser kan få en negativ påverkan på Tangiamos verksamhet och hämma tillväxten, något som i förlängningen kan resultera i en försenad lönsamhet. I och med den nyemission som genomfördes under maj/juni 2019, samt riktade emission och upptagna lån under september, har Tangiamo stärkt sin finansiella position på kort sikt, vilket närmast minskar den finansiella risken. Samtidigt måste försäljningen öka för att likviditeten inte ska falla ner till för låga nivåer igen.

FLER AVTAL
MED VINST-
DELNING
GER BRA
MARGINAL

20 MSEK
ESTIMERAD
OMSÄTTNING
2020

BOLAGSBESKRIVNING

1. MultiPlay Live

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

2. MultiPlay Auto

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

3. Crystal

Displayteknologi som möjliggör att spela på en genomskinlig touchdisplay rakt över olika mekaniska spel som t.ex. roulette och Sic Bo.

Tangiamo, noterade på Nasdaq First North sedan 2017, arbetar med tillämpningar av sensorteknologi inom *Gaming*. Bolaget har utvecklat en produktportfölj med tre tydliga plattformar som stödjer fortsatt påbyggnad med olika typer av kasinospel; *MultiPlay Live*, *MultiPlay Auto* och *Crystal*. Tangiamo utvecklar också annan teknisk utrustning för spel, t.ex. Tangiamos Automatic Dice Recognition (ADR), en tärningsdetektor som ökar säkerheten i tärningsspel genom att automatiskt detektera utfallen. 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 i statligt kontrollerade spelmonopol. Några av kunderna är bl.a. världens största kasinoföretag. Tangiamos affärsidé är att skapa produkter som gör kasinospel till en social upplevelse, istället för ensamt spel framför en spelautomat. Automatisering av spel ger stora fördelar för kasinot; intäkterna ökar genom att spelet går snabbare och säkerheten ökas när personalen inte kan påverka spelet och vinsterna, samtidigt som personalkostnaderna kan minska.

Gaming Bridge – öppnar upp för helt nya möjligheter

Under april 2019 lämnade Tangiamo in patentansökan för Gaming Bridge, en fristående produkt som kan kopplas till vilket spelbord som helst på marknaden. Gaming Bridge som består av både hård- och mjukvara som kopplas till ett spelbord och läser av utfall antingen via kamera om det är live eller datamässigt ifall det är ett automatiserat bord. Data skickas sedan antingen *remote* (lokalt inom t.ex. ett hotellområde eller på ett fartyg) eller *online*. Produkten möjliggör att fler personer kan delta samtidigt via andra enheter, t.ex. en telefon, dator, surfplatta etc.

Gaming Bridge



Gaming Bridge är en systemprodukt för kasinon och binder samman fysiska spelbord med remote och online gaming. Gaming Bridge är fristående och till skillnad från tidigare lösning inte bunden till Tangiamos egna spelbord, produkten är kompatibel med spelbord från alla leverantörer på marknaden. Systemet är skalbart från ett enskilt bord till hundratals bord för större aktörer och lansering är planerad att ske under tredje kvartalet 2019.

Bildkälla: Tangiamo, 2019

Q3-19 PLANERAD LANSERING AV GAMING BRIDGE

FLERA OLIKA INTÄKTS- KÄLLOR

Intäktsdrivare

Tangiamo erhåller idag primärt intäkter via direktförsäljning av spelbord, service- och supportintäkter samt intäkter från bord med vinstdelning. Bolaget utvecklar även teknisk utrustning för spel, t.ex. likt Tangiamos ADR. För att framöver bygga upp ett starkt kassaflöde med löpande intäkter är Tangiamos primära strategi framåt att vara en vinstdelningspartner med större kasinoooperatörer. I förlängningen kan även produkten Gaming Bridge komma att bli en stark intäktsdrivare, där produkten gör att Tangiamo går från att vara en leverantör av spelbord till att även erbjuda infrastruktur och mjukvara inom spel som brygger gapet mellan landbaserat och online.

Kostnadsdrivare

Tangiamos spelbord har idag en bruttomarginal omkring 60 %, men givet att en större del av tillverkningsprocessen i framtiden kan placeras utanför Sverige så kan marginalerna stiga. I dagsläget utgör personalkostnader största andel av Tangiamos fasta kostnader och, om än i relativt låg takt, förväntas fortfarande Tangiamo behöva anställa mer personal allt eftersom organisationen växer. Dessutom kommer resurser behöva investeras i olika marknadsinsatser för att driva på utvecklingen för att Tangiamos produkter ska bli ännu mer etablerade i branschen.

MARKNADSANALYS

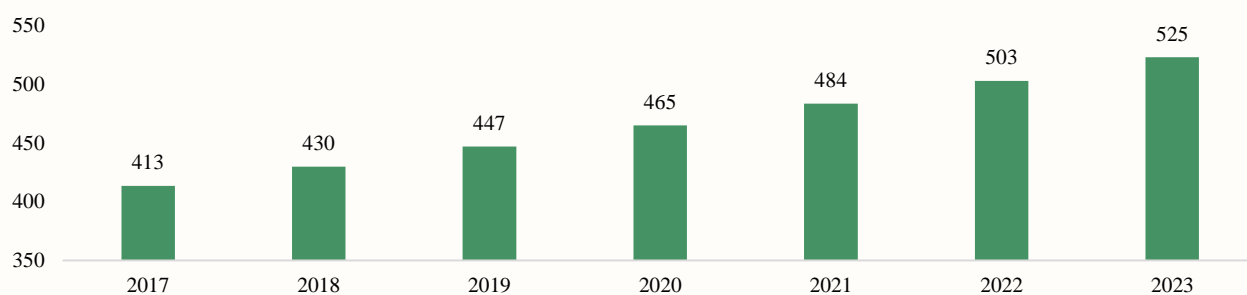
Den globala spelindustrin förväntas växa och nå en storlek om 523 mdUSD år 2023

Tangiamao är idag verksamma inom den globala marknaden för gambling som i sin tur består av olika affärsområden där marknader i olika länder har olika regulatoriska krav. Den globala spelindustrin estimeras uppvisa en årlig tillväxttakt om ca 4 % under perioden 2018-2023 för att nå en storlek om 525 mdUSD, motsvarande ca 4 900 mdSEK. Baserat på prognostiserad tillväxttakt kan den globala spelindustrin kategoriseras som en bransch i mognad. Ett stort antal och ett måttat utbud av casinos eller andra institutioner som erbjuder landbaserade spel är vanligt i de länder som legaliserat gambling. Tangiamos erbjudande idag är Bolagets elektroniska spelbord, där värde drivarna förväntas vara ökad digitalisering bland operatörer inom landbaserade spelbord samt ett behov att förbättra användarupplevelsen och optimera användandet av tillgängliga ytor.

Den globala spelindustrin estimeras att växa med ca 4 % per år fram tills 2023.

Prognostiserad storlek, globala spelindustrin

mdUSD



Källa: Gambling Market – Global Outlook and Forecast 2018-2023

Nya intäktströmmar och nya kunder

Marknaden kännetecknas av hög investeringsaktivitet och ett arbete mot en mer social och intressant upplevelse, där gambling blir en mer integrerad del i en större upplevelse. Världen över har casinon investerat stora summor i restauranger och nattklubbar för att kunna vidga samt addera en intressantare upplevelse för spelare. Det pågår just nu ett skifte mot att göra samma förändring närmare själva spelytan, vilket innebär att casinon tittar på att öka spelupplevelsen bland spelytan och nya maskiner.

“I would never have dreamed 12 months ago (that) a casino would remove all of their live table games off the floor and go strictly to electronic table games”

John Connelly, VD Interblock

Källa: Paneldiskussion, University of Nevada, Las Vegas (April 2019)

En marknad i digitaliseringsfas

En stark marknadsdrivare är att casinon och andra operatörer inom landbaserade spel försöker hitta lösningar att reducera sina personalkostnader som idag utgör en stor del av kostnadsbasen för branschen. Detta i kombination med att operatörerna vill öka och behålla antalet spel innebär att operatörer behöver optimera sina ytor genom nya maskiner eller andra teknologiska lösningar. Ett exempel på en lösning är att erbjuda en rad olika typer av ”table games” såsom Blackjack, Roulette, Baccarat m.m. från ett och samma bord, vilket är teknologiskt genomförbart på ett elektroniskt spelbord. Det möjliggör att både kunna erbjuda samma spel och en liknande spelupplevelse som finns idag, samt reducera personalkostnader och optimera tillgängliga ytor inom casinot.

FINANSIELL PROGNOIS

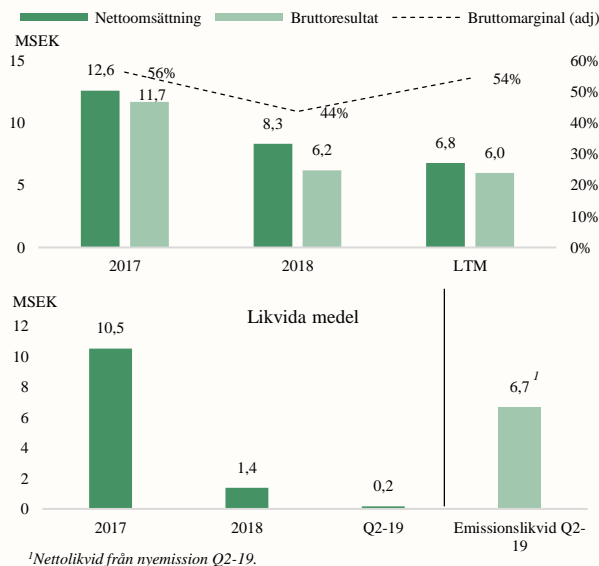
Tangiamos produkter finns installerade på kasinon, spelhallar och kryssningsfartyg i fler än 30 länder. Kunderna återfinns både på oreglerade öppna marknader utan krav på tillstånd, samt på marknader med strikta spel- och produkttillstånd i statligt kontrollerade spelmonopol. Följande är en sammanfattning av nuvarande finansiella ställning.

Tangiamo har en lång historik men har under senaste året ställt om till en ny strategi, något som initialt påverkar tillväxten.

Historiska räkenskaper och kassans utveckling

Historiska räkenskaper (MSEK)	2017	2018	LTM
Nettoomsättning	12,6	8,3	6,8
			2,3
Aktiverat arbete för egen räkning	4,6	2,6	0,1
Övriga rörelseintäkter	0,1	0,6	0,4
Totala intäkter	17,3	11,5	9,5
Råvaror och förnödenheter	-5,6	-5,3	-3,5
Bruttoresultat	11,7	6,2	6,0
<i>Bruttomarginal (adj.)</i>	<i>56%</i>	<i>44%</i>	<i>54%</i>
Övriga externa kostnader	-3,7	-6,0	-6,4
Personalkostnader	-8,4	-11,3	-11,4
Övriga rörelsekostnader	-0,3	-0,2	-0,1
EBITDA	-0,7	-11,3	-11,9
<i>EBITDA-marginal</i>	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>
Av- och nedskrivningar	-2,6	-3,7	-4,2
EBIT	-3,3	-15,0	-16,1
<i>EBIT-marginal</i>	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>

Källa: Tangiamo



Tangiamo har flera olika intäktskällor

- **Direktförsäljning:** Tangiamo säljer direkt till större kasinooperatörer, genom agenter och via distributörer.
- **Serviceintäkter:** för de bord som Tangiamo säljer direkt tillhandahåller även Bolaget service, för vilket serviceintäkter genereras.
- **Vinstdelning:** För s.k. *Gaming Halls* och fartyg (t.ex. kryssningsfartyg) används vinstdelning. Vinstdelning (*Revenue Sharing* eller *Participation*) är en form av avtal där Tangiamo får en del av nettovinsten från de spelbord som placeras ut.
- **Övrig försäljning:** Tangiamo utvecklar också annan teknisk utrustning för spel. Ett exempel är Tangiamos ADR. ADR är ett system som automatiskt identifierar utfallet från tärningsspel i en "shaker". Tangiamo säljer ADR både som en del av ett spelbord, t.ex. Crystal SicBo eller ett live bord, men även som ett delsystem till andra leverantörer av spelbord. Idag har Tangiamo ca 95 % av marknaden i Macau och produkten har nyligen blivit godkänd för marknaden i Singapore.

Under juni 2019 ingick Tangiamo ett ramavtal med TCS John Huxley Asia. För Tangiamo innebär avtalet både försäljning av nya enheter och reservdelsförsörjning under sju år till ett värde av minst ca 1 – 3,5 MSEK årligen. TCS har i samband med detta lagt en order på 0,5 MSEK med leverans inom 6 veckor. Produkten går nu in i en leveransfas där ca 500 enheter kommer att bytas ut i närtid och sedan kontinuerligt var tredje år. Den första leveransen avser 20 enheter. Vid en överslagsräkning motsvarar således 20 enheter för totalt 0,5 MSEK ca 25 000 SEK/enhet. 500 enheter, givet en sådan prissättning, skulle då motsvara 12,5 MSEK i försäljning.

Avtal om vinstdelning är en viktig parameter framgent för att erhålla kontinuerliga intäkter med god marginal. Samtidigt ska det nämnas att vinstdelningsavtal innebär att intäkterna blir något förskjutna, att jämföra med direktförsäljning där intäkter erhålls vid leverans. Strategin kräver därmed att Tangiamo balanserar tillgängligt rörelsekapital på ett bra sätt.

FINANSIELL PROGNOSES

Omsättningsprognos 2019-2023

De finansiella prognoserna sträcker sig till 2023. Analyst Groups estimat utgår primärt från 1) direktförsäljning av spelbord med tillhörande serviceintäkter och 2) intäkter från bord med vinstdelning. I ett första steg härleds en uppskattning avseende prissättning samt såld volym. Gaming Bridge planeras att lanseras under Q3-19 och idag är ännu prispåbudet okänt. Till följd av detta exkluderas produkten idag från gjorda prognoser och får ses som en extra option till värderingen.

Direktförsäljning av spelbord

Tangiamos spelborden säljs för mellan 50 000 – 80 000 EUR till kasinon, med en bruttomarginal på omkring 60 %. Utöver detta erhåller Tangiamo även intäkter för support, uppgradering och reservdelar. Serviceintäkterna antas uppgå till omkring 10-15 %, där 10 % antas gälla i genomsnitt över tid.

Intäktmodell vid försäljning av bord	Input
Prissättning per bord vid direktförsäljning:	ca 500 000 SEK
Serviceintäkt per bord:	10 %

Avtal om vinstdelning

Tangiamo kommer gradvis att investera i fler installationer med vinstdelning för kontinuerliga intäkter. Detta är intressant för framförallt mindre spelinrättningar, vilket är en stor marknad för Bolaget. Nuvarande produktportfölj består av spelbord som klarar av upp till sex spelare samtidigt. Tekniklösningar finns även för att kunna addera flera spelare *remote*, d.v.s. att en spelare kan ansluta till ett spelbord via en separat enhet via en app (t.ex. på en surfplatta eller mobil). Detta sker då lokalt och spelare behöver stanna inom ett visst område, vilket t.ex. skulle kunna avgränsas i form av ett hotellområde, ombord på ett fartyg eller dylikt. Viktigt att notera är att detta därmed skiljer sig från onlinespel på nätet vilket innebär att en individ kan spela från vart som helst i världen. I gjorda estimat antas ett aktivt spelbord i genomsnitt tillgodose fem spelare, fysiskt vid bordet och/eller via lokal anslutning.

De två i huvudsak viktigaste drivarna till vilken typ av försäljning som Tangiamo kan erhålla från de bord där en vinstdelningsmodell finns, är dels hur mycket varje bord omsätter, dels vilken vinstandel Tangiamo har. Genom att undersöka andra operatörer i branschen, antas Tangiamo konservativt att erhålla i genomsnitt 15 % av ett bords nettovinst, vilket med nedan input skulle motsvara omkring 14 000 - 15 000 SEK/månad och bord. Under maj 2019 signerade Bell Casino AB och Tangiamo ett avtal om att utöka tidigare vinstdelningsavtal från fem till 25 bord. Den sammanlagda affären förväntas generera minst ca 3 MSEK/år när samtliga bord är utplacerade. Installationen av de nya borden hos Bell Casino förväntas ske med 1-3 bord per månad. Varje bord förväntas således minst generera 120 000 kr/år för Tangiamo, motsvarande 10 000 kr/månad. 15 % vinstandel med intervallet 14 000 – 15 000 SEK/månad och bord anses därför vara ett rimligt och konservativt estimat över tid under prognosperioden 2019-2023. Viktigt att notera är att detta resonemang är ett antaget genomsnitt över tid och är inte statiskt, d.v.s. Tangiamos vinstandel och ett givet bords omsättning kan variera, vilket påverkar intjäningen.

Karaktärsdrag per bord med vinstdelning	Input
Aktiva spelare i genomsnitt per timme:	5 st.
Nettovinstbidrag per timme/spelare:	70 SEK
Antal timmar som bordet är i bruk per dygn:	10 timmar
Nettovinst per dag:	3 500 SEK
Nettovinst per vecka:	24 500 SEK
Nettovinst per månad:	98 000 SEK
Vinstdelning - andel Tangiamo:	15 %
Tangiamo intäktandel, per månad:	14 700 SEK

Övriga omsättning

Tangiamo utvecklar som nämnt också annan teknisk utrustning för spel. Exempelvis signerade Tangiamo under juni 2019 ett ramavtal med TCS John Huxley för Tangiamos ADR system. För Tangiamo innebär avtalet både försäljning av nya enheter och reservdelsförsörjning under sju år till ett värde av minst ca 1,0–3,5 MSEK årligen. Kommunicerade orders av detta slag inkluderas i prognosen och kommer uppdateras löpande i takt med att Tangiamo vinner fler affärer.

VINST-
DELNING
GER ÅTER-
KOMMANDE
INTÄKTER

OMSÄTTNING
OCH
VINSTANDEL
PER BORD ÄR
VIKTIGA
FAKTORER

FINANSIELL PROGNOSES

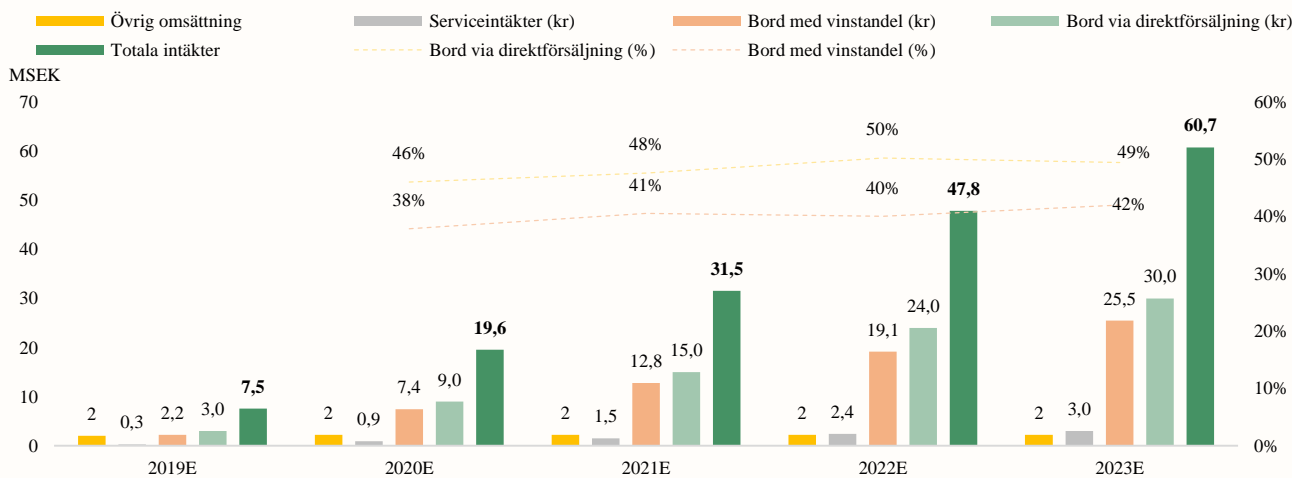
Tangiamo har inte kommunicerat något explicit mål avseende hur många spelbord de siktar på att sälja under de kommande åren. Däremot har Tangiamo under senaste tolv månaderna vunnit flera orders avseende både direktförsäljning av spelbord samt avtal för spelbord med vinstdelning. Ett exempel på en stor affär är den under våren 2019 med Bell Casino där kasinot utökade tidigare vinstdelningsavtal till 25 bord. Följande är ett estimat över hur många bord Tangiamo kan sälja i genomsnitt per månad. Prognoserna grundar sig bl.a. i nuvarande avtal som finns på plats och vilken produktionskapacitet av bord Tangiamo estimeras ha under kommande åren.

Antal sålda bord (direktförsäljning), genomsnitt per månad	Per månad	Helår, totalt
2019E (H2)	1,0 st./månad	n.a.
2020E	1,5 st./månad	18 st.
2021E	2,5 st./månad	30 st.
2022E	4,0 st./månad	48 st.
2023E	5,0 st./månad	60 st.

Antal sålda bord (vinstdelning)	Månad	Helår
2019E (H2)	1,5 st./månad	n.a.
2020E	2,0 st./månad	24 st.
2021E	3,0 st./månad	36 st.
2022E	3,0 st./månad	36 st.
2023E	3,0 st./månad	36 st.

Antal bord på marknaden	Sålda bord med vinstandel	Ack. antal bord med vinstdelning	Sålda bord via direktförsäljning
2019E	29 st.	29 st.	16 st.
2020E	24 st.	53 st.	18 st.
2021E	36 st.	89 st.	30 st.
2022E	36 st.	125 st.	48 st.
2023E	36 st.	161 st.	60 st.

Följande är en sammanfattning av Tangiamos totala försäljning avseende bord via direktförsäljning och tillhörande serviceintäkter, bord där avtal om vinstdelning finns, kommunicerade orders samt försäljning av andra produkter som t.ex. Tangiamo ADS m.m.



	Bord via direktförsäljning (kr)	Serviceintäkter (kr)	Bord med vinstandel (kr)	Övrig omsättning (andra produkter, kommunicerade orders etc. (kr))	Totala intäkter	Bord via direktförsäljning (%)	Serviceintäkter (%)	Bord med vinstandel (%)	Övrig omsättning (andra produkter, kommunicerade orders etc. (%)
2019E	3 000 000	300 000	2 227 050	2 009 181	7 536 231	40%	4%	30%	27%
2020E	9 000 000	900 000	7 408 800	2 250 000	19 558 800	46%	5%	38%	12%
2021E	15 000 000	1 500 000	12 789 000	2 250 000	31 539 000	48%	5%	41%	7%
2022E	24 000 000	2 400 000	19 139 400	2 250 000	47 789 400	50%	5%	40%	5%
2023E	30 000 000	3 000 000	25 489 800	2 250 000	60 739 800	49%	5%	42%	4%

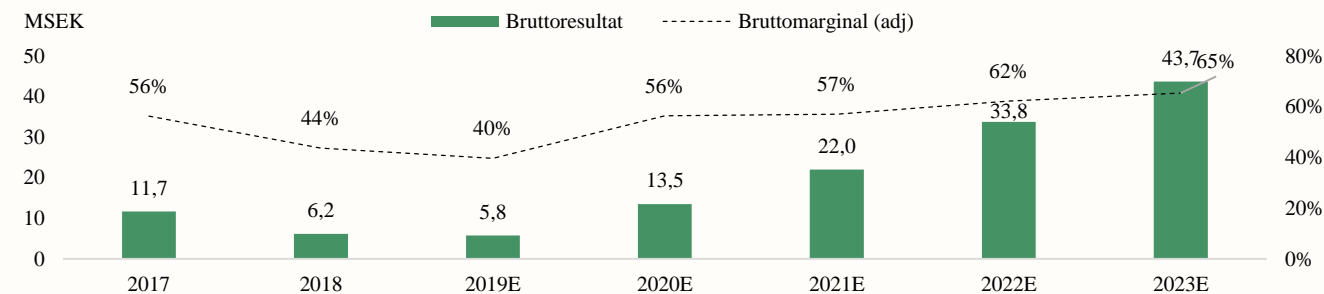
FINANSIELL PROGNOIS

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. Bolaget har kommunicerat att spelborden säljs för mellan 50 000 – 80 000 Euro, med en bruttomarginal på ca 60 %, vilket motsvarar en bruttokostnad per bord om ca 20 000 – 32 000 Euro. Sammansättning och testning av produkterna sker i Tangiamos lokaler i Göteborg och Bolaget arbetar idag med ett nätverk av ca 40 underleverantörer i olika länder. Tangiamo har idag en tillverkningskapacitet om 120 bord per år och framgent är planen att tillverkningen ska outsourcas utanför Sverige. När större volymer nås, och om tillverkningen kan placeras utanför Sverige, bör det resultera i en lägre tillverkningskostnad och öka marginalen per såld enhet. Gällande de bord som finns med vinstdelning erhåller Tangiamo en andel av nettovinsten på de spelbord som placeras ut, vanligtvis på t.ex. ett fartyg eller i s.k. *gaming halls*. Detta resulterar i återkommande intäkter med en god bruttomarginal. Ökade intäktsströmmar från bord med vinstdelning förväntas stärka Tangiamos marginaler.

Tangiamos spelbord har bruttomarginaler omkring 60 %. Givet större volym och en *outsourcad* produktion, bör marginalen kunna stiga något över tid.

Prognostiserat bruttoreultat och bruttomarginal

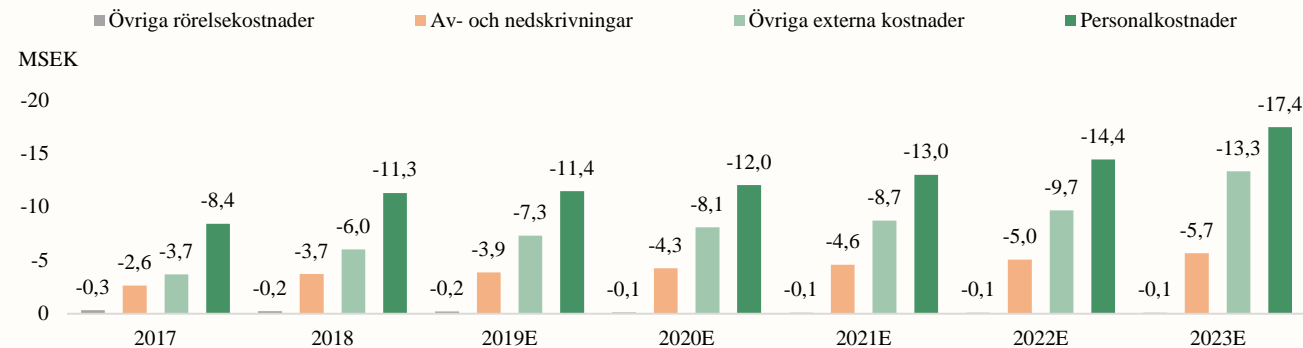


Analyst Groups prognos

Tangiamos affärsmodell möjliggör relativt låga investeringar för att växa varför några större CAPEX-investeringar inte estimeras. Däremot anses rörelsekapitalet vara en fortsatt viktig fråga där Bolaget bör sträva efter att upprätthålla en god balanslikviditet. Under Q2-19 uppgick Tangiamos balanslikviditet (*current ratio*)¹ till 1,20 vilket indikerar en högre andel omsättningstillgångar (t.ex. kassa, lager etc.) jämfört med kortfristiga skulder (t.ex. leverantörsskulder). Sett till rörelsens kostnader utgör personalkostnader klart största andelen, där personalkostnaderna LTM uppgår till ca 11,5 MSEK (10,0). Om än i relativt låg takt förväntas fortfarande Tangiamo behöva anställa mer personal allt eftersom organisationen växer. Dessutom kommer resurser behöva investeras i olika marknadsinsatser för att driva på utvecklingen för att Tangiamos produkter ska bli ännu mer etablerade i branschen. Då dessa kostnader inte förväntas växa i takt med omsättningen, prognostiseras rörelsemarginalen stiga framöver.

Personalkostnader estimeras fortsatt utgöra majoriteten av den fasta kostnadsbasen under perioden 2019-2023.

Prognostiserade rörelsekostnader



Analyst Groups prognos

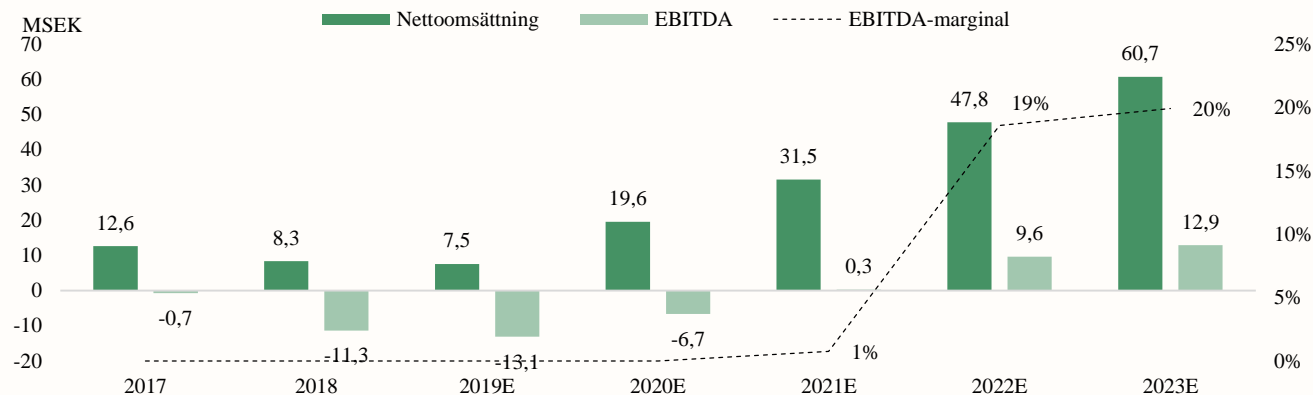
¹ Definieras som kvoten mellan omsättningstillgångar och kortfristiga skulder.

FINANSIELL PROGNOSES

Följande är en sammanfattning av gjorda prognoser som sträcker sig till 2023. Den ökade försäljningsvolymen drivs av direktförsäljning av spelbord, bord med vinstdelning, försäljning av kringprodukter samt serviceintäkter. Potentialen i Gaming Bridge, som Tangiamo avser lansera under Q3-19, har ej inkluderats till följd av att produkten ännu ej är lanserad och att en prisbild samt tänkbar försäljningsvolym är svår att härleda idag. År 2021 estimeras Tangiamo visa positivt kassaflöde för helåret.

Gjorda prognoser baserat på nuvarande affärsområden och intäktsben kan ge en bra utväxling i Tangiamos lönsamhet.

Prognostiserad omsättning, EBITDA och EBITDA-marginal



Analyst Groups prognos

Base scenario (MSEK)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	12,6	8,3	7,5	19,6	31,5	47,8	60,7
Aktiverat arbete för egen räkning	4,6	2,6	2,4	2,5	4,0	4,0	4,0
Övriga rörelseintäkter	0,1	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lagerförändringar	0,0	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Totala intäkter	17,3	11,5	10,4	22,1	35,5	51,8	64,7
Råvaror och förnödenheter	-5,6	-5,3	-4,6	-8,5	-13,5	-18,0	-21,0
Bruttoresultat	11,7	6,2	5,8	13,5	22,0	33,8	43,7
Bruttomarginal (adj)	56%	44%	40%	56%	57%	62%	65%
Övriga externa kostnader	-3,7	-6,0	-7,3	-8,1	-8,7	-9,7	-13,3
Personalkostnader	-8,4	-11,3	-11,4	-12,0	-13,0	-14,4	-17,4
Övriga rörelsekostnader	-0,3	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
EBITDA	-0,7	-11,3	-13,1	-6,7	0,3	9,6	12,9
EBITDA-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	1%	19%	20%
Av- och nedskrivningar	-2,6	-3,7	-3,9	-4,3	-4,6	-5,0	-5,7
EBIT	-3,3	-15,0	-17,0	-10,9	-4,3	4,6	7,2
EBIT-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	9%	11%
Base scenario	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	Medel
P/S	8,3	9,1	3,5	2,2	1,4	1,1	4,3
EV/S	6,3	7,0	2,7	1,7	1,1	0,9	3,3
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	196,2	5,4	4,1	68,6
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	neg.	11,4	7,2	9,3
P/E	neg.	neg.	neg.	neg.	15,0	9,5	12,2

VÄRDERING

För att ge värderingen perspektiv görs en jämförelse med det kanadensiska bolaget *Jackpot Digital*. Även om produkt och marknad skiljer sig finns likheter mellan företaget och Tangiamo avseende produkt erbjudande i form av elektroniska spelbord, strategi att rikta sig mot både casinon och kryssningsfartyg, intäktmodell, adresserbar marknadsstorlek, marginaler och till viss del kapitalstruktur.

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 Digital har nyligen lanserat *Jackpot Blitz™*, vilket är företagets nästa generation av spelplattform som ger en högre grad av operatörseffektivitet, flexibilitet och lönsamhet. *Jackpot Blitz* innebär ett nytt steg från *Jackpot Digital's PokerPro Elecontric Table Game-system*, som för närvarande är i drift på olika kryssningslinjer, pokerrum och casinon. *Jackpot Blitz* förväntas förbättra den finansiella och operativa säkerheten för kasinoooperatörer och öka intäkterna för *Jackpot Digital* och dess kunder. Även om vissa tydliga skillnader finns mellan *Jackpot Digital's* och *Tangiamos* spelbord, har likväl båda företagen gemensamma nämnare i sitt produktutbud och affärsmodell. *Jackpot Digital's* tolv månader rullande omsättning uppgår till ca 2,2 MCAD (ca 16 MSEK) och värderas till 4,5 MCAD (ca 33 MSEK) per 2019-09-09.

JACKPOT!
digital

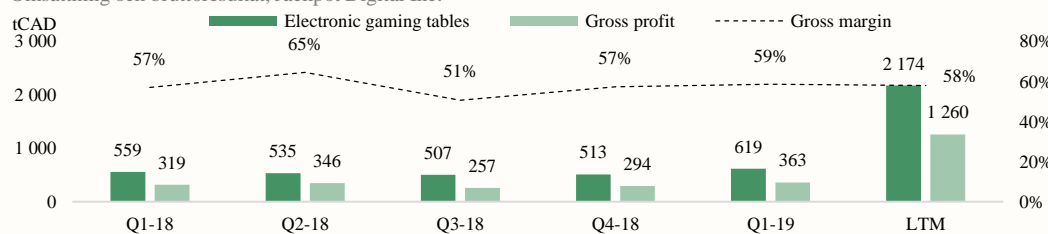
EV/S	Bruttomarginal
3,1	58 %
EV/EBITDA	EBITDA-marginal
neg.	neg.



Jackpot Blitz™

Sett till omsättning och bruttomarginaler finns likheter mellan *Tangiamo* och *Jackpot Digital*.

Omsättning och bruttoreultat, *Jackpot Digital Inc.*



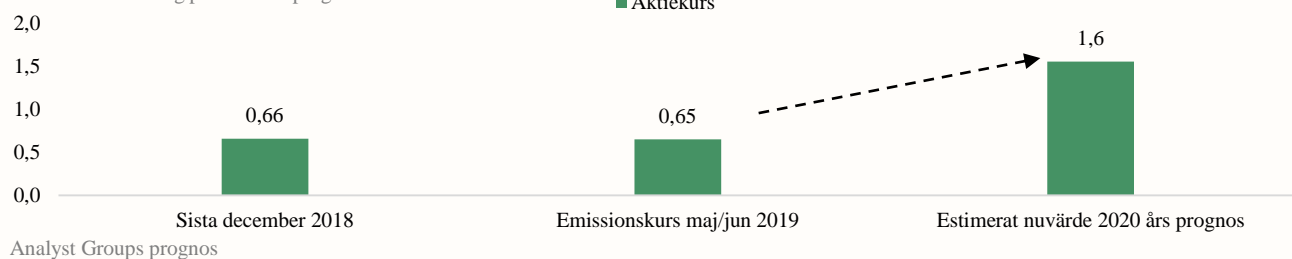
Källa: *Jackpot Digital*

1,60 KR
PER AKTIE I
ETT BASE
SCENARIO

Givet en målmultipel om EV/S 3,5 på *Tangiamos* prognostiserade omsättning om ca 20 MSEK år 2020, med nuvarande nettokassa, ger det ett bolagsvärde om 78 MSEK. Beroende på applicerad diskonteringsränta, vilket reflekterar den tidsrisk som finns av händelser som ligger en viss tid bort och som ännu ej inträffat, illustrerar följande diagram olika värderingsnivåer. Givet 10 % i diskonteringsränta och tillämpad målmultipel härleds ett potentiellt värde per aktie om 1,60 kr i ett Base scenario.

Vid 10 % diskonteringsränta, ger det en potentiell uppvärdering till omkring 78 MSEK (med tillgänglig kassa), motsvarande ett nuvärde om 1,60 kr/aktie.

Potentiellt värdering på 2020 års prognos



Det kan inte uteslutas att *Tangiamo* kan komma att behöva ytterligare externa kapitalanskaffningar framgent. Med tanke på dagens karaktärsdrag är alternativ via aktiemarknaden mest troligt, t.ex. genom företrädesemission eller via riktad emission. Likt branschstandard kommer detta behöva ske till en marknadsrabatt, vilken vanligtvis brukar ställas i relation till en volymviktad historisk kurs under en viss föregående period av handelsdagar. I ett scenario där *Bolaget* skulle genomföra en kapitalanskaffning likt ovan, kommer det påverka värderingen. Det ska dock nämnas att om *Tangiamo* utvecklas i linje med våra prognoser, är chanserna goda för att kapital kan inhämtas till en högre värderingsnivå än dagens rådande värdering.

BULL & BEAR

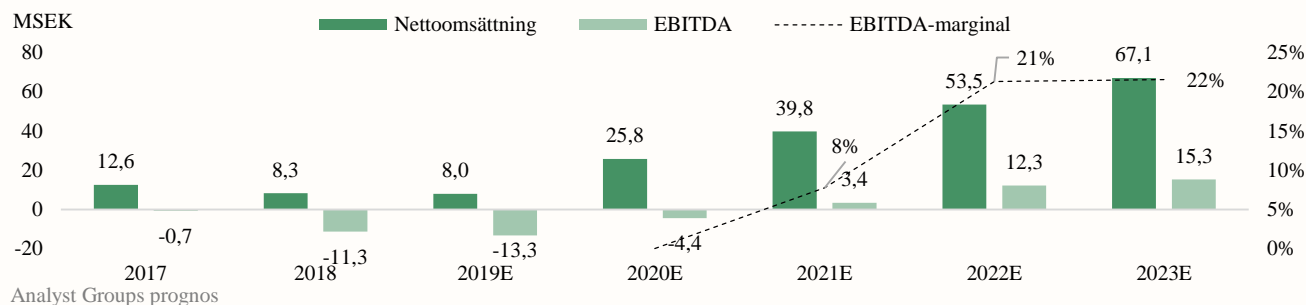
Bull scenario

I ett Bull scenario ökar Tangiamo försäljningen av spelbord via direktförsäljning, samt ingår fler avtal om vinstdelning relativt angivet Base scenario. Detta, i kombination med nuvarande avtal med t.ex. Magic Bet, Bell Casino, TC Johan Huxley m.fl., ger bra utväxling i försäljningen som stiger successivt i bra takt till 2023. Tangiamo har för avsikt att placera sin produkttillverkning utanför Sverige, vilket vid de högre volymerna som estimeras i ett Bull scenario blir nödvändigt i ett tidigare skede. Det möjliggör inte bara en högre försäljningsvolym, utan även bättre marginaler per såld enhet. I takt med att Tangiamo blir en mer etablerad aktör på marknaden och möjligen når en starkare förhandlingsposition, skulle även utrymme kunna finnas för att öka andelen i de vinstdelningsavtal som ingås. En ökad vinstandel medför inte några ytterligare bruttokostnader för Tangiamo, varför detta får en direkt positiv effekt på sista raden och lönsamheten. I ett Bull scenario estimeras Tangiamo omsätta ca 26 MSEK år 2020 och nå *break even* för ett första enskilt kvartal omkring 2020/2021. Baserat på en målmultipel om EV/S 3,5, en diskonteringsränta om 10 % och en rådande kapitalstruktur, erhålls ett nuvärde om 2,0 kr per aktie i ett Bull scenario.

2,0 KR
PER AKTIE I
ETT BULL
SCENARIO

I ett Bull scenario ger nuvarande avtal bra utväxling, i kombination med en nyförsäljning som sker snabbare relativt estimerat Base scenario.

Prognos Bull scenario



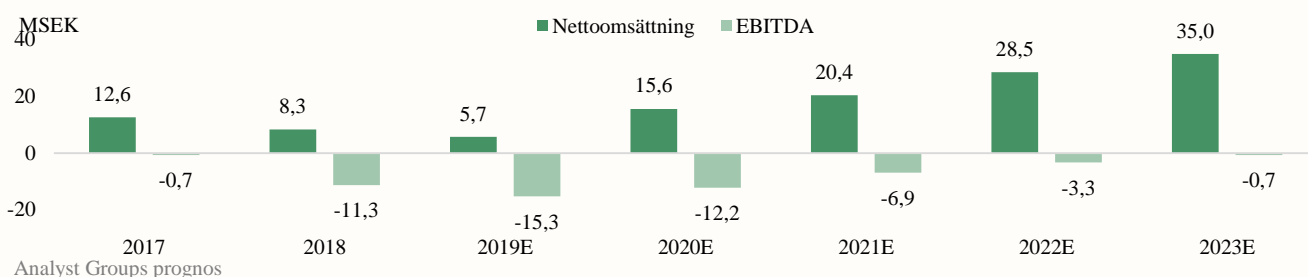
Bear scenario

I ett Bear scenario har Tangiamo svårighet att skala upp antalet sålda spelbord i nödvändig takt för att kunna närma sig ett positivt kassaflöde tillräckligt snabbt. Bolaget har förvisso ett antal avtal på plats idag, men vid en vikande direktförsäljning av ytterligare spelbord och/eller för lågt antal bord med vinstdelning, kommer Tangiamo med dagens kostnadskostym att fortsatt dras med förluster. Det är inte heller otänkbart att Tangiamo, i ett Bear scenario, kan komma att behöva ge bort en större andel i vinstdelningsavtalen för att kunna ingå avtal med större operatörer och kasinon. I en situation med låg eller vikande försäljning blir Tangiamo fortsatt beroende av ytterligare extern kapitalanskaffning. Med tanke på den bransch Tangiamo verkar inom kan det, i kombination med svaga kassaflöden, vara svårt att erhålla lån från kreditinstitut (t.ex. banker). Tangiamo kommer troligen därmed vara tvungna att vända sig till aktiemarknaden för att resa kapital, vilket generellt förknippas med en värderingsrabatt. I ett Bear scenario sjunker bolagsvärdet, något som skulle öka utspädningen vid t.ex. en företrädesemission. I ett Bear scenario estimeras Tangiamo omsätta ca 16 MSEK år 2020. Baserat på en målmultipel om EV/S 2,5 (p.g.a. lägre tillväxt relativt angivet Base och Bull scenario), en diskonteringsränta om 10 % och rådande kapitalstruktur, erhålls ett värde om 1,0 kr per aktie i ett Bear scenario.

1,0 KR
PER AKTIE I
ETT BEAR
SCENARIO

I ett Bear scenario har Tangiamo svårt att skala upp försäljningen i tillräckligt hög takt och dras därmed med fortsatta förluster.

Prognos Bear scenario



LEDNING & STYRELSE

Källa innehav: Holdings, per 2019-06-30



Jan Bengtsson, Styrelseordförande

Jan Bengtsson är född 1951 och har varit styrelseordförande i Tangiamo sedan 2006. Jan har en civilekonomexamen från Handelshögskolan i Göteborg. Han har en gedigen erfarenhet från ledande befattningar i finansbranschen och fastighetsbranschen. Jan har tidigare varit VD för Rasta Group AB samt styrelseledamot i Zenergy AB (publ).

Aktieinnehav i Tangiamo: 2 351 932 aktier privat, via bolag och närstående.



Ingemar Asp, Styrelseledamot

Ingemar Asp är född 1949 och har varit styrelseledamot i Tangiamo sedan 2015. Han har en gedigen erfarenhet som entreprenör, där han engagerad drivit och startat flertalet olika företag. Ingemar har tidigare arbetat med affärsutveckling och att bygga långsiktiga relationer.

Aktieinnehav i Tangiamo: 2 080 205 aktier privat, via bolag, närstående och kapitalförsäkring.



Mats Nordahl, Styrelseledamot

Mats Nordahl är född 1958 och har varit styrelseledamot i Tangiamo sedan 2015. Mats är en civilekonomexamen från Handelshögskolan i Göteborg. Han har tidigare erfarenhet av medgrundare till TiFiC, ett framgångsrikt startup-bolag med inriktning mot att automatiskt lösa datorsupportproblem. Mats är grundare till Tangiamo och var VD för bolaget fram tills 2018.

Aktieinnehav i Tangiamo: 535 828 aktier privat, via bolag och närstående.



Linh Thai, VD

Linh Thai är född 1985 och har varit verkställande direktör i Tangiamo sedan 2018. Linh innehar en B.Sc i Automation Technology och en B.Sc i Industrial Leadership and Organizations. Hon har en gedigen erfarenhet av ledande roller inom industrin med fokus på export och utveckling av egna produkter. Linh har tidigare varit vice VD för Milleteknik, General Manager för Gerdins Cutting Tech, platschef på Heda samt styrelseledamot i Zenergy.

Aktieinnehav i Tangiamo: 651 179 aktier privat.



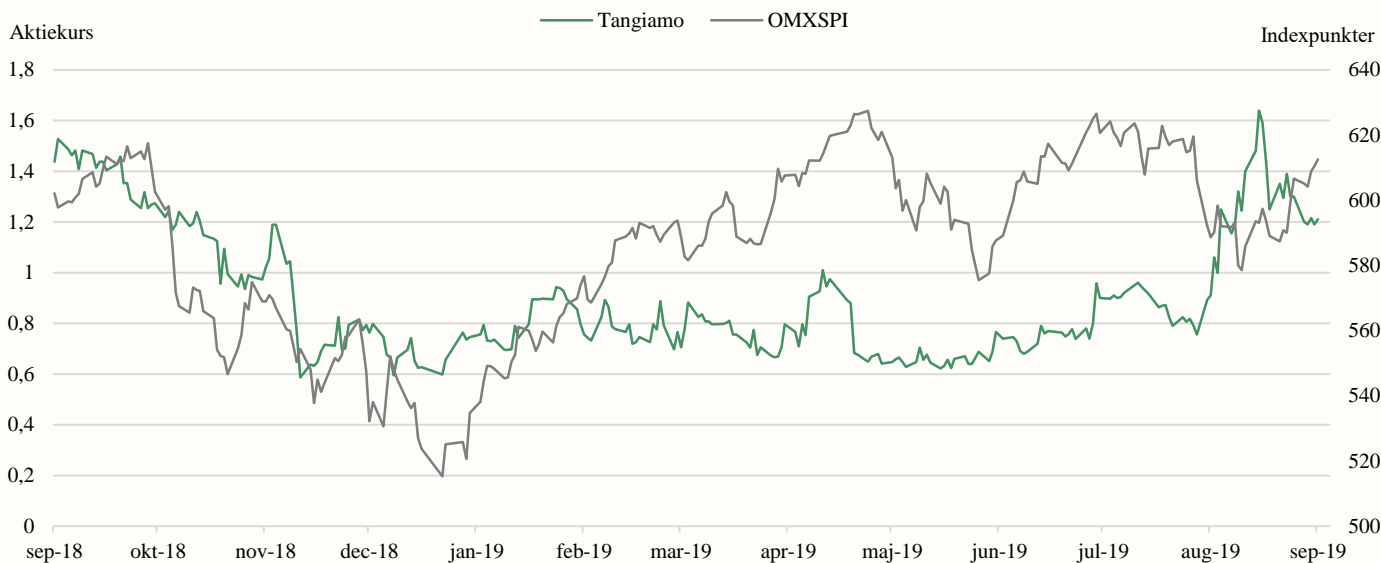
Harald Börsholm, Försäljningschef

Harald Börsholm är född 1985 och har varit försäljningschef i Tangiamo sedan 2019. Harald innehar en B.Sc i Engineering design från Högskolan i Skövde samt en M.Sc i Business Development från Göteborgs Universitet. Han har en gedigen erfarenhet från ledande roller inom global försäljning och systemutveckling. Harald kommer senast från en global roll på Veoneer och han har tidigare varit VD för Kimo Instrument AB och försäljningschef på Gerdins Cutting Tech.

Aktieinnehav i Tangiamo: 572 711 aktier privat.

APPENDIX

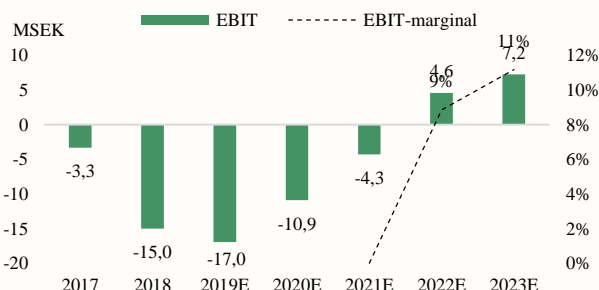
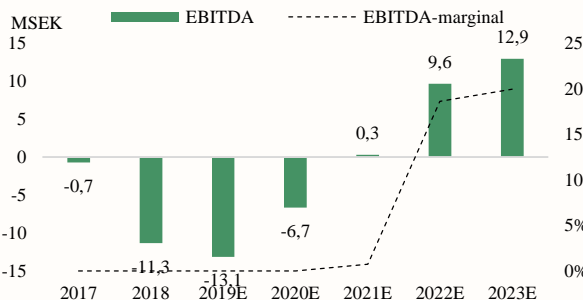
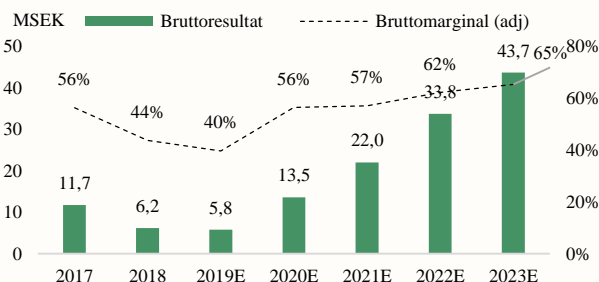
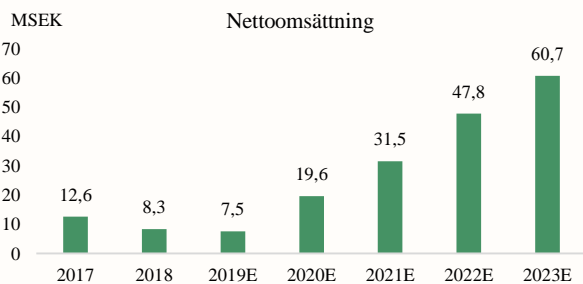
Aktiekursens utveckling



Resultaträkning (SEK)	2017	2018	Q1-18	Q2-18	Q3-18	Q4-18	Q1-19	Q2-19	LTM
Nettoomsättning	12 598 952	8 319 249	2 442 194	0	1 963 498	2 263 347	1 509 181	1 045 049	6 781 075
Aktiverat arbete för egen räkning	4 602 657	2 561 857	897 551	2 365 912	478 126	470 478	608 090	732 300	2 288 994
Övriga rörelseintäkter	88 565	622 093	337 651	256 818	27 170	454	10 569	13 193	51 386
Lagerförändring	0	0	0	0	0	0	0	373 675	373 675
Totala intäkter	17 290 174	11 503 199	3 677 396	2 622 730	2 468 794	2 734 279	2 127 840	2 164 217	9 495 130
Råvaror och förnödenheter	-5 585 322	-5 308 337	-983 106	-1 590 180	-690 901	-2 044 150	-780 432	0	-3 515 483
Bruttoresultat	11 704 852	6 194 862	2 694 290	1 032 550	1 777 893	690 129	1 347 408	2 164 217	5 979 647
Bruttomarginal (adj)	56%	44%	74%	n.a.	66%	10%	49%	137%	54%
Övriga externa kostnader	-3 680 974	-6 007 893	-1 931 581	-1 209 659	-1 368 771	-1 497 882	-2 125 725	-1 357 644	-6 350 022
Personalkostnader	-8 408 052	-11 290 554	-2 901 148	-2 869 782	-2 720 171	-2 799 453	-3 089 214	-2 825 078	-11 433 916
Övriga rörelsekostnader	-325 400	-232 350	-32 597	-135 714	-36 713	-27 326	733	-8 997	-72 303
EBITDA	-709 574	-11 335 935	-2 171 036	-3 182 605	-2 347 762	-3 634 532	-3 866 798	-2 027 502	-11 876 594
EBITDA-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Av- och nedskrivningar	-2 620 149	-3 708 254	-798 928	-810 698	-861 018	-1 237 610	-1 060 150	-1 060 150	-4 218 928
EBIT	-3 329 723	-15 044 189	-2 969 964	-3 993 303	-3 208 780	-4 872 142	-4 926 948	-3 087 652	-16 095 522
EBIT-marginal	neg.	neg.	neg.	n.a.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Finansiella intäkter	8 442	321	321	0	0	0	0	0	0
Finansiella kostnader	-6 250	-11 059	0	-222	0	-10 837	-2 455	-192 872	-206 164
EBT	-3 327 531	-15 054 927	-2 969 643	-3 993 525	-3 208 780	-4 882 979	-4 929 403	-3 280 524	-16 301 686
Skatt	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Periodens resultat	-3 327 531	-15 054 927	-2 969 643	-3 993 525	-3 208 780	-4 882 979	-4 929 403	-3 280 524	-16 301 686
Nettomarginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.

APPENDIX

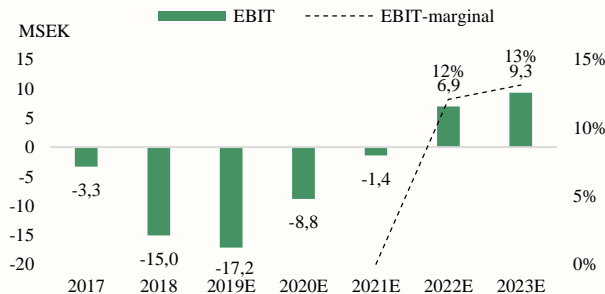
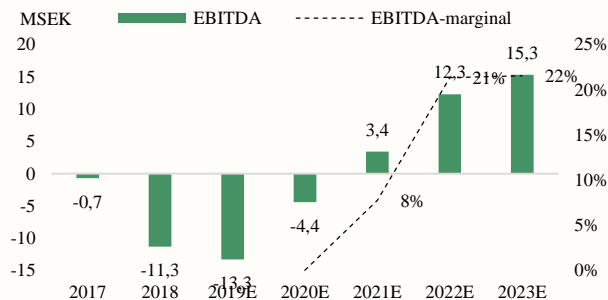
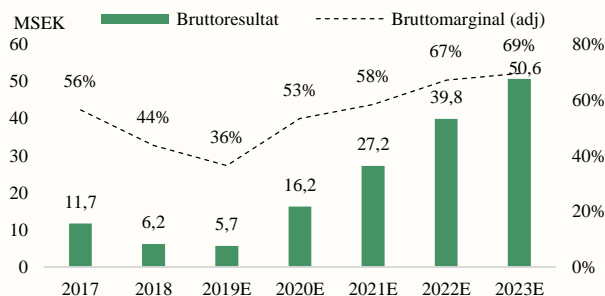
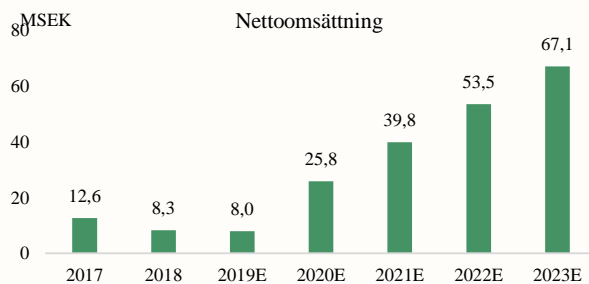
Base scenario (MSEK)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	12,6	8,3	7,5	19,6	31,5	47,8	60,7
Aktiverat arbete för egen räkning	4,6	2,6	2,4	2,5	4,0	4,0	4,0
Övriga rörelseintäkter	0,1	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lagerförändringar	0,0	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Totala intäkter	17,3	11,5	10,4	22,1	35,5	51,8	64,7
Råvaror och förnödenheter	-5,6	-5,3	-4,6	-8,5	-13,5	-18,0	-21,0
Bruttoresultat	11,7	6,2	5,8	13,5	22,0	33,8	43,7
Bruttomarginal (adj)	56%	44%	40%	56%	57%	62%	65%
Övriga externa kostnader	-3,7	-6,0	-7,3	-8,1	-8,7	-9,7	-13,3
Personalkostnader	-8,4	-11,3	-11,4	-12,0	-13,0	-14,4	-17,4
Övriga rörelsekostnader	-0,3	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
EBITDA	-0,7	-11,3	-13,1	-6,7	0,3	9,6	12,9
EBITDA-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	1%	19%	20%
Av- och nedskrivningar	-2,6	-3,7	-3,9	-4,3	-4,6	-5,0	-5,7
EBIT	-3,3	-15,0	-17,0	-10,9	-4,3	4,6	7,2
EBIT-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	9%	11%



Base scenario	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	Medel
P/S	8,3	9,1	3,5	2,2	1,4	1,1	4,3
EV/S	6,3	7,0	2,7	1,7	1,1	0,9	3,3
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	196,2	5,4	4,1	68,6
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	neg.	11,4	7,2	9,3
P/E	neg.	neg.	neg.	neg.	15,0	9,5	12,2

APPENDIX

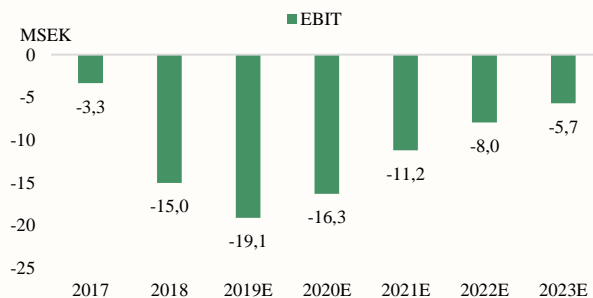
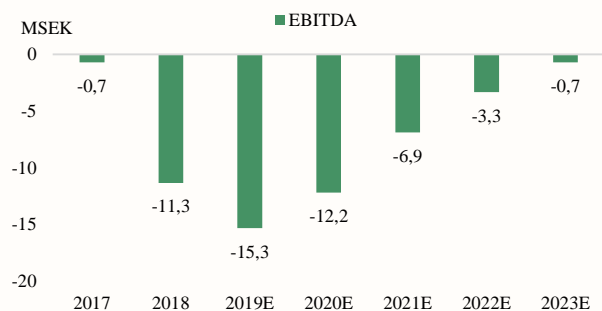
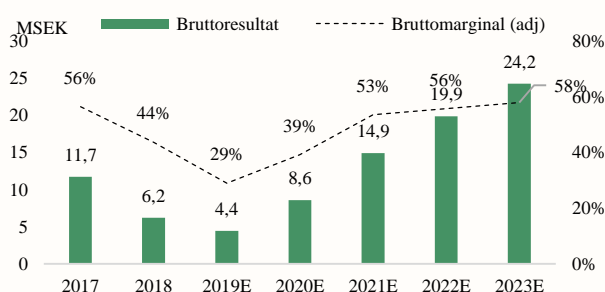
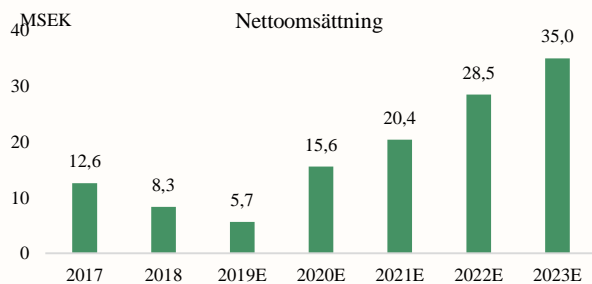
Bull scenario (MSEK)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	12,6	8,3	8,0	25,8	39,8	53,5	67,1
Aktiverat arbete för egen räkning	4,6	2,6	2,4	2,5	4,0	4,0	4,0
Övriga rörelseintäkter	0,1	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lagerförändringar	0,0	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Totala intäkter	17,3	11,5	10,4	28,3	43,8	57,5	71,1
Råvaror och förnödenheter	-5,6	-5,3	-4,7	-12,1	-16,6	-17,6	-20,5
Bruttoresultat	11,7	6,2	5,7	16,2	27,2	39,8	50,6
Bruttomarginal (adj)	56%	44%	36%	53%	58%	67%	69%
Övriga externa kostnader	-3,7	-6,0	-7,4	-8,4	-10,0	-11,6	-16,0
Personalkostnader	-8,4	-11,3	-11,5	-12,2	-13,8	-16,0	-19,3
Övriga rörelsekostnader	-0,3	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0
EBITDA	-0,7	-11,3	-13,3	-4,4	3,4	12,3	15,3
EBITDA-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	8%	21%	22%
Av- och nedskrivningar	-2,6	-3,7	-3,9	-4,4	-4,8	-5,3	-6,0
EBIT	-3,3	-15,0	-17,2	-8,8	-1,4	6,9	9,3
EBIT-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	12%	13%



Bull scenario	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	Medel
P/S	8,3	8,6	2,7	1,7	1,3	1,0	3,9
EV/S	6,3	6,6	2,0	1,3	1,0	0,8	3,0
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	15,4	4,3	3,4	7,7
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	neg.	7,6	5,6	6,6
P/E	neg.	neg.	neg.	neg.	9,9	7,4	8,6

APPENDIX

Bear scenario (MSEK)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	12,6	8,3	5,7	15,6	20,4	28,5	35,0
Aktiverat arbete för egen räkning	4,6	2,6	2,4	2,5	4,0	4,0	4,0
Övriga rörelseintäkter	0,1	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lagerförändringar	0,0	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Totala intäkter	17,3	11,5	8,1	18,1	24,4	32,5	39,0
Råvaror och förnödenheter	-5,6	-5,3	-3,7	-9,5	-9,5	-12,6	-14,7
Bruttoresultat	11,7	6,2	4,4	8,6	14,9	19,9	24,2
Bruttomarginal (adj)	56%	44%	29%	39%	53%	56%	58%
Övriga externa kostnader	-3,7	-6,0	-7,4	-8,0	-8,5	-9,0	-9,7
Personalkostnader	-8,4	-11,3	-12,1	-12,6	-13,2	-14,1	-15,1
Övriga rörelsekostnader	-0,3	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
EBITDA	-0,7	-11,3	-15,3	-12,2	-6,9	-3,3	-0,7
EBITDA-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Av- och nedskrivningar	-2,6	-3,7	-3,8	-4,1	-4,3	-4,6	-5,0
EBIT	-3,3	-15,0	-19,1	-16,3	-11,2	-8,0	-5,7
EBIT-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.



Bear scenario	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	Medel
P/S	8,3	12,1	4,4	3,4	2,4	2,0	5,4
EV/S	6,3	9,3	3,4	2,6	1,8	1,5	4,1
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	n.a
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	n.a
P/E	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	n.a

DISCLAIMER

Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument eller annan information härrörande AG Equity Research AB (vidare AG) är framställt i informationssyfte, 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 frånsäger 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: www.analystgroup.se/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** (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 2014-2019). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.

Ag

Analyst Group

AG EQUITY RESEARCH AB

RIDDARGATAN 35
114 57 STOCKHOLM

© AG Equity Research AB 2014-2019
WWW.ANALYSTGROUP.SE