

# AKTIEANALYS

FULL COVERAGE



## TANGIAMO TOUCH TECHNOLOGY

*Dags att påvisa potentialen under 2022*

2022-03-04

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, där några av kunderna är bland världens största kasinoföretag. Bolagets aktie är noterad på Nasdaq First North Growth Market sedan 2017.

## INNEHÅLLSFÖRTECKNING

Introduktion	4
Kommentar Q4-21	5-6
Investeringsidé	7
Bolagsbeskrivning	8-9
Marknadsanalys	10-11
Finansiell prognos	12-16
Värdering	17-18
Bull & Bear	19
Ledning & Styrelse	20
Appendix	21-22
Disclaimer	23

## 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 och 2021 kan Tangiamo stå inför en stark försäljningsökning under 2022, i takt med att landbaserade kasinon når tidigare aktivitetsnivå. 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. Nettoomsättningen och rörelseresultatet rullande tolv månader uppgick till ca 6,2 MSEK respektive -12,6 MSEK. Betyget är baserat på historik och är ej framåtblickande.

## LEDNING & STYRELSE

5 av 10

VD Linh Thai tillträdde som VD under mars 2018, 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 4 %. För ett högre betyg hade vi velat se en högre andel insynsägande från ledning och styrelse.

## RISKPROFIL

8 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. Vid utgången av Q4-21 uppgick kassan till 4,8 MSEK och Bolagets *burn rate* uppgick under samma period till 5,1 MSEK, vilket var högre än tidigare kvartal, men belastades samtidigt av engångskostnader. Ytterligare extern kapitalanskaffning kan dock inte uteslutas om försäljningen inte tar fart kommande åren.

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.

År 2020 och tillika 2021 har varit utmanande för såväl landbaserade kasinon som deras underleverantörer, där *lock-downs* och allmän osäkerhet har haft, och fortfarande har i viss utsträckning, en negativ effekt på omsättningen inom branschen. Som en relativt liten aktör tillåts mer flexibilitet, varför Tangiamo har utnyttjat situationen genom att fokusera på produktcertifiering samt utvecklande av befintliga såväl som nya produkter. Bolaget står idag med en starkare produktportfölj, och med intakta distributionsavtal samt pågående förhandlingar med Loto Quebec, estimeras stark försäljningstillväxt framgent. Utifrån en P/S-multipel om 2,5x på 2022 års estimerade nettoomsättning om ca 11,9 MSEK motiveras ett värde per aktie om 0,36 kr i ett Base scenario.

#### ▪ Omikron resulterar i utebliven försäljning

Det fjärde kvartalet innebar utebliven försäljning, samtidigt uppgick Bolagets orderstock i Q4-21 till ett värde om 2,8 MSEK, vilken inte har kunnat levereras på grund av de nya restriktionerna under kvartalet, vilka försvårar leveransmöjligheter och investeringsbeslut, vilket följaktligen försvårar Bolagets möjlighet till försäljning under det fjärde kvartalet. Omikrons framfart har, likt tidigare under pandemin, drabbat såväl casinobranschen som Tangiamo hårt.

#### ▪ Flera triggers i närtid

Trots ett svagt fjärde kvartal har Tangiamo bäddat för ett händelserikt 2022. Med ett utvidgat produktbjudande, utvecklad försäljningsstrategi och ett flertal strategiska avtal med regionala distributörer ser vi ett flertal triggers i närtid som kan driva försäljningstillväxten under 2022. Några av dessa är spelmässan ICE i London som går av stapeln redan under H1-22, det strategiska distributionsavtalet med Lightning Gaming, vilket vi förväntar oss inleds under andra kvartalet, samt Loto-Québec som nyligen har slutlistat godkännandet av Tangiamos produkt Multiplay och efterfrågat ytterligare två produkter till sitt testlabb.

#### ▪ Justerat värderingsintervall

Analyst Group anser, som ovan nämnt, att Tangiamo har ett flertal triggers i närtid, men givet att våra helårsestimat inte infriades, ett rådande börsklimat med ökad riskaversion för i synnerhet snabbväxande bolag som ännu inte är lönsamma i kombination med det signalvärde som skickades när VD och försäljningschefen sålde hela respektives innehav, har vi valt att sänka våra omsättningsprognoser, tillika värderingsintervall. Under 2022 är det upp till bevis för Tangiamo att påvisa Bolagets potential.

### AKTIEKURS | 0,2475 kr

#### VÄRDERINGSINTERVALL 2022 ÅRS PROGNOSE

<b>BEAR</b> 0,22 kr	<b>BASE</b> 0,36 kr	<b>BULL</b> 0,49 kr
------------------------	------------------------	------------------------

TANGIAMO				
Senast betalt (2022-03-03)	0,2475			
Antal Aktier (st.)	95 907 000			
Market Cap (MSEK)	23,7			
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	-4,7			
Enterprise Value (MSEK)	19,0			
V.52 prisintervall (SEK)	0,23 – 0,97			
Lista	Nasdaq First North Growth Market			
UTVECKLING				
1 månad	-24,7 %			
3 månader	-43,6 %			
1 år	-65,1 %			
YTD	-25,9 %			
HUVUDÄGARE (KÄLLA: HOLDINGS)				
Avanza Pension	9,7 %			
Jan Bengtsson	3,3 %			
Nordnet Pensionsförsäkring	3,2 %			
Ingemar Asp	3,0 %			
Mikael Mörk Konsult & Invest AB	3,0 %			
VD OCH ORDFÖRANDE				
Verkställande Direktör	Linh Thai			
Styrelseordförande	Staffan Hillberg			
FINANSIELL KALENDER				
Delårsrapport 1 2022	2022-04-28			
Prognos (Base scenario) MSEK	2020	2021	2022E	2023E
<b>Nettoomsättning</b>	<b>5,4</b>	<b>6,2</b>	<b>11,9</b>	<b>17,0</b>
<i>Omsättningstillväxt</i>	2,4%	14,8%	92,3%	42,8%
<b>Bruttoresultat</b>	<b>5,5</b>	<b>4,5</b>	<b>11,4</b>	<b>15,1</b>
<i>Bruttomarginal (adj)<sup>1</sup></i>	48,2%	26,9%	66,6%	68,3%
<b>EBITDA</b>	<b>-7,7</b>	<b>-9,6</b>	<b>-2,5</b>	<b>0,6</b>
<i>EBITDA-marginal</i>	neg.	-106,9%	-15,9%	2,7%
<b>EBIT</b>	<b>-10,0</b>	<b>-12,6</b>	<b>-5,5</b>	<b>-2,5</b>
<i>EBIT-marginal</i>	neg.	-140,5%	-35,5%	-12,0%
P/S	4,4	3,8	2,0	1,4
EV/S	3,5	3,1	1,6	1,1
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	34,1

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

# KOMMENTAR Q4-21

## Omikron har tillfälligt stoppat intäkterna

Under det fjärde kvartal infördes nya restriktioner globalt efter Omikrons framfart och likt tidigare under pandemin, drabbade det såväl casinobranschen som Tangiamo hårt. Nettoomsättningen uppgick till 156 SEK under årets fjärde kvartal, samtidigt uppgick Bolagets orderstock i Q4-21 till 2,8 MSEK, vilken inte har levererats på grund av de nya restriktionerna under kvartalet, vilka försvårar leveransmöjligheter och investeringsbeslut, vilket följaktligen tynger Bolagets möjlighet till försäljning under det fjärde kvartalet. Om vi jämför med samma period föregående år uppgick Tangiamos intäkter till enbart 2 TSEK, vilket likväl var ett kvartal som drabbades hårt av pandemin. För helåret 2021 ökade dock Tangiamo nettoomsättningen med ca 15 %, från 5,4 MSEK under helåret 2020 till 6,2 MSEK under helåret 2021, vilket trots den svaga Q4-rapporten samt pandemirelaterade effekter, får ändå ses som ett tecken på återhämtning. Mer än halvvägs in i årets första kvartal har restriktionerna succesivt tagits bort globalt och samhällen börjar gå mot ett normalläge, varför det nu är upp till bevis för Tangiamo att påvisa sin potential och att Bolaget kan kapitalisera på den goda positionen med en bredare produktmix och de distributionsavtal som har ingåtts under pandemin.

## Högre operationell burn rate än förväntat

Vid utgången av det fjärde kvartalet 2021 uppgick Bolagets kassa till ca 4,8 MSEK, att jämföra med 10,9 MSEK vid utgången av september. Bolaget operationella burn rate uppgick till ca -5,1 MSEK, vilket motsvarar ca -1,7 MSEK/månad, en marginell ökning mot föregående kvartal (Q3-21) där Bolagets operationella burn rate uppgick till ca -4,9 MSEK, motsvarande ca -1,6 MSEK/månad. Anledningen till att vi inte drog för höga växlar angående föregående kvartals höga burn rate berodde på att ökningen kunde härledas till en ökning av Bolagets balansräkningspost "kundfordringar". Under det fjärde kvartalet härleds Bolagets högre burn rate istället till ett försämrat rörelseresultat som huvudorsak, där utebliven försäljning i kombination med kostnadsposten "övriga externa kostnader" är den bidragande orsaken, vilken har ökat med 1,2 MSEK Q-Q. Bolaget deltog på G2E-mässan som var fjolårets sista, vilken resulterade i en order om 1 MSEK och ett avtal om licenstillverkning i Karibien. Deltagandet på mässan medför dock kostnader och G2E pågick under oktober månad (Q4-21), varför dessa bedöms härledas till G2E som den starkast bidragande faktorn för de ökade kostnaderna under kvartalet och följaktligen det försämrade rörelseresultatet. Å ena sidan är Bolagets burn rate på höga nivåer, vilket ökar sannolikheten för att Bolaget behöver ta in ytterligare extern kapital inom närtid, något även Tangiamo kommenterade i bokslutskommunikén, å andra sidan när vi kollar "under huven" är dessa kostnader av engångskaraktär i Q4 samt ökningen av balansräkningsposten "kundfordringar" under Q3, vilket motiverar att vi inte väljer att dra för stora växlar kring detta. Samtidigt är det av stor betydelse att försäljningen tar fart under 2022 och att Tangiamo kan fortsätta vara kostnadseffektiva, vilket de har varit tidigare kvartal.

**FÖR HELÅRET 2021  
SUMMERAS  
OMSÄTTNINGSS-  
TILLVÄXTEN TILL  
15 %**

**Fjärde kvartalet 2021 i korthet.**  
Tangiamo Q4-20 vs Q4-21

	Q4-20		Q4-21
	0,02 MSEK	neg.	0,0 MSEK
Nettoomsättning		→	
	n.a.	n.a.	2,8 MSEK
Orderingång		→	
	10,9 MSEK	- 6,1 MSEK	4,8 MSEK
Kassa vid utgången av Q4-20		→	Kassa vid utgången av Q4-21

Källa: Tangiamo

# KOMMENTAR Q4-21 FORTS.

---

## Bäddat för ett starkt 2022

Ur VD-ordet kan vi läsa hur Tangiamo har utnyttjat pandemin för att transformera organisationen, genom att både ha utvidgat affärserbjudandet samt utvecklat försäljningsstrategin och tecknat flertal strategiska avtal med regionala distributörer. Linn Thai lyfter fram flertal triggers i närtid, däribland möjligheterna från Loto-Québec där Bolaget inväntar en potentiell första order om ca 10 MSEK, distributionsavtalet med Lightning Gaming och en utvald kund på den amerikanska marknaden för att lansera produkten Multiplay, för att löpande erhålla intäkter genom både direktförsäljning och leasing av spelbord, samtidigt som avtalet med Grupo Caribant avseende licenstillverkning bäddar för bättre marginaler genom att Tangiamo förser bolaget med mjukvara och kritiska komponenter. Vidare ser Linn Thai möjligheter med ADR-systemet på den amerikanska marknaden som hon kommenterar följande:

---

”I vår är målsättningen att ta oss in på den amerikanska marknaden. Det behövs 1–2 ADR-system per online studio, vilket innebär ett ordervärde om cirka 50–100 MSEK i nykundsförsäljning. Vi har cirka 50–70 procent i produktmarginal beroende på variant.”

---

Analyst Group ser många tydliga triggers i närtid som kan driva försäljningstillväxten under 2022, med spelmässan ICE i London redan under H1-22, vilken är en av de största spelmässorna under året, som kan resultera i ytterligare nyförsäljning. Det strategiska distributionsavtalet som ingicks i november 2021 med Lightning Gaming, vilket vi förväntar oss inleds under andra kvartalet, ger både möjligheten till direktförsäljning och leasing av spelbord. Vidare har Loto-Québec nyligen slutlistat godkännandet av Tangiamos produkt Multiplay samt efterfrågat ytterligare två produkter till sitt testlabb, där ett realiserat avtal skulle innebära en strategiskt viktig nyckelkund både för vidare expansion i Kanada och som referens för den amerikanska marknaden. Samtidigt är avtalet med Grupo Caribant, vilken avser licenstillverkning, intressant och bedöms inneha ett potentiellt värde om 6–30 MSEK, samtidigt som försäljning av mjukvara och nyckelkomponenter möjliggör högre skalbarhet och marginalförbättringar.

## Sammanfattande ord om rapporten

Sammanfattningsvis kan vi konstatera att Tangiamo har drabbats hårt av restriktionerna från Omikron under Q4-21, vilket har resulterat i en utebliven försäljning, där vår förväntan var att Tangiamo skulle överbrygga situationen bättre. Vidare ser vi att Bolaget har en hög burn rate under kvartalet vilket å ena sidan höjer risken för ytterligare extern kapital, men å andra sidan kan orsaken härledas till utebliven försäljning och kostnader av engångskaraktär. Precis som Linn Thai lyfter i sitt VD-ord ser vi många triggers i närtid, vilket innefattar bland annat Loto Quebec, distributionsavtalet i USA samt avtalet med Grupo Caribant, samtidigt som samhället återgår till ett normalläge och allt fler restriktioner tas bort, varför vi väljer att blicka framåt där Tangiamo står inför ett händelserikt 2022. Vi är fortsatt av uppfattningen att Tangiamo står inför en stark försäljningsökning framgent, samtidigt som det är upp till bevis för Tangiamo under 2022 att bevisa Bolagets potential.

# INVESTERINGSIDÉ

INTAKTA  
DISTRIBUTIONS  
-AVTAL VÄRDA  
~20 MSEK

LOTO  
QUEBEC  
UTGÖR EN  
VIKTIG  
TRIGGER

BRA TEKNIK-  
HÖJD I  
MJUKVARA

0,36 KR  
I ETT BASE  
SCENARIO

## Med en breddad produktportfölj kan Tangiamo gå stärkta ur pandemin

Med en global pandemi som färgat hela år 2020 och även 2021, har Tangiamo varit tvungna att ställa om och utnyttja den flexibilitet som är möjlig för en mindre aktör. Tangiamo har tagit tillvara på den lägre aktiviteten på marknaden genom att vidareutveckla befintliga produkter och därtill skapat nya affärsområden inom Onlinesektorn, *TNG Slot*, *Sports betting* och *Leisure Games*, samt initierat en produktcertifieringsprocess, senast i Quebec. Under Q2-21 breddade därtill Tangiamo erbjudandet mot Onlinesektorn genom erhållandet av ett produktgodkännande för den reglerade marknaden, där Bolaget tidigare enbart verkade inom den oreglerade marknaden, vilket således öppnar upp en betydligt större adresserbar marknad. Rådande pandemi har en tydlig negativt effekt på investeringsviljan hos marknadsaktörerna, vilket således hämmar Tangiamos försäljning, men i takt med ökad bredd i vaccineringen och tillika lägre smittspridning globalt kan marknaden successivt återgå till det normala. Med en stärkt produktportfölj estimerar Analyst Group att Tangiamo kan kapitalisera på den högre efterfrågan som finns för Bolagets produkter när osäkerheten på marknaden lägger sig, och med befintliga distributionsavtal och trialorders som värderas till ca 20 MSEK ges Tangiamo en stark försäljningsgrund att utgå från.

## Slutinspektion med Loto Quebec fortgår än – en stark trigger att hålla utkik efter

Produktcertifieringen av Tangiamos Multiplay i Loto Quebec fortgår, om än med begränsad personalstyrka, där 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, som kan underlätta vidare expansion på den nordamerikanska marknaden framgent.

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

Tangiamo har under år 2020 uppdaterat Bolagets Crystal-plattform 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. Analyst Group anser att detta 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. Avtalet med Grupo Caribant, där Bolaget kompletterar kunden med mjukvara och kritiska komponenter, bäddar även för marginalförbättring

## Prognos och värdering

I takt med att marknaden normaliseras och investeringsviljan kommer tillbaka, antas Tangiamos försäljning, givet stärkt produktportfölj, kunna accelerera under år 2022. Utifrån gjorda prognoser estimerar Analyst Group en stark tillväxt för Tangiamo under år 2022 där nettoomsättningen väntas uppgå till 11,9 MSEK, och givet en målmultipel om P/S 2,5x på 2022 års estimerade försäljning motiveras ett värde per aktie om 0,36 kr.

## Ökat 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 1 MSEK, motsvarande ca 4 % ägarandel, och VD Linh Thai äger idag inga aktier. Vi hade gärna sett ett större ägande, då det hade ingjutit ett 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. Automatisering av spelborden medför fördelar för kasinon i termer av ökade intäkter, då spelen går snabbare och med en högre säkerhet. Bolagets spelbord är myndighetsgodkända på flera stora marknader i Europa, och finns installerade i mer än 30 länder.

Kunderna finns även på oreglerade öppna marknader utan krav på tillstånd. 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

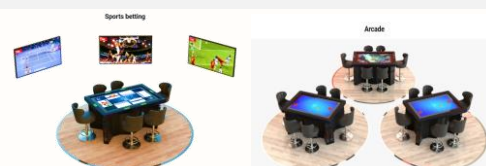
Ett betalningssystem som innebär en helautomatiserad betalningshantering, där kasinon i realtid ser transaktioner per bord samt kan begränsa användningen av spelmarker till ett bord i taget. Kasinon betalar för hårdvaran samt en licensavgift per enhet och månad. Viss produkttestning hos kund görs ännu,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

### Kommande

### Sports Betting/Leisure Games

Under Q4-20 meddelade Tangiamo att ett samarbete med bettingsbolaget 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.



Sports betting & Arcade Games



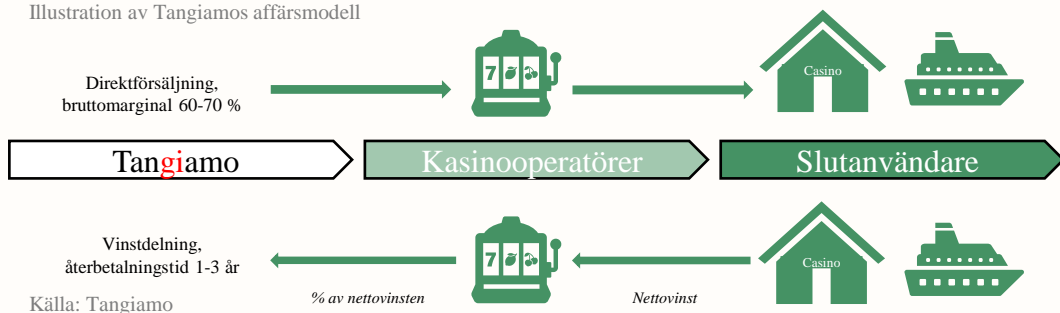
# BOLAGSBESKRIVNING

## 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 partnerns egna bord. I övrigt har Bolaget intäkter för support, uppgradering av mjukvara, betalningslösningar samt reservdelar.

### Tangiamos affärsmodell

Illustration av Tangiamos affärsmodell



## 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, administration och hyra, där investeringar inom marknadsinsatser kommer vara av särskild stor vikt framgent för att kunna nå ut bredare i marknaden med Bolagets produkter.

## Strategiska utsikter

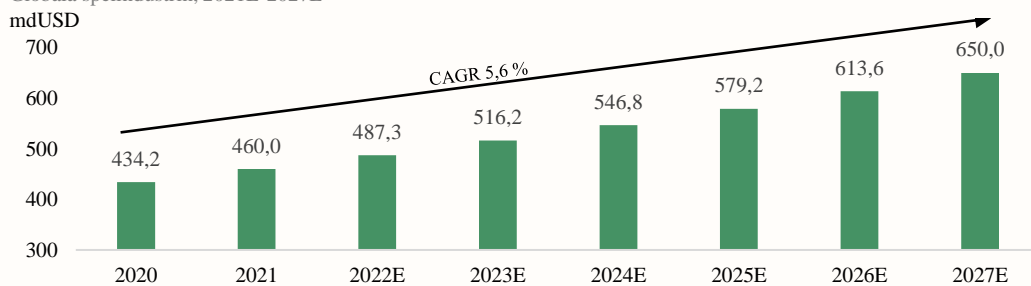
Det som är viktigt för Tangiamo framgent är att fortsätta etablera distributionsavtal samt ingå ramavtal med större operatörer på fler marknader och därtill kontinuerligt öka antalet vindelningsavtal med åren. Med ett breddat produktutbud i form av exempelvis ADR-system för onlinesektorn och *Leisure Games* som öppnar upp en ny marknad, *Gaming Bridge* som medför skalbarhet för kasinooperatörerna, samt Bolagets halv- och helautomatiserade spelbord som innebär kostnadsbesparingar och ökad omsättningshastighet åt slutanvändarna, har Tangiamo ett attraktivt erbjudande till marknaden. Licensavtalet med Grupo Caribant och distributionsavtalet i USA ses som två potentiella tillväxt drivare under 2022, som dels väntas kunna accelerera tillväxten, dels öka skalbarheten i affärsmodellen ytterligare.

# 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 4 467 mdSEK och under år 2021-2027 väntas marknaden växa med en CAGR om 5,6 %, för att nå en storlek om ca 6 310 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



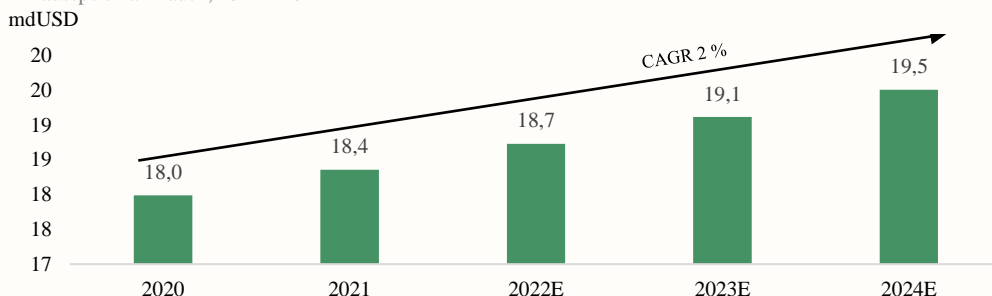
Källa: Cision PR Newswire

**5,6 %**  
**CAGR**  
**GLOBALA**  
**SPEL-**  
**INDUSTRIN**  
**2022-2027E**

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 2021 till ca 179 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

# 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 påverkat möjligheterna att driva upp försäljningen från vinstdelningsavtal givet de globala restriktionernas påverkan på landbaserade kasinon. För Tangiamo har försäljningsstrategin inte heller varit prioriterad under pandemin då det är rörelsekapitalkrävande på kort sikt att producera spelbord som har en återbetalningstid om 1-3 år, även om strategin är långsiktigt fördelaktig och kan generera starka kassaflöden av hög lönsamhet. I tabellen samt graferna nedan går det tydligt att se vilken effekt omorganisationen har haft på Tangiamos verksamhet och kassaflöde.

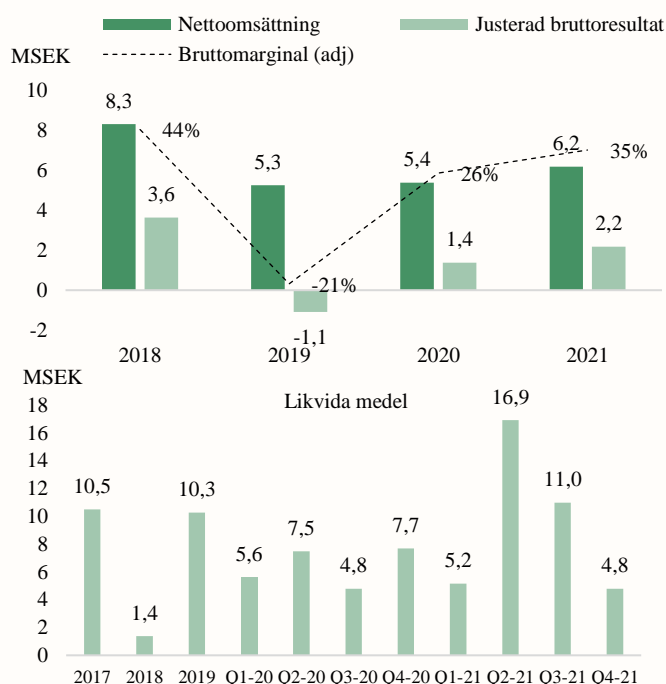
**"Tangiamo 2.0" skapas i och med omorganisationen under år 2018, där strategin som antogs fick en kortsiktig negativ effekt på försäljningen, men lagt grunden för högre framtida tillväxt med lägre kostnadsbas.**

Historiska räkenskaper och kassans utveckling.

Historiska räkenskaper (MSEK)	2017	2018	2019	2020	2021
Nettoomsättning	12,6	8,3	5,3	5,4	6,2
Aktiverat arbete för egen räkning	4,6	2,6	2,1	1,7	2,3
Övriga rörelseintäkter	0,1	0,6	0,1	1,2	0,5
Lagerförändring	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>9,0</b>
Råvaror och förnödenheter	-5,6	-5,3	-6,5	-2,8	-4,5
<b>Bruttoresultat</b>	<b>11,7</b>	<b>6,2</b>	<b>1,0</b>	<b>5,5</b>	<b>4,5</b>
Bruttomarginal (adj) <sup>1</sup>	56,4%	43,7%	-20,7%	70,5%	35,2%
Övriga externa kostnader	-3,7	-6,0	-7,3	-4,9	-6,1
Personalkostnader	-8,4	-11,3	-10,5	-8,1	-7,8
Övriga rörelsekostnader	-0,3	-0,2	-3,6	-0,2	-0,2
<b>EBITDA</b>	<b>-0,7</b>	<b>-11,3</b>	<b>-20,3</b>	<b>-7,7</b>	<b>-9,6</b>
EBITDA-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Av- och nedskrivningar	-2,6	-3,7	-10,1	-2,3	-3,0
<b>EBIT</b>	<b>-3,3</b>	<b>-15,0</b>	<b>-30,4</b>	<b>-10,0</b>	<b>-12,6</b>
EBIT-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.

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

Källa: Tangiamo



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, vilket kan ses i Tangiamos omsättning under dels år 2020, dels år 2021, vari distributionsavtalens värden ej kunnat realiserats fullt ut. Nedan sammanställs Tangiamos aktuella distributionsavtal.

Aktör	Minsta orderkvantitet per år	Produkt
CMS	4 MSEK	Spelbord, service
RBY	5 MSEK	Spelbord, service
Grupo Caribant	5 MSEK år 1, därefter 10 MSEK	Spelbord, service
TCS	1 MSEK	ADR-system
Zeta Gaming	3 MSEK	Spelbord, service
<b>Totalt</b>	<b>18 MSEK</b>	

# FINANSIELL PROGNOSE

Nedan följer en redogörelse av underlaget för de beräkningarna och prognoser för år 2022-2023 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, där Tangiamo mottog ett flertal ordrar under 2021, b.l.a. i Afrika.. En annan värde drivare för Tangiamo inom direktförsäljningssegmentet kan komma att bli lanseringen av *Leisure Games*, som ämnar inkludera ett gambling-moment, 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 ordres 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 ca 0,6 bord med vinstdelning i månaden sedan start. Givet pandemins uppenbara negativa effekter på landbaserade kasinon, gaming halls och kryssningsfartyg, antar Analyst Group att andelen ”aktiva” vinstdelningsavtal och som därmed är intäktsbringande, är låg, men väntas öka i takt med normaliserade samhällen.

## ADR-system

Försäljningen av ADR-systemet möttes under år 2020 av stor framgång och utgjorde merparten av Bolagets försäljning, uppgående till ungefär 3 MSEK. Detta förklaras dels av en stark global efterfrågan, dels att försäljningen av spelbord och vinstdelningsavtal påverkades negativt av pandemin, givet en ökad försiktighet bland marknadsaktörerna och stängda kasinon. En annan faktor som drev upp efterfrågan av ADR-system under 2020 var att Tangiamo under Q2-20 tog klivet in mot onlinesektorn via partnerskap, vilket öppnade upp en ny marknad för Bolaget. Initialt erbjöds ADR-systemen till den oreglerade marknaden, men under Q2-21 erhöll Tangiamo även produktgodkännande för den reglerade marknaden, vilket möjliggör för Bolaget att bredda onlinesegmentet med nya produkttyper och applikationer. 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 åren 2022-2023, 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.

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

# 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 för sina elektroniska spelbord, slotmaskiner och kringliggande tjänster som, tillsammans med trialorders, har ett uppskattat värde om ca 20 MSEK. Coronapandemin har påverkat försäljningen av spelbord och infriandet av dessa distributionsavtal negativt, vilka fortfarande är intakta, under dels år 2020, dels år 2021, vilket kan ses i omsättningen, och förklaras av nedstängningar av kasinon såväl som större osäkerhet samt ökad försiktighet bland distributörerna. Under år 2022 estimerar Analyst Group att ca 35 % av distributionsavtalens värde fullföljs, givet pandemins fortsatta negativa effekter för Tangiamos distributörer under inledningen av 2022, som vi bedömer kan innebära en fortsatt försiktighet under resterande delar av året. Under år 2020 utnyttjade dock Tangiamo marknads inaktivitet genom att stärka produktportföljen, varigenom Bolaget utvecklade dels befintliga produkter, dels nya produkter, för att matcha marknaden nya behov efter pandemin. Detta har syns tydligt under 2021 års försäljning, där ca 80 % av försäljningen och orderstock är nykundsförsäljning, vilket bådär för starkare tillväxt framgent. I takt med att utsikterna för pandemin ljusnar och att den landbaserade kasinomarknaden normaliseras, tillika marknadsaktörernas investeringsvilja, antas en högre andel av distributionsavtalens värde kunna fullföljas, och under år 2022 estimeras 35 % av innevarande distributionsavtal fullföljas. Den globala halvledarbristen är, enligt Analyst Group, en faktor som bedöms påverka Tangiamos leverantörer negativt vilket antas hämma försäljningen, även om Tangiamo i viss utsträckning kan överbrygga komponentbristen genom att byta ut komponenter i produktionen. Tangiamos stärkta produktportfölj väntas även medföra att Bolaget kan fortsätta vara framgångsrika i nykundsförsäljningen under prognosperioden. Vidare, den potentiella ordern från Loto Quebec har inte kunnat realiseras under 2021 dels med hänvisning till att pandemin fortfarande varit en störande faktor, dels att bearbetningen av myndigheter tar i regel längre tid än privata aktörer. Ordern är fortfarande intakt och har därmed endast förskjutits fram i tiden, där Analyst Group estimerar en realisering av Loto Quebec-ordern under år 2022, dock i det lägre spannet av 5-10 MSEK som har kommunicerats från Bolaget.

## 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 intäktsbringande 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 under 2020 och i stor utsträckning även under år 2021, antas inte alla vinstdelningsavtal inte varit aktiva och genererat intäkter. För år 2022 antas 15 % av vinstdelningsavtalen vara aktiva, men över tid väntas aktivitetsgraden öka i takt med att samhällen återgår till ett normaltillstånd, samtidigt som Tangiamo kan öka nyförsäljningen av vinstdelningsavtal när det operativa rörelsekapitalet har stärkts, då flertalet orders idag finns innevarande. För år 2022 antas de aktiva vinstdelningsavtal generera ca 0,3 MSEK i årliga intäkter och utgör därmed en låg andel av de totala estimerade intäkterna.

## Prognos för försäljningen av ADR-system

Tangiamo ingick under år 2019 ett distributionsavtal med TCS John Huxley som för Tangiamo innebär både försäljning av nya enheter och reservdelsförsörjning under sju år till ett värde om minst 1-3,5 MSEK årligen. Givet värdet av de mottagna ordrar under 2021 estimerar Analyst Group att ADR-försäljning för år 2021 understeg 2020 års nivåer, då ADR-försäljningen uppgick till ca 3 MSEK. I takt med att marknaden normaliseras estimeras Tangiamo kunna accelerera försäljningen av ADR-system, delvis underbyggt av etableringen inom onlinesektor där Tangiamo sedan Q2-21 innehar produktgodkännande inom den reglerade marknaden, vilket öppnar upp en betydligt större marknad. Det finns över 1 000 registrerade online studios, där ca 30 online studios i Europa har Tangiamos ADR-system, och för online studio behövs 1-2 ADR-system, vilket medför en stor försäljningspotential för Bolaget.

# FINANSIELL PROGNOSE

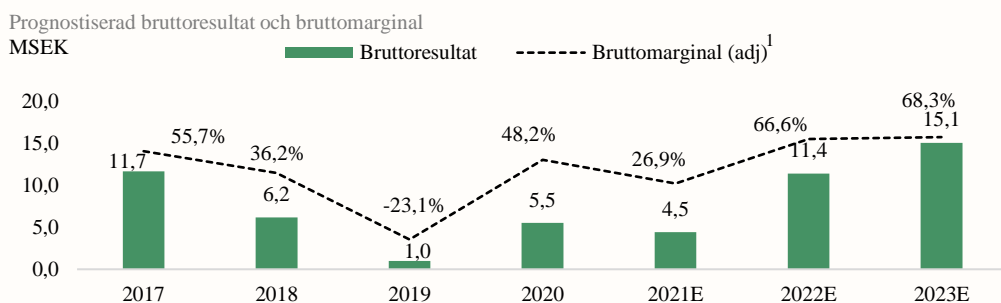
## Brutto- rörelsekostnader

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 utgjorde försäljningen av ADR-systemen 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 Analyst Group konservativt 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 intäktsströmmar från bord med vinstdelning förväntas stärka marginalerna framgent. Vidare har Tangiamo *outsourcat* sin tillverkning av hårdvara till Polen, men viss testning samt justeringar görs än i Tangiamos lokaler i Göteborg. För år 2021 uppgick bruttomarginalen uppgå till 27 %, vilket är lägre än 2020 då bruttomarginalen uppgick till 48 %, och grundas, i vår uppfattning, i att försäljningen fortfarande är på låga nivåer och Tangiamo ännu inte har kunnat skala upp produktionen avsevärt, bör den lägre bruttomarginalen under 2021 snarare vara en effekt av Bolagets lageruppbbyggnad och bokföringsmetod. Däremot, i takt med att Tangiamo kan skala upp produktionen och nå *Economies of Scale*, i kombination med förbättrade distributionsnätverk och ökad licenstillverkning, estimeras bruttomarginalen stärkas från år 2022 och framåt.

### Licenstillverkning

Tangiamo ingick ett avtal med distributören Grupo Caribant om licenstillverkning i Q4-21, vilket innebär att Bolaget kommer leverera batcher med nyckelkomponenter och mjukvara för slutmontering och test i Caribants regi. Upplägget medför en högre produktmarginal, kassaflöde och lägre exponering mot skiftande frakt- och komponentkostnader.

### Bruttomarginalen väntas stiga framöver i takt med högre volymer



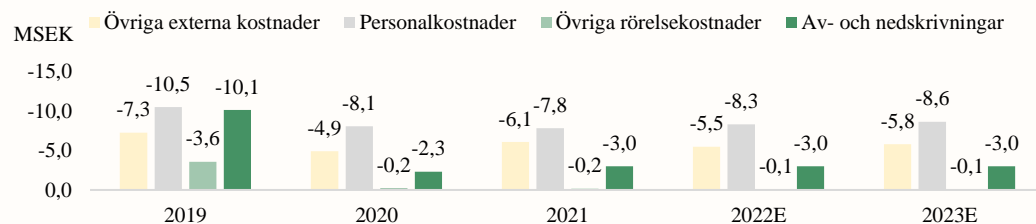
Analyst Groups prognoser

<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. På rullande tolv månader har de övriga externa kostnader ökat med 23 % Y-Y, men härleds till de ökade kostnader som uppkom under Q4-21 med bakgrund till deltagande på G2E-mässan i oktober 2021, varför kostnadsposten ökade med 1,2 MSEK Q-Q. Givet kostnadspostens *run rate* under Q1-Q3 2021 (-4,7 MSEK) samt vad kostnadsposten uppgick till under 2020 (-4,9 MSEK) är det tydligt att Tangiamo har effektiviserat verksamhet och reducerat rörelsekostnaderna, då övriga externa kostnader uppgick till -7,3 MSEK under år 2019. 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 2022-2023

Prognostiserade rörelsekostnader



Analyst Groups prognoser

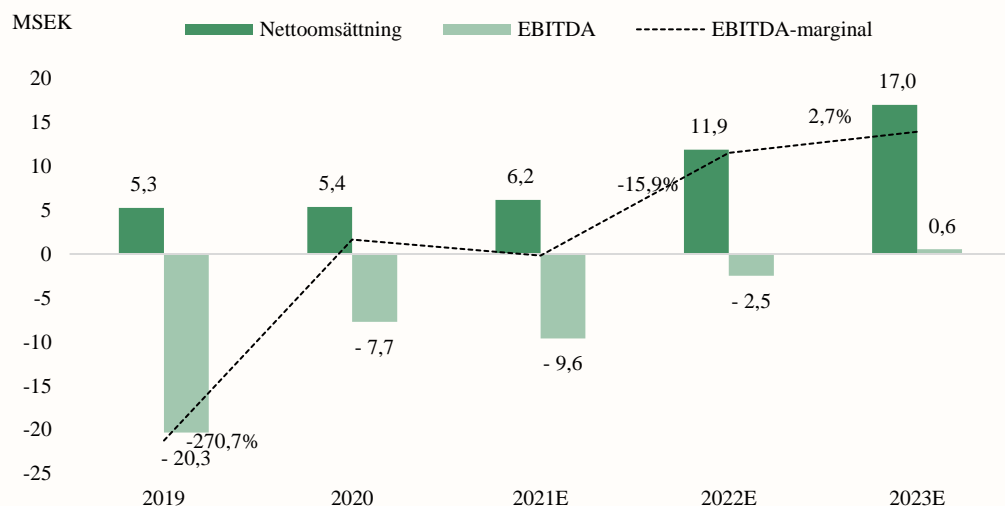
Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

# FINANSIELL PROGNOSS

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.

**I takt med ökade försäljningsvolymerna förväntas Tangiamos kostnadsstruktur resultera i stigande marginaler.**

Estimerad nettoomsättning, EBITDA och EBITDA-marginal, 2019-2023E



Analyst Groups prognoser

Intäktsfördelning (år)	Direktförsäljning spelbord (MSEK)	Vinstdelning (MSEK)	ADR-system (MSEK)	Övrig försäljning (MSEK)	Total nettoomsättning (MSEK)
2022E	7,99	0,52	2,61	0,78	11,89
2023E	10,68	1,51	3,68	1,11	16,98

Base scenario (MSEK)	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	12,6	8,3	5,3	5,4	6,2	11,9	17,0
Aktiverat arbete för egen räkning	4,6	2,6	2,1	1,7	2,3	3,5	3,5
Övriga rörelseintäkter	0,1	0,6	0,1	1,2	0,5	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>9,0</b>	<b>15,4</b>	<b>20,5</b>
Råvaror och förnödenheter	-5,6	-5,3	-6,5	-2,8	-4,5	-4,0	-5,4
<b>Bruttoresultat</b>	<b>11,7</b>	<b>6,2</b>	<b>1,0</b>	<b>5,5</b>	<b>4,5</b>	<b>11,4</b>	<b>15,1</b>
Bruttomarginal (adj) <sup>1</sup>	55,7%	36,2%	-23,1%	48,2%	26,9%	66,6%	68,3%
Övriga externa kostnader	-3,7	-6,0	-7,3	-4,9	-6,1	-5,5	-5,8
Personalkostnader	-8,4	-11,3	-10,5	-8,1	-7,8	-8,3	-8,6
Övriga rörelsekostnader	-0,3	-0,2	-3,6	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1
<b>EBITDA</b>	<b>-0,7</b>	<b>-11,3</b>	<b>-20,3</b>	<b>-7,7</b>	<b>-9,6</b>	<b>-2,5</b>	<b>0,6</b>
EBITDA-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	2,7%
Justerad EBITDA-marginal <sup>1</sup>	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Av- och nedskrivningar	-2,6	-3,7	-10,1	-2,3	-3,0	-3,0	-3,0
<b>EBIT</b>	<b>-3,3</b>	<b>-15,0</b>	<b>-30,4</b>	<b>-10,0</b>	<b>-12,6</b>	<b>-5,5</b>	<b>-2,5</b>
EBIT-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.

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



# 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 gamlingsektorn. Bolaget erbjuder därtill teknologiplattformar, robusta system, engagerade spelinnehåll och relaterade marknadsföringslösningar. Scientific Games är verksamma globalt och har sina kunder över hela världen.



**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.



**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.



För att ge perspektiv på hur Tangiamo står sig mot ovannämnda peers, redogörs samtliga bolagens omsättningstillväxt, lönsamhet, skuldsättningsgrad, kapitalstruktur och multiplar i tabellen nedan, samt tillgängliga estimat på peers i relation till Analyst Groups prognoser för Tangiamo.

R12	Tangiamo	Scientific Games	IGT	Everi	Inspired	Genomsnitt, peers
Nettoomsättningstillväxt	14,77%	12,10%	31,80%	46,50%	9,90%	25,08%
EBITDA-marginal	-106,91%	36,83%	35,10%	52,57%	31,10%	38,90%
EBITDA-tillväxt Y-Y	-24,45%	573,00%	198,40%	104,70%	53,00%	232,28%
Soliditet	67,84%	-28,00%	18,00%	5,00%	-40,00%	-11,25%
Nettoskuld/EBITDA	0,49	22,30	5,00	2,90	4,60	8,70
Skuldsättningsgrad	0,47	-4,60	4,60	19,10	1,20	5,08
Omsättningshastighet	0,21	0,30	0,30	0,40	0,70	0,43
EV/EBITDA	-2,0	42,70	10,10	11,10	9,90	18,45
EV/S	3,1	5,50	3,40	4,80	2,80	4,13
P/S	3,8	2,60	1,70	3,50	1,50	2,33
Marknadsvärde MSEK	24	52 425	53 971	18 228	2 818	31 860

Prognoser	Tangiamo	Scientific Games	IGT	Everi	Inspired	Genomsnitt, peers
CAGR 2022-2023	65,7%	11,4%	3,4%	7,3%	19,1%	10,3%
EBITDA-tillväxt 2022-2023 (årlig)	n.a.	15,9%	11,3%	6,0%	32,5%	16,4%
<b>EBITDA-marginal</b>						
LTM	-106,9%	36,8%	35,1%	52,6%	31,1%	38,9%
2021	-106,9%	36,8%	35,1%	52,6%	31,1%	38,9%
2022E	-15,9%	37,8%	39,8%	51,5%	37,4%	41,6%
2023E	2,7%	38,7%	40,5%	51,6%	38,4%	42,3%

# VÄRDERING

## Tangiameo vs Peers

Tangiameo har en **sämre** tillväxt under 2021 än peers



Tangiameo har en **sämre** lönsamhet än peers



Tangiameo har en **högre** soliditet än peers



Tangiameo har en **lägre** skuldsättningsgrad än peers

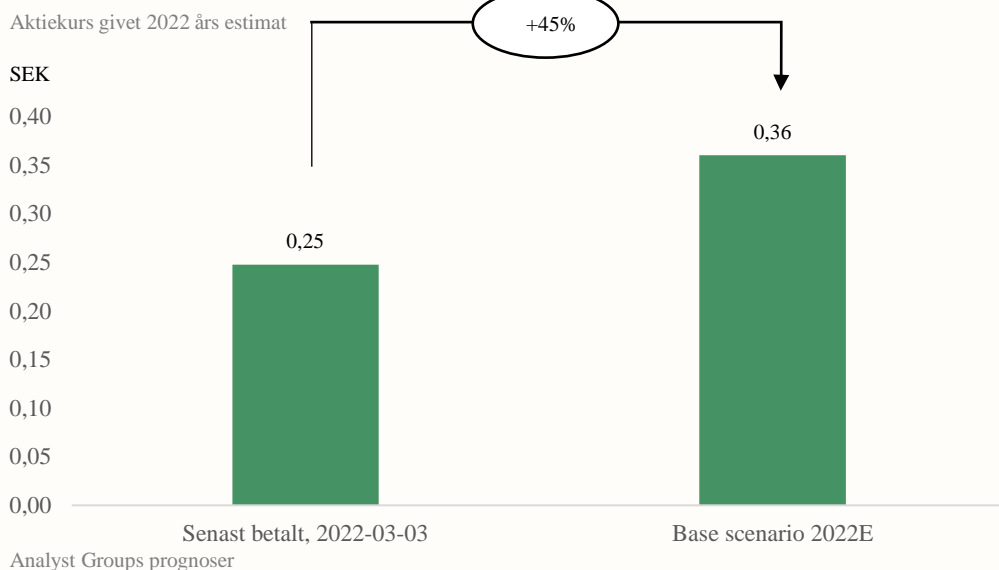


Tangiameo har ett **lägre** Market Cap än peers

I kölvattnet av pandemins utbrott blev år 2020 ett tufft år för landbaserade kasinon och tillika underleverantörer, där *lock-downs* och allmän osäkerhet hade, och i viss utsträckning fortfarande har, en negativt effekt på genererade intäkter inom branschen. Under år 2021 uppvisade Tangiameo en omsättningsstillväxt om ca 15 %, samtidigt som jämförelsebolagen på aggregerad nivå har återhämtat sig betydligt bättre med en genomsnittlig tillväxt om ca 25 %. Viktigt att poängtera dock är att peer-gruppen i huvudsak opererar inom den nordamerikanska marknaden, vilken har återhämtat sig snabbare jämfört med de mer tillväxtbetonade marknader som Tangiameo adresserar, vilket i viss utsträckning kan förklara diskrepansen i omsättnings-tillväxten mellan Tangiameo och jämförelsebolagen under 2021. Vidare är Tangiameo fram till dags dato inte lönsamma, något samtliga peers är, vilket, i kombination med att Tangiameo är en betydligt mindre aktör än jämförelsebolagen, motiverar en värderingsrabatt. Däremot, med hänvisning till gjorda prognoser, estimeras Tangiameo växa omsättningen i en betydligt högre takt än jämförelsebolagen under prognosperioden 2022-2023, och därtill vända till lönsamhet på EBITDA-nivå under 2023. Att Tangiameo därtill uppvisar en nettokassa och är i princip skuldfria, vilket står i stark kontrast med jämförelsebolagen, är å ena sidan en positiv datapunkt, även om vi å andra sidan bedömer att Tangiameo kommer behöva stärka upp kassan genom en kapitalanskaffning under 2022 för att dels täcka löpande rörelsekapital, dels kunna accelerera tillväxttakten, vilket även Bolaget flaggade för i Q4-rapporten 2021. och dessutom innehar en robust patentportfölj för sina innovativa produkter, motiverar enligt Analyst Group en värderingspremie.

Tangiameo har värderats utifrån en P/S-multipel då Bolaget idag, såväl som historiskt, ej varit lönsamma och estimeras växa starkt under år 2022 och framgent. Givet ovan resonemang samt att likviditeten i aktien är relativt låg, Analyst Group anser att Tangiameo bör värderas till en P/S-multipel om 2,5x, i linje med peer-gruppen, där hänsyn även tagits till rådande borsklimat, som kännetecknas av en lägre riskaptit, tillika ökad riskpremie, vilket speglas i vår valda multipel. Med applicerad målmultipel och 2022 års estimerade nettoomsättning om 11,9 MSEK motiveras ett bolagsvärde om 29,7 MSEK vilket ger, efter tillägg av värdet av kassan idag, ett värde per aktie om 0,36 kr i ett Base scenario.

**Analyst Group ser ett motiverat värde per aktie om 0,36 kr i ett Base scenario på 2022 års prognos.**



**0,36 KR  
I ETT BASE  
SCENARIO**

<sup>1</sup> Prognoser återfinns i appendix

# BULL & BEAR

## Bull scenario

I ett Bull scenario estimeras Tangiamo öka nyförsäljningen av spelbord via direktförsäljning i högre takt än vad som anges i Base, drivet av b.l.a. ett lyckat utfall från det nya affärsområdet *Leisure Games* i kombination med stark efterfrågan på Bolagets nya slotmaskiner, men även den stärkta produktportföljen överlag. Vidare estimeras en högre andel av befintliga distributionsavtal fullföljas, drivet av en ökad normalisering på marknaden, vilket medför starkare investeringsvilja bland distributörerna. I ett Bull scenario estimeras även Tangiamo teckna fler nya distributionsavtal än vad som estimeras i Base, vilket bäddar för högre försäljning. Slutinspektionen i Loto Quebec estimeras i ett Bull scenario innebära en order i det högre intervallet, det vill säga ca 10 MSEK, och därutöver förväntas distributionsavtalet med Lightning Gaming i USA bli lyckosam samt lägga en starkare grund för ytterligare försäljning i Nordamerika. I ett Bull scenario förväntas licenstillverkningen via Grupo Caribant öka lönsamheten på Tangiamos produkter, vilket dels möjliggör högre skalbarhet, dels bäddar för en stärkt bruttomarginal. I ett Bull scenario estimeras Tangiamo erhålla beställningar av ADR-system i större utsträckning än i ett Base scenario, primärt drivet av en kraftfull global efterfrågan givet produktgodkännande för onlinesektorn som kom på plats under Q2-21. Givet den högre lönsamheten ADR-system antas ha, väntas ökade intäktsströmmar från detta segment samt licenstillverkning genom avtalet med Grupo Caribant, få god utväxling på Tangiamos lönsamhet. I ett Bull scenario estimeras Tangiamos nettoomsättning uppgå till totalt 14,6 MSEK år 2022 och givet en applicerad P/S-multipel om 2,9x motiveras ett värde per aktie om 0,49 kr per aktie.

**0,49 KR**  
I ETT BULL  
SCENARIO

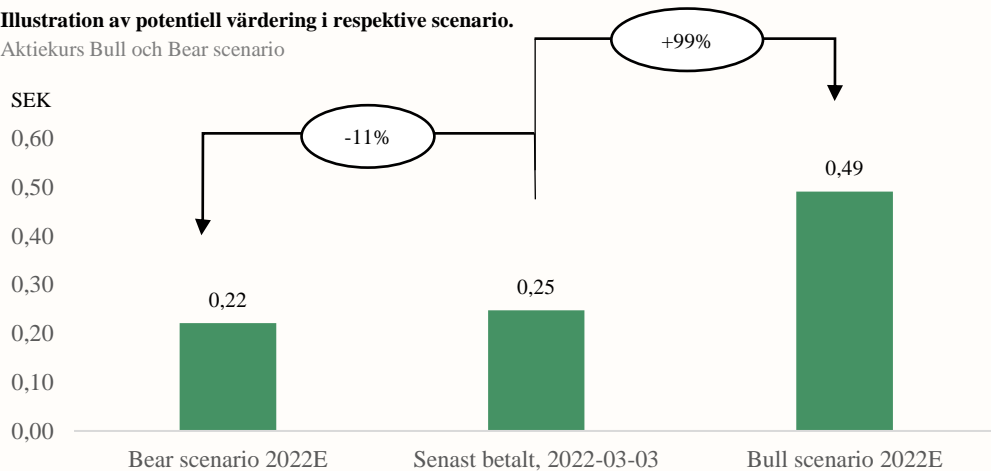
## Bear scenario

I ett Bear scenario antas Tangiamo uppleva svårigheter med att skala upp försäljningen av spelbord i den takt som estimeras i ett Base scenario, där pandemins effekter väntas få mer långvariga operationella svårigheter för dels Tangiamo, dels marknaden som helhet. De befintliga distributionsavtalen antas fullföljas i en lägre andel än i ett Base scenario, och i ett Bear scenario går det inte heller utesluta att ett befintligt distributionsavtal antingen reduceras i värde eller avslutas, till följd pandemin eller att andra konkurrerande aktörer kan erbjuda större volymer, och därmed värde, för distributören. Vidare estimeras lanseringen av *Leisure Games* och slotmaskiner bli mindre lyckosam än vad som antas i ett Base scenario, vilket hämmar direktförsäljningen av elektroniska spelbord. Slutinspektionen i Loto Quebec väntas inte leda till en order under år 2022, hänfört till antingen ytterligare förskjutningar, eller beslutet att inte gå vidare med Tangiamos produkter. Försäljningen av ADR-system antas inte få något vidare genombrott i ett Bear scenario, även om produktgodkännandet till den reglerade onlinesektorn öppnar upp en större marknad för Bolaget, varför försäljningen från ADR-segmentet estimeras takta på nuvarande nivåer under prognosperioden. I en situation med låg försäljning eller att kommande expansionsplaner får sämre utväxling än väntat, 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 8,2 MSEK år 2022 och givet en applicerad P/S-multipel om 2x motiveras ett värde per aktie om 0,22 kr per aktie.

**0,22 KR**  
I ETT BEAR  
SCENARIO

### Illustration av potentiell värdering i respektive scenario.

Aktiekurs Bull och Bear scenario



# LEDNING & STYRELSE

Källa innehav: Holdings



## 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: 266 666 aktier (0,28%)*



## 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: 2 906 939 aktier (3,0 %)*



## 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: 1 066 666 aktier (1,1 %)*



## 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: äger inga aktier i Tangiamo.*



## 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: äger inga aktier i Tangiamo.*



## Anna Ivansson, CFO

Anna innehar en magisterexamen inom företagsekonomi, med erfarenhet inom redovisning och har tidigare arbetat på PWC. Övriga pågående uppdrag: Gruppchef för Aspia AB

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

# APPENDIX

Prognoser	Tangiamo	Scientific Games	IGT	Everi	Inspired	Aristocrat	Genomsnitt, peers
CAGR 2021-2023	56,2%	12,1%	11,5%	22,7%	11,2%	11,6%	13,8%
EBITDA-tillväxt 2021-2023 (årlig)	47,19%	28,9%	28,6%	37,1%	18,2%	22,0%	27,0%
<b>EBITDA-marginal</b>							
LTM	-92,6%	14,5%	33,0%	48,6%	29,1%	10,7%	27,2%
2021E	-73,1%	38,5%	38,6%	53,7%	32,5%	33,3%	39,3%
2022E	-2,9%	39,2%	38,8%	53,2%	36,8%	34,8%	40,6%
2023E	14,0%	39,5%	39,7%	53,9%	39,5%	35,1%	41,5%

Base scenario (MSEK)	2017	2018	2019	2020	LTM	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	12,6	8,3	5,3	5,4	6,2	7,6	14,6	20,5
Aktiverat arbete för egen räkning	4,6	2,6	2,1	1,7	2,0	2,4	3,5	3,5
Övriga rörelseintäkter	0,1	0,6	0,1	1,2	1,2	0,3	0,0	0,0
Lagerförändring	0,0	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>9,4</b>	<b>10,2</b>	<b>18,1</b>	<b>24,0</b>
Råvaror och förnödenheter	-5,6	-5,3	-6,5	-2,8	-5,4	-4,6	-4,9	-6,6
<b>Bruttoresultat</b>	<b>11,7</b>	<b>6,2</b>	<b>1,0</b>	<b>5,5</b>	<b>3,4</b>	<b>5,7</b>	<b>13,2</b>	<b>17,5</b>
Bruttomarginal (adj) <sup>1</sup>	56,4%	43,7%	-20,7%	70,5%	22,4%	39,4%	66,2%	68,0%
Övriga externa kostnader	-3,7	-6,0	-7,3	-4,9	-4,6	-4,8	-5,1	-5,3
Personalkostnader	-8,4	-11,3	-10,5	-8,1	-8,4	-8,3	-8,6	-8,8
Övriga rörelsekostnader	-0,3	-0,2	-3,6	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>-0,7</b>	<b>-11,3</b>	<b>-20,3</b>	<b>-7,7</b>	<b>-9,6</b>	<b>-7,5</b>	<b>-0,5</b>	<b>3,4</b>
EBITDA-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	14,0%
Justerad EBITDA-marginal <sup>1</sup>	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.

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

# APPENDIX

Bull scenario (MSEK)	2017	2018	2019	2020E	LTM	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	12,6	8,3	5,3	5,4	6,2	9,6	18,4	27,3
Aktiverat arbete för egen räkning	4,6	2,6	2,1	1,7	2,0	2,4	3,5	3,5
Övriga rörelseintäkter	0,1	0,6	0,1	1,2	1,2	0,3	0,0	0,0
Lagerförändring	0,0	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>9,4</b>	<b>12,3</b>	<b>21,9</b>	<b>30,8</b>
Råvaror och förnödenheter	-5,6	-5,3	-6,5	-2,8	-5,4	-5,4	-5,2	-7,5
<b>Bruttoresultat</b>	<b>11,7</b>	<b>6,2</b>	<b>1,0</b>	<b>5,5</b>	<b>3,4</b>	<b>6,9</b>	<b>16,7</b>	<b>23,4</b>
Bruttomarginal (adj) <sup>1</sup>	56,4%	43,7%	-20,7%	70,5%	22,4%	43,5%	71,8%	72,7%
	0,0	0,0			0,0			
Övriga externa kostnader	-3,7	-6,0	-7,3	-4,9	-4,6	-4,8	-5,0	-5,2
Personalkostnader	-8,4	-11,3	-10,5	-8,1	-8,4	-8,3	-8,7	-8,9
Övriga rörelsekostnader	-0,3	-0,2	-3,6	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>-0,7</b>	<b>-11,3</b>	<b>-20,3</b>	<b>-7,7</b>	<b>-9,6</b>	<b>-6,2</b>	<b>3,0</b>	<b>9,3</b>
EBITDA-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	13,9%	30,1%
Justerad EBITDA-marginal <sup>1</sup>	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	21,16%

Bear scenario (MSEK)	2017	2018	2019	2020E	LTM	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	12,6	8,3	5,3	5,4	6,2	6,6	8,2	13,9
Aktiverat arbete för egen räkning	4,6	2,6	2,1	1,7	2,0	2,4	3,5	3,5
Övriga rörelseintäkter	0,1	0,6	0,1	1,2	1,2	0,3	0,0	0,0
Lagerförändring	0,0	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>9,4</b>	<b>9,3</b>	<b>11,7</b>	<b>17,4</b>
Råvaror och förnödenheter	-5,6	-5,3	-6,5	-2,8	-5,4	-4,8	-2,7	-4,7
<b>Bruttoresultat</b>	<b>11,7</b>	<b>6,2</b>	<b>1,0</b>	<b>5,5</b>	<b>3,4</b>	<b>4,5</b>	<b>8,9</b>	<b>12,6</b>
Bruttomarginal (adj) <sup>1</sup>	56,4%	43,7%	-20,7%	70,5%	22,4%	27,3%	66,5%	65,8%
	0,0	0,0	0,0					
Övriga externa kostnader	-3,7	-6,0	-7,3	-4,9	-4,6	-5,0	-5,4	-5,7
Personalkostnader	-8,4	-11,3	-10,5	-8,1	-8,4	-8,3	-8,3	-8,2
Övriga rörelsekostnader	-0,3	-0,2	-3,6	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>-0,7</b>	<b>-11,3</b>	<b>-20,3</b>	<b>-7,7</b>	<b>-9,6</b>	<b>-8,8</b>	<b>-4,7</b>	<b>-1,3</b>
EBITDA-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Justerad EBITDA-marginal <sup>1</sup>	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.

<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.

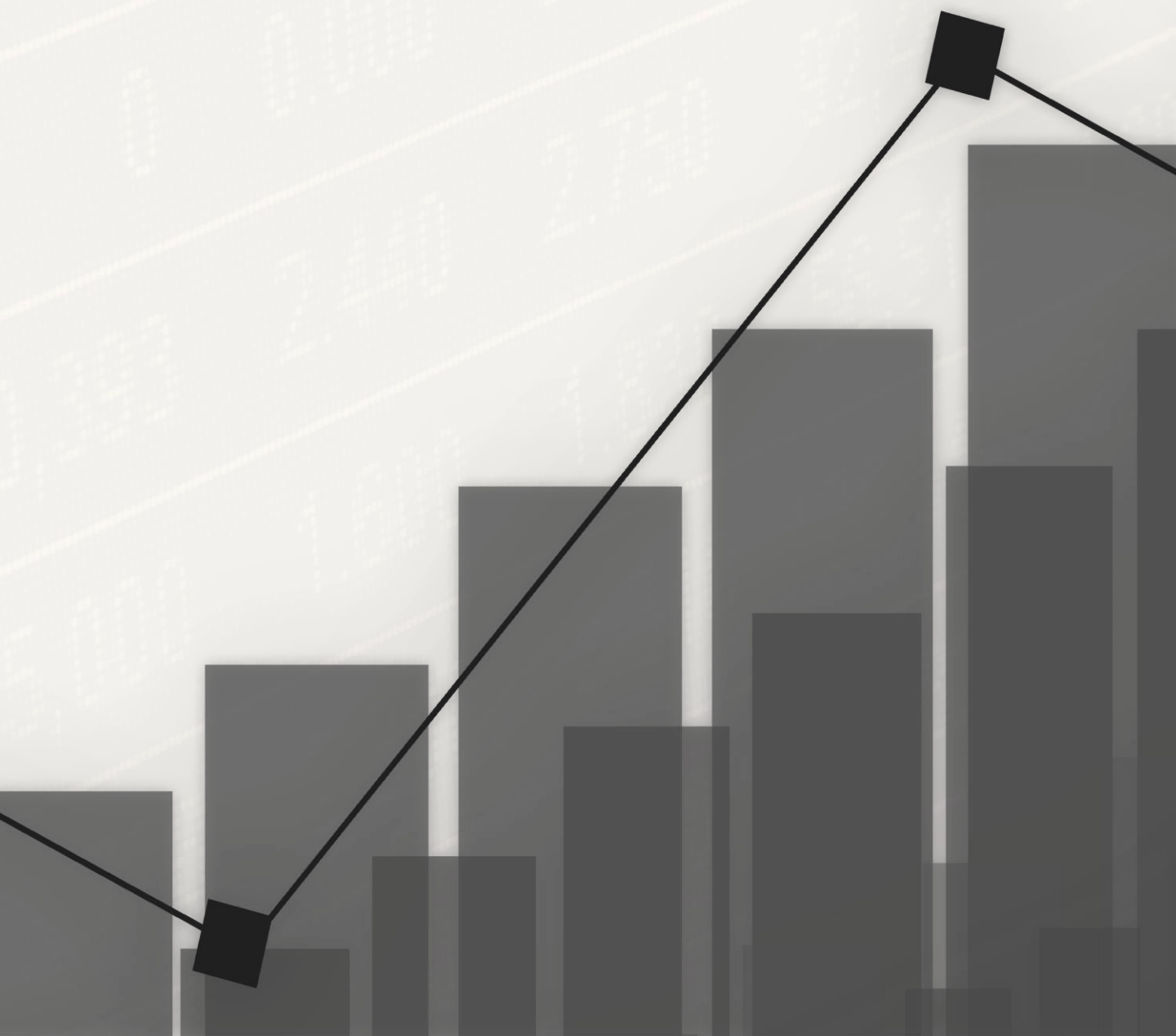
Analytiker äger inte aktier i bolaget.

## 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.



Analyst Group



**AG EQUITY RESEARCH AB**

Org.nr: 556999-0939 | Mail: [info@analystgroup.se](mailto:info@analystgroup.se)  
Riddargatan 12B, 114 35, Stockholm