

# AKTIEANALYS

FULL COVERAGE



## TANGIAMO TOUCH TECHNOLOGY

*Redo att möta den ökade efterfrågan*

2021-03-05

Analytiker: Christoffer Jennel

**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 den bästa informationslänken mellan de många investerarna och företagen.

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

---

Vi tror på att hjälpa företag och investerare att bättre förstå varandra

# INNEHÅLL

Tangiamo Touch Technology AB ("Tangiamo" eller "Bolaget") arbetar med tillämpningar av sensortechnologi 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. Några av kunderna är bl.a. världens största kasinoföretag. Bolagets aktie är noterad på Nasdaq First North Growth Market sedan 2017.

## INNEHÅLLSFÖRTECKNING

Introduktion	4
Kommentar Q4-20	5
Investeringsidé	6
Bolagsbeskrivning	6-7
Marknadsanalys	8-9
Finansiell prognos	10-15
Värdering	16-17
Bull & Bear	18
Ledning & Styrelse	19
Appendix	20
Disclaimer	21

## VÄRDEDRIVARE

7 av 10

Tangiamo har de senaste åren ingått flera nya distributionsavtal som ger en god försäljningsgrund, och i kombination med att flertalet nya produkter har utvecklats och produktscertifierats under år 2020 kan Tangiamo stå inför en stark försäljningsökning under 2021, i takt med att landbaserade kasinon återhämtar sig. Med tanke på nuvarande värdering och kommande värde drivare, anser vi att *risk-reward* i aktien är fortsatt attraktiv.

## HISTORISK LÖNSAMHET

2 av 10

Tangiamo grundades år 2004 och har förvisso haft försäljning men samtidigt svårigheter att nå lönsamhet i verksamheten. Bolaget har därmed varit i behov av extern kapitalanskaffning för att fortsatt kunna bedriva verksamheten. Omsättningen och rörelseresultatet för år 2020 uppgick till ca 5,4 MSEK respektive -10 MSEK. Betyget är baserat på historik och är ej framåt-blickande.

## LEDNING & STYRELSE

5 av 10

VD Linh Thai tillträdde som VD i slutet av 2017, Linh har tidigare erfarenhet som vice VD för Milleteknik och General Manager (GM) för Gerdins Cutting Tech. Staffan Hillberg, styrelseordförande sedan 2019, har arbetat för Bonnier, Apple, grundat Appgate samt varit Partner i CR&T Ventures (riskkapitalbolag i Bure-sfären). Totalt insynsägande från ledning och styrelse uppgår till ca 5,4 %. För ett högre betyg hade vi velat se en högre andel insynsägande från ledning och styrelse.

## RISKPROFIL

6 av 10

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. Givet nuvarande kassa och *burn rate* kan en extern kapitalanskaffning inte uteslutas i närtid om försäljningen inte tar fart.

Analyst Groups betygsättning utgår från fyra huvudparametrar där varje huvudparameter består av ett flertal underparametrar med individuell betygsättning, vilka summerar till ett viktat slutbetyg för varje huvudparameter.

Värde drivare, Historisk Lönsamhet och Ledning & Styrelse sträcker sig från 1 till 10, där 10 är högsta betyg.

Riskprofil sträcker sig från 1 till 10, där 10 är att anse som högst risk.

# TANGIAMO TOUCH TECHNOLOGY

REDO ATT MÖTA DEN ÖKADE EFTERFRÅGAN



År 2020 var ett tufft år för landbaserade kasinon och således dess underleverantörer, där *lock-downs* och allmän osäkerhet har haft, och fortfarande har, en negativ effekt på genererade intäkter inom branschen. Som en relativt liten aktör tillåts mer flexibilitet, varför Tangiamo utnyttjat situationen genom att fokusera på produktcertifiering samt utvecklande av nya produkter. Nu står Bolaget med en starkare produktportfölj, och med intakta distributionsavtal ser 2021 ut att bli ett spännande år. Utifrån en P/S-multipel om 2,5x på 2021 års estimerade nettoomsättning om ca 28 MSEK ser vi ett motiverat värde per aktie om 1,05 kr i ett Base scenario.

## ▪ Tangiamo visar tillväxt om 2,4 % under 2020

Tangiamo redovisade inga intäkter för det fjärde kvartalet 2020, men tillväxten för helåret summerades ändå till 2,4 %, motsvarande 5,4 MSEK. Ordern om 0,5 MSEK som mottogs under Q4-20 antas därmed levereras samt generera intjäning under Q1-21. Bolagets *burn rate* för det fjärde kvartalet kom in ca 35 % lägre än Q4-19, vilket vi ser positivt på. Givet att Tangiamo kan fortsätta utvecklas med god kostnadskontroll, bör Bolaget kunna uppvisa god lönsamhet när försäljningen kommer upp till högre nivåer.

## ▪ Pandemin har öppnat nya dörrar för Tangiamo

Med rådande pandemi och det faktum att marknaden som Tangiamo är verksamma inom varit stängd större delen av år 2020, har Tangiamo bevisat att de snabbt kan ställa om utefter yttre faktorer. Nya affärsområden har introducerats och processer för produktcertifieringar har inletts, och under Q1-21 ska en slutinspektion med Loto Quebec göras vilket potentiellt kan resultera i en order om 5-10 MSEK. Vi är av uppfattningen att Tangiamo kan gå stärkta ur pandemin, och med en breddad såväl som uppgraderad produktportfölj, kan kapitalisera på den högre efterfrågan som finns för Bolagets produkter när osäkerheten på marknaden lägger sig. Tangiamos befintliga distributionsavtal, i kombination med senast kommunicerade orders, ger en stark försäljningsgrund att utgå från.

## ▪ Sports betting runt hörnet

Tangiamo meddelade i Q3-rapporten att Bolagets utvecklade mjukvara förhoppningsvis kan tillämpas för *sports betting* inom en snar framtid. Under Q4-20 kommunicerade Tangiamo ett samarbete med Digitain, avseende Sports betting, där det är tänkt att Digitains iGaming plattform ska integreras i Tangiamos Crystal bord samt Remote gaming system. Samarbetet väntas inledas under 2021 och med ett nytt affärsområde med en omfattande marknad, stärks Tangiamos produktportfölj ytterligare samtidigt som nya intäktströmmar skapas. Detta anser vi även ger mervärde till befintliga kunder som kan ta del av en bredare plattform smidigt samtidigt som nya kunder kan attraheras. Med ett kommande fotbolls-EM samt OS, finns förutsättningar för en lyckad lansering under 2021.

## AKTIEKURS | 0,71 kr

### VÄRDERINGSINTERVALL 2021 ÅRS PROGNO

**BEAR**  
0,42 kr

**BASE**  
1,05 kr

**BULL**  
1,42 kr

TANGIAMO					
Senast betalt (2021-03-02)	0,71				
Antal Aktier (st.)	66 864 521				
Market Cap (MSEK)	47,5				
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	-1,5				
Enterprise Value (MSEK)	46,0				
V.52 prisintervall (SEK)	0,526 – 1,725				
Lista	Nasdaq First North Growth Market				
UTVECKLING					
1 månad	-15,4 %				
3 månader	-2,7 %				
1 år	-37,4 %				
YTD	-21,1 %				
HUVUDÄGARE (KÄLLA: TANGIAMO, VERIFIERAD 2020-06-30)					
Avanza Pension	8,6 %				
Jan Bengtsson	3,5 %				
Mikael Mörk Konsult och Invest AB	3,3 %				
Ingemar Asp	3,1 %				
Recall Capital Nordic AB	2,6 %				
VD OCH ORDFÖRANDE					
Verkställande Direktör	Linh Thai				
Styrelseordförande	Staffan Hillberg				
FINANSIELL KALENDER					
Kvartalsrapport 1	2021-04-29				
PROGNOS (BASE SCENARIO) MSEK					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>Nettoomsättning</b>	<b>5,3</b>	<b>5,4</b>	<b>28,2</b>	<b>31,8</b>	<b>35,6</b>
<i>Omsättningsstillväxt</i>	-54,3%	2,4%	422,7%	13,0%	11,9%
<b>Bruttoresultat</b>	1,0	5,5	21,0	24,8	27,8
<i>Bruttomarginal (adj)<sup>1</sup></i>	neg.	70,5%	64,7%	65,4%	66,8%
<b>EBITDA</b>	<b>-20,3</b>	<b>-7,7</b>	<b>6,7</b>	<b>9,5</b>	<b>11,7</b>
<i>EBITDA-marginal</i>	neg.	neg.	21,8%	26,4%	29,6%
<b>EBIT</b>	<b>-30,4</b>	<b>-10,0</b>	<b>3,9</b>	<b>5,6</b>	<b>7,5</b>
<i>EBIT-marginal</i>	neg.	neg.	12,5%	15,7%	19,1%
P/S	9,0	5,7	1,5	1,3	1,2
EV/S	8,8	5,5	1,5	1,3	1,2
EV/EBITDA	-2,3	-6,0	6,8	4,9	3,9

<sup>1</sup> Exkl aktiverat arbete, övriga rörelseintäkter & lagerförändring

# KOMMENTAR Q4-20

---

Senaste VD-ordet kan vi läsa hur Coronapandemin under 2020 å ena sidan pausade i princip hela casinobranschen, vilket onekligen har påverkat Tangiamos försäljning negativt, men å andra sidan är de efterföljande effekterna gynnsamma för Tangiamo framöver. Linh Thai beskriver hur kraven från kunder har och kommer ändras i takt med att marknaden åter öppnas, där en mer blandad produktmix till spelarna och totalt färre spelmaskiner på casinogolvet med högre utnyttjandegrad efterfrågas.

---

*"Tangiamo står väl rustade att kapitalisera på den förändrade efterfrågan på marknaden, där Bolaget under 2020 utvecklat sin Crystal-plattform för att möjliggöra att befintliga såväl som nya spelbord kan erbjuda mer än bara ett spel. Detta anser vi är en "edge" som Tangiamo har som tilltalar och således möter de krav och behov landbaserade kasinon nu har efter pandemin".*

---

Avseende Loto Quebec gavs inga direkta uppdateringar än det som kommunicerades i början av februari, där produktcertifieringen av Multiplay Auto fortfarande är intakt men fördröjs något till följd av begränsad personalstyrka i Loto Quebecs testlabb. Eventuella uppdateringar kring Loto Quebec är en tydlig trigger i närtid.

Pandemin fortsätter påverka nettoomsättning negativt och för det fjärde kvartalet uppgick nettoomsättning till 2 Tsek (551). För helåret 2020 växer Tangiamo dock nettoomsättningen med 2,4 %, vilket ändå får ses som ett styrketecken med bakgrund av pandemin. I takt med att marknaderna börjar öppnas upp på riktigt är vi av uppfattningen att Tangiamo kan, med stöd av det lån om 6 MSEK som Bolaget upptog under december 2020, accelerera tillväxten under 2021 med ett stärkt produkterbjudande och ökad efterfrågan.

Vid utgången av december uppgick Bolagets kassa till 7,7 MSEK, vilket var inom vårt estimerade intervall. Noterbart var att kassaflödet för den operativa verksamheten var positivt och uppgick till 2,3 MSEK, men justerat för lånet som påverkade kassaflödet positivt om 5,6 MSEK under Q4-20, var Bolagets operationella *burn rate* omkring -3,3 MSEK för kvartalet, eller -1,1 MSEK/månad. Detta är ungefär i linje med vad Bolaget uppvisade i genomsnitt under 2020, om än något högre, men är samtidigt ca 35 % lägre jämfört med Q4-19, vilket är positivt och visar att Tangiamo lyckats väl med att hålla kostnaderna i schack även under tuffare tider. Givet en operationell *burn rate* om ca -2,9 MSEK per kvartal (-0,98 MSEK/månad), som är ett genomsnitt för 2020, estimerar vi att kassan per dags dato uppgår till ca 5,7 MSEK.

VÄXER MED  
2,4 % UNDER  
2020 TROTS  
PANDEMIN

# INVESTERINGSIDÉ

## Med en breddad produktportfölj står Tangiamo redo att möta en högre efterfrågan 2021

Med en global pandemi som färgat hela år 2020 har Tangiamo varit tvungna att ställa om och utnyttja den flexibilitet som är möjlig för en mindre aktör. Bolaget har under det gångna året b.l.a. utvecklat nya affärsområden i form av ADR-system till onlinesektorn och *Leisure Games*, samt initierat diverse produktcertifieringsprocesser, senast i Quebec. Under år 2019 tog Tangiamo fram en ny generation av sina befintliga produkter samt utvecklade nya, däribland *Gaming Bridge*, men rådande pandemi har gjort att investeringsviljan hos marknadsaktörerna varit lägre, vilket har påverkat försäljningen. Med en produktportfölj som under år 2020 stärkts ytterligare, t.ex. med slotmaskinen TNG Slot och Sports betting, är Analyst Group av uppfattningen att Tangiamo under år 2021 kan kapitalisera på den högre efterfrågan som finns för deras produkter när osäkerheten på marknaden lägger sig, och där de befintliga distributionsavtalens potentiella värden om ca 19 MSEK för år 2021 samt senast kommunicerade orders, ger Tangiamo en stark försäljningsgrund att utgå från.

2021 KAN BLI  
ETT BRA ÅR  
FÖR  
TANGIAMO

## Slutinspektion med Loto Quebec – stark värde drivare som kan öppna upp nord-amerikanska marknaden

Produktcertifieringen av Tangiamos Multiplay i Loto Quebec fortgår, om än med begränsad personalstyrka, där besked väntas inkomma under Q1-21, vari ett godkännande skulle innebära att Loto Quebec kan byta ut ett antal av sina befintliga bord. Ersättandet av enbart de befintliga spelbordet kan innebära en order för Tangiamo om 5-10 MSEK. Utöver det höga affärsvärdet skulle detta även innebära en stark referenskund för Tangiamo, då Loto Quebec kan liknas med Kanadas motsvarighet till Svenska Spel, och kan därmed resultera i att flera dörrar öppnas för Tangiamo på den nordamerikanska marknaden.

DET  
BUBBLAR I  
NORD-  
AMERIKA

## Med en förbättrad mjukvara skapas mervärde för både befintliga som nya kunder

Tangiamos Crystal-plattform har under år 2020 utvecklats för att möjliggöra att befintliga spelbord ska kunna erbjuda mer än bara ett spel, och är idag kompatibel med kasinospel, arkadspel och *sports betting*. Samarbetet med Digitain tillgodoser Tangiamo med en global sports betting-tjänst, via integrering i Bolagets Crystal-plattform. Detta anser vi mynnar ut i en mer attraktiv produkt som inte enbart skapar mervärde åt Tangiamos redan befintliga kunder utan även kan attrahera nya, en tydlig *edge* som Tangiamo har jämfört med konkurrerande aktörer.

BRA TEKNIK-  
HÖJD I  
MJUKVARA

## Prognos och värdering

Utifrån gjorda prognoser estimerar Analyst Group en stark tillväxt för Tangiamo under år 2021 där nettoomsättningen väntas uppgå till 28,2 MSEK, och givet en målmultipel om P/S 2,5 på 2021 års estimerade försäljning motiveras ett värde per aktie om 1,05 kr. Analyst Group är av uppfattningen att rådande värderingsrabatt grundas i en allmän osäkerhet inom branschen i kombination med coronapandemin. Utrullningen av vaccin, i kombination med ljusare framtidsutsikter för år 2021, bör leda till en minskad osäkerhet, varför Tangiamos försäljning, givet en stärkt produktportfölj samt ökat antal produktcertifieringar, kan ta fart och således aktiekursen.

1,05 KR  
I ETT BASE  
SCENARIO

## Högre insynsägande hade ingjutit högre förtroende

Samtidigt som lednings- och styrelsegruppen anses vara kompetenta med bra erfarenheter är insynsägandet relativt lågt i Tangiamo. Totalt äger styrelsen aktier i Tangiamo till ett värde av ca 2,5 MSEK, motsvarande ca 5,4 % ägarandel. VD Linh Thai äger 219 300 aktier, motsvarande 0,3 % av kapitalet. Vi hade gärna sett ett större ägande, då det hade ingjutit ett ännu högre förtroende.

## HIGHLIGHTS



# BOLAGSBESKRIVNING

## Tangiamo Touch Technology

Tangiamo är en systemleverantör av sensorteknologi inom *gaming*, där Bolaget mer specifikt verkar inom Touch-teknologi och visuell identifiering. Tangiamo utvecklar elektroniska spelbord, hel- och halvautomatiserade, där Bolagets unika touchteknik integreras. Automat-isering av spelborden medför fördelar för kasinon i termer av ökade intäkter, då spelen går snabbare och med en högre säkerhet. Bolagets spelbord är myndighetsgodkända på flera stora marknader i Europa, och finns installerade i mer än 30 länder.

Kunderna finns även på oreglerade öppna marknader utan krav på tillstånd. Tangiamo har tagit fram en produktportfölj med olika typer av spelplattformar av skiftande karaktär samt funktioner, där Tangiamos spelbord stödjer kända spel så som Roulette, Black Jack, Sic Bo och Craps.

### Nuvarande produktportfölj och kommande produkter

Illustration av Tangiamos produkter

#### Electronic Table Games

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

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

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

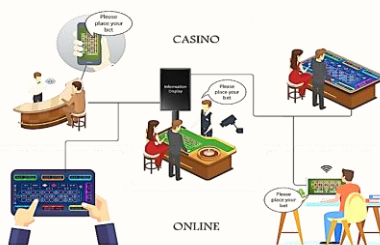
**Crystal** - Helautomatiskt spelbord där upp till sex personer kan spela på varsin spelterminal på en gemensam skärm.



Elektroniskt spelbord

#### Gaming Bridge

Är en systemprodukt för kasinon som möjliggör för landbaserade kasinon och kryssningsfartyg att skala upp sin verksamhet, då produkten möjliggör att fler spelare kan delta i spelet, genom att binda samman fysiska spelbord med *Remote* och *Online Gaming*. Produkten är kompatibel med spelbord från alla leverantörer på marknaden, och med Gaming Bridge tar Tangiamo steget från att vara en leverantör av spelbord till att erbjuda infrastruktur såväl som mjukvara inom gaming, och med Gaming Bridge tillåts Tangiamo verka där *online gaming* är tillåtet men även där det är förbjudet.



Gaming Bridge

#### Automatic Dice Recognition

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



ADR-system

#### 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



TNG slot-maskin

#### TiTo

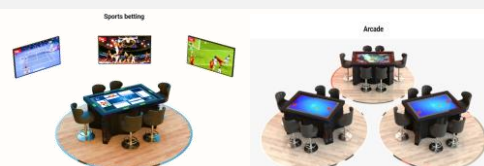
Ett betalningssystem som innebär en helautomatiserad betalnings-hantering, där kasinon i realtid ser transaktioner per bord samt kan begränsa användningen av spelmarker till ett bord i taget. Kasinon betalar för hårdvaran samt en licensavgift per enhet och månad. Viss produkttestning hos kund görs ännu,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

#### Kommande

#### Sports Betting/Leisure Games

Under Q4-20 meddelade Tangiamo att ett samarbete med bettingbolaget Digitain har inletts, vars iGaming-plattform ska integreras i Tangiamos Crystal-plattform. Med samarbetet tillåts Tangiamo kunna erbjuda en global sportbettingtjänst, utan att utveckla mer funktionalitet eller skapa kostnadsdrivande innehåll internt. Samarbetet kommer intensifieras under 2021.

Under Q3-20 lanserade Tangiamo även ett nytt affärsområde – *Leisure Games* – där framtida spel-titlar kommer att komma i form av rena arkadspel men även i en casinoversion som möjliggör gambling, och därigenom kan en ännu större marknad adresseras. Målbilden är att leverera första speltiteln under Q1-21.



Sports betting & Arcade Games

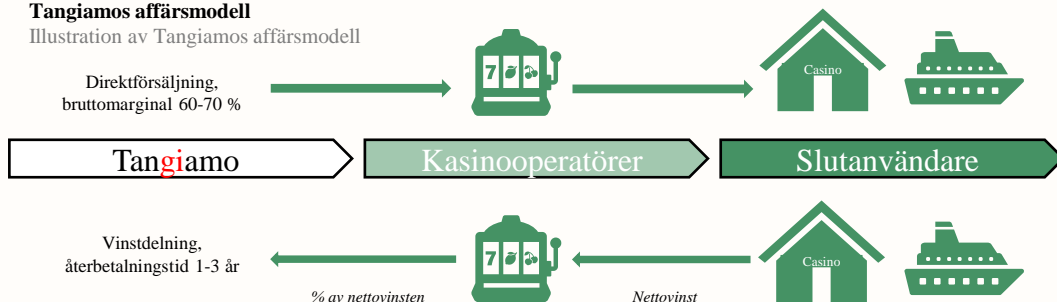
# BOLAGSBESKRIVNING

## Intäktsmodell

Tangiamo säljer sina produkter direkt till kasinooperatörer, genom agenter samt via distributörer. Bolaget adresserar landbaserade kasinon, kryssningsfartyg och spelhallar. För de två sistnämnda tillämpar Tangiamo vinstdelning, vilket innebär att Bolaget säljer sina elektroniska spelbord till ett lägre pris, i utbyte mot att en andel av nettovinsten som genereras från spelbordet tillfaller Tangiamo. Återbetalningstiden för detta upplägg uppskattar Tangiamo till 1-3 år, beroende på storleken av vinsterna från spelbordet samt vilken vinstandel som förhandlats. Sedan år 2019 har Tangiamo stuvat om sin strategi för vinstdelning, där Bolaget sedan dess ämnar vara en vinstdelningspartner med större och kapitalstarka kasinooperatörer med plats för över 40 spelbord, snarare än att sälja till ett (1) kasino och plats, vilket Bolaget gjort tidigare. Tangiamos affärsmodell består således av direktförsäljning avseende deras elektroniska spelbord, slotmaskiner samt ADR-system. Tidigare har Tangiamo enbart sålts ADR-systemen som en del av ett spelbord eller till ett livebord, men expanderade under Q2-20 till onlinesektorn via partnerskap, vilket öppnar upp ett nytt affärsområde för Tangiamo. För onlinesektorn kommer ADR-systemet att både säljas separat men även som ett delsystem i partnernes egna bord. I övrigt har Bolaget intäkter för support, uppgradering av mjukvara, betalningslösningar samt reservdelar.

### Tangiamos affärsmodell

Illustration av Tangiamos affärsmodell



Källa: Tangiamo

## Kostnadsdrivare

Tangiamo har tidigare haft en stor del av tillverkningen av spelborden i Sverige, men har idag *outsourcat* tillverkning till Polen. Mjukvaruutveckling på spelplattformarna samt ADR-systemen hanteras dock fortfarande i Tangiamos lokaler i Göteborg. Kostnader relaterat till utveckling av mjukvara och nya produkter aktiveras som arbete för egen räkning, och intäktsförs därför i resultaträkningen. Personalkostnader är Bolagets primära kostnadsdrivare och väntas vara det även framgent. I takt med att Tangiamo växer och breddar sin verksamhet, antas Bolaget behöva anställa ytterligare, dock i relativt låg utsträckning eftersom tillverkningen av hårdvara som sagt lagts ut på extern part. Övriga externa kostnader utgör således en stor del av Tangiamos totala kostnadsbas och avser exempelvis marknadsinsatser, patentkostnader och hyra, där investeringar inom marknadsinsatser kommer vara av särskild stor vikt framgent för att kunna nå ut bredare i marknaden med Bolagets produkter. Under år 2020 minskade denna kostnadspost med ca 32 % YoY, vilket är ett tecken på god kostnadskontroll, och något vi ser positivt på.

## Strategiska utsikter

Då Bolaget för närvarande inte är lönsamma är det essentiellt att hålla kostnader i schack, i synnerhet när Bolagets underliggande marknader är hårt påverkade av nuvarande coronapandemi. Det som är viktigt för Tangiamo framgent är att fortsätta etablera distributionsavtal samt ingå ramavtal med större operatörer på fler marknader och därtill kontinuerligt öka antalet vindelningsavtal med åren. Med ett breddat produktutbud i form av exempelvis ADR-system för onlinesektorn och *Leisure Games* som öppnar upp en ny marknad, *Gaming Bridge* som medför skalbarhet för kasinooperatörerna, samt Bolagets halv- och helautomatiserade spelbord som innebär kostnads-besparingar och ökad omsättningshastighet åt slutanvändarna, har Tangiamo ett attraktivt erbjudande till marknaden.

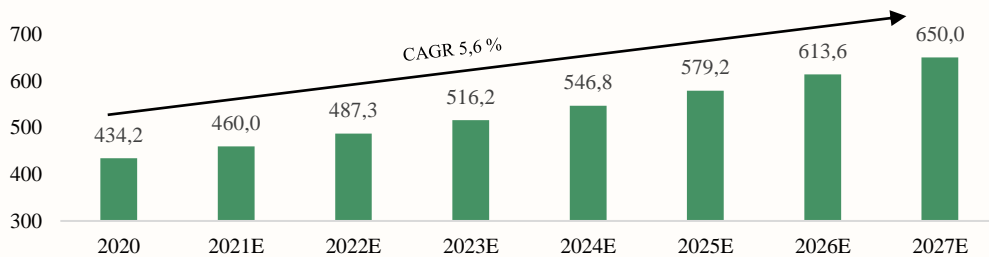


# MARKNADSANALYS

Tangiamo är verksamma inom den globala spelindustrin, som delas in i betting, kasino och lotteri. Tangiamo adresserar idag kasinosegmentet, men väntas i närtid även ta fram en produkt inom sportsbetting. I dagsläget värderas den globala spelindustrin till ca 3 700 mdSEK och under år 2021-2027 väntas marknaden växa med en CAGR om 5,6 %, för att nå en storlek om ca 5 600 mdSEK år 2027. Spelindustrin är även indelad i landbaserat och online, vari Tangiamo säljer sina produkter till landbaserade kasinon, kryssningsfartyg och spelhallar, samt online-sektorn sedan Q2-20 via försäljningen av Bolagets ADR-system. Landbaserade kasinon står än idag för merparten av den totala marknaden, där onlinespel endast utgör ca 10 % av marknaden, dock med en högre tillväxt. I Europa är elektroniska spelbord relativt etablerat, ändock om merparten kommer i form av individuella terminaler för en enskild spelare, något Tangiamo särskiljer sig från med sina spelbord. I Asien å andra sidan domineras kasinon av traditionella spelbord, och antalet spelbord i Macau limiteras till omkring 6 000 stycken med en tillåten tillväxt om ca 3 % per år. Elektroniska spelbord gynnas således utifrån gällande regelverk. Med ett elektroniskt spelbord kan en *dealer* hantera betydligt fler spelare, men i teorin räknas bordet fortfarande som ett (1) spelbord, varför landbaserade kasinon kan skala upp sin verksamhet och minska sin största kostnadspost, vilket är personalkostnaderna. Med Tangiamos relativt nya produkt *Gaming Bridge* skulle de landbaserade kasinon kunna skala upp verksamheten ytterligare då fler spelare, som inte nödvändigtvis är vid de faktiska spelbordet, kan vara med och spela.

## Globala spelindustrin väntas vara värd 650 mdUSD år 2027

Globala spelindustrin, 2021E-2027E  
mdUSD

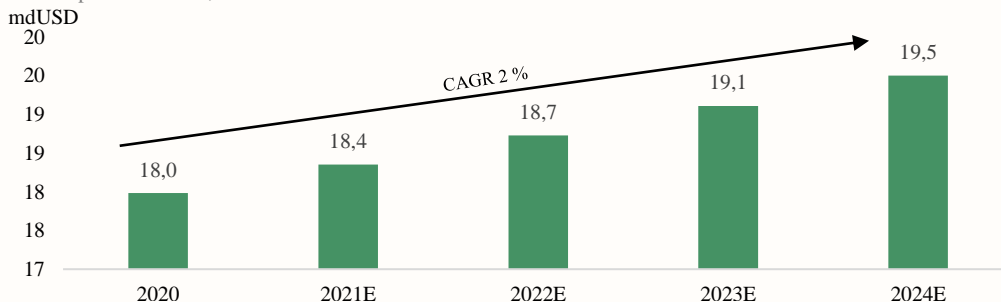


Källa: Cision PR Newswire

Trender inom spelbranschen är att allt fler efterfrågar lösningar som fångar upp de sociala delarna mellan spelare, och en allt mer utsuddad gräns mellan gambling och gaming börjar ta skepnad. Med Tangiamos nya affärsområde *Leisure Games* kan Bolaget kapitalisera på denna trend. Historiskt har *Leisure Games*, även kallat nöjespel, inte innehållit själva gambling-momentet, men gränsen mellan att betala för spel och kunna vinna pengar i ett spelformat har utvecklats starkt senaste åren. Med *Leisure Games* tar Tangiamo sig in på ett nytt affärsområde med syftet att integrera ett gamblingmoment. Till Analyst Groups kännedom finns det ingen direkt uppskattning av värdet av en marknad där gambling och gaming är integrerade, men genom att studera respektive marknad enskilt, går det att få en fingervisning av värdet. Den globala arkadspelsmarknaden värderades år 2020 till ca 155 mdSEK, med en estimerad årlig tillväxt om 2 % årligen fram till år 2024, och marknaden för gambling är som nämnt ovan värderad till ca 3 700 mdSEK med en estimerad CAGR om ca 6 % till år 2027. Bevisligen finns det ett stort och globalt intresse med hänvisning till marknadsstorleken, där en marknad som kombinerar kända arkadspel med gambling således bör vara omfattande.

## Globala arkadspelsmarknaden är omfattande och väntas växa med 2 % årligen

Arkadspelsmarknaden, 2021E-2024E



Källa: Research and Markets, 2020

5,6 %  
CAGR  
GLOBALA  
SPEL-  
INDUSTRIN  
2021E-2027E

# MARKNADSANALYS

Spelmarknaderna i Latinamerika, Afrika och Asien är relativt omogna i termer av antalet landbaserade kasinon, jämfört med Nordamerika, Europa och Australien. Bakgrunden till detta är att landbaserade kasinon inte alltid varit tillåtna i dessa regioner, men nu finns det tecken på att dessa börjar öppnas, och här ser Tangiamo en stor tillväxtpotential.

## Förväntade investeringar om 65 mdUSD i Asien

**65 MDUSD**  
**I PIPELINEN**  
**I ASIEN**

I Asien ligger, enligt Union Gaming, investeringar motsvarande 65 mdUSD i pipelinen med över 30 planerade projekt avseende kasinoutbyggnad för de kommande fem åren. Trots b.l.a. färre landbaserade kasinon var Asien- och Stillhavsregionen den största marknaden för *gambling* och stod för över 30 % av intäkterna från den globala spelindustrin under 2018 enligt The Business Research Company, och väntas även växa med en CAGR om ca 8 % till år 2022. Som en redan etablerad aktör i Macau, kan Tangiamo komma att gynnas av att antalet landbaserade kasinon utökas, eftersom Bolaget redan tagit sig förbi de initiala inträdesbarriärerna på den asiatiska marknaden.

## Afrika visar stark tillväxt

**7,7 %**  
**CAGR**  
**AFRIKA**

I Afrika finns det ca 200 landbaserade kasinon, där flest kasinon återfinns i Sydafrika (54), Egypten (32) och Kenya (19). Enbart sju länder i Afrika förbjuder *gambling* och ytterligare sju länder har särskilda begränsningar, men tillåter det överlag. Enligt The Business Research Company estimeras den afrikanska marknaden vara, tillsammans med Asien- och Stillhavsregionen, snabbast växande marknaden med en CAGR om 7,7 % fram till år 2022. Tangiamo har en uttalad strategi att expandera på de central- och östafrikanska marknaderna, där Bolaget ser en stark tillväxt drivet av stora populationer samt en växande köpkraft. Tangiamo erhöll en första order i Östafrika under Q4-20, vilket kan innebära att fler dörrar öppnas på den afrikanska marknaden framgent.

## Latinamerika börjar öppnas upp mer

**6,1 %**  
**CAGR**  
**LATIN-**  
**AMERIKA**

I Mexico har landbaserad *gambling* varit förbjudet historiskt, men har de senaste åren öppnats upp och idag är i stort alla former av kända spel om pengar tillåtet. Under Q3-20 stärkte Tangiamo sin position i Mexico och utökade antalet vinstdelningsavtal i landet samt nått ut till flera speldistributörer. Kunderna har rätt att avbryta vinstdelningen och köpa loss borden inom en viss tidsram med ett totalt ordervärde om ca 5-6 MSEK. Då Mexico ses som en relativt omogen marknad i termer av antalet landbaserade kasinon och det faktum att landet senaste året börjat öppna upp möjligheterna för *gambling*, finns stor potential för Tangiamo att öka försäljning i regionen kommande år. Den Latinamerikanska marknaden estimeras växa med en CAGR om 6,1 % fram till år 2022.

# FINANSIELL PROGNOIS

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*, *Gaming Bridge*, *Arcade Games*, samt tagit klivet in i onlinesektorn via försäljningen av ADR-system och även initierat en uppdaterad vinstdelningsstrategi där större kapitalstarka kasinodistributörer med en långsiktigt approach istället adresseras. Coronapandemin har förvisso påverkat möjligheterna att driva upp försäljningen från vinstdelningsavtal, då det kräver ett starkt rörelsekapital vilket Tangiamo för närvarande inte har, men givet att vinstdelningsavtalen tar fart under kommande år bedömer Analyst Group, i kombination med fortsatt direktförsäljning, att lönsamheten kan stärkas. I tabellen samt graferna nedan går det tydligt att se vilken effekt omorganisationen har haft på Tangiamos verksamhet och kassaflöde.

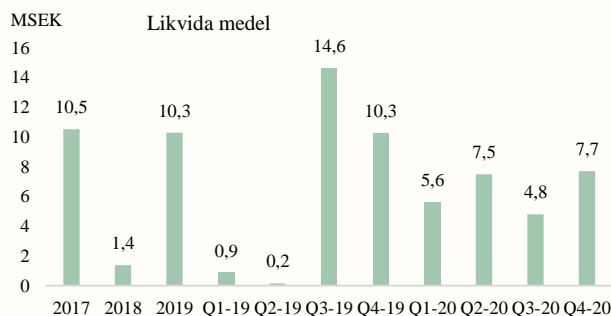
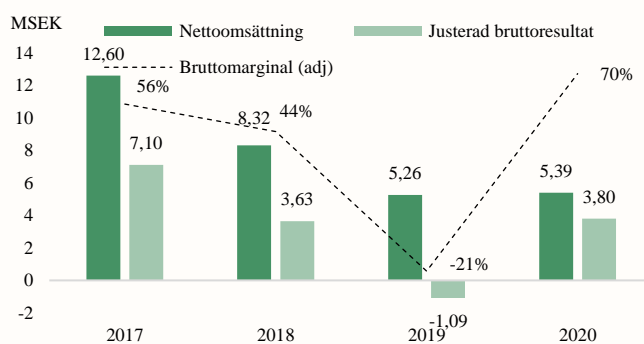
**”Tangiamo 2.0” skapas i och med omorganisationen under år 2018, där strategin som antogs fick en kortsiktig negativ effekt på försäljningen, men lagt grunden för högre framtida tillväxt med lägre kostnadsbas.**

Historiska räkenskaper och kassans utveckling.

Historiska räkenskaper (MSEK)	2017	2018	2019	2020
Nettoomsättning	12,6	8,3	5,3	5,4
Aktiverat arbete för egen räkning	4,6	2,6	2,1	1,7
Övriga rörelseintäkter	0,1	0,6	0,1	1,2
Lagerförändring	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>17,3</b>	<b>11,5</b>	<b>7,5</b>	<b>8,3</b>
Råvaror och förmodenheter	-5,6	-5,3	-6,5	-2,8
<b>Bruttoresultat</b>	<b>11,7</b>	<b>6,2</b>	<b>1,0</b>	<b>5,5</b>
Bruttomarginal (adj) <sup>1</sup>	56,4%	43,7%	-20,7%	70,5%
Övriga externa kostnader	-3,7	-6,0	-7,3	-4,9
Personalkostnader	-8,4	-11,3	-10,5	-8,1
Övriga rörelsekostnader	-0,3	-0,2	-3,6	-0,2
<b>EBITDA</b>	<b>-0,7</b>	<b>-11,3</b>	<b>-20,3</b>	<b>-7,7</b>
EBITDA-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.
Av- och nedskrivningar	-2,6	-3,7	-10,1	-2,3
<b>EBIT</b>	<b>-3,3</b>	<b>-15,0</b>	<b>-30,4</b>	<b>-10,0</b>
EBIT-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.

Källa: Tangiamo

<sup>1</sup> Exkl aktiverat arbete, övriga rörelseintäkter & lagerförändring



Ett kvitto på Tangiamos hårda arbete under år 2019 är de nya distributionsavtal som ingåtts med Bolaget under år 2020 i flertalet regioner, där avtalen regleras med en minsta orderkvantitet för att behålla distributionsrätten av Tangiamos produkter. Gemensamt för distributörerna är att de är kapitalstarka och väletablerade i sina regioner med en långsiktig strategi. Avtalen är intakta, men dröjsmål samt viss försiktighet kan ske på grund av rådande pandemi. Nedan sammanställs Tangiamos aktuella distributionsavtal.

Aktör	Minsta orderkvantitet per år	Produkt
CMS	4 MSEK	Spelbord, service
RBV	5 MSEK	Spelbord, service
Grupo Caribant	5 MSEK år 1, därefter 10 MSEK	Spelbord, service
TCS	1 MSEK	ADR-system
<b>Totalt</b>	<b>15 MSEK</b>	

# FINANSIELL PROGNOSE

Nedan följer en redogörelse av underlaget för de beräkningarna och prognoser för år 2021-2023 som gjorts. De bygger delvis på publik information samt Analyst Groups egna antaganden.

## Direktförsäljning av elektroniska spelbord och slotmaskiner



Analyst Group är av uppfattningen att prissättningen för Tangiamos elektroniska spelbord kan variera beroende på kundgrupp och beställd kvantitet, men för att kunna härleda en underbyggd prognos har ett pris per spelbord om ca 560 000 SEK antagits, och grundas utifrån kommunicerade ordrar. Avseende bruttomarginalen för Tangiamos spelbord har Analyst Group antagit ca 60 %, vilket utgör en genomsnitt för Tangiamos justerade bruttomarginal (exkl. aktiverat arbete, övriga rörelseintäkter och lagerförändring) för åren 2016-2017. Under dessa två år bestod Tangiamos försäljning i synnerhet av direktförsäljning av spelbord, och antas därför utgöra ett riktmärke för Tangiamos bruttomarginal på spelborden. Tangiamo har även slotmaskiner, TNG Slots, som Analyst Group har antagit prissätts lägre, givet en storleksmässigt mindre maskin samt inte lika hög grad av integrerad teknik i själva slotmaskinen som i spelborden. För Tangiamos slotmaskiner har ett försäljningspris om ca 100 000 SEK antagits i beräkningarna, med samma bruttomarginal som spelborden. Under Q3-20 introducerade Tangiamo TNG Slot i Dominikanska Republiken, och försäljningen av slotmaskiner väntas vara en viktig intäktsdrivare för Tangiamo inom direktförsäljningssegmentet framgent. En annan värde drivare för Tangiamo inom direktförsäljningssegmentet kan komma att bli deras senaste lansering av *Leisure Games* som ämnar inkludera ett gamblingmoment, något Analyst Group bedömer har en stor marknad och potential.

## Avtal om vinstdelning

Återbetalningstiden för Tangiamos vinstdelningsavtal är uppskattad till 1-3 år, där Analyst Group antagit två år i genomsnitt. Givet en återbetalningstid om två år och antagen bruttokostnad per elektroniskt spelbord i enlighet med antaget pris per bord och bruttomarginal ovan, innebär det att Tangiamo erhåller intäkter om ca 110 000 SEK/år per vinstdelningsavtal. Utifrån kommunicerade orders uppskattar Analyst Group att Tangiamo har ungefär 20 utestående vinstdelningsavtal. Analyst Group antar att intäktsmodellen för vinstdelning initierades år 2018, vilket innebär att Bolaget i snitt sålt 0,6 bord med vinstdelning i månaden sedan start. Av konservativa skäl antas ca 15 % av de befintliga avtalet vara ”aktiva” under år 2021, och därmed intäktsbringande. Anledningen till det relativt konservativa antagandet är på grund av coronapandemin och dess konsekvenser för kryssningsfartygen och gaming halls, som fortfarande påverkar negativt.

## ADR-system



Försäljningen av ADR-systemet har under år 2020 mött stor framgång, med en stark global efterfrågan. Det ackumulerade ordervärdet av ADR-system under år 2020 uppgick till ca 3 MSEK. Merparten av årets innevarande försäljning kan därmed härledas till ADR-systemen, vilket å ena sidan kan förklaras av en stark efterfrågan i sig men å andra sidan att försäljningen av spelbord och vinstdelningsavtal har påverkats till stor del av rådande pandemi, där marknadsaktörerna blivit mer avvaktande med beställningar i kombination med att aktörerna har varit tvungna att hålla stängt. Tangiamo har även sedan Q2-20 tagit försäljningen av ADR-system mot onlinesektorn vilket öppnar upp en ny marknad. Analyst Group förväntar sig att detta resulterar i att den globala efterfrågan på Bolagets ADR-system kan öka ytterligare framgent.

## Övrig försäljning

Utöver direktförsäljning har Tangiamo även intäkter för support, uppgradering av mjukvara och reservdelar, som antas uppgå till 7 % av de totala intäkterna för år 2021, men förväntas öka i takt med att Bolaget säljer mer mjukvara, exempelvis genom att möjliggöra fler funktioner och spel som kunderna sedan kan addera till spelborden. I dagsläget är Tangiamos core-mjukvara kompatibel med kasinospel och arkadspel samt sports betting. Detta anser vi mynnar ut i en mer attraktiv produkt som inte enbart skapar mervärde åt Tangiamos redan befintliga kunder utan även kan attrahera nya, då detta är något av en *edge* Tangiamo har jämfört med konkurrenterna. Med en förbättrad mjukvara bedömer Analyst Group att mjukvaruförsäljningen kommer driva ökade intäktsströmmar till detta affärsben framgent.

# FINANSIELL PROGNOSE

Tangiamo har inte kommunicerat några försäljningsmål avseende spelbord, vinstdelningsavtal och ADR-system. Genom att studera aktuella distributionsavtal och utvecklingen av vinstdelningsavtal samt försäljning av ADR-system, går det dock att få en fingervisning kring hur intäkterna kan komma att utvecklas framgent.

## Prognos för direktförsäljning av spelbord och slotmaskiner

Tangiamo har per idag distributionsavtal som innebär en minsta orderkvantitet per år om 14 MSEK för sina elektroniska spelbord och kringliggande tjänster, som för år 2021 expanderas till 19 MSEK. Givet antagen prissättning per spelbord och slotmaskin, samt antagen andel av direktförsäljningen som utgör spelbord och slotmaskin, motsvarar det en försäljning om 25 spelbord per år samt ca 50 slotmaskiner per år. Coronapandemin har påverkat försäljningen av spelbord under år 2020, vilket delvis kan ses i den hittills rapporterade omsättningen, vilket förklaras av nedstängningar av kasinon såväl som större osäkerhet samt ökad försiktighet bland distributörerna. För resterande prognosperiod antas försäljningen av spelbord och slotmaskiner accelerera i takt med att utsikterna för pandemin ljusnar och kasinon åter börja investera i nya produkter, där de innevarande distributionsavtalen antas fullföljas. Nedan följer en försäljningsprognos för år 2021-2023 på antal sålda bord som aktuella distributionsavtal medför samt en uppskattning av tillkommande direktförsäljning av spelbord per månad. För varje år antas en viss procentuell uppdelning av försäljningen som utgör spelbord och slotmaskiner, där respektive har olika prissättningsnivåer.

År	Sålda bord (aktuella avtal), månad	Nya sålda bord, månad	Totalt antal sålda bord (månad)	Totalt antal sålda bord (år)	Andel av direktförsäljning, spelbord/slotmaskin
2021E	6,22	0,17	6,39	76,64	"75/25"
2022E	6,90	0,75	7,65	91,77	"70/30"
2023E	7,58	1,00	8,58	102,91	"65/35"

## Prognos för vinstdelningsavtal

Prognoser avseende vinstdelning baseras på totalt antal uppskattade vinstdelningsavtal i dagsläget, tillkommande framtida avtal samt huruvida de är aktiva eller inte, det vill säga om de är intäktbringande eller inte. Baserat på uppskattat antal vinstdelningsavtal skulle, enligt Analyst Groups bedömning, en aktivitetsgrad om 100 % för dessa avtal, givet antagen intäkt per år/per avtal, innebära intäkter om ca 2,2 MSEK/år för Tangiamo. Givet att kryssningsfartyg och gaming halls har fått hålla stängt i kombination med att betydligt färre personer varit på kryssning samt gaming halls i år tyder på att alla vinstdelningsavtal inte varit aktiva och gett intäkter. För år 2021 antas att 15 % av vinstdelningsavtalen vara aktiva, men i takt med att marknaden återhämtar sig antas aktivitetsgraden öka, samtidigt som Tangiamo kan öka nyförsäljningen av vinstdelningsavtal när rörelsekapitalet har stärkts, då flertalet orders idag finns innevarande. Nedan följer en försäljningsprognos för år 2021-2023 baserat på de befintliga vinstdelningsavtal, antalet tillkommande vinstdelningsavtal och uppskattad andel av totala vinstdelningsavtalen som är aktiva, givet antagen prissättning.

År	Sålda bord med vinstdelning, månad	Sålda bord med vinstdelning (år)	Ack. Antal bord med vinstdelning	Andel aktiva bord med vinstdelning
2021E	0,00	0,00	20,00	15,00%
2022E	1,00	12,00	32,00	25,00%
2023E	2,00	24,00	56,00	35,00%

## Prognos för försäljning av ADR-system

Tangiamo har ingått ett distributionsavtal som innebär att distributören TCS måste göra inköp av ADR-system motsvarande ett värde om minst 1 MSEK per år. Tangiamo har ett ackumulerat ordervärde för sina ADR-system om ca 3 MSEK för år 2020, där Bolaget upplevt stark hög global efterfrågan och därmed ämnar att inom kort etablera förutsättningar för att på ett kostnadseffektivt sätt kunna hantera högre försäljningsvolymmer. Att Tangiamo sedan Q2-20 även adresserar onlinesektorn med Bolagets ADR-system väntas öka efterfrågan ytterligare. Nedan följer en försäljningsprognos för år 2021-2023 baserat på befintligt distributionsavtal samt en uppskattning av aggregerat ordervärde på nya orders för ADR-system som antas tillkomma.

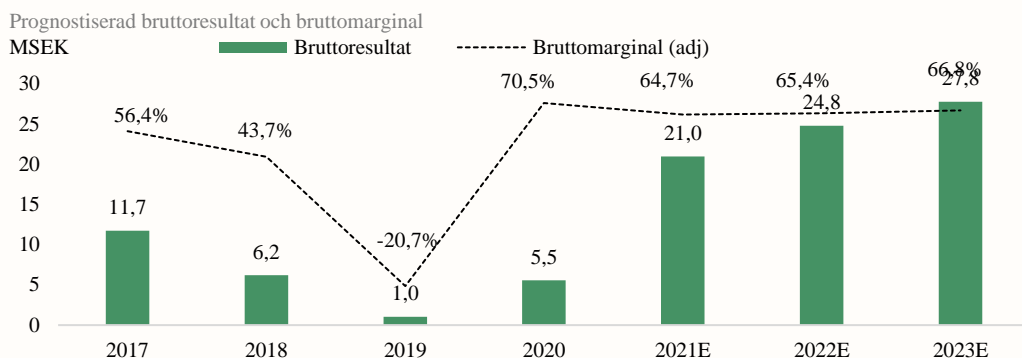
MSEK	2020	2021E	2022E	2023E
Försäljning av ADR-system	~3,00	4,49	5,30	6,37

# FINANSIELL PROGNOSE

## Brutto- 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 220 000 SEK per spelbord och ca 40 000 SEK per slotmaskin. Under år 2020 har försäljningen av ADR-system utgjort en majoritet av Tangiamos totala nettoomsättning, och givet de höga justerade bruttomarginalerna som uppvisats under Q1-20 (80 %) och Q3-20 (86 %), är Analyst Group av uppfattningen att ADR-systemen säljs med en högre bruttomarginal än spelborden. I prognoserna har vi antagit att bruttomarginalen för ADR-systemen uppgår till ca 70 %. Gällande borden med vinstdelning erhåller Tangiamo en andel av nettovinsten på de spelbord som placeras ut, vanligtvis på t.ex. ett kryssningsfartyg eller i gaming halls. Detta resulterar i återkommande intäkter med en hög bruttomarginal, där ökade intäktströmmar från bord med vinstdelning förväntas stärka marginalerna framgent. Tangiamo har *outsourcat* sin tillverkning av hårdvara till Polen, men viss testning samt justeringar görs än i Tangiamos lokaler i Göteborg. För år 2021 antas bruttomarginalen uppgå till 64,7 %, vilket lägre än 2020, och grundas i vår uppfattning om att Tangiamo kan möta viss initial svårighet i sin kostnadskontroll med en kraftig försäljningstillväxt, men med effekten av *Economies of scale* och förbättrade distributionsnätverk estimeras bruttomarginalen stärkas från år 2022 och framåt.

### Bruttomarginalen väntas stiga framöver i takt med högre volym i försäljningen



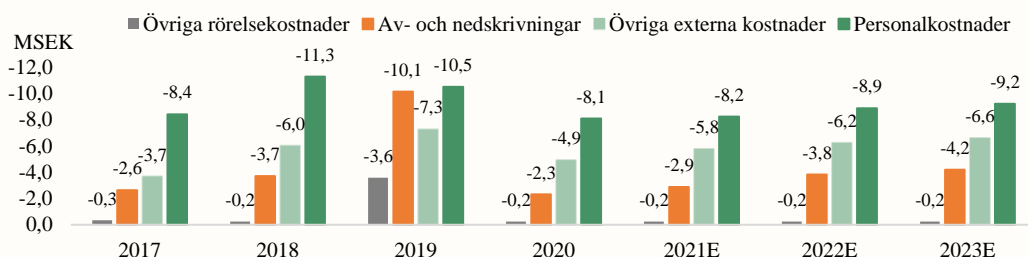
Analyst Groups prognoser

<sup>1</sup>Exkl aktiverat arbete, övriga rörelseintäkter & lagerförändring

Sedan år 2017 har antalet anställda halverats och som en effekt av detta har personalkostnaderna minskat. Personalkostnader utgör idag, och antas fortsätta utgöra, den största andelen av rörelsekostnaderna. Om än i relativt låg takt förväntas Tangiamo behöva anställa mer personal under prognosperioden allt eftersom organisationen växer. Under år 2020 har Tangiamo haft en god kostnadskontroll, där övriga externa kostnader minskade med ca 32 % YoY, en kostnadspost som inte är så påverkad av volym, vilket därför tyder på att Tangiamo har effektiviserat verksamheten och reducerat sina kostnader. Givet att Tangiamo kan fortsätta utvecklas med god kostnadskontroll, bör Bolaget kunna visa god lönsamhet när försäljningen kommer upp till högre nivåer. Under prognosperioden antas övriga externa kostnader öka i takt med verksamheten i sin helhet växer, men inte i linje med omsättningstillväxten, vilket i kombination med att kostnadsposten kan hållas relativt låg, förväntas resultera i att rörelsemarginalen stiger framgent.

### Personalkostnader antas fortsätta utgöra störst andel av rörelsekostnaderna under år 2021-2023

Prognostiserade rörelsekostnader



Analyst Groups prognoser

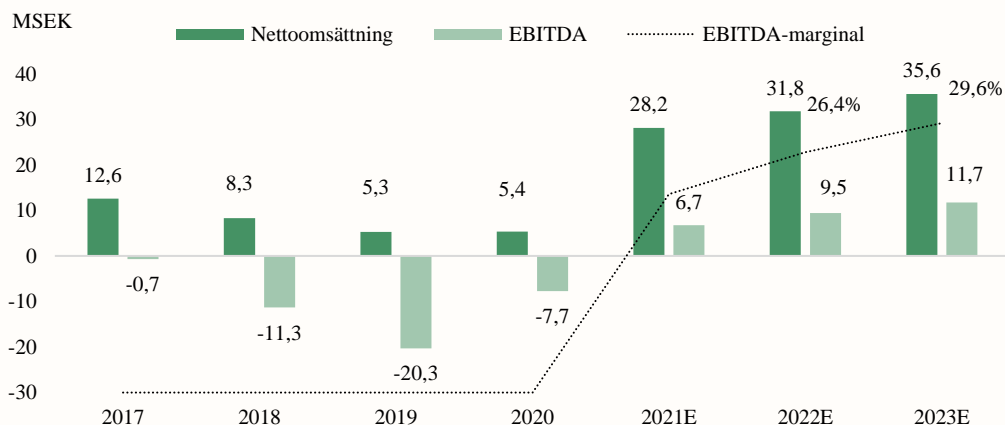
Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

# FINANSIELL PROGNOSE

Följande är en sammanfattning av gjorda prognoser som sträcker sig till år 2023. Den ökade försäljningsvolymen drivs av direktförsäljning av spelbord, bord med vinstdelning, försäljning av ADR-system samt serviceintäkter/mjukvaruförsäljning.

## 2021 förväntas resultera i en kraftig omsättningstillväxt och bra lönsamhet.

Estimerad nettoomsättning, EBITDA och EBITDA-marginal, 2021E-2023E



Analyst Groups prognoser

Intäktsfördelning (år)	Direktförsäljning spelbord (MSEK)	Vinstdelning (MSEK)	ADR-system (MSEK)	Övrig försäljning (MSEK)	Totalt (MSEK)		
2021E	21,51	0,32	4,49	1,84	28,16		
2022E	23,57	0,86	5,30	2,08	31,81		
2023E	24,79	2,12	6,37	2,33	35,60		

Base scenario (MSEK)	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	12,6	8,3	5,3	5,4	28,2	31,8	35,6
Aktiverat arbete för egen räkning	4,6	2,6	2,1	1,7	2,8	4,0	4,0
Övriga rörelseintäkter	0,1	0,6	0,1	1,2	0,0	0,0	0,0
Lagerförändring	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>17,3</b>	<b>11,5</b>	<b>7,5</b>	<b>8,3</b>	<b>30,9</b>	<b>35,8</b>	<b>39,6</b>
Råvaror och förnödenheter	-5,6	-5,3	-6,5	-2,8	-9,9	-11,0	-11,8
<b>Bruttoresultat</b>	<b>11,7</b>	<b>6,2</b>	<b>1,0</b>	<b>5,5</b>	<b>21,0</b>	<b>24,8</b>	<b>27,8</b>
Bruttomarginal (adj)	56,4%	43,7%	-20,7%	70,5%	64,7%	65,4%	66,8%
Övriga externa kostnader	-3,7	-6,0	-7,3	-4,9	-5,8	-6,2	-6,6
Personalkostnader	-8,4	-11,3	-10,5	-8,1	-8,2	-8,9	-9,2
Övriga rörelsekostnader	-0,3	-0,2	-3,6	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
<b>EBITDA</b>	<b>-0,7</b>	<b>-11,3</b>	<b>-20,3</b>	<b>-7,7</b>	<b>6,7</b>	<b>9,5</b>	<b>11,7</b>
EBITDA-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	21,8%	26,4%	29,6%
Av- och nedskrivningar	-2,6	-3,7	-10,1	-2,3	-2,9	-3,8	-4,2
<b>EBIT</b>	<b>-3,3</b>	<b>-15,0</b>	<b>-30,4</b>	<b>-10,0</b>	<b>3,9</b>	<b>5,6</b>	<b>7,5</b>
EBIT-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	12,5%	15,7%	19,1%
Finansiella intäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finansiella kostnader	0,0	0,0	-0,5	-0,1	-0,5	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>-3,3</b>	<b>-15,1</b>	<b>-31,0</b>	<b>-10,2</b>	<b>3,3</b>	<b>5,6</b>	<b>7,5</b>
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,7	-1,2	-1,6
<b>Periodens resultat</b>	<b>-3,3</b>	<b>-15,1</b>	<b>-31,0</b>	<b>-10,2</b>	<b>2,6</b>	<b>4,5</b>	<b>6,0</b>
Nettomarginal	neg.	neg.	neg.	neg.	8,6%	12,5%	15,1%

<sup>1</sup> Exkl aktiverat arbete, övriga rörelseintäkter & lagerförändring

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

# VÄRDERING

För att ge värderingen perspektiv görs en jämförelse med en peer-grupp inom branschen. Även om produkt och marknad skiljer sig finns likheter mellan företaget och Tangiamo avseende produkterbjudande i form av elektroniska spelbord, strategi att rikta sig mot både casinon och kryssningsfartyg, intäktmodell, adresserbar marknadsstorlek, marginaler och till viss del kapitalstruktur



**Scientific Games** är ett amerikanskt företag som tillhandahåller spelprodukter med tillhörande tjänster inom lotteri och gamlingssektorn. Bolaget erbjuder därtill teknologiplattformar, robusta system, engagerade spelinnehåll och relaterade marknadsföringslösningar. Bolagets produkter består av elektroniska spelmaskiner, sociala spelplattformar och andra interaktiva spelautomater.



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



**Everi Holdings** är ett amerikanskt spelföretag som designar, utvecklar och tillverkar kasinospel samt erbjuder betal- och insättningslösningar. Bolaget är med sina produkter och tjänster verksamma över hela världen.



**Aristocrat Leisure Ltd** är ett australienskt spelleverantör och spelutgivare. Företaget erbjuder en rad produkter och tjänster, inklusive elektroniska spelmaskiner, kasinohanteringssystem och digitala sociala spel.



**Inspired Entertainment Inc** är ett globalt spelteknikbolag som tillhandahåller b.l.a. serverbaserade spelsystem för mer än 50 000 spelmaskiner lokaliserade på casinon, spelhallar och bingooperatörer.



**Novomatic Group** är spelteknikbolag som erbjuder högteknologisk spelutrustning till reglerade marknader samt är operatör av b.l.a. elektroniska casinon, vanliga casinon och sportspel.

Noterade



För att ge perspektiv på hur Tangiamo står sig mot ovannämnda peers, redogörs samtliga bolagens omsättningstillväxt, lönsamhet, skuldsättningsgrad, kapitalstruktur och multiplar i tabellen nedan:

12R	Tangiamo	Scientific Games	IGT	Everi	Inspired	Aristocrat	Novomatic	Genomsnitt, peers
Omsättningstillväxt	2,43%	-17,50%	-20,50%	-19,40%	58,60%	5,86%	0,85%	1,32%
EBITDA-marginal	neg.	5,60%	16,00%	31,00%	20,50%	12,44%	26,30%	18,64%
Soliditet	68,22%	-31,00%	13,00%	-1,00%	-30,00%	40,00%	32,20%	3,87%
Nettoskuld/EBITDA	1,00	51,40	11,90	7,00	-6,30	3,60	2,40	11,67
Skuldsättningsgrad	0,47	-4,20	6,60	-95,60	-4,40	1,47	2,10	-15,67
EV/EBITDA	-5,29	79,80	18,00	17,30	11,00	41,20	n.a	33,46
EV/S	4,90	4,40	2,90	5,30	2,20	5,10	n.a	3,98
P/S	5,82	1,60	1,00	3,20	1,00	4,70	n.a	2,30
Marknadsvärde	48,5 MSEK	4 457 MUSD	3 917 MUSD	1 298 MUSD	192 MUSD	19 616 MAUD	n.a	



# VÄRDERING

## Tangiameo vs Peers

Tangiameo har **bättre** tillväxt YoY än peers



Tangiameo har **sämre** lönsamhet än peers



Tangiameo har **bättre** Nettoskuld/EBITDA



Tangiameo har **högre** soliditet än peers



Tangiameo har **lägre** skuldsättningsgrad än peers



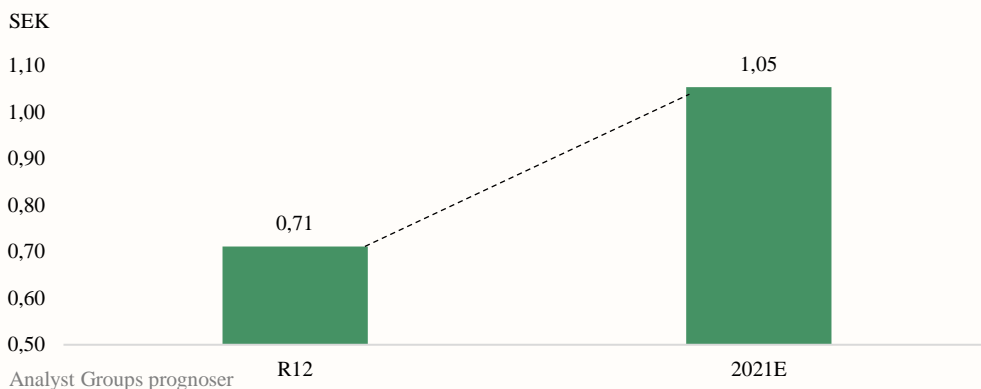
Tangiameo har **lägre** Market Cap än peers

År 2020 har varit ett tufft år för landbaserade kasinon och således underleverantörer, där *lock-downs* och allmän osäkerhet har haft, och fortfarande har, en negativ effekt på genererade intäkter inom branschen, vilket onekligen går att utläsa på peer-gruppens omsättningstillväxt om ca 1,3 % Y/Y. Under samma period har Tangiameo haft en positiv omsättningstillväxt om 2,4% YoY. Tangiameo är inte lönsamma idag, vilket samtliga av jämförelsebolagen är, men givet gjorda prognoser antas Tangiameo visa svarta siffror år 2021 med en EBITDA-marginal över genomsnittet för jämförelsegruppen. Tangiameo är å ena sidan en betydligt mindre aktör än jämförelsegruppen vilket i sig utgör en risk, men å andra sidan har lägst skuldsättning i relativa termer, vilket reducerar riskprofilen. Sammantaget är Tangiameo ett relativt lågt skuldsatt bolag, med en omsättningstillväxt som är högre än genomsnittet för jämförelsegruppen YoY och estimeras därtill växa kraftigt för år 2021, med en estimerad EBITDA-marginal över peer-gruppens genomsnitt. Det finns med andra ord utrymme att applicera en viss premie på Tangiameos värdering i förhållande till peers, givet resonemanget ovan samt gjorda prognoser.

Tangiameo har värderats utifrån en P/S-multipel då Bolaget idag, såväl som historisk, ej varit lönsamma och estimeras växa starkt från år 2021. Givet ovan resonemang och hänsyn tagen till att likviditeten i aktien är relativt låg anser Analyst Group att Tangiameo bör värderas till en P/S-multipel om 2,5x på 2021 års estimerade omsättning om ca 28 MSEK, motsvarande ett Market Cap om 70 MSEK. För att ge vidare perspektiv skulle då 70 MSEK och ett EBITDA-resultat om ca 7 MSEK, motsvara en EV/EBITDA-multipel om 7x, vilket i relation till peer-gruppens medianvärde om 18x är lågt. Utifrån applicerad P/S-multipel om 2,5x motiveras ett värde om 1,05 kr per aktie utifrån 2021 års estimerade omsättning.

**Analyst Group ser ett motiverat värde om 1,05 kr i ett Base scenario på 2021 års prognos.**

Aktiekurs givet 2021 års estimat



**1,05 KR  
I ETT BASE  
SCENARIO**

Det kan inte uteslutas att Tangiameo kan komma att behöva ytterligare extern 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.

# BULL & BEAR

## Bull scenario

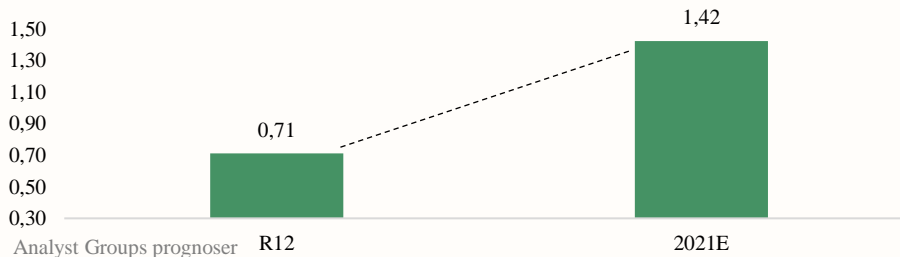
I ett Bull scenario estimeras Tangiamo öka försäljningen av spelbord via direktförsäljning i högre takt än vad som anges i Base, drivet av ett lyckat utfall från det nya affärsområdet *Leisure Games* i kombination med stark efterfrågan på deras nya slotmaskiner. Slutinspektionen med Loto Quebec förväntas mynna ut i en order om 5-10 MSEK i ett Bull scenario. Med en breddad och stärkt produktportfölj antas även fler nya vinstdelningsavtal slutas än i angivet Base scenario, med en högre aktivitetsgrad, med andra ord att större andel av Bolagets redan befintliga vinstdelningsavtal ger intäcksströmmar. Ökade intäkter från befintliga vinstdelningsavtal bidrar således till en högre bruttomarginal än i ett Base scenario, då borden redan är utplacerade och inte innebär en ytterligare kostnad. Utöver att nuvarande distributionsavtal med b.l.a. CMS, RBY och Grupo Caribant antas ge bra utväxling i försäljningen, väntas sports betting lanseras under H1-21 vilket då kan bidra positivt till omsättningen, där t.ex. fotbolls-EM samt OS planeras äga rum till sommaren, vilket kan utgöra en intäcksdrivare. Försäljningen av ADR-system har varit lyckosam under år 2020, och estimeras i ett Bull scenario vara mer lyckosam, drivet av b.l.a. ökad efterfrågan från online-sektorn. I ett Bull scenario estimeras Tangiamos nettoomsättning uppgå till totalt 34 MSEK år 2021 och givet en applicerad P/S-multipel om 2,8x motiveras ett värde om 1,42 kr per aktie på 2021 års estimerade omsättning.

**1,42 KR**  
I ETT BULL  
SCENARIO

Analyst Group ser ett motiverat värde om 1,42 kr i ett Bull scenario på 2021 års prognos.

Aktiekurs givet 2021 års estimat

SEK



## Bear scenario

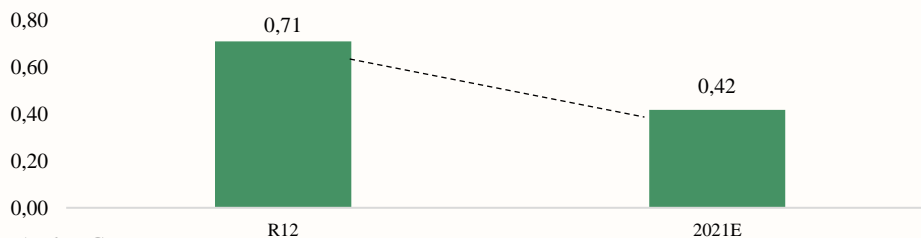
I ett Bear scenario antas Tangiamo uppleva svårigheter med att skala upp försäljningen av spelbord i den takt som estimeras i ett Base scenario. De befintliga distributionsavtalen är förvisso fortfarande intakta, men antas inte fullföljas fullt ut. Vidare estimeras lanseringen av *Leisure Games* och slotmaskiner bli mindre lyckosam än vad som antas i ett Base scenario, vilket drar ned den totala direktförsäljningen av elektroniska spelbord. Avseende befintliga vinstdelningsavtalen estimeras en lägre aktivitetsgrad i kombination med att färre nya vinstdelningsavtal ingås än i ett Base scenario under prognosperioden, vilket förklaras av en trögare återhämtning inom kundgrupperna kryssningsfartyg och gaming halls, och därmed att färre av Tangiamos utplacerade spelbord används. Detta antas mynna ut i en lägre bruttomarginal och svagare kassaflöden. ADR-försäljningen väntas minska något YoY, där Tangiamo inte estimeras lyckas sälja systemen i samma utsträckning som under år 2020. I en situation med låg eller vikande försäljning kan Tangiamo bli tvungna att resa ytterligare kapital, där Bolaget mest sannolikt lär vända sig till aktiemarknaden. I ett Bear scenario estimeras Tangiamos nettoomsättning uppgå till ca 12,7 MSEK år 2021 och givet en applicerad P/S-multipel om 2,2x motiveras ett värde om 0,42 kr per aktie på 2021 års estimerade omsättning.

**0,42 KR**  
I ETT BEAR  
SCENARIO

Analyst Group ser ett motiverat värde om 0,42 kr i ett Bear scenario på 2021 års prognos.

Aktiekurs givet 2021 års estimat

SEK



Analyst Groups prognoser

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

# LEDNING & STYRELSE

Källa innehav: Bolagets hemsida



## 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 700 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: 200 000 aktier (0,30%)*



## 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: 2 499 682 aktier (3,26 %)*



## Petrus Kucukkaplan, Styrelseledamot

Petrus är en befintlig aktieägare som har varit med Tangiamo sedan start. Han var ledamot i Tangiamos styrelse före Bolagets notering 2017 och har haft en aktiv roll vid Bolagets kapitalanskaffning de senaste två åren. Petrus blev invald i styrelsen igen under maj 2020.

*Aktieinnehav i Tangiamo: 800 000 aktier (1,2 %)*



## 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: 219 300 aktier & 675 000 teckningsoptioner (0,33 %)*



## 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: 193 679 aktier & 350 000 teckningsoptioner (0,29 %)*



## Marie Fredholm, CFO

Maria Fredholm har lång erfarenhet från företagsledning och som CFO i olika bolag. Övriga pågående uppdrag: MCon i Göteborg AB Styrelseledamot/VD.

*Aktieinnehav i Tangiamo: äger inga aktier i Tangiamo.*

# APPENDIX

Prognos (Base scenario) MSEK	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	5,3	5,4	28,2	31,8	35,6
Aktiverat arbete för egen räkning	2,1	1,7	2,8	4,0	4,0
Övriga rörelseintäkter	0,1	1,2	0,0	0,0	0,0
Lagerförändring	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>7,5</b>	<b>8,3</b>	<b>30,9</b>	<b>35,8</b>	<b>39,6</b>
Råvaror och förnödenheter	-6,5	-2,8	-9,9	-11,0	-11,8
<b>Bruttoresultat</b>	<b>1,0</b>	<b>5,5</b>	<b>21,0</b>	<b>24,8</b>	<b>27,8</b>
Bruttomarginal (adj) <sup>1</sup>	neg.	70,5%	64,7%	65,4%	66,8%
Rörelsekostnader	-21,3	-13,2	-14,2	-15,3	-16,1
<b>EBITDA</b>	<b>-20,3</b>	<b>-7,7</b>	<b>6,7</b>	<b>9,5</b>	<b>11,7</b>
EBITDA-marginal	neg.	neg.	21,8%	26,4%	29,6%
Prognos (Bull scenario) MSEK	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	5,3	5,4	34,0	38,6	44,4
Aktiverat arbete för egen räkning	2,1	1,7	2,8	4,0	4,0
Övriga rörelseintäkter	0,1	1,2	0,0	0,0	0,0
Lagerförändring	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>7,5</b>	<b>8,3</b>	<b>36,8</b>	<b>42,6</b>	<b>48,4</b>
Råvaror och förnödenheter	-6,5	-2,8	-11,5	-12,3	-13,5
<b>Bruttoresultat</b>	<b>1,0</b>	<b>5,5</b>	<b>25,3</b>	<b>30,3</b>	<b>35,0</b>
Bruttomarginal (adj) <sup>1</sup>	neg.	70,5%	66,1%	68,1%	69,7%
Rörelsekostnader	-21,3	-13,2	-14,2	-15,4	-16,1
<b>EBITDA</b>	<b>-20,3</b>	<b>-7,7</b>	<b>11,0</b>	<b>14,9</b>	<b>18,8</b>
EBITDA-marginal	neg.	neg.	30,0%	34,9%	38,9%
Prognos (Bear scenario) MSEK	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	5,3	5,4	12,7	22,8	26,6
Aktiverat arbete för egen räkning	2,1	1,7	2,8	4,0	4,0
Övriga rörelseintäkter	0,1	1,2	0,0	0,0	0,0
Lagerförändring	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>7,5</b>	<b>8,3</b>	<b>15,5</b>	<b>26,8</b>	<b>30,6</b>
Råvaror och förnödenheter	-6,5	-2,8	-4,5	-8,0	-9,4
<b>Bruttoresultat</b>	<b>1,0</b>	<b>5,5</b>	<b>11,0</b>	<b>18,7</b>	<b>21,3</b>
Bruttomarginal (adj)	neg.	70,5%	64,8%	64,7%	64,9%
Rörelsekostnader	-21,3	-13,2	-14,9	-15,6	-15,9
<b>EBITDA</b>	<b>-20,3</b>	<b>-7,7</b>	<b>-3,8</b>	<b>3,2</b>	<b>5,3</b>
EBITDA-marginal	neg.	neg.	-24,8%	11,8%	17,4%

<sup>1</sup> Exkl aktiverat arbete, övriga rörelseintäkter & lagerförändring

# 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: <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.

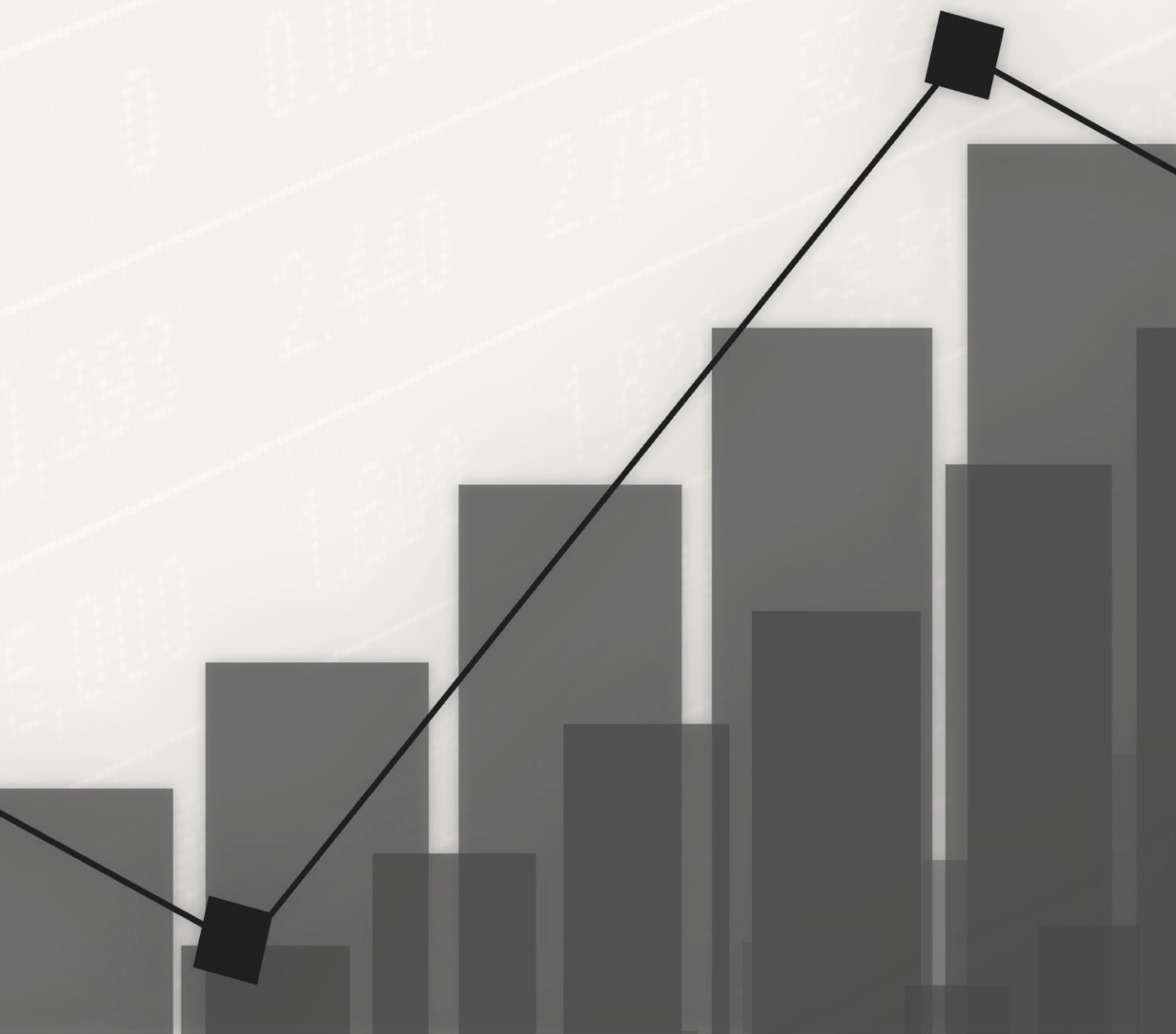
## Övrigt

Denna analys är en så kallad uppdragsanalys. Detta innebär att Analyst Group har mottagit betalning för att göra analysen. Uppdragsgivare **Tangiamo Touch Technology** (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 2014-2021). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.



**AG EQUITY RESEARCH AB**

Org.nr: 556999-0939 | Mail: [info@analystgroup.se](mailto:info@analystgroup.se)  
Sturegatan 56 114 36, Stockholm | Bankgatan 1A 223 52, Lund