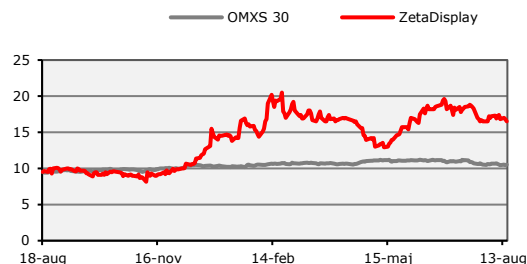


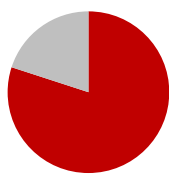
Sammanfattning
ZetaDisplay (ZETA.ST)
God underliggande lönsamhet

- ZetaDisplays omsättning kom in på 41,6 MSEK mot förväntade 50,1 MSEK. Tillväxten uppgick till 48 procent drivet av genomförda förvärv. Den organiska tillväxten var negativ och uppgick till -7,2 procent, vilket kan förklaras av färre nya installationer av Digital Signage-lösningar. Detta kan komma att variera från kvartal till kvartal.
- Det justerade EBITDA-resultatet kom in på 6,4 MSEK mot väntat EBITDA-resultat på 6,6 MSEK. Lönsamhetsmässigt påverkades dock bolaget negativt av det pågående listbytet till Nasdaq Stockholms huvudlista (3,5 MSEK) och kostnader relaterade till förvärv (1,1 MSEK). Bolaget uppvisar återigen en stark bruttomarginal, vilken kom in på 56 procent.
- Bolaget visar numera sina repetitiva intäkter, vilket vi har efterfrågat och därför ser som positivt då vi ser det som den stora värde drivaren i bolaget. De repetitiva intäkterna kom in på 11,8 MSEK vilket är en tillväxt på nästan 7 procent i jämförelse med föregående kvartal.
- Vår värdering av bolaget är intakt, där Base case uppgår till 17 SEK per aktie. Bear case och Bull case uppgår till 6 respektive 26 SEK per aktie.

Lista: First North Stockholm
 Börsvärde: 218 MSEK
 Bransch: Human Interaction Technology
 VD: Leif Liljebrunn
 Styrelseordf: Mats Johansson

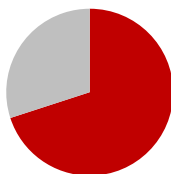

Redeye Rating (0 – 10 poäng)

Ledning



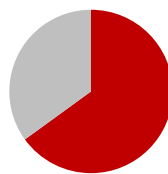
8,0 poäng

Ägarskap



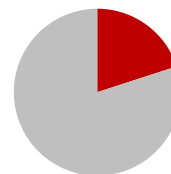
7,0 poäng

Vinstutsikter



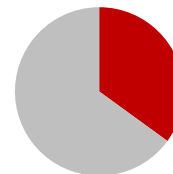
6,5 poäng

Lönsamhet



2,0 poäng

Finansiell styrka



3,5 poäng

Nyckeltal

	2015	2016	2017E	2018E	2019E	Fakta	
Omsättning, MSEK	103	142	205	253	285	Aktiekurs (SEK)	16,3
Tillväxt	77%	38%	44%	23%	13%	Antal aktier (milj)	13,5
EBITDA	8	14	24	37	45	Börsvärde (MSEK)	218
EBITDA-marginal	8%	10%	12%	15%	16%	Nettoskuld (MSEK)	82,6
EBIT	5	9	14	29	38	Preferensaktier	60
EBIT-marginal	5%	6%	7%	11%	13%	Free float (%)	86 %
Resultat före skatt	2	7	13	25	34	Dagl oms. ('000)	22
Nettoresultat	2	4	6	20	29		
Nettomarginal	2%	3%	3%	8%	10%		
Utdelning/Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00		
VPA	0,15	0,30	0,45	1,03	1,65	Analytiker:	
P/E	46,7	46,8	35,5	15,7	9,8	Johan Svantesson	
EV/S	1,1	2,0	1,5	1,3	1,1	johan.svantesson@redeye.se	
EV/EBITDA	13,4	20,2	13,2	9,0	6,9	Havan Hanna	
						havan.hanna@redeye.se	

Viktig information: All information kring ansvarsbegränsningar och potentiella intressekonflikter finns att läsa i slutet av rapporten.

Redeye Rating: Bakgrund och definition

Avsikten med Redeye Rating är att hjälpa investerare att identifiera bolag med en hög kvalitet och attraktiv värdering.

Company Qualities

Avsikten med Company Qualities är att den ska ge en strukturerad och god bild av ett bolags kvalitet (eller verksamhetsrisk) – dess chans att överleva och förutsättningar att uppnå långsiktigt stabil vinststillväxt.

Vi klassificerar bolagets kvalitet utifrån en tiogradig skala baserad på fem värderingsnycklar; 1 – Ledning (Management), 2 – Ägarskap (Ownership), 3 – Vinstutsikter (Growth Outlook), 4 – Lönsamhet (Profitability) och 5 – Finansiell styrka (Financial Strength).

Varje värderingsnyckel utvärderas utifrån ett antal kvantitativa och kvalitativa nyckelfrågor som viktas olika utifrån hur viktiga de anses vara. Varje nyckelfråga tilldelas ett antal poäng utifrån sitt betyg. Det är det sammanlagda antalet poäng från de enskilda frågorna som ligger till grund för bedömningen av varje värderingsnyckel. Betygsskalan sträcker sig från 0 till +10 poäng.

Det sammanlagda betyget för varje värderingsnyckel visualiseras genom storleken på dess stapelkropp. Den relativa storleken mellan staplarna beror därmed på betygsfördelningen mellan de olika värderingsnycklarna.

Ledning

Vår rating av Ledning representerar en bedömning av styrelsens och ledningens förmåga att förvalta bolaget med aktieägarnas bästa för sina ögon. En duktig styrelse och ledning kan göra en medioker affärsidé lönsam, och en dålig kan försätta till och med ett starkt bolag i kris. De faktorer som utgör bedömningen av Ledning är; 1 – Exekvering, 2 – Kapitalallokering, 3 – Kommunikation, 4 – Erfarenhet, 5 – Ledarskap, och 6 – Integritet.

Ägarskap

Vår rating av Ägarskap representerar en bedömning av utövat ägarskap för ett mer långsiktigt värdeskapande. Ägarengagemang och kompetens är avgörande för bolagets stabilitet och för styrelsens handlingskraft. Bolag som har spridd ägarstruktur utan tydlig huvudägare har historiskt sett gått betydligt sämre än börsens index över tiden. De faktorer som utgör bedömningen av Ägarskap är; 1 – Ägarstruktur, 2 – Ägarengagemang, 3 – Institutionellt ägande, 4 – Maktmissbruk, 5 – Renommé, och 6 – Finansiell uthållighet.

Vinstutsikter

Vår rating av Vinstutsikter representerar en bedömning av bolagets förutsättningar att uppnå långsiktigt stabil vinststillväxt. På lång sikt följer aktiekursen ungefär bolagets resultatutveckling. Ett bolag som inte växer kan vara en god kortsiktig placering, men är det sällan på lång sikt. De faktorer som utgör bedömningen av Vinstutsikter är; 1 – Affärsmodell, 2 – Försäljningspotential, 3 – Marknadstillväxt, 4 – Marknadsposition, och 5 – Konkurrenskraft.

Lönsamhet

Vår rating av Lönsamhet representerar en bedömning av hur effektivt bolaget historiskt har utnyttjat sitt kapital för att skapa vinst. Bolag kan inte överleva om de inte är lönsamma. Bedömningen av hur lönsamt ett bolag varit baseras på ett antal nyckeltal och kriterier under en period på upp till fem år tillbaka i tiden; 1 – Avkastning på totalt kapital (Return on total assets; ROA), 2 – Avkastning på eget kapital (Return on equity; ROE), 3 – Nettomarginal (Net profit margin), 4 – Fritt kassaflöde, och 5 – Rörelseresultat (Operating profit margin, EBIT).

Finansiell styrka

Vår rating av Finansiell styrka representerar en bedömning av bolagets betalningsförmåga på kort och lång sikt. Basen i ett bolags finansiella styrka är balansräkningen och dess kassaflöden. Om inte balansräkningen klarar av att finansiera tillväxten är inte ens den bästa potentialen till någon nytta. Bedömningen av ett bolags finansiella styrka baseras på ett antal nyckeltal och kriterier; 1 – Räntetäckningsgrad (Times-interest-coverage ratio), 2 – Skuldsättningsgrad (Debt-to-equity ratio), 3 – Kassalikviditet (Quick ratio), 4 – Balanslikviditet (Current ratio), 5 – Omsättningsstorlek, 6 – Kapitalbehov, 7 – Konjunkturkänslighet, och 8 – Kommande binära händelser.

Engångsposter påverkade lönsamheten

ZetaDisplay - Förväntat vs. Utfall			
(SEKm)	Q2 2016	Q2 2017 Utfall	Q2 2017 Estimat Redeye
Omsättning	28 n.a	41,6	51
EBITDA	2,5	1,8	6,6
<i>Justerad EBITDA*</i>		6,4	
EBIT	0,8	-0,49	4,4
PTP	0,2	0,36	2,9
VPA, SEK	0,0	-0,08	0,11
Omsättningstillväxt	16%	48%	80%
EBITDA-marginal	9%	4%	13%
<i>Justerad EBITDA-marginal</i>		15%	
EBIT-marginal	3%	Neg	9%

Källa: ZetaDisplay, Redeye Research, *Exklusive kostnader för listningsprocess (3,5 M SEK) och förvärvskostnader (11M SEK)

ZetaDisplays rapport för det andra kvartalet kom in under våra förväntningar, vilket främst förklaras av ett kvartal med färre nya installationer av nya Digital Signage-lösningar samt kostnader relaterade till pågående listbyte och genomförda förvärv. Den underliggande lönsamheten var god där den justerade EBITDA-marginalen kom in på 15,4 procent. Omsättning kom in på 41,6 MSEK mot förväntade 50,1 MSEK. Tillväxten uppgick till 48 procent och är en effekt av det genomförda förvärvet ProntoTV. Den organiska tillväxten var negativ och uppgick till -7,2 procent. Detta kan förklaras av mindre hårdvaruförsäljning, vilket sker i samband med nya installationer. Första kvartalet, som uppvisade en mycket stark organisk tillväxt på nästan 18 procent, gjorde att våra förväntningar på omsättning och organisk tillväxt var höga. Det bör understrykas att en stor del av varje enskild orders intäkter kommer in i samband med att hårdvaran säljs och installeras i början av avtalstiden. Till följd av detta kan tillväxten, omsättningen och bruttomarginalen därför komma att variera något från kvartal till kvartal. Enligt bolagets förväntningar ligger en god utveckling under resterande delen av året i sikte, vilket baseras på god orderingång, positiv utveckling av repetitiva intäkter samt synergier med de förvärv som genomförts.

ZetaDisplay - Förväntat vs. Utfall på kostnadssidan		
(SEKm)	Q2 2017 Utfall	Q2 2017 Estimat Redeye
Handelsvaror	-18,5	-23,8
<i>% andel av omsättning</i>	44%	47%
Personalkostnader	-13,0	-12,2
<i>% andel av omsättning</i>	31%	24%
Övriga externa kostnader	-8,3	-8,1
<i>% andel av omsättning</i>	20%	16%

Källa: ZetaDisplay, Redeye Research

På kostnadssidan uppvisade bolaget en lägre kostnad för handelsvaror mot vad vi förväntade oss under kvartalet. Bruttomarginalen är således fortsatt stark och kom in på 56 procent. Förklaringen till den högre bruttomarginalen är en fördelaktig mix mellan licens- och tjänsteintäkter och hårdvaruförsäljning. Vi förväntar oss alltjämt att

bruttomarginalen kan komma att variera under kvartalen beroende på antalet nya installationer. Ett större antal nya installationer innebär en högre andel hårdvaruförsäljning och bör därmed innebära en kortsiktigt lägre bruttomarginal. Detta eftersom hårdvaran generellt sett har lägre marginaler än licenser och tjänster. Säsongsmässigt brukar större delen av installationerna ske i Q4, vilket innebär att marginalen kan komma bli något lägre under den perioden. Nya installationer innebär samtidigt att det på längre sikt kommer genereras en högre grad av återkommande intäkter då försäljningen av licenser och tillhörande tjänster kommer att öka. Övriga externa kostnader uppgick till 8,3 MSEK mot förväntade 8,1 MSEK. I posten kan 3,5 MSEK samt 1,1 MSEK hänföras till listbytet och förvärvskostnader.

ZetaDisplay redovisar numera sina repetitiva intäkter, vilket vi tidigare har påpekat att vi har sett ett stort intresse av att ta del av. Detta eftersom vi har sett det som intressant för investeraren att följa utvecklingen då vi ser det som den viktigaste värde drivaren i bolaget. Vidare har ZetaDisplay en god marginal på de repetitiva intäkterna vilket gynnar lönsamheten. Under kvartalet visade bolaget repetitiva intäkter om totalt 11,8 MSEK i jämförelse med föregående kvartal om 11,0 MSEK. Detta innebär att de repetitiva intäkterna uppgår till 28 procent av den totala omsättningen och att de hade en tillväxt på 6,7 procent i jämförelse med föregående kvartal. Detta ser vi som positivt och vi kommer givetvis följa utvecklingen framgent.

ZetaDisplay - Repetitiva intäkter			
(MSEK)	Q1 2017	Q2 2017	Förändring föregående kvartal
Licensintäkter	7,270	7,629	
Support och övriga avtal	3,793	4,172	
Totalt	11,063	11,801	6,7%

Källa: ZetaDisplay, Redeye Research

Angående den pågående flytten till Nasdaq Stockholms

huvudlista lämnade bolaget i slutet av januari in en preliminär ansökan. Enligt bolaget är processen pågående och ett positivt besked förväntas att komma under hösten. Som tidigare nämnt har listbytet och processen belastat kvartalet med cirka 3,5 MSEK. Den totala kostnaden uppgår nu till cirka 5,3 MSEK, vilket därmed har påverkat lönsamheten märkbart under det första halvåret. Då processen ännu inte är helt genomförd förväntar vi oss att även kommande kvartal kommer att belastas något, dock inte i samma utsträckning som under de föregående kvartalen.

Digital Signage-lösning till svensk butikskedja uppgående till 23 MSEK fördelat över 5 år.

Levererar Digital Signage-lösning till svensk butikskedja i form av ett 5-årigt ramavtal med ett uppskattat värde till 23 MSEK. Vidare uppger kunden ha cirka 170 butiker fördelat på tre länder. Vi ser det som extra positivt att leveransen är till den svenska marknaden, vilket är den marknad som bolaget har gjort en extra satsning på. Detta gör att vi upprepar vår prognos om att bolaget kommer att lyckas uppvisa en resultatförbättring på

den svenska marknaden i slutet av 2017. Mer information om ordern hittar du i vår [kommentar](#) och i bolagets [pressmeddelande](#).

Under det andra kvartalet har även ytterligare ett avtal avseende leverans av Digital Signage till [LOCO-kedjan](#) i Norge till ett värde av 5 MSEK samt ett avtal avseende leverans av Digital Signage monitorer till [Finnavia](#) (ordervärde okänt). Därutöver har ZetaDisplay, efter det andra kvartalets utgång, ingått ett [ramavtal](#) till ett värde av 6 MSEK samt ett [avtal](#) till ett värde av 9 MSEK genom det förvärvade bolaget Seasam. Försäljningen och leveranser av Digital Signage-lösningar tycks därmed fortsätta med god takt och enligt bolaget förväntas också en fortsatt god utveckling under året.

Norge fortsätter att leverera medan Sveriges lönsamhet väntas komma mot slutet av 2017

Sett till bolagets geografiska försäljningsområden visar Norge återigen en mycket god lönsamhet. Finland, som hade ett starkt första kvartal, visade under Q2 något sämre siffror. Detta förklaras av ett mycket starkt jämförelsekvartal där Finland hade flera installationer av Digital Signage-lösningar. Som nämnt kommer generellt sett den största intäkten av ordervärdet in vid installationen, vilket gör att omsättningen kan komma variera från kvartal till kvartal. Sverige går, sett till lönsamheten, fortsatt något tungt. Som vi hade räknat med belastades lönsamheten även i detta kvartal av ökade investeringar i marknadsaktiviteter och kostnader relaterade till etableringen av Stockholmskontoret. Vi räknar alltså att lönsamheten i Sverige kommer att påverkas i nästa kvartal, men att satsningen kommer börja ge effekt under slutet av 2017 och framförallt i början av 2018.

ZetaDisplay - Geografisk försäljning

(SEKm)	Q2 2016	Q2 2017
Sverige (Inklusive Danmark och övriga marknader)	7,7	8,7
<i>% Tillväxt</i>	-	12%
Justerad EBITDA	0,7	0,2
<i>Justerad EBITDA-marginal</i>	8,8%	2,1%
Norge (Inklusive Danmark och övriga marknader)	2,5	19,8
<i>% Tillväxt</i>	-	689%
Justerad EBITDA	0,0	7,0
<i>Justerad EBITDA-marginal</i>	-1%	35,3%
Finland (Inklusive Baltikum)	16,4	13,2
<i>% Tillväxt</i>	-	-20%
Justerad EBITDA	2,5	0,9
<i>Justerad EBITDA-marginal</i>	15,1%	7,1%

Källa: ZetaDisplay, Redeye Research

Fortsätter förvävsresan och återupprepar strategin

Som vi har beskrivit i våra tidigare uppdateringar är ZetaDisplay idag verksamt i sex länder i Europa och enligt bolaget ligger nu fokus på att få ut maximalt av förvärven som är genomförda. Vidare utvärderas kontinuerligt olika typer av allianser med företag och organisationer som kan underlätta etableringen och göra satsningen så kostnadseffektiv som möjligt. VD Leif Liljebrunn pointerar återigen att bolaget har som ambition att aktivt ta del av den pågående konsolideringen som sker i Europa. Digital Signage marknaden är fragmenterad och många av bolagen är idag endast lokalt etablerade, vilket gör att marknaden lämpar sig väl för en konsolidering. Detta innebär att ytterligare förvärv inom en närliggande framtid tycks vara möjlig. Enligt ZetaDisplay genomförs förvärven utifrån tre huvudsakliga grunder:

- Stärka positionen på den lokala marknaden, det vill säga där bolaget idag är verksamt.
- Förvärv på nya marknader för att växa ut i Europa.
- Förvärv som breddar erbjudandet och som är skalbart till övriga länder.

*Fortsätter förvävsresan
och förvärvade det finska
bolaget Seasam*

Under det andra kvartalet fortsatte ZetaDisplay förvävsresan genom att förvärva det finska Digital Signage-bolaget Seasam. I och med förvärvet fortsätter bolaget att leverera i enlighet med sin uttalade förvävsstrategi och har sedan 2015 genomfört tre stycken förvärv. De två tidigare förvärven av Marketmedia och ProntoTV har utvecklats väl och bidragit till både god tillväxt och lönsamhetsförbättring för koncernen. Under 2016 hade Seasam en omsättning på cirka 33,8 MSEK med ett EBITDA- resultat på 4,4 MSEK och ett EBIT-resultat på 2,6 MSEK. Kostnaden för Seasam uppgick till 43,9 och finansierades genom nya lån om 29,3 MSEK, en revers från säljarna om 9,8 MSEK och 4,9 MSEK i form av nyemitterade aktier. Mer information om förvärvet finns [här](#) i vår uppdatering i samband med förvärvet samt i bolagets [pressmeddelande](#). Positivt är att bolaget, efter det andra kvartalets slut, meddelade att Seasam har tecknat ett avtal värt cirka 9 MSEK med en kontraktstid på cirka 3 år. Leveransen uppges ske till lokala mäklare som ingår i en stor finsk mäklarkedja.

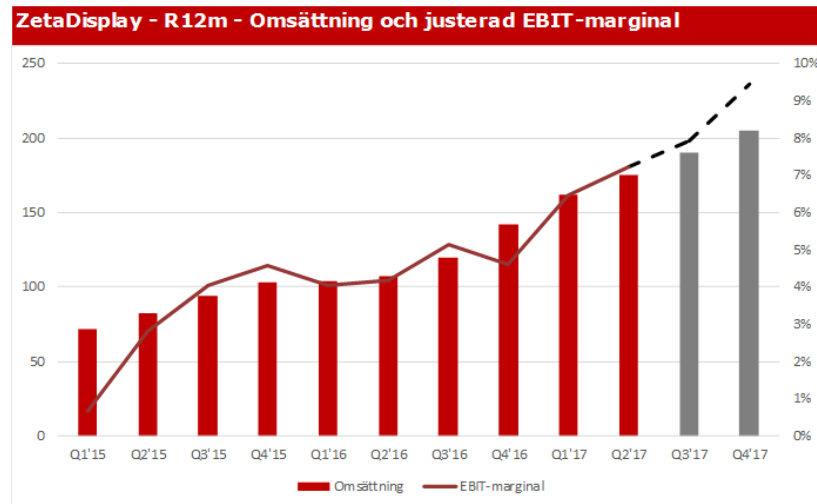
Finansiella prognoser

ZetaDisplay är lönsamt på helårsbasis sedan 2015 och uppvisade en EBIT-marginal på 6 procent under 2016. Efter förvärvet av ProntoTV som slutfördes i tredje kvartalet 2016 har bolaget visat en EBIT-marginal på 10 procent i Q4 2016 och 6 procent i Q1 2017. Under det rapporterade kvartalet var dock EBIT-marginalen negativ, vilket till stor del påverkades av listbytet till Nasdaq Stockholms huvudlista samt engångskostnader relaterat till förvärvet av Seasam. Bolaget har som målsättning att ta del av den växande och pågående investeringsviljan i Digital Signage. Med bakgrund till det samt i samband med den pågående listningen på Nasdaq Stockholms huvudlista presenterade styrelsen i Q4-rapporten 2016 ett antal finansiella mål, vilka beskriver bolagets ambitioner de kommande åren. Dessa innefattar:

- En årlig genomsnittlig tillväxttakt på 25 procent, vilket inräknar både organisk tillväxt och tillväxt genom förvärv.
- Omsättningen ska överstiga 350 Mkr år 2020.
- EBIT-marginalen ska överstiga 15 procent år 2020.
- Soliditeten ska inte understiga 25 procent.

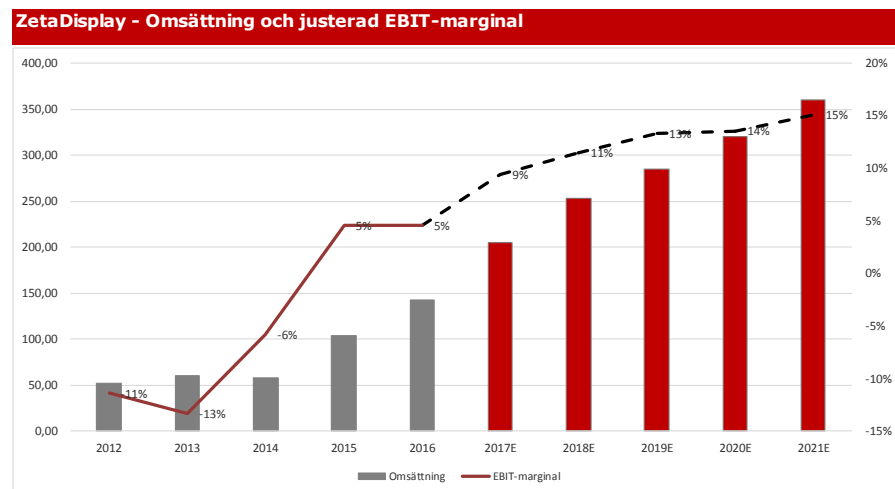
Som vi har nämnt i tidigare uppdateringar är vår uppfattning att målen är ambitiösa och det krävs att bolaget både levererar nya kunder och växer genom merförsäljning av tjänster, programvara och licenser på befintliga kunder. Under det första kvartalet rapporterade bolaget en organisk tillväxt på 18 procent för att nu i andra visa en negativ organisk tillväxt på -7 procent. Som beskrivits tidigare är den organiska tillväxten är i högsta grad beroende av antalet nya installationer och kan därför komma att variera från kvartal till kvartal. Vidare har den aktuella satsningen i Sverige ännu inte bidragit utan snarare drabbat lönsamheten. Bolaget meddelade att de har fått in en stor order från en svensk butikskedja uppgående till 23 MSEK, vilket kommer att fördelas över avtalsperiodens 5 år. Satsningen räknar vi därför alltså med att ge resultat i slutet av 2017. Ska bolaget nå en årlig genomsnittlig tillväxttakt på 25 procent räknar vi dock fortsatt med att ZetaDisplay behöver hitta något ytterligare lönsamt förvärv.

Nedan illustreras ZetaDisplays omsättning och justerad EBIT-marginal på rullande 12 månader. Den underliggande lönsamheten, justerad för det pågående listbytet, ser alltså positiv ut.



Källa: Redeye Research, ZetaDisplay, EBIT-marginalen är justerad för kostnader av listbyte

Även på längre sikt förväntar vi oss att bolagets lönsamhet kommer att takta uppåt. 2020 förväntar vi oss en EBIT-marginal omkring 13,5 procent och en omsättning på cirka 320 MSEK. I förhållande till bolagets målsättning är vi något mer konservativa. Bolagets målsättning under samma år är att nå en EBIT-marginal på 15 procent och en omsättning på 350 MSEK.



Källa: Redeye Research, ZetaDisplay, EBIT-marginalen är justerad för kostnader av pågående listbyte

Förändringar i våra prognoser

Vi gör några förändringar i våra prognoser. Efter Q1-rapportens mycket goda organiska tillväxt på nästan 18 procent blev våra förväntningar något höga inför Q2. Engångskostnaderna har under det första halvåret påverkat lönsamheten, men samtidigt visar bolaget ett starkt underliggande resultat med god bruttomarginal. Sett över 2017 räknar vi numera med att bolaget når en EBIT-marginal runt 6 procent, men att lönsamheten under Q3 och Q4 kommer nå högre nivåer än under första halvåret. Vår långsiktigt övergripande bild av bolaget är alltjämt intakt.

ZetaDisplay prognosförändringar				
Estimat förändringar (MSEK)	2017e		2018e	
	Nya	Gamla	Nya	Gamla
Omsättning	205	220	253	272
EBITDA	24	30	38	39
Justerad EBITDA	30			
EBITDA-marginal	12%	13%	15%	15%
EBIT	14	17	29	30
EBIT-marginal	7%	8%	11%	11%

Källa: Redeye Research

ZetaDisplay kvartalsestimat															
MSEK	Q1	Q2	Q3	Q4	2016	Q1	Q2E	Q3E	Q4E	2017E	Q1E	Q2E	Q3E	Q4E	2018E
Omsättning	25,4	28,2	32,5	56,3	142,4	44,7	41,6	47,1	71,5	204,9	60,3	56,2	54,2	82,3	252,9
Handelsvaror	-11,9	-14,0	-14,3	-30,4	-70,6	-20,0	-18,5	-21,2	-32,2	-91,9	-27,1	-25,3	-24,4	-37,0	-113,8
Bruttoresultat	13,5	14,2	18,2	25,9	71,9	24,6	23,1	25,9	39,3	113,0	33,2	30,9	29,8	45,2	139,1
<i>Bruttomarginal</i>	<i>53%</i>	<i>50%</i>	<i>56%</i>	<i>46%</i>	<i>50%</i>	<i>55%</i>	<i>56%</i>	<i>55%</i>	<i>55%</i>	<i>55%</i>	<i>55%</i>	<i>55%</i>	<i>55%</i>	<i>55%</i>	<i>55%</i>
Övriga externa kostnader	-3,7	-4,1	-4,1	-7,2	-19,0	-9,6	-8,3	-7,1	-10,7	-35,7	-9,0	-8,4	-8,1	-12,3	-37,9
Personalkostnader	-8,4	-7,7	-9,0	-11,1	-36,2	-10,2	-13,0	-12,2	-17,9	-53,3	-15,1	-14,0	-13,5	-20,6	-63,2
EBITDA	1,4	2,5	5,1	7,7	16,7	4,8	1,8	6,6	10,7	23,9	9,0	8,4	8,1	12,3	37,9
<i>EBITDA-marginal</i>	<i>6%</i>	<i>9%</i>	<i>16%</i>	<i>14%</i>	<i>12%</i>	<i>11%</i>	<i>4%</i>	<i>14%</i>	<i>15%</i>	<i>12%</i>	<i>15%</i>	<i>15%</i>	<i>15%</i>	<i>15%</i>	<i>15%</i>
<i>Justerad EBITDA-marginal*</i>						<i>15%</i>	<i>15%</i>								
Avskrivningar	-0,9	-0,9	-1,6	-1,9	-5,3	-2,2	-2,3	-2,7	-2,7	-9,9	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2	-8,9
EBIT	0,5	0,8	1,5	3,7	6,6	2,6	-0,5	3,9	8,0	14,0	6,8	6,2	5,9	10,1	29,1
<i>EBIT-marginal</i>	<i>2%</i>	<i>3%</i>	<i>5%</i>	<i>7%</i>	<i>5%</i>	<i>6%</i>	<i>-1%</i>	<i>8%</i>	<i>11%</i>	<i>7%</i>	<i>11%</i>	<i>11%</i>	<i>11%</i>	<i>12%</i>	<i>11%</i>
<i>Justerad EBIT-marginal*</i>		<i>6%</i>	<i>11%</i>	<i>10%</i>		<i>10%</i>	<i>7%</i>								
Finansnetto	-0,6	-0,6	0,1	-0,7	-1,8	-0,7	-0,1	-0,1	-0,1	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-3,7
EBT	-0,1	0,2	1,6	3,0	4,8	1,9	-0,6	3,8	8,0	13,1	5,9	5,3	5,0	9,2	25,4
Skatt	0,0	0,0	0,0	-2,9	-2,9	-1,2	0,9	-0,8	-1,8	-2,9	-1,3	-1,2	-1,1	-2,0	-5,6
Årets resultat	-0,1	0,2	1,6	0,2	1,9	0,7	0,4	2,9	6,2	10,2	4,6	4,1	3,9	7,2	19,8
Pref utdelning	0,0	0,0	0,0	-2,7	-2,7	0,0	-1,4	-1,4	-1,4	-4,1	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-5,5
VPA	0,00	0,02	0,12	-0,19	-0,06	0,05	-0,08	0,12	0,37	0,46	0,23	0,20	0,18	0,42	1,04

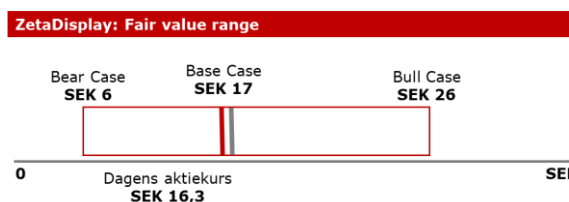
Källa: Redeye Research, ZetaDisplay, *Justerad för listbyteskostnader och kostnader relaterat till genomförda förvärv

Värdering

Baserat på Redeye Rating räknar vi med en WACC på 12,1 procent

Fair valu range indikerar ett DCF-värde mellan 6–26 SEK. Base case uppgår alltså till 17 SEK per aktie

Vårt motiverade värde i Base case uppgår alltså till 17 SEK per aktie. Vårt avkastningskrav uppgår till 12,1 procent. Den terminala tillväxten uppgår till 2 procent. Dessa antaganden gäller för samtliga scenarion, det vill säga Base case, Bear case och Bull case. DCF-värderingen indikerar ett värderingsintervall mellan 6–26 kronor. För att få en överskådlig bild av vad som återspeglas i dagens aktiekurs samt hur aktiekursen förändras beroende på förändringar i den genomsnittliga tillväxten, genomsnittliga EBIT-marginalen samt vid andra antaganden i WACC-beräkningen se avsnitt *känslighetsanalys*.



Base case

I Base case scenariot utgår vi från de finansiella prognoserna som presenteras i avsnittet ovan. I våra prognoser når bolaget en årlig genomsnittlig tillväxt (CAGR) på 12,5 procent under perioden 2018-2025 och därefter har vi en terminal tillväxt på 2 procent. Under samma period förväntar vi oss att en genomsnittlig EBIT-marginal på 14,4 procent och en terminal EBIT-marginal på 12,5 procent. **Vi upprepar vårt motiverade värde på 17 SEK per aktie.**

Motiverat värde i Base case uppgår till 17 SEK per aktie

ZetaDisplay			
Antaganden:	2018-25	DCF-värde	
CAGR försäljning	12,5%	WACC	12,1%
EBIT-marginal (medel)	14,4%	Nuvärde av FCF	160
ROE (medel)	18%	Nuvärde av Terminal Value	175
Terminal		EV	335
Terminal tillväxt av FCF	2%	Nettoskuld	-39
Terminal EBIT marginal	12,5%	Preferensaktier	-60
EV/S Exit multipel	0,9x		
EV/EBIT Exit multipel	7,6x		
		DCF-värde	236
		Motiverat värde per aktie	17
		Dagens aktiekurs	16,30
		Potential/Risk	7%

Källa: Redeye Research

Base case är något mer konservativt i jämförelse med bolagets finansiella målsättning

I jämförelse med bolagets finansiella målsättning med en omsättning på 350 MKR och en EBIT-marginal på 15 procent år 2020 har vi i vårt Base case räknat något mer konservativt. I våra prognoser når bolaget en omsättning på 320 MKR samt en EBIT-marginal på 13,6 procent samma år. Som nämnt tidigare har vi i Base case inte räknat in potentiella förvärv. Detta med hänsyn till problemet i att prognostisera eventuella förvärv som vi idag inte vet något om.

Bear case

I Bear case scenariot räknar vi med att det blir svårare för bolaget att växa på både befintliga och nya kunder. Som nämnt tidigare har historiska marknadsrapporter visat på stora felberäkningar av marknadstillväxten. Det visar på att marknaden för Digital Signage är svårbedömd och kan innebära en lägre efterfrågan på bolagets produkter än våra prognoser i Base case. Vidare har bolaget gett indikationer på att de har nya förvärv i sikte, vilket innebär en potentiell förvärvsrisk. Vid ett mindre lyckat förvärv finns det risk att bolagets lönsamhet drabbas. Med tanke på att bolaget har tagit upp lån och emitterat preferensaktier med en årlig utdelning på 5,5 MKR i samband med förvärven av Marketmedia och ProntoTV kommer en lägre lönsamhet potentiellt skapa problem för bolaget. I Bear case räknar vi med en CAGR på 9,2 procent under perioden 2018-2025 och därefter en terminal tillväxt på 2 procent. Under samma period utgår vi från en genomsnittlig EBIT-marginal på 10,6 procent och en terminal EBIT-marginal på 9,5 procent. Scenariot innebär att bolaget, sett till dess historik förbättrar lönsamheten, men levererar en lägre tillväxt. **Vår DCF ger ett motiverat värde på 6 SEK per aktie.**

Motiverat värde i Bear case uppgår till 6 SEK per aktie

ZetaDisplay			
Antaganden:	2018-25	DCF-värde	
CAGR försäljning	9,2%	WACC	12,1%
EBIT-marginal (medel)	10,6%	Nuvärde av FCF	89
ROE (medel)	14%	Nuvärde av Terminal Value	99
Terminal		EV	188
Terminal tillväxt av FCF	2%	Nettoskuld	-46
Terminal EBIT marginal	9,5%	Preferensaktier	-60
EV/S Exit multipel	0,7x		
EV/EBIT Exit multipel	7,5x		
		DCF-värde	83
		Motiverat värde per aktie	6
		Dagens aktiekurs	16,30
		Potential/Risk	-62%

Källa: Redeye Research

Bull case

I Bull case, vilket är ett sannolikt optimistiskt scenario, når bolaget en högre tillväxt samt bättre marginaler. Tillväxten ser vi som sannolik vid fler lönsamma förvärv till attraktiv värdering samt om bolaget slår våra förväntningar på den ökade satsningen i Sverige. Genom förvärvet av ProntoTV förvärvade bolaget utöver ett starkare erbjudande och en bredare kundbas även ytterligare försäljningskunskap, vilket sannolikt kommer att kunna utnyttjas även på den svenska marknaden. Den högre lönsamheten förklaras av att bolaget i Bull case slår våra förväntningar på merförsäljning av tjänster, programvara och licenser. Vidare räknar vi med att den högre lönsamheten förklaras av att bolaget säljer in tjänster eller programvara till icke befintliga kunder, det vill säga butiker som har digitala displayer installerade sedan tidigare. Försäljning till icke befintliga kunder och merförsäljning av tjänster, programvara och licenser har högre marginaler än försäljningen av hårdvara. Detta kommer således gynna bolagets lönsamhet. I scenariot har vi räknat med att bolaget når en CAGR på 15,2 procent mellan 2018-2025 och därefter en terminal tillväxt på 2 procent. Vidare räknar vi i detta fall med en genomsnittlig EBIT-marginal på 15,2 procent och en uthållig EBIT-marginal på 14,5 procent. **Vår DCF-modell ger ett motiverat värde på 26 SEK per aktie.**

Motiverat värde i Bull case uppgår till 26 SEK per aktie

ZetaDisplay			
Antaganden:	2018-25	DCF-värde	
CAGR försäljning	15,2%	WACC	12,1%
EBIT -marginal (medel)	15,2%	Nuvärde av FCF	191
ROE (medel)	19%	Nuvärde av Terminal Value	252
Terminal		EV	443
Terminal tillväxt av FCF	2%	Nettoskuld	-38
Terminal EBIT marginal	14,5%	Preferensaktier	-60
EV/S Exit multipel	1,1x		
EV/EBIT Exit multipel	7,6x		
		DCF-värde	346
		Motiverat värde per aktie	26
		Dagens aktiekurs	16,30
		Potential/Risk	57%

Källa: Redeye Research

Relativvärdering

Peer värdering															
Bolag	Pris (SEK)	MCAP FY16	EV FY16	EV	Bruttomarginal % R12	Repetitiva intäkter %*	EV/Sales		EV/EBITDA		EV/EBIT		EBITDA % 18E	EBIT % 18E	Sales CAGR 16-18
							17E	18E	17E	18E	17E	18E			
Cinnober	82	1.303	1.217	1.603	62	65	3,7x	3,0x	89,1x	23,6x	100,2x	24,7x	13%	12%	23%
Fortnox	36	1.747	1.688	2.054	88	80-90**	7,6x	5,9x	26,7x	18,3x	31,6x	21,4x	32%	28%	35%
Addnode	73	1.719	1.735	2.083	61	55	0,9x	0,8x	9,7x	7,7x	16,1x	11,3x	11%	7%	8%
Formpipe	14	1.320	1.262	715	46	50	1,8x	1,7x	7,9x	7,3x	19,3x	16,8x	24%	10%	5%
West International	10	140	121	217	50	15**	2,1x	1,3x	19,7x	10,3x	36,2x	14,5x	13%	9%	46%
MultiQ	0,7	90	88	84	46	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
Aggregerad Peer grupp		6.319	6.111	6.756	59	57	1,9x	1,8x	17,7x	12,7x	26,7x	16,7x	14%	14%	12%
Median		1.312	1.240	1.159	55	55	2,1x	1,7x	19,7x	10,3x	31,6x	16,8x	13%	10%	23%
ZetaDisplay***	17	191	285	322	53	28	1,6x	1,3x	11,1x	8,5x	17,9x	11,1x	15%	11%	33%

Källa: Redeye Research , Bloomberg. * Baserat på senast redovisade siffror, ** Redeyes uppskattning, *** Justerat för kostnader relaterat till det pågående listbytet

I ovanstående tabell har vi sammanställt bolag med återkommande intäkter och hur dessa värderas i jämförelse med ZetaDisplay. Tabellen indikerar att ZetaDisplay ser ut att vara relativt lågt värderat i jämförelse med de andra bolagen. Som nämnt tidigare i uppdateringen har de två första kvartalen påverkats negativt av det pågående listbytet. Den underliggande marginalen är dock god då bolaget redovisade en justerad EBITDA-marginal på 14,8 procent i Q1 och 15,4 procent i Q2. Detta innebär att vi alltså räknar med att bolaget kommer visa en bättre lönsamhet under slutet av 2017 och framförallt under 2018.

ZetaDisplays repetitiva intäkter består av licensintäkter samt support och övriga avtalsintäkter. Vid jämförelse mot ett bolag som Fortnox, vilka har en intäktsmodell i form abonnemangsförsäljning med väldigt många mindre kunder, har ZetaDisplay färre kunder som bidrar till en större del av omsättningen. Kontrakten för ZetaDisplay ligger ofta på runt 5 år, vilket gör att det finns en stabilitet i intäkterna. Till skillnad från de andra bolagen i tabellen har ZetaDisplay en något lägre bruttomarginal, lägre repetitiva intäkter samt en någon brokig lönsamhetshistoria. Detta kan vara en motivering till varför bolaget värderas till lägre multiplar. Tror man som investerare på att bolagets lönsamhet och repetitiva intäkter som andel av försäljningen kommer att takta uppåt finns potential till att bolaget kan komma att handlas till högre multiplar.

Känslighetsanalys

I det här avsnittet kommer en känslighetsanalys att presenteras. En känslighetsanalys är bra att utföra eftersom den tar hänsyn till de antaganden som ligger till grund för DCF-modellen. Vidare kan även känslighetsanalysen visa på vilka ungefärliga fundamentala antaganden som ligger diskonterade i dagens aktiekurs.

Värderingen av ZetaDisplay är känslig för antaganden om WACC och omsättningstillväxt. I nedanstående känslighetsanalys varierar dessa antaganden. Känslighetsanalysen indikerar att marknaden har prisat in en CAGR runt 12-13 procent under perioden. Vi ser att andra antaganden i WACC:en har en stor påverkan på det motiverade värdet för aktien. Skulle en WACC på cirka 10 procent antas indikerar det ett aktiepris på 25 SEK per aktie.

		Motiverat värde per aktie				
		CAGR-försäljning 2018-25				
		9%	11%	13%	15%	16%
WACC	10%	18	21	25	29	33
	11%	15	18	21	24	28
	12%	13	15	17	20	23
	13%	11	13	15	17	20
	14%	9	11	12	15	17

Källa: Redeye Research

Värderingen är också känslig för förändringar i den genomsnittliga lönsamheten under perioden. Idag antar vi att bolaget når en genomsnittlig EBIT-marginal runt 14 procent under perioden 2018-2025. Bolagets målsättning är att EBIT-marginalen överstiger 15 procent år 2020. När bolaget en genomsnittlig EBIT-marginal runt 15 procent under perioden indikerar det ett motiverat värde på cirka 19-20 SEK per aktie.

		Motiverat värde per aktie				
		EBIT-marginal medel (2018-2025)				
		10%	12%	14%	16%	18%
WACC	10%	12	19	25	31	37
	11%	10	15	21	26	32
	12%	7	12	17	22	27
	13%	6	10	15	19	24
	14%	4	8	12	17	21

Källa: Redeye Research

Nedan varierar istället omsättningstillväxten eller den genomsnittliga EBIT-marginalen. En CAGR runt 15 procent, vilket skulle kunna vara sannolikt vid fler attraktiva förvärv, indikerar en aktiekurs runt 20 SEK per aktie.

		Motiverat värde per aktie				
		EBIT-marginal medel (2018-2025)				
		10%	12%	14%	16%	18%
CAGR 2018-25	9%	5	9	13	17	21
	11%	6	11	15	19	24
	13%	7	12	17	22	27
	15%	9	15	20	26	31
	16%	11	17	23	30	36

Källa: Redeye Research

Värderingsslutsats

Utifrån känslighetsanalysens indikationer har dagens aktiekurs prisat in en fortsatt god tillväxt samt lönsamhetsförbättring för bolaget. Bear case scenariot visar på att det finns risker, vilka främst är kopplade till bolagets skulder och kostnader för utdelningen hänfödda till preferensaktierna. Bull Case scenariot visar att om investeringsviljan för Digital Signage-lösningar lossnar och bolaget tar en marknadsledande position genom att fortsatt vara lyckosamma i sin förvävsstrategi, finns det möjligheter att bolaget når en högre tillväxt än våra förväntningar. Vidare möjliggör skalbarheten i bolagets affärsmodell, vilket främst är kopplat till en ökad försäljning av tjänster samt programvara och licenser, möjlighet till en högre lönsamhet. De främsta katalysatorerna som enligt oss skulle motivera en högre aktiekurs är ökade repetitiva intäkter samt ytterligare förvärv till en attraktiv värdering.

Investment Case

Lönsam tillväxt i fokus

ZetaDisplay är en helhetsleverantör inom Digital Signage, med svenskt namn kallat digital butikskommunikation. Bolagets erbjudande består främst av en medieplattform, vars mål är att skapa värde för kunden genom att öka försäljningsintäkterna samt hjälpa kunden att stärka sin profil och sitt varumärke genom att bygga upp kundlojalitet och kundnöjdhet i konsumentledet. Förväntningarna på Digital Signage marknaden har historiskt varit för höga, men digitaliseringsvågen inom detaljhandeln har gjort att intresset för Digital Signage nu har ökat. Med detta som bakgrund har ZetaDisplay målsättningen att ta del av den tilltagande investeringsviljan för Digital Signage-lösningar. Genom noggrant utvalda och exekverade förvärv har bolaget fått fart på tillväxten och visar lönsamhet från 2015. Bolaget har genom ett effektiviseringsprogram minskat både personalkostnaderna och de övriga kostnaderna som andel av omsättningen vilket visar att bolaget har en skalbar affärsmodell och kan växa utan att öka kostnaderna i motsvarande takt.

Marknad med potential

Investeringsviljan för Digital Signage-lösningar tilltar och blir allt tydligare i takt med att butiks- och servicehandeln satsar en större andel av sin budget på digital kommunikation. Den globala marknaden för Digital Signage värderades till 17 miljarder dollar 2015 och beräknas ha en genomsnittlig tillväxttakt på 7 procent per år under perioden 2015-2020, med något högre tillväxt i Europa (marketsandmarkets). Priserna på hårdvara har minskat de senaste åren vilket i kombination med förbättrad teknik förväntas driva tillväxten inom området. Vidare väntas den digitala kommunikationen bli en allt mer naturlig del av det nya butikskonceptet som är under utveckling och som följd av att få butiker hittills har investerat i tekniken finns det möjligheter till expansion för ZetaDisplay. Affärsmodellen är uppbyggd på tre olika intäktslag; tjänster, programvara och licenser samt digitala system. Där fokus ligger på att öka de repetitiva intäkterna, vilket bolaget också har lyckats med. Detta gör att bolaget allt mer får karaktären av ett mjukvarubolag. Den fortsatta utvecklingen av de repetitiva intäkterna kommer bli intressant för en investerare att följa då vi anser att det är den viktigaste värde drivaren i bolaget.

Utvecklingen av de repetitiva intäkterna anser vi vara den viktigaste värde drivaren i bolaget

Intressant framtid till mötes

2015 och 2016 var två händelserika år för ZetaDisplay. Under 2015 genomfördes förvärvet av det finska bolaget Marketmedia och bolaget uppvisade ett positivt resultat för första gången. Under 2016 genomfördes bland annat ett förvärv av det norska Digital Signage bolaget ProntoTV som efter uppköpet har vunnit en hel del intressanta affärer från exempelvis Statoil och Shell. Även 2017 har börjat händelserikt, i slutet av januari lämnade bolaget in en preliminär ansökan om listning på Nasdaq Stockholms huvudlista. Vidare har bolaget, i samband med förvärvet, knutit till sig större kunder i form av Veikkaus (Finska Spel), Alko (Finska Systembolaget) och Flytoget. Detta innebär att bolaget har både erbjudandet och erfarenheten som krävs för att vara med och konkurrera om liknande kundupphandlingar på bolagets andra marknader. Exempelvis kommer det att ske intressanta kundupphandlingar under 2017 gällande både Skånetrafiken och Svenska Spel.

Bear points

För en mer dynamisk bild av en investering i ZetaDisplay har vi även sammanställt ett antal utmanande Bear Points. Dessa listas nedan från den mest uppenbara till den minst sannolika och ska illustrera möjliga utmaningar för bolaget.

- **Finansieringskostnaden av förvärv (såväl gjorda som framtida):** Bolaget har i och med sin förvärvsstrategi och emitterat preferensaktier, vilket innebär en utdelningskostnad på cirka 5,5 MKR per år samt tagit upp lån på cirka 49 MKR. Skulle det visa sig att Marketmedia och ProntoTVs resultat avviker från förväntningarna kan förvärven bli kostsamma då bolaget kan få problem med att betala dessa kostnader.
- **Förvärvsrisk:** Bolagets uttalade mål om en genomsnittlig tillväxttakt på 25 procent per år inkluderar förvärv, vilket innebär en potentiell förvärvsrisk. Dessa risker innebär bland annat integrationsproblem, att det förvärvade bolaget inte når upp till förväntningarna och svårigheten i att hitta förvärvsobjekt som uppfyller uppsatta krav.
- **Misslyckad lönsamhetsförbättring:** Bolaget har som finansiellmålsättning att nå en EBIT-marginal på 15 procent år 2020. Vår känslighetsanalys indikerar att en lönsamhetsförbättring har prisats in i dagens aktiepris (se känslighetsanalys i Värderingsavsnittet). Skulle det uppstå fördröjningar i lönsamhetsförbättringarna kan det därmed påverka aktiekursen negativt.
- **Lägre tillväxt än förväntat:** Dagens aktiekurs räknar med fortsatt god tillväxt (se känslighetsanalys i Värderingsavsnittet). Därför är det viktigt att bolaget vinner nya affärer samtidigt som de lyckas behålla och etablera långsiktiga relationer till befintliga kunder.
- **Kundernas preferenser:** Efterfrågar kunderna ett ökat fokus på innehållsproduktion i de digitala displayerna kan exempelvis Visual Art, med sin tydligare inriktning mot innehållsproduktionen, bli ett möjligt hot mot ZetaDisplays tillväxt.
- **Konkurrens från andra medier:** Om det visar sig att andra medier, exempelvis sociala medier eller appar i smartphones, bidrar med en högre grad av effektivitet i sin marknadsföring finns det risk att den beräknade tillväxten för Digital Signage blir lägre än beräknat. Sociala medier kan på ett enkelt sätt mäta antal klick en annons får samt dess påverkan på försäljningen. Detta är svårare att mäta med Digital Signage.

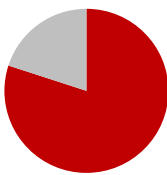
Sammanfattning Redeye Rating

Redeyes Rating utgörs av fem värderingsnycklar. Varje värderingsnyckel består av en sammanvägning av ett antal faktorer som värderas på en betygsskala från 0 till 2p. Maxpoängen för en värderingsnyckel är 10 poäng.

Ratingförändringar i denna rapport:

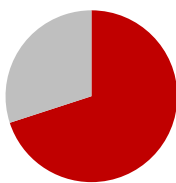
Inga förändringar.

Ledning 8,0p



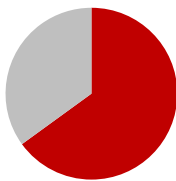
VD Leif Liljebrunn har sedan tidigare stor erfarenhet från mjukvarubranschen och försäljning vilket vi ser som två viktiga faktorer för att ta ZetaDisplay till nästa nivå. Leif har varit i ZetaDisplay sedan 2006 och i VD rollen sedan 2009 vilket visar på stabilitet. ZetaDisplays tidigare VD och nuvarande styrelseordförande Mats Johansson är även medgrundare till bolaget. Mats har stor erfarenhet från branschen då han tidigare var med och grundade konkurrenten MultiQ samt var VD där under perioden 1990-1997. För ytterligare poäng hade vi gärna sett att bolaget blev transparentare i sin redovisning av intäkterna. Vi är framförallt intresserade av se de hur stor andel repetitiva intäkter som bolaget har och hur dessa förändras över tid. Vidare hade vi gärna sett intäktsfördelningen över de olika intäktsslagen; tjänster, programvara och licenser samt digitala system.

Ägarskap 7,0p



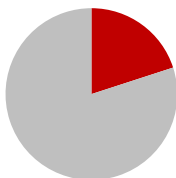
ZetaDisplay har en god ägarstruktur. Största ägaren är medgrundaren och styrelseordförande Mats Johansson. Tillsammans äger styrelsen över 40 procent av aktierna och även VD Leif Liljebrunn är med på topp tio-listan, vilket vi ser som positivt. Den största institutionella investeraren i bolaget är AMF fonder som för närvarande är den sjunde största ägaren. För ytterligare poäng hade vi välkomnat en institutionellägare bland de fem största ägarna alternativt en huvudägare i styrelsen vilken kontrollerar bolaget med mer än 20 procent av rösterna.

Vinstutsikter 6,5p



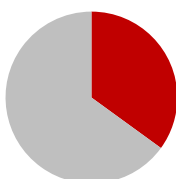
Genom noggrant utvalda och exekverade förvärv har bolaget fått fart på tillväxten och lönsamheten. Marknaden för Digital Signage förväntas att växa de kommande åren och vi förväntar oss att ZetaDisplay tar del av tillväxten samtidigt som bolaget tar marknadsandelar. Vidare har bolaget en skalbar affärsmodell med en historisk bruttomarginal på cirka 54 procent. Vid ökad försäljning, vilket dels kommer drivas av den ökade satsningen på den svenska marknaden, tror vi på fortsatta resultatförbättringar.

Lönsamhet 2,0p



ZetaDisplay visade vinst först under 2015, vilket innebär att bolaget historisk har haft svårt att uppvisa lönsamhet och modellmässigt blir betyget därmed lågt. För högre poäng bör bolaget uppvisa en stabilare lönsamhet under en längre period.

Finansiell styrka 3,5p



Bolagets finansiella styrka är främst låg på grund av upptagna lån och emitterade preferensaktier i samband med förvärven av Marketmedia och ProntoTV. Bolaget har därmed relativt höga räntekostnader och utdelningskostnader för preferensaktierna. Detta innebär att bolaget är i behov av att koncernen genererar en vinst som täcker räntekostnader och utdelningskostnader för preferensaktier.

Resultaträkning	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Omsättning	103	142	205	253	285
Summa rörelsekostnader	-95	-129	-181	-216	-239
EBITDA	8	14	24	37	45
Avskrivningar materiella tillg.	0	0	0	0	0
Avskrivningar immateriella tillg.	-4	-5	-10	-8	-8
Goodwill nedskrivningar	0	0	0	0	0
EBIT	5	9	14	29	38
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	-2	-2	-1	-4	-3
Valutakursdifferenser	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	2	7	13	25	34

Skatt	-1	-3	-3	-6	-5
Nettoreultat	2	4	6	20	29

Balansräkning	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Tillgångar					
<i>Omsättningstillgångar</i>					
Kassa och bank	13	30	31	38	43
Kundfordringar	37	48	68	86	97
Lager	6	9	10	13	14
Andra fordringar	0	0	0	0	0
Summa omsättn.	55	87	109	137	154
<i>Anläggningstillgångar</i>					
Materiella anl.tillg.	1	6	4	5	6
Finansiella anl.tillg.	0	0	0	0	0
Övriga finansiella tillg.	0	0	0	0	0
Goodwill	25	129	129	129	129
Imm. tillg. vid förväv	0	0	0	0	0
Övr. immater. tillg.	6	6	8	8	11
Övr. anlägg. tillg.	0	0	0	0	0
Summa anlägg.	33	141	141	141	146
Uppsk. skatteford.	2	7	6	5	3
Summa tillgångar	90	234	255	283	302

Skulder	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<i>Kortfristiga skulder</i>					
Leverantörsskulder	27	47	55	63	71
Kortfristiga skulder	15	27	29	40	32
Övriga kortfristiga skulder	5	9	9	9	9
Summa kort. skuld	47	82	94	112	113
<i>Ränteb. skulder</i>					
Ränteb. skulder	23	37	40	55	44
L. icke ränteb.skulder	0	0	0	0	0
Konvertibler	0	0	0	0	0
Summa skulder	70	119	134	167	157
Uppskj. skatteskuld	0	0	0	0	0
Avsättningar	0	27	27	2	2
Eget kapital	19	88	94	114	143
Minoritet	0	0	0	0	0
Minoritet & E. Kap.	19	88	94	114	143
Summa skulder och E. Kap.	90	234	255	283	302

Fritt kassaflöde	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Omsättning	103	142	205	253	285
Sum rörelsekost.	-95	-129	-181	-216	-239
Avskrivningar	-4	-5	-10	-8	-8
EBIT	5	9	14	29	38
Skatt på EBIT	-1	-2	-3	-6	-6
NOPLAT	4	7	11	23	32
Avskrivningar	4	5	10	8	8
Brutokassaflöde	7	12	21	31	40
Föränd. i rörelsekap	-4	9	-12	-13	-4
Investeringar	-21	-114	-10	-9	-12
Fritt kassaflöde	-18	-93	0	9	23

Kapitalstruktur	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Soliditet	22%	38%	37%	40%	47%
Skuldsättningsgrad	199%	73%	74%	83%	54%
Nettoskuld	26	34	39	56	34
Sysselsatt kapital	45	123	133	170	177
Kapit. oms. hastighet	1.2	0.6	0.8	0.9	0.9

Tillväxt	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Försäljningstillväxt	77%	38%	44%	23%	13%
VPA-tillväxt (just)	-150%	99%	52%	126%	60%

DCF värdering		Kassaflöden, MSEK	
WACC	12,1 %	NPV FCF (2017-2019)	13
		NPV FCF (2020-2026)	147
		NPV FCF (2027-)	174
		Rörelsefrämjade tillgångar	-30
		Räntebärande skulder	-64
		Motiverat värde MSEK	240

Antaganden 2017-2023		Motiverat värde per aktie, SEK	17
Genomsn. förs. tillv.	13,4 %	Börskurs, SEK	16,3
FRIT-marginal	13,0 %		

Lönsamhet	2015	2016	2017E	2018E	2019E
ROE	10%	7%	7%	19%	23%
ROCE	11%	8%	9%	16%	18%
ROIC	15%	15%	9%	17%	19%
EBITDA-marginal	8%	10%	12%	15%	16%
EBIT-marginal	5%	6%	7%	11%	13%
Netto-marginal	2%	3%	3%	8%	10%

Data per aktie	2015	2016	2017E	2018E	2019E
VPA	0,15	0,30	0,45	1,42	2,02
VPA just	0,15	0,30	0,45	1,03	1,65
Utdelning	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Nettoskuld	2,12	2,60	2,87	4,08	2,35
Antal aktier	12,23	13,23	13,53	13,83	14,43

Värdering	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Enterprise Value	111,5	279,6	316,8	334,3	311,8
P/E	46,7	46,8	35,5	15,7	9,8
P/S	0,8	1,3	1,1	0,9	0,8
EV/S	1,1	2,0	1,5	1,3	1,1
EV/EBITDA	13,4	20,2	13,2	9,0	6,9
EV/EBIT	23,6	32,5	22,6	11,5	8,2
P/BV	4,4	2,1	2,3	1,9	1,5

Aktiens utveckling		Tillväxt/år	15/17e
1 mån	-14,4 %	Omsättning	40,8 %
3 mån	15,4 %	Rörelseresultat, just	72,43 %
12 mån	69,5 %	V/A, just	73,8 %
Årets Början	11,8 %	EK	120,8 %

Aktiestructur %	Röster	Kapital
Mats Johansson	15,4 %	14,9 %
Martin Gullberg	8,9 %	8,5 %
Anders Pettersson	8,1 %	8,5 %
Magari Venture AS (tidigare Pronto Holding AS)	7,5 %	7,2 %
Anders Moberg	6,3 %	6,8 %
Mats Leander	5,7 %	5,5 %
AMF Försäkring & Fonder	4,6 %	4,8 %
Bernt Larsson	3,8 %	3,7 %
Leif Liljebrunn	1,9 %	1,8 %
Mikael Hägg	1,5 %	1,6 %

Aktien	
Reuterskod	ZETA.ST
Lista	First North Stockholm
Kurs, SEK	16,1
Antal aktier, milj	13,5
Börsvärde, MSEK	217,9

Bolagsledning & styrelse	
VD	Leif Liljebrunn
CFO	Paula Hjertberg
IR	
Ordf	Mats Johansson

Nästkommande rapportdatum	
Q3	9/11 2017
Q4	22/2 2017

Analytiker	Redeye AB
Johan Svantesson	Mäster Samuelsgatan 42, 10tr
johan.svantesson@redeye.se	114 35 Stockholm

Havan Hanna
havan.hanna@redeye.se

Omsättning & Tillväxt (%)	EBIT (justerad) & Marginal (%)																																										
<table border="1"> <caption>Omsättning & Tillväxt (%)</caption> <thead> <tr> <th>År</th> <th>Omsättning (SEK mil)</th> <th>Försäljningstillväxt (%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2014</td> <td>~50</td> <td>~0%</td> </tr> <tr> <td>2015</td> <td>~100</td> <td>~80%</td> </tr> <tr> <td>2016</td> <td>~140</td> <td>~40%</td> </tr> <tr> <td>2017E</td> <td>~200</td> <td>~45%</td> </tr> <tr> <td>2018E</td> <td>~250</td> <td>~30%</td> </tr> <tr> <td>2019E</td> <td>~280</td> <td>~20%</td> </tr> </tbody> </table>	År	Omsättning (SEK mil)	Försäljningstillväxt (%)	2014	~50	~0%	2015	~100	~80%	2016	~140	~40%	2017E	~200	~45%	2018E	~250	~30%	2019E	~280	~20%	<table border="1"> <caption>EBIT (justerad) & Marginal (%)</caption> <thead> <tr> <th>År</th> <th>EBIT just (SEK mil)</th> <th>EBIT just-marginal (%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2014</td> <td>~-2</td> <td>~-5%</td> </tr> <tr> <td>2015</td> <td>~4</td> <td>~5%</td> </tr> <tr> <td>2016</td> <td>~8</td> <td>~6%</td> </tr> <tr> <td>2017E</td> <td>~14</td> <td>~7%</td> </tr> <tr> <td>2018E</td> <td>~29</td> <td>~11%</td> </tr> <tr> <td>2019E</td> <td>~38</td> <td>~13%</td> </tr> </tbody> </table>	År	EBIT just (SEK mil)	EBIT just-marginal (%)	2014	~-2	~-5%	2015	~4	~5%	2016	~8	~6%	2017E	~14	~7%	2018E	~29	~11%	2019E	~38	~13%
År	Omsättning (SEK mil)	Försäljningstillväxt (%)																																									
2014	~50	~0%																																									
2015	~100	~80%																																									
2016	~140	~40%																																									
2017E	~200	~45%																																									
2018E	~250	~30%																																									
2019E	~280	~20%																																									
År	EBIT just (SEK mil)	EBIT just-marginal (%)																																									
2014	~-2	~-5%																																									
2015	~4	~5%																																									
2016	~8	~6%																																									
2017E	~14	~7%																																									
2018E	~29	~11%																																									
2019E	~38	~13%																																									
Vinst Per Aktie	Soliditet & Skuldsättningsgrad (%)																																										
<table border="1"> <caption>Vinst Per Aktie</caption> <thead> <tr> <th>År</th> <th>VPA (SEK)</th> <th>VPA (just) (SEK)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2014</td> <td>~-0,2</td> <td>~-0,2</td> </tr> <tr> <td>2015</td> <td>~0,2</td> <td>~0,3</td> </tr> <tr> <td>2016</td> <td>~0,3</td> <td>~0,4</td> </tr> <tr> <td>2017E</td> <td>~0,4</td> <td>~0,5</td> </tr> <tr> <td>2018E</td> <td>~1,2</td> <td>~1,3</td> </tr> <tr> <td>2019E</td> <td>~2,0</td> <td>~2,1</td> </tr> </tbody> </table>	År	VPA (SEK)	VPA (just) (SEK)	2014	~-0,2	~-0,2	2015	~0,2	~0,3	2016	~0,3	~0,4	2017E	~0,4	~0,5	2018E	~1,2	~1,3	2019E	~2,0	~2,1	<table border="1"> <caption>Soliditet & Skuldsättningsgrad (%)</caption> <thead> <tr> <th>År</th> <th>Soliditet (%)</th> <th>Skuldsättningsgrad (%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2014</td> <td>~35%</td> <td>~70%</td> </tr> <tr> <td>2015</td> <td>~25%</td> <td>~200%</td> </tr> <tr> <td>2016</td> <td>~38%</td> <td>~70%</td> </tr> <tr> <td>2017E</td> <td>~38%</td> <td>~70%</td> </tr> <tr> <td>2018E</td> <td>~40%</td> <td>~70%</td> </tr> <tr> <td>2019E</td> <td>~48%</td> <td>~60%</td> </tr> </tbody> </table>	År	Soliditet (%)	Skuldsättningsgrad (%)	2014	~35%	~70%	2015	~25%	~200%	2016	~38%	~70%	2017E	~38%	~70%	2018E	~40%	~70%	2019E	~48%	~60%
År	VPA (SEK)	VPA (just) (SEK)																																									
2014	~-0,2	~-0,2																																									
2015	~0,2	~0,3																																									
2016	~0,3	~0,4																																									
2017E	~0,4	~0,5																																									
2018E	~1,2	~1,3																																									
2019E	~2,0	~2,1																																									
År	Soliditet (%)	Skuldsättningsgrad (%)																																									
2014	~35%	~70%																																									
2015	~25%	~200%																																									
2016	~38%	~70%																																									
2017E	~38%	~70%																																									
2018E	~40%	~70%																																									
2019E	~48%	~60%																																									
Produktområden	Geografiska områden																																										
Intressekonflikter	Verksamhetsbeskrivning																																										
<p>Johan Svantesson äger aktier i ZetaDisplay: Nej Havan Hanna äger aktier i ZetaDisplay: Nej</p> <p>Redeye utför/har utfört tjänster åt bolaget och erhåller/har erhållit ersättning från bolaget i samband med detta.</p>	<p>ZetaDisplay är en helhetsleverantör inom Digital Signage där affärsmodellen är uppbyggd på tre olika intäktslag; tjänster, programvara och licenser samt digitala system. Bolaget har idag verksamhet i Sverige, Finland, Norge, Danmark, Benelux och Baltikum.</p>																																										

DISCLAIMER**Viktig information**

Redeye AB ("Redeye" eller "Bolaget") är en specialiserad finansiell rådgivare inriktad mot små och medelstora tillväxtbolag i Norden. Vi fokuserar på sektorerna Technology och Life Science. Vi tillhandahåller tjänster inom Corporate Broking, Corporate Finance, aktieanalys och investerarelationer.. Våra styrkor är vår prisbelönta analysavdelning, erfarna rådgivare, ett unikt investerarnätverk samt vår kraftfulla distributionskanal redeye.se. Redeye grundades år 1999 och står under Finansinspektionens tillsyn sedan 2007.

Redeye har följande tillstånd: mottagande och vidarebefordran av order avseende finansiella instrument, investeringsrådgivning till kund avseende finansiella instrument, utarbete, sprida finansiella analyser/rekommendationer för handel med finansiella instrument, utförande av order avseende finansiella instrument på kundens uppdrag, placering av finansiella instrument utan fast åtagande, råd till företag samt utföra tjänster vid fusion och företagsuppköp, utföra tjänster i samband med garantigivning avseende finansiella instrument samt bedriva Certified Advisory-verksamhet (sidotillstånd).

Ansvarsbegränsning

Detta dokument är framställt i informationssyfte för allmän spridning och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analysen är baserad på källor som Redeye bedömer som tillförlitliga. Redeye kan dock ej garantera riktigheten i informationen. Den framåtblickande informationen i analysen baseras på subjektiva bedömningar om framtiden, vilka innehåller en osäkerhet. Redeye kan inte garantera att prognoser och framåtblickande estimat kommer att bli uppfyllda. Varje investeringsbeslut fattas självständigt av investeraren. Denna analys är avsedd att vara ett av flera redskap vid ett investeringsbeslut. Varje investerare uppmanas att komplettera med ytterligare relevant material samt konsultera en finansiell rådgivare inför ett investeringsbeslut. Redeye fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av analysen.

Potentiella intressekonflikter

Redeyes analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att undvika intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. Bland annat gäller följande:

- För bolag som är föremål för Redeyes analys gäller bl.a. de regler som Finansinspektionens har uppställt avseende investeringsrekommendationer och hantering av intressekonflikter. Vidare gäller för bolagets anställda handelsstopp i finansiella instrument för bolaget från 30 dagar innan det att det bevakade bolaget kommer med ekonomiska rapporter, såsom delårsrapporter, bokslutskommunikéer eller liknande, till det datum Redeye offentliggör sin analys plus två handelsdagar efter detta datum.
- En analytiker får inte utan särskilt tillstånd från ledningen medverka i corporate finance verksamhet och får inte erhålla ersättning som är direkt kopplad till sådan verksamhet.
- Redeye kan genomföra analyser på uppdrag av, och mot en ersättning från, det bolag som belyses i analysen alternativt ett emissionsinstitut i samband M&A, nyemission eller en notering. Läsaren av dessa rapporter kan anta att Redeye har erhållit eller kommer att erhålla betalning för utförandet av finansiella rådgivningstjänster från bolaget/bolag nämnt i rapporten. Ersättningen är ett på förhand överenskommet belopp och är inte beroende av innehållet i analysen.

Angående Redeyes analysbevakning

Redeyes analys präglas av case-baserad analys vilket innebär att frekvensen av analysrapporter kan variera över tiden. Om annat inte uttryckligen anges i analysen uppdateras analysen när Redeyes analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till analyserad emittent/analyserat finansiellt instrument.

Rating/Rekommendationsstruktur

Redeye utfärdar ej några investeringsrekommendationer för fundamental analys. Däremot så har Redeye utarbetat en proprietär analys och ratingmodell, Redeye Rating, där det enskilda bolaget analyseras, utvärderas och belyses. Analysen ska ge en oberoende bedömning av bolaget, dess möjligheter, risker mm. Syftet är att ge ett objektivt och professionellt beslutsunderlag för ägare och investerare.

Redeye Rating (2017-08-18)

Rating	Ledning	Ägarskap	Vinst- utsikter	Lönsamhet	Finansiell styrka
7,5p - 10,0p	44	42	17	11	22
3,5p - 7,0p	71	65	99	35	45
0,0p - 3,0p	12	20	11	81	60
Antal bolag	127	127	127	127	127

*För investmentbolag ser parametrarna annorlunda ut.

Mångfaldigande och spridning

Detta dokument får inte mångfaldigas för annat än personligt bruk. Dokumentet får inte spridas till fysiska eller juridiska personer som är medborgare eller har hemvist i ett land där sådan spridning är otillåten enligt tillämplig lag eller annan bestämmelse.

Copyright Redeye AB.