

# ZetaDisplay

Sektor: Human Interaction Technology

## Storavtal bäddar för accelererande tillväxt

### Svag kursutveckling och storavtal ger attraktiv risk/reward

Vi anser att ZetaDisplay blivit en än mer intressant aktie sedan vår föregående uppdatering. Aktien har fallit med cirka 10% samtidigt som bolaget landat ett ramavtal med potential att bli bolagets största order hittills. Vid sidan av det möjliga betydande intäktsbidraget är orden också viktig för att attrahera ytterligare internationella aktörer. Ett ramavtal är svårvärderat men det bör hursomhelst betinga ett tydligt positivt värde, vilket hittills dock inte speglats i aktien.

### Höjda estimat kompenserar för ökat avkastningskrav

Vi höjer vårt Base case marginellt till 25 SEK (24). Den nya ratingen ökar avkastningskravet från 10,3% till 11,0%, vilket neutraliserar merparten av den ökning som våra prognoshöjningar leder till. Bull case höjs något mer till 38 SEK (34), då våra estimat inkluderar långt ifrån den fulla potentialen i ramavtalet med Ingka Group.

### "IKEA-avtal" ger höjda prognoser

Rapporten i sig gav visserligen ingen ny information om avtalet med Ingka Group. Däremot upplever vi ledningen som mycket positiv och med tanke på att ramavtalet nu varit aktivt i en och en halv månad är det lovande. Trots att det handlar om ett ramavtal väljer vi att addera ett fåtal varuhus i våra prognoser redan för andra halvåret 2019. För 2020 höjer vi försäljningsprognosen med drygt 5%, vilket ger stort utslag på EBIT då vi bedömer att organisationen redan är rustad för större volymer.

### Små avvikelser från estimat

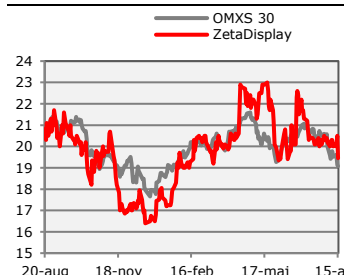
Försäljning, bruttoreultat och EBIT avvek inte nämnvärt från våra prognoser i detta resultatmässiga "mellankvartal". Särskilt glädjande var att de kontrakterade tjänsterna återigen visade tillväxt kvartal för kvartal, vilket vi förväntar oss av ett tillväxtbolag med återkommande intäkter.

NYCKELTAL (MSEK)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
Net sales	199	404	404	468	516	559
EBITDA	17	48	55	72	96	116
EBIT	17	48	30	56	77	95
EPS (adj.)	0.5	1.8	0.6	1.3	1.9	2.4
EV/Sales	2.7	1.3	1.8	1.5	1.2	1.0
EV/EBITDA	31.5	11.3	13.1	9.5	6.6	4.9
EV/EBIT	31.5	11.3	23.7	12.3	8.3	6.0
P/E	39.1	9.2	35.4	15.4	10.7	8.5

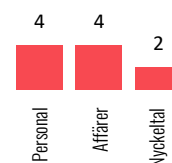
### FAIR VALUE RANGE

BEAR	BASE	BULL
14.0	25.0	38.0

### ZETA.ST VERSUS OMXS30



### REDEYE RATING



### FAKTA

Ticker	ZETA.ST
Lista	Small cap
Aktiekurs (SEK)	20.4
Börsvärde (MSEK)	576
Nettoskuld 19E (MSEK)	138
Free Float	76 %
Dagl oms. ('000)	430

### ANALYTIKER

Fredrik Nilsson  
fredrik.nilsson@redeye.se  
Havan Hanna  
havan.hanna@redeye.se

## Bruttoresultat som väntat, dämpad kostnadsexpansion

Försäljningen i kvartalet var marginellt svagare än vi väntat oss. Bruttoresultatet kom dock in i linje med prognos, då bruttomarginalen var något starkare än väntat. Kvartalets tillväxt genererades i huvudsak inom de repetitiva och lönsamma kontrakterade tjänsterna, vilket är positivt. EBIT kom in något under prognos, vilket främst kan hänföras högre avskrivningar än vi räknat med.

### Utfall vs Prognos - Sammanfattning 2Q19

(MSEK)	2Q18	2Q19	2Q19E	Diff
Försäljning	90,8	97,4	100,8	-3%
<i>Tillväxt YoY</i>	<i>118,1%</i>	<i>7,4%</i>	<i>11,1%</i>	
Bruttoresultat	45,6	52,4	52,5	0%
EBITDA	11,0	9,6	9,8	-2%
<i>EBITDA-marginal</i>	<i>12,2%</i>	<i>9,9%</i>	<i>9,7%</i>	
EBIT	11,0	3,3	4,6	-29%
<i>EBIT-marginal</i>	<i>12,2%</i>	<i>3,4%</i>	<i>4,6%</i>	
EPS (SEK)	0,31	0,00	0,08	-94%

Källa: Redeye Research, ZetaDisplay

Försäljningen ökade med drygt 7% relativt samma kvartal ifjol. Under föregående år bokades dock knappt 7 MSEK relaterat till storordern till ATG varpå den underliggande tillväxten var cirka dubbelt så hög. Liksom vi vant oss vid, var tillväxttakten i kontrakterade tjänster högre än koncernsnittet.

Vid sidan av den hyggliga försäljningstillväxten var kvartalets höjdpunkt avtalet med Ingka Group (IKEA). Avtalet bidrog inte med intäkter i kvartalet men kommer sannolikt, enligt vår bedömning, vara av stor betydelse framgent. Mer om det i avsnittet om finansiella prognoser. Rapporten gav i sig ingen ytterligare konkret information men ledningen är optimistisk vid rapportsläpp, en och en halv månad efter att ramavtalet startade.

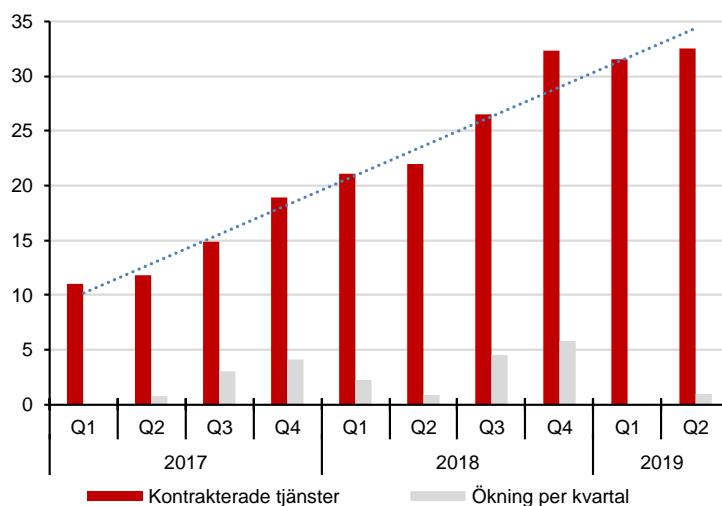
### Utfall vs Prognos - Försäljning 2Q19

(MSEK)	2Q18	2Q19	2Q19E	Diff
Underliggande hårdvara & övrigt	62,1	64,9	68,3	-5%
<i>Tillväxt YoY</i>	<i>108,2%</i>	<i>4,6%</i>	<i>10,0%</i>	
Stororder	6,7	0,0	0,0	
<i>Tillväxt YoY</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	
Kontrakterade tjänster	22,0	32,5	32,6	0%
<i>Tillväxt YoY</i>	<i>86,3%</i>	<i>48,0%</i>	<i>48,0%</i>	
Ökning per kvartal	0,9	1,0	1,0	-1%

Källa: Redeye Research, ZetaDisplay

De kontrakterade tjänsterna visade återigen tillväxt kvartal för kvartal, vilket vi förväntar oss när det gäller återkommande intäkter i ett tillväxtbolag. Under Q1 2019 var dock den sekventiella tillväxten negativ. I och med kvartalets positiva siffra har ZetaDisplay hittat tillbaka till den starka tillväxttrend vi sett sedan bolaget började redovisa kontrakterade tjänster. Historiskt sett har det andra halvåret visat högst tillväxt.

### Repetitiva intäkter



Källa: ZetaDisplay, Redeye Research | Uppgift avseende ökning saknas för Q1 2017

Sedan motsvarande kvartal ifjol har personal- och övriga externa kostnader ökat med cirka 10 MSEK. Ökningen är främst hänförlig tillväxtingsatsningar mot internationella kunder, där avtalet med Ingka Group är en mycket lovande start. Noterbart är att antalet anställda inte ökade under Q2 relativt Q1, vilket talar för att tiden med kraftig expansion är förbi. Däremot bedömer vi att rekryteringstakten lär öka igen om fler större avtal erhålls.

### Utfall vs Prognos - Kostnader 2Q19

(MSEK)	2Q18	2Q19	2Q19E	Diff
Kostnad för sålda varor och tjänster	-45,2	-45,1	-48,3	-7%
% of sales	49,8%	46,2%	47,9%	
Övriga externa kostnader	-12,3	-15,2	-13,5	13%
% av försäljning	13,6%	15,6%	13,4%	
Tillväxt YoY	48,2%	23,8%	10,0%	
Personalkostnader	-22,2	-29,7	-31,7	-6%
% av försäljning	24,5%	30,5%	31,4%	
Tillväxt YoY	70,8%	33,9%	42,6%	
Antal anställda	121	136	138	

Källa: Redeye Research, ZetaDisplay

## Ny VD – Per Mandorf

Som aviserades under april, kommer nuvarande VD Leif Liljebrunn att kliva ned från VD-rollen och tillträda en ny roll på ZetaDisplay som VP Merger and Acquisitions. Under kvartalet aviserades att ny VD blir Per Mandorf med tillträde 1 september.

Mandorf har erfarenhet från både retail och mjukvara/konsulting. Han har tidigare haft rollen som VD för Visma Retail, som utöver traditionellt VD-arbete också inkluderat delaktighet i M&A-processer. Tidigare har Mandorf bland annat varit Nordic Sales and Retail Manager på NilsonGroup.

Även om ledningsförändringar innebär risker så ser vi positivt på den relativt skyndsamma rekryteringen av en person med erfarenhet från ledande positioner i relevanta branscher.

## Finansiella prognoser

Vi höjer våra estimat för 2019 och framförallt för 2020. Anledningen till det är avtalet med Ingka Group, som driver och äger IKEA-vauhus. Vid sidan av en uppdatering av befintliga system i 80 varuhus, vilka vi bedömer ligger med som en del av den underliggande verksamheten i våra prognoser sedan tidigare, är avtalet ett ramavtal – alltså utan givna intäkter. Ett ramavtal är generellt vanskligt att lägga in i prognoserna. Men med tanke på att ZetaDisplay är aktiv hos kunden sedan tidigare och ledningens optimistiska syn, har vi valt att addera ett mindre antal varuhus i våra prognoser.

Som vi beskrivit tidigare ([se kommentar här](#)), uppskattar vi det initiala värdet per varuhus till grovt räknat 1,5 MSEK. Under H2 2019 räknar vi med att installation sker i ett fåtal varuhus och för 2020 räknar vi med 10-15 stycken, vilket ger en försäljningsprognoshöjning om cirka 20 MSEK. Vi har hittills enbart adderat en mindre summa kontrakterade tjänster relaterat IKEA-avtalet i våra prognoser. Givet att hårdvaruintäkter börjar bokas, kommer vi höja estimaten för kontrakterade tjänster. Ingka Group driver och äger 367 IKEA-varuhus, varpå potentialen över tid är betydande och klart större än vad som ligger i våra prognoser för tillfället.

Då vi räknar med att ZetaDisplay klarar av att levererar enligt prognosen ovan med enbart mindre kostnadsökningar bedömer vi att försäljningstillväxten ger stort utslag på resultatet, framförallt under kommande år.

Estimatförändringar 2Q19						
(MSEK)	2019			2020		
	Ny	Tidigare	Föränd.	Ny	Tidigare	Föränd.
Försäljning	404	399	1,2%	468	440	6,4%
<i>Tillväxt YoY</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,1%</i>		<i>15,9%</i>	<i>9,1%</i>	
Underliggande hårdvara	267	263	1,6%	299	269	11,2%
<i>Tillväxt YoY</i>	<i>20,4%</i>	<i>18,6%</i>		<i>12,1%</i>	<i>2,6%</i>	
Kontrakterade tjänster	137	137	0,1%	169	171	-1,1%
<i>Tillväxt YoY</i>	<i>34,6%</i>	<i>39,0%</i>	<i>-11,4%</i>	<i>23,3%</i>	<i>21,2%</i>	<i>10,2%</i>
Aktiveringar	9,7	10,0	-3,0%	10,0	10,0	0,0%
Bruttoresultat	215	214	0,3%	254	245	3,7%
<i>Bruttomarginal</i>	<i>53,2%</i>	<i>53,6%</i>		<i>54,2%</i>	<i>55,8%</i>	
OPEX	-176	-176	-0,2%	-184	-183	0,5%
Övriga externa kostnader	-56	-52	7,2%	-59	-54	7,7%
Personalkostnader	-120	-124	-3,3%	-126	-129	-2,5%
EBITDA	49	46	6,1%	80	72	10,7%
<i>EBITDA-marginal</i>	<i>12,1%</i>	<i>11,5%</i>		<i>17,0%</i>	<i>15,9%</i>	
EBIT	24	22	8,6%	56	48	16,9%
<i>EBIT-marginal</i>	<i>5,9%</i>	<i>5,5%</i>		<i>11,9%</i>	<i>10,8%</i>	
EPS (SEK)	0,35	0,24	47,9%	1,32	1,18	12,0%

Källa: Redeye Research, ZetaDisplay

Vi höjer visserligen resultatprognosen för 2019 något, men trots det räknar vi med fallande EBIT under 2019. Vi väntar oss dock en tydlig förbättring under andra halvåret. För 2020 räknar vi med dubblerad EBIT då tidigare kostnadstillväxt väntas betala sig i form av ökad försäljning, inte minst via avtalet med Ingka Group. Sammantaget bedömer vi alltså att bolaget nådde botten resultatmässigt under Q2 och att tidigare tillväxtsatsningar nu börjar bidra med intäkter.

För 2022 räknar vi nu med en EBIT om 95 MSEK, alltså i linje med bolagets målsättning om 100 MSEK. Avseende målet om 200 MSEK i kontrakterade tjänster samma år, är vår prognos sedan tidigare något mer optimistisk än bolagets målsättning.

Notera att ZetaDisplay under Q3 och Q4 ifjol bokade 50 MSEK respektive 24 MSEK relaterat avtalet med ATG. Således möter bolaget mycket svåra jämförelsesiffror sett till försäljning.

Finansiella prognoser Base-case									
(MSEK)	2018	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2019E	2020E	2021E	2022E
Försäljning	404	93	97	84	129	404	468	516	559
<i>Tillväxt YoY</i>	<i>103,4%</i>	<i>43,5%</i>	<i>7,4%</i>	<i>-28,4%</i>	<i>-1,4%</i>	<i>0,0%</i>	<i>15,9%</i>	<i>10,2%</i>	<i>8,2%</i>
Underliggande hårdvara	221	62	65	49	91	267	299	317	333
<i>Tillväxt YoY</i>	<i>55,9%</i>	<i>40,6%</i>	<i>4,6%</i>	<i>20,0%</i>	<i>22,0%</i>	<i>20,4%</i>	<i>12,1%</i>	<i>6,0%</i>	<i>5,0%</i>
Kontrakterade tjänster	102	32	33	35	38	137	169	199	226
<i>Tillväxt YoY</i>	<i>79,9%</i>	<i>49,3%</i>	<i>48,0%</i>	<i>32,3%</i>	<i>17,8%</i>	<i>34,6%</i>	<i>23,3%</i>	<i>17,7%</i>	<i>13,3%</i>
Aktiveringar	n/a	2	2	3	3	10	10	10	10
Bruttoresultat	185	49	52	48	65	215	254	287	316
<i>Bruttomarginal</i>	<i>45,7%</i>	<i>52,4%</i>	<i>53,8%</i>	<i>57,3%</i>	<i>50,5%</i>	<i>53,2%</i>	<i>54,2%</i>	<i>55,6%</i>	<i>56,6%</i>
OPEX	-356	-90	-90	-75	-110	-365	-399	-424	-447
Övriga externa kostnader	-47	-13	-15	-13	-15	-56	-59	-61	-63
Personalkostnader	-90	-33	-30	-26	-31	-120	-126	-134	-142
EBITDA	48	6	10	12	22	49	80	103	121
<i>EBITDA-marginal</i>	<i>11,9%</i>	<i>6,0%</i>	<i>9,9%</i>	<i>14,0%</i>	<i>16,8%</i>	<i>12,1%</i>	<i>17,0%</i>	<i>19,9%</i>	<i>21,7%</i>
EBIT	30	6	3	6	15	24	56	77	95
<i>EBIT-marginal</i>	<i>7,3%</i>	<i>6,0%</i>	<i>3,4%</i>	<i>7,0%</i>	<i>11,9%</i>	<i>5,9%</i>	<i>11,9%</i>	<i>14,9%</i>	<i>17,0%</i>
EPS (SEK)	0,98	0,10	0,00	0,11	0,37	0,35	1,32	1,91	2,40

Källa: Redeye Research, ZetaDisplay

## 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 både tillväxten och lönsamheten.

**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.

**Intressant framtid till mötes.** ZetaDisplay har under 2017 genomfört tre stycken förvärv och fortsätter därmed att leverera enligt uttalad förvärvsstrategi. Under det andra kvartalet förvärvade ZetaDisplay finländska Seasam, under det tredje kvartalet ingicks avtal om att förvärva det norska bolaget LiveQube och efter det tredje kvartalets slut förvärvades det nederländska bolaget QYN. De tre förvärven av Seasam, LiveQube och QYN omsatte totalt under 2016 drygt 97 MSEK med ett totalt EBITDA-resultat på drygt 16 MSEK. Vidare tittar ZetaDisplay kontinuerligt på olika typer av Digital Signage relaterade företag och under det andra kvartalet 2018 förvärvades det norska bolaget WebPro. Digital Signage marknaden är fragmenterad och många av bolagen är idag endast lokalt etablerade, vilket gör att marknaden lämpar sig väl för en konsolidering.

## Counter thesis

**Finansieringskostnaden av förvärv (såväl gjorda som framtida):** Bolaget har i och med sin förvärvsstrategi emitterat preferensaktier och tagit upp lån. Skulle det visa sig att de genomförda förvärens lönsamhet avviker från förväntningarna kan detta komma att bli problematiskt för bolaget.

**Förvärvsrisik:** Bolagets har en uttalad förvärvsstrategi, vilket innebär en potentiell förvärvsrisik. Dessa risker innebär bland annat integrationsproblem, att det förvärvade bolaget inte når upp till förväntningarna och svårigheten i att hitta förvävsobjekt som uppfyller uppsatta krav.

**Lägre tillväxt än förväntat:** Dagens aktiekurs räknar med fortsatt god tillväxt. Därför är det viktigt att bolaget vinner nya affärer samtidigt som de lyckas behålla och etablera långsiktiga relationer till befintliga kunder.

## Värdering

Vi höjer vårt Base case marginellt till 25 SEK (24). Den nya ratingen ökar avkastningskravet från 10,3% till 11,0%, vilket neutraliserar merparten av den ökning som våra prognoshöjningar leder till. Bull case höjs till 38 SEK (34) då våra estimat inkluderar långt ifrån den fulla potentialen i ramavtalet med Ingka Group.

### Bear Case 14.0 SEK

I Bear case scenariot räknar vi med att det blir svårare för bolaget att växa på både befintliga och nya kunder. Historiska marknadsrapporter har visat på stora felberäkningar av marknadsstillväxten, vilket 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 ZetaDisplay gett indikationer på att de har nya förvärv i sikte. Detta innebär en potentiell förvärvsrisik. I Bear case räknar vi med en CAGR på 3 procent under perioden 2019-2028 och därefter en terminal tillväxt på 2 procent. Under samma period utgår vi från en genomsnittlig EBIT-marginal omkring 12 procent och en terminal EBIT-marginal på omkring 16 procent. Scenariot innebär att bolaget, sett till dess historik förbättrar lönsamheten, vilket vi tror är möjligt i och med att QYN, Seasam, LiveQube och WebPro uppvisat en god lönsamhet.

### Base Case 25.0 SEK

I Base case scenariot når bolaget en årlig genomsnittlig tillväxt (CAGR) på 6 procent under perioden 2019-2028 och därefter har vi en terminal tillväxt på 2 procent. En stor del av tillväxtantagandena är hänförlig till 2018 och förvärven av QYN, Seasam och LiveQube. Under samma period förväntar vi oss att en genomsnittlig EBIT-marginal på 15 procent och en terminal EBIT-marginal på 20 procent. En förväntad positiv integration av QYN, fortsatt tillväxt i de repetitiva intäkterna och en lönsamhet som förväntas att takta uppåt är drivande faktorer till vårt höjda Base case.

### Bull Case 38.0 SEK

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 och om bolaget slår våra förväntningar på den ökade satsningen i Sverige. Genom förvärvet av QYN finns även möjligheten att bolaget tar en ledande position i Benelux. Den högre lönsamheten förklaras av att bolaget i Bull case slår våra förväntningar på merförsäljning av tjänster, programvara och licenser. I scenariot har vi räknat med att bolaget når en CAGR omkring 8 procent mellan 2019-2028 och därefter en terminal tillväxt på 2 procent. Vidare räknar vi i detta fall med en genomsnittlig EBIT-marginal på cirka 17 procent och en uthållig EBIT-marginal cirka på 23 procent.



## Catalysts

### Ytterligare förvärv till attraktiv värdering

Nackedel			EFFEKT			Tidsram
Signifikans		Sannolikhet	Signifikans	Fördel	Sannolikhet	
Försumbar		Sannolikt	Stor		Sannolikt	Medellång sikt

### Kommunicerar större andel repetitiva intäkter

Nackedel			EFFEKT			Tidsram
Signifikans		Sannolikhet	Signifikans	Fördel	Sannolikhet	
Liten		Osannolikt	Stor		Sannolikt	Medellång sikt

## Sammanfattning Redeye Rating

Redeyes Rating utgörs av tre värderingsnycklar. Varje värderingsnyckel består av en sammanvägning av ett antal faktorer som värderas på en betygskala från 0 till 1p. Maxpoängen för en värderingsnyckel är 5 poäng.

### Ratingförändringar i denna rapport: n/a

#### Personal: 4

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. ZetaDisplay har en god ägarstruktur. Näst största ägaren är medgrundaren och styrelseordförande Mats Johansson. Tillsammans äger styrelsen över 30 procent av aktierna och VD Leif Liljebrunn äger drygt 2,5 procent av aktierna. Virala Oy AB, vilket är den finska affärsmannen Alexander Ehrnrooths investeringsbolag är den största ägaren i bolaget. Nordea Fonder ligger på sjunde plats medan AMF fonder är den nionde största ägaren. För att summera har ZetaDisplay en fin ägarbild.

#### Affärer: 4

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. En ökande andel av intäkterna är återkommande vilket successivt väntas ge en allt bättre stabilitet.

#### Nyckeltal: 2

ZetaDisplay har historiskt haft svårt att uppvisa lönsamhet. Under de senaste åren har dock bolaget genomfört flera intressanta och lönsamma förvärv. Fortsätter bolaget att uppvisa stabil lönsamhet under en längre period finns det potential till ytterligare poäng. ZetaDisplay har ett tydligt fokus på att växa de repetitiva intäkterna, vilket bör gynna både lönsamheten och stabiliteten över tid. Bolagets finansiella styrka är relativt låg på grund av upptagna lån främst kopplat till förvärv. Trenden är dock positiv då bolagets räntetäckningsgrad blivit allt starkare tack vare ökade vinster och kommande inlösen av preferensaktien.

RESULTATRÄKNING	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Omsättning	199	404	404	468	516
Summa rörelsekostnader	-182	-356	-349	-396	-420
EBITDA	17	48	55	72	96
Avskrivningar materiella tillg.	0	0	-4	-5	-5
Avskrivningar immateriella tillg.	0	0	-20	-12	-14
Goodwill nedskrivningar	0	0	0	0	0
EBIT	17	48	30	56	77
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	-4	4	-7	-8	-8
Valutakursdifferenser	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	13	52	23	48	69
Skatt	-4	-8	-6	-11	-15
Nettoreultat	9	44	16	37	54

BALANSRÄKNING	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>Tillgångar</b>					
<i>Omsättningstillgångar</i>					
Kassa och bank	59	83	18	49	98
Kundfordringar	48	83	108	125	138
Lager	12	13	21	25	27
Andra fordringar	10	29	29	29	29
Summa omsättn.	129	208	176	227	291
<i>Anläggningstillgångar</i>					
Materiella anl. tillg.	8	8	19	21	23
Finansiella anl. tillg.	0	0	0	0	0
Övriga finansiella tillg.	1	0	0	0	0
Goodwill	259	299	299	299	299
Imm. tillg. vid förväv	69	90	83	83	83
Övr. immater. tillg.	22	22	22	25	26
Övr. anlägg. tillg.	0	0	0	0	0
Summa anlägg.	358	419	424	428	432
Uppsk. skatteford	6	5	5	5	5
Summa tillgångar	493	632	604	660	728
<b>Skulder</b>					
<i>Kortfristiga skulder</i>					
Levantörsskulder	83	62	157	157	157
Kortfristiga skulder	67	94	116	134	148
Övriga kortfristiga skulder	10	22	22	22	22
Summa kort. skuld	160	178	294	313	326
Ränteb. skulder	153	160	0	0	0
L. icke ränteb. skulder	0	1	1	1	1
Konvertibler	0	0	0	0	0
Summa skulder	312	339	295	314	327
Uppskj. skatteskuld	12	21	21	21	21
Avsättningar	0	0	0	0	0
Eget kapital	169	271	288	325	379
Minoritet	0	0	0	0	0
Minoritet & E. Kap.	169	271	288	325	379
Summa skulder och E. Kap.	493	632	604	660	728

FRITT KASSAFLÖDE	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Omsättning	199	404	404	468	516
Sum. Rörelsekostnader	-182	-356	-349	-396	-420
Avskrivningar	0	0	-24	-16	-19
EBIT	17	48	30	56	77
Skatt på EBIT	-5	-7	-9	-12	-17
NOPLAT	12	41	22	43	60
Avskrivningar	0	0	24	16	19
Bruttokassaflöde	12	41	46	60	79
Föränd. i rörelsekap	9	-15	-11	-2	-2
Investeringar	-217	-61	-29	-21	-23
Fritt kassaflöde	-196	-36	6	37	55

KAPITALSTRUKTUR	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Soliditet	34%	43%	48%	49%	52%
Skuldsättningsgrad	140%	82%	54%	48%	41%
Nettoskuld	177	139	138	108	59
Sysselsatt kapital	345	410	426	433	438
Kapit. oms. hastighet	0.4	0.6	0.7	0.7	0.7

TILLVÄXT	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Försäljningstillväxt	40%	103%	0%	16%	10%
VPA tillväxt (just.)	-46%	273%	-68%	129%	44%

LÖNSAMHET	2017	2018	2019E	2020E	2021E
RDE	7%	20%	6%	12%	15%
ROCE	6%	11%	6%	12%	15%
ROIC	8%	12%	5%	10%	14%
EBITDA marginal	9%	12%	14%	15%	19%
EBIT marginal	9%	12%	7%	12%	15%
Nettomarginal	5%	11%	4%	8%	10%

DATA PER AKTIE	2017	2018	2019E	2020E	2021E
VPA	0.49	1.83	0.58	1.32	1.91
VPA just.	0.49	1.83	0.58	1.32	1.91
Utdelning	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Nettoskuld	9.45	5.75	4.90	3.82	2.10
Antal aktier	18.72	24.14	28.22	28.22	28.22

VÄRDERING	2017	2018	2019E	2020E	2021E
EV	536.2	543.3	713.9	683.4	634.8
P/E	39.1	9.2	35.4	15.4	10.7
P/E diluted	39.1	9.2	35.4	15.4	10.7
P/Sales	1.8	1.0	1.4	1.2	1.1
EV/Sales	2.7	1.3	1.8	1.5	1.2
EV/EBITDA	31.5	11.3	13.1	9.5	6.6
EV/EBIT	31.5	11.3	23.7	12.3	8.3
P/BV	2.1	1.5	2.0	1.8	1.5

AKTIENS UTVECKLING	TILLVÄXT/ÅR	16/18E
1 mån	1.0 %	Omsättning
3 mån	-10.9 %	Rörelseresultat, just.
12 mån	4.6 %	V/A, just
Årets början	21.8 %	EK

ÄGARSTRUKTUR %	KAPITAL	RÖSTER
Virala Oy Ab	14.1 %	14.4 %
Nordea Bank Ab(Publ)	14.0 %	14.2 %
Anders Pettersson	10.3 %	10.3 %
Mats Johansson	9.6 %	9.7 %
Anders Moberg	4.7 %	4.4 %
Prioritet Finans	4.5 %	4.6 %
Magari Venture AS	4.4 %	4.5 %
Svenska Handelsbanken AB för PB	4.4 %	4.1 %
AMF Försäkring & Fonder	4.4 %	4.3 %
Nordea Bank Norge Nominee	4.1 %	4.2 %

AKTIEINFORMATION	
Reuterskod	ZETA.ST
Lista	Small cap
Kurs	20.4
Antal aktier, milj.	28.2
Börsvärde, MSEK	575.6

BOLAGSLEDNING & STYRELSE	
VD	Leif Lijebrunn
CFO	Ola Burmark
IR	Leif Lijebrunn
Ordf	Mats Johansson

#### NÄSTKOMMANDE RAPPORTDATUM

ANALYTIKER	Redeye AB
Fredrik Nilsson	Mäster Samuelsgatan 42, 10tr
fredrik.nilsson@redeye.se	111 57 Stockholm

Havan Hanna  
havan.hanna@redeye.se

## Redeye Rating: Bakgrund och definition

### **Bolagskvalité**

Bolagets kvalité är baserad på ett antal kvantitativa och kvalitativa kriterier i tre olika kategorier: PERSONERNA, AFFÄREN, FINANSERNA. Det är dessa byggstenar som möjliggör för ett bolag att kontinuerligt överprestera och leverera attraktiv långsiktig vinsttillväxt.

Varje kategori är uppdelad i flera underkategorier som bedöms på basis av fem frågor. Dessa baseras på allmänt accepterade och testade investeringskriterier som används av bevisat framgångsrika investerare och investmentbolag. Varje underkategori kan dessutom innehålla en kompletterande fråga som ger ytterligare information för att underlätta investeringsbeslut.

Om ett kriterie är uppfyllt tilldelas det en poäng. Poängen från samtliga kriterier adderas sedan för att poängsätta varje underkategori. Den totala poängen för en kategori är medelvärdet av alla underkategorier och varierar mellan 0 till 5, avrundat uppåt till närmaste heltal.

Den totala poängen för varje kategori används sedan för att generera storleken på stapeln i Company Quality diagrammet.

### **Personerna**

I slutet av dagen är det människor som driver vinsttillväxt, inte siffror. Att förstå motivationen hos personerna bakom företaget är en viktig del i att förstå bolagets långsiktiga drivkraft. Allting handlar om att göra affärer med personer du litar på, eller åtminstone att undvika att göra det med personer av tvivelaktig karaktär

Ratingen för Personerna baseras på kvantitativ poängsättning av sju kategorier: Passion, Exekvering, Kapitalallokering, Kommunikation, Ersättning, Ägarskap och Styrelse.

### **Affären**

Om du inte förstår konkurrenssituationen och inte har en tydlig uppfattning om hur verksamheten kommer att engagera kunder, skapa värde och konsekvent lönsamt leverera det värdet, kommer du inte att lyckas som investerare. Att kunna affärsmodellen utan och innan minskar risken när du köper en aktie.

Affärsbetyget baseras på kvantitativ poängsättning av fem underkategorier: Skalbarhet, Marknadsstruktur, Värdeerbjudande, Långsiktiga konkurrensfördelar och Operationella risker.

### **Finanserna**

Investeringar är till hälften en konstform och hälften en vetenskap. Nyckeltalen utgör det mesta av vetenskapen och används för att utvärdera ett företags finansiella ställning och utsikter. Dessa nyckeltal är också viktiga faktorer som kommer att påverka företagets resultat och värdering. Du behöver dock endast ett fåtal för att avgöra huruvida ett företag är ekonomiskt starkt eller svagt.

Ratingen för Finanserna är baserad på kvantitativ poängsättning av fem separata kategorier: Långsiktig intjäningsförmåga, Lönsamhet, Tillväxt, Finansiell ställning och Resultatets tillförlitlighet.

## Redeye Equity Research team

### Management

**Björn Fahlén**  
bjorn.fahlen@redeye.se

**Håkan Östling**  
hakan.ostling@redeye.se

### Technology Team

**Jonas Amnesten**  
jonas.amnesten@redeye.se

**Henrik Alveskog**  
henrik.alveskog@redeye.se

**Dennis Berggren**  
dennis.berggren@redeye.se

**Havan Hanna**  
havan.hanna@redeye.se

**Kristoffer Lindström**  
kristoffer.lindstrom@redeye.se

**Fredrik Nilsson**  
fredrik.nilsson@redeye.se

**Tomas Otterbeck**  
tomas.otterbeck@redeye.se

**Eddie Palmgren**  
eddie.palmgren@redeye.se

**Oskar Vilhelmsson**  
oskar.vilhelmsson@redeye.se

**Viktor Westman**  
viktor.westman@redeye.se

**Linus Sigurdsson (Trainee)**  
linus.sigurdsson@redeye.se

### Editorial

**Jim Andersson**  
jim.andersson@redeye.se

**Eddie Palmgren**  
eddie.palmgren@redeye.se

**Mark Sjöstedt**  
mark.sjostedt@redeye.se

**Johan Kårestedt (Trainee)**  
johan.karestedt@redeye.se

### Life Science Team

**Anders Hedlund**  
anders.hedlund@redeye.se

**Arvid Necander**  
arvid.necander@redeye.se

**Erik Nordström**  
erik.nordstrom@redeye.se

**Klas Palin**  
klas.palin@redeye.se

**Jakob Svensson**  
jakob.svensson@redeye.se

**Ludvig Svensson**  
ludvig.svensson@redeye.se

**Oskar Bergman (Trainee)**  
oskar.bergman@redeye.se

**Alexander Ribrant (Trainee)**  
alexander.ribrant@redeye.se

## 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 kunders 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 så har Redeyes anställda inte tillåtelse att handla i finansiella instrument för det bevakade bolaget, från och med publiceringen plus en handelsdag 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 (2019-08-19)

Rating	Personal	Affärer	Nyckeltal
5p	8	6	0
3p - 4p	39	32	22
0p - 2p	29	38	54
Antal bolag	76	76	76

### 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.

---

### Intressekonflikter

Fredrik Nilsson äger aktier i bolaget: Nej

Havan Hanna äger aktier i bolaget: Nej

Redeye utför/har utfört tjänster för Bolaget och erhåller/har erhållit ersättning från Bolaget baserat på detta.

---