

# ZetaDisplay

Sektor: Human Interaction Technology

## Stark leverans men organisk SaaS-tillväxt i underkant

### Vi justerar ned EBIT för 2020 med cirka 5%

Även de om flesta rader överraskade positivt så väger den svaga organiska SaaS-tillväxten och vår nedjustering av framtida tillväxtnivåer tyngst och resulterar i att vår EBIT-prognos sänks. SaaS-intäkterna är både repetitiva och höglönsamma vilket gör att de är av stor betydelse och de höjningar vi gör i övrigt lyckas inte kompensera fullt ut. Vi sänker vårt Base case marginellt till 29 SEK (30) men är fortsatt positiva till aktien. 2020 blir av allt att döma ett viktigt år då de internationella ramavtalen kan väntas komma igång ordentligt.

### Vi räknar fortsatt med att 2022-målen nås trots viss sänkning av SaaS-prognos

Den organiska tillväxten i SaaS-intäkter var under Q4 liksom under 2019, lägre än vad vi räknat med och klart svagare än under det mycket starka 2018. Vi har tidigare sannolikt tagit ett för stort intryck av 2018 och överskattat hur mycket SaaS-intäkter varje krona såld hårdvara genererar. De nedjusterade SaaS-prognoserna får relativt stor inverkan på EBIT då de har hög marginal. Totalt sett var dock ökningen av SaaS-intäkter riktigt stark under Q4, tack vare förvärvet av Gaudi. Notera att vi trots sänkningen fortsatt har en positiv syn på SaaS-tillväxten och räknar med att bolaget tydligt når sitt mål om minst 200 MSEK i SaaS-intäkter 2022.

### Starka leveranser – Internationellt, Norge och Nederländerna driver

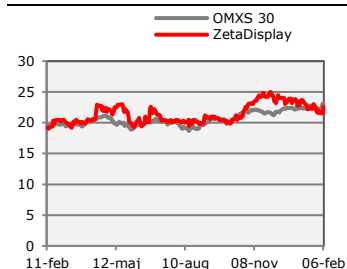
Liksom under föregående kvartal var försäljning av hårdvara, installationer och övriga tjänster stark under Q4, vilket har flera orsaker. Dels börjar de internationella ramavtalen bidra och hittills är utvecklingen i linje med ledningens förväntan. Vidare var utvecklingen god på den norska marknaden och därtill ser bolaget att kombinationen ZetaDisplay/Gaudi vinner fler affärer på den Nederländska marknaden. Vi justerar upp våra antagande avseende hårdvara, installationer och övriga tjänster med cirka 4% för innevarande och kommande år.

| NYCKELTAL (MSEK) | 2018 | 2019  | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Net sales        | 404  | 436   | 552   | 601   | 648   | 673   |
| EBITDA           | 48   | 52    | 77    | 104   | 125   | 140   |
| EBIT             | 43   | 3     | 51    | 76    | 97    | 111   |
| EPS (adj.)       | 1.6  | 0.5   | 1.0   | 1.7   | 2.2   | 2.6   |
| EV/Sales         | 1.3  | 2.1   | 1.5   | 1.3   | 1.1   | 0.9   |
| EV/EBITDA        | 11.3 | 15,1  | 10,7  | 7,5   | 5,7   | 4,5   |
| EV/EBIT          | 12.5 | 263.6 | 16.2  | 10.2  | 7.3   | 5.7   |
| P/E              | 10.3 | 45.5  | 23.7  | 14.1  | 10.5  | 9.0   |

### FAIR VALUE RANGE

| BEAR | BASE | BULL |
|------|------|------|
| 17.0 | 29.0 | 38.0 |

### ZETA.ST VERSUS OMXS30



### REDEYE RATING



### FAKTA

|                       |           |
|-----------------------|-----------|
| Ticker                | ZETA.ST   |
| Lista                 | Small cap |
| Aktiekurs (SEK)       | 23.6      |
| Börsvärde (MSEK)      | 678       |
| Nettoskuld 20E (MSEK) | 148       |
| Free Float            | 75 %      |
| Dagl oms. ('000)      | 680       |

### ANALYTIKER

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

## Försäljning och EBIT över prognos

Liksom under föregående kvartal levererade ZetaDisplay en högre tillväxt än vi räknat med. Försäljningen uppgick till 144 MSEK (131), motsvarande en tillväxt om 10% relativt samma kvartal ifjol. Den organiska tillväxten var dock negativ, vilket var väntat då Q4 2018 innehöll en stororder om 24 MSEK. Sammantaget var kvartalets försäljning 7% högre än vi räknat med.

EBIT minskade visserligen relativt ifjol, vilket i huvudsak beror på att bolaget stärkt organisationen. EBIT om 12,8 MSEK (16,1) var dock cirka 2 MSEK högre än vår prognos. Sekventiellt var utvecklingen positiv vilket talar för att ZetaDisplay nu börjar få viss utväxling på sina satsningar, även om vi bedömer att kvartalets EBIT-marginal om cirka 9% är långt ifrån den långsiktiga potentialen. Bolaget bygger fortsatt kapacitet och det är positivt att det kan kombineras med stigande lönsamhet om än från relativt låga nivåer.

### Utfall vs Prognos - Sammanfattning 4Q19

| (MSEK)                 | 4Q18  | 4Q19  | 4Q19E | Diff |
|------------------------|-------|-------|-------|------|
| Försäljning            | 130,9 | 144,3 | 135,3 | 7%   |
| <i>Tillväxt YoY</i>    | 89,1% | 10,2% | 3,3%  |      |
| Bruttoresultat         | 55,6  | 75,5  | 66,3  | 14%  |
| <i>Bruttomarginal</i>  | 42,5% | 52,3% | 49,0% |      |
| EBITDA                 | 16,1  | 21,2  | 16,8  | 26%  |
| <i>EBITDA-marginal</i> | 12,3% | 14,7% | 12,4% |      |
| EBIT                   | 16,1  | 12,8  | 11,0  | 17%  |
| <i>EBIT-marginal</i>   | 12,3% | 8,9%  | 8,1%  |      |

Källa: Redeye Research, ZetaDisplay

Kvartalets starka försäljning var i huvudsak drivet av hårdvara, installationer och övriga tjänster, icke repetitiva intäkter där marginalen i regel är svagare än koncernsnittet. Däremot är de en indikation på framtida tillväxt i SaaS-intäkter.

De internationella ramavtalen växer enligt förväntan, särskilt på marknader där bolaget idag har få installationer, och är en av anledningarna till den goda tillväxten. Därtill har även övrig försäljning utvecklats väl, särskilt i Norge och Nederländerna, där ledningen avseende den sistnämnda menar att ZetaDisplays och Gauddis kombinerade erbjudande vinner fler affärer.

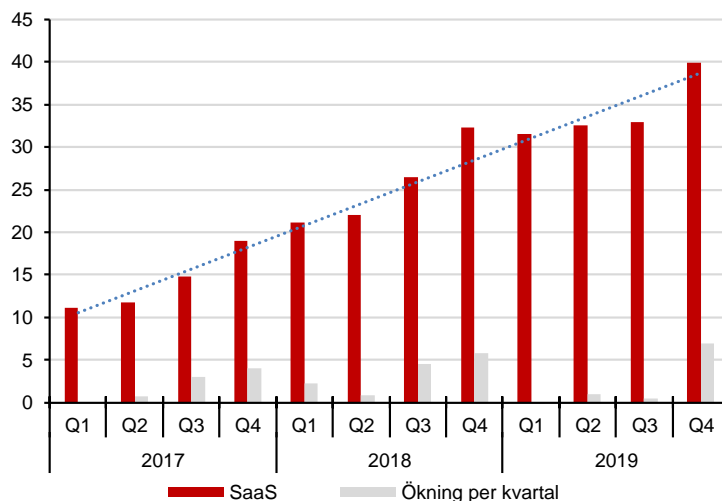
### Utfall vs Prognos - Försäljning 4Q19

| (MSEK)                          | 4Q18  | 4Q19  | 4Q19E | Diff |
|---------------------------------|-------|-------|-------|------|
| Underliggande hårdvara & övrigt | 74,6  | 104,3 | 95,7  | 9%   |
| <i>Tillväxt YoY</i>             | 48,4% | 39,8% | 28,2% |      |
| Stororder                       | 24,0  | 0,0   | 0,0   |      |
| <i>Tillväxt YoY</i>             | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |      |
| SaaS                            | 32,3  | 40,0  | 39,6  | 1%   |
| <i>Tillväxt YoY</i>             | 70,6% | 23,8% | 22,6% |      |
| Ökning per kvartal (org. est.)  | 5,8   | 0,9   | 2,3   | -61% |

Källa: Redeye Research, ZetaDisplay

SaaS-intäkterna kom visserligen in marginellt högre än vi räknat med, men den organiska tillväxten var i linje med tidigare under 2019 svagare än vi räknat med. Däremot var bidraget från Gaudi något högre än vi räknat med och tack vare förvärvet var den totala SaaS-tillväxten i kvartalet mycket stark.

### SaaS-intäkter



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

Under 2019 har den organiska SaaS-tillväxt varit klart svagare än under 2018, även justerat för periodiseringsförändringar i den finska verksamheten. Förmodligen är det så att tillväxten under 2018 var exceptionellt stark men samtidigt ser vi framför oss en klart starkare organisk SaaS-tillväxt än vad vi sett under 2019. Hårdvaruförsäljning utvecklas starkt under 2019, och även om vissa kunder uppdaterar sin hårdvara och därmed inte generar nya SaaS-intäkter i samma omfattning, bör den organiska SaaS-tillväxten öka under 2020 – givet bolagets affärsmodell.

### Utfall vs Prognos - Kostnader 4Q19

| (MSEK)                               | 4Q18  | 4Q19  | 4Q19E | Diff |
|--------------------------------------|-------|-------|-------|------|
| Kostnad för sålda varor och tjänster | -75,3 | -68,8 | -69,0 | 0%   |
| % of sales                           | 57,5% | 47,7% | 51,0% |      |
| Övriga externa kostnader             | -13,5 | -21,2 | -16,8 | 26%  |
| % av försäljning                     | 10,3% | 14,7% | 12,4% |      |
| Tillväxt YoY                         | -7,3% | 57,7% | 25,0% |      |
| Personalkostnader                    | -26,0 | -36,0 | -35,1 | 3%   |
| % av försäljning                     | 19,9% | 24,9% | 25,9% |      |
| Tillväxt YoY                         | 33,9% | 38,2% | 34,8% |      |
| Antal anställda                      | 131   | 158   | 165   |      |

Källa: Redeye Research, ZetaDisplay

Kostnader för sålda varor och tjänster i relation till försäljningen var lägre än väntat eller med andra ord, bruttomarginalen var starkare än vi räknat med. Däremot var de Övriga externa kostnaderna klart högre än vi räknat med. Avvikelsen beror på att det förvärvade Gaudi har en kostnadsmix som skiljer sig från ZetaDisplays. Därtill har en bättre underliggande affär stärkt bruttomarginalen något.

## Finansiella prognoser

Vi gör justeringar på flertalet rader i resultaträkningen, varav de mest betydande är följande:

Vi höjer vår antaganden avseende Hårdvara och övrigt med cirka 4% för både 2020 och 2021. Bolaget har visat en starkare utveckling än vi räknat med flera kvartal i rad samtidigt som de internationella ramavtalet kommit igång, därmed väljer vi att höja vår prognos något.

Avseende organisk SaaS-tillväxt har våra antaganden under 2019 varit för offensiva. Vi tog uppenbarligen för stort intryck av det mycket starka 2018. Vi sänker vår prognos för SaaS-intäkter med 5% för 2020 och 10% 2021. De större sänkningen avseende 2021 förklaras av att intäkterna är återkommande. Vi antar numera att varje krona Hårdvara och övrigt genererar något mindre SaaS-intäkter relativt tidigare.

Vi höjer våra bruttomarginalantaganden något medan Övriga externa kostnader höjs. Detta för att bättre spegla vad som ser ut att vara bolagets nya kostnadssammansättning i och med förvärvet av Gaudi. Personalkostnaderna lämnas i stort oförändrade.

SaaS-intäkterna är av stor betydelse för EBIT och trots att vi höjer övriga intäktsprognoser leder sänkningen i SaaS-intäkter till en nedjusterad EBIT-prognos om cirka 5% för 2020 och knappt 8% för 2021.

| Estimatförändringar efter Q4 |       |          |         |       |          |         |
|------------------------------|-------|----------|---------|-------|----------|---------|
| (MSEK)                       | 2020  |          |         | 2021  |          |         |
|                              | Ny    | Tidigare | Föränd. | Ny    | Tidigare | Föränd. |
| Försäljning                  | 552   | 545      | 1,3%    | 601   | 608      | -1,2%   |
| Tillväxt YoY                 | 26,6% | 27,7%    |         | 8,8%  | 11,6%    |         |
| Underliggande hårdvara & ö.  | 375   | 359      | 4,4%    | 397   | 380      | 4,3%    |
| Tillväxt YoY                 | 25,3% | 23,7%    |         | 5,8%  | 5,8%     |         |
| SaaS                         | 177   | 186      | -4,6%   | 204   | 228      | -10,5%  |
| Tillväxt YoY                 | 29,4% | 36,1%    |         | 15,1% | 22,6%    |         |
| Aktiveringar                 | 10,0  | 10,0     | 0,0%    | 10,0  | 10,0     | 0,0%    |
| Bruttoresultat               | 291   | 282      | 3,1%    | 326   | 327      | -0,2%   |
| Bruttomarginal               | 52,7% | 51,8%    |         | 54,4% | 53,7%    |         |
| OPEX                         | -224  | -214     | 4,5%    | -233  | -228     | 2,2%    |
| Övriga externa kostnader     | -81   | -69      | 17,0%   | -82   | -71      | 16,0%   |
| Personalkostnader            | -143  | -146     | -2,1%   | -151  | -157     | -4,1%   |
| EBITDA                       | 77    | 78       | -1,2%   | 104   | 109      | -5,0%   |
| EBITDA-marginal              | 14,0% | 14,3%    | -2,4%   | 17,2% | 17,9%    | -3,7%   |
| EBIT                         | 51    | 54       | -5,5%   | 76    | 82       | -7,6%   |
| EBIT-marginal                | 9,2%  | 9,8%     |         | 12,6% | 13,4%    |         |

Källa: Redeye Research, ZetaDisplay

Notera att vi trots sänkningen räknar med att bolaget tydligt når sitt mål om minst 200 MSEK i SaaS-intäkter 2022. Vi räknar också med att bolaget i stort sett når målet om 100 MSEK i EBIT samma år.

Vi räknar med att ZetaDisplay ökar såväl EBITDA och EBIT markant under 2020, där EBIT under 2019 påverkades negativt av engångsposter.

ARR, som ökade med 28% relativt samma kvartal ifjol till 165,5 MSEK, stödjer vårt antagande om en SaaS-tillväxt om 34% i Q1, varav cirka 10 procentenheter organiskt. EBIT väntas uppgå till 8 MSEK vilket är en minskning relativt Q4 2019 men klart bättre än de 2 MSEK motsvarande kvartal 2019.

| Finansiella prognoser Base-case |       |       |       |       |       |       |       |       |
|---------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| (MSEK)                          | 2019  | 1Q20E | 2Q20E | 3Q20E | 4Q20E | 2020E | 2021E | 2022E |
| Försäljning                     | 436   | 125   | 130   | 132   | 166   | 552   | 601   | 648   |
| <i>Tillväxt YoY</i>             | 7,9%  | 33,7% | 33,5% | 30,5% | 14,7% | 26,6% | 8,8%  | 7,9%  |
| Underliggande hårdvara & ö.     | 299   | 83    | 86    | 87    | 119   | 375   | 397   | 415   |
| <i>Tillväxt YoY</i>             | 35,0% | 22,0% | 22,0% | 17,0% | 13,0% | 25,3% | 5,8%  | 4,5%  |
| Stororder                       | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <i>Tillväxt YoY</i>             | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |
| SaaS                            | 137   | 42    | 44    | 45    | 47    | 177   | 204   | 234   |
| <i>Tillväxt YoY</i>             | 34,5% | 33,6% | 34,1% | 36,5% | 16,4% | 29,4% | 15,1% | 14,5% |
| Aktiveringar                    | 10    | 3     | 3     | 3     | 3     | 10    | 10    | 10    |
| Bruttoresultat                  | 228   | 67    | 70    | 71    | 84    | 291   | 326   | 360   |
| <i>Bruttomarginal</i>           | 52,3% | 53,6% | 53,5% | 53,8% | 50,5% | 52,7% | 54,4% | 55,5% |
| OPEX                            | -188  | -55   | -56   | -52   | -61   | -224  | -233  | -244  |
| Övriga externa kostnader        | -63   | -20   | -21   | -18   | -22   | -81   | -82   | -86   |
| Personalkostnader               | -125  | -35   | -35   | -33   | -39   | -143  | -151  | -159  |
| EBITDA                          | 52    | 14    | 16    | 22    | 25    | 77    | 104   | 125   |
| <i>EBITDA-marginal</i>          | 12,0% | 11,3% | 12,6% | 16,4% | 15,1% | 14,0% | 17,2% | 19,3% |
| EBIT                            | 3     | 8     | 10    | 15    | 18    | 51    | 76    | 97    |
| <i>EBIT-marginal</i>            | 0,8%  | 6,2%  | 7,7%  | 11,5% | 11,0% | 9,2%  | 12,6% | 14,9% |

Källa: Redeye Research, ZetaDisplay

## Investment Case

### Ledande europeisk position inom Digital Signage

ZetaDisplay driver den digitala transformeringen i fysiska miljöer. Bolagets kommunikationskoncept och mjukvara påverkar människors beteende vid beslutstillfället i butiks- och offentliga miljöer samt arbetsplatser. Lösningarna är kända som Digital Signage, vilka bolaget utvecklar och erbjuder som SaaS-lösningar. ZetaDisplay har etablerat sig som en av de tre största aktörerna på den europeiska Digital Signage-marknaden tack vare en serie framgångsrika förvärv och betydande långsiktiga kundkontrakt, exempelvis med ATG, IKEA, Hurtigruten, KPN, KeskoGroup och Ekornes. Bolaget är marknadsledande i Norden, som bedöms ligga koncept- och teknikmässigt långt fram i ett internationellt perspektiv. Bolaget implementerar kommunikationskoncept baserade på standardiserad hårdvara - från ledande tillverkare såsom LG, Philips och Samsung - och egenutvecklade mjukvarulösningar. Merparten av bolagets intäkter kommer idag från vidareförsäljning av hårdvara och implementation. Det stora värdet ligger dock i de återkommande SaaS-intäkterna, som redan idag står för majoriteten av bruttoresultatet. Lyckas ZetaDisplay visa fortsatt god tillväxt av sina SaaS-intäkter ser vi betydande potential för högre marginaler över tid. Vi anser att utvecklingen av de återkommande intäkterna är det viktigaste att fokusera på som investerare i ZetaDisplay.

### Växande marknad

Under 2018 växte den europeiska Digital Signage-marknaden med 14% och drivkrafterna bakom tillväxten är den tilltagande digitala transformeringen, nya tekniska möjligheter samt ändrat konsumentbeteende. ZetaDisplays erbjudande inom Digital Signage kan delas upp i tre olika segment. Det mest betydande segmentet är digital butikskommunikation som riktar sig mot konsumenter. Butiksmiljöer blir allt mer digitala av flera orsaker, exempelvis allt mindre lokaler som behöver vara mer yteffektiva och handelns önskan om att knyta ihop online- och analog handel. Utöver butiksmiljöer erbjuder ZetaDisplay även lösningar för digital internkommunikation riktad mot anställda samt digital kommunikation i publika miljöer riktad mot allmänheten. Gemensamt för samtliga segment är att ny teknologi, ändrat beteende och förändrade marknadsförutsättningar samt ständigt sjunkande priser på hårdvara gör Digital Signage allt mer attraktivt jämfört med analoga lösningar.

### Framgångsrik förvärvshistorik

Under de senaste åren har ZetaDisplay genomfört flertalet förvärv, som idag utgör grunden till ZetaDisplays mest lönsamma regioner och som har bidragit till flera betydande avtal. ZetaDisplay har en uttalad ambition att fortsätta förvärva och vara med och konsolidera den europeiska marknaden. Digital Signage-marknaden är fragmenterad och många av bolagen är idag endast lokalt etablerade, vilket gör att marknaden lämpar sig väl för en konsolidering. Sedan september 2019 är Per Mandorf VD, samtidigt tog tidigare VD Leif Liljebrunn rollen som förvärvsansvarig och bolaget emitterade en obligation för att möjliggöra en kostnadseffektiv finansiering av ytterligare förvärv. Vi väntar oss flera förvärv framgent och givet bolagets goda historik bedömer vi sannolikheten att framtida förvärv blir värdeskapande som hög.

## 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 förvärvens lönsamhet avviker från förväntningarna kan detta komma att bli problematiskt för bolaget.

**Förvärvsrisk:** Bolagets har en uttalad förvärvsstrategi, 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.

**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

### Bear Case 17.0 SEK

Genomsnittlig årlig försäljningstillväxt om 4% 2018-2028

Genomsnittlig årlig tillväxt inom Hårdvara & övrigt om 4% 2018-2028 (ex ATG-order).

Genomsnittlig årlig SaaS-tillväxt om 9% 2018-2028.

Evig försäljningstillväxt om 2%.

Genomsnittlig EBIT-marginal om 9% 2018-2028.

Evig EBIT-marginal om 13%.

### Base Case 29.0 SEK

Genomsnittlig årlig försäljningstillväxt om 7% 2018-2028.

Genomsnittlig årlig tillväxt inom Hårdvara & övrigt om 8% 2018-2028 (ex ATG-order).

Genomsnittlig årlig SaaS-tillväxt om 11% 2018-2028. Evig

försäljningstillväxt om 2%.

Genomsnittlig EBIT-marginal om 12% 2018-2028.

Evig EBIT-marginal om 17%.

### Bull Case 38.0 SEK

Genomsnittlig årlig försäljningstillväxt om 9% 2018-2028.

Genomsnittlig årlig tillväxt inom Hårdvara & övrigt om 11% 2018-2028 (ex ATG-order).

Genomsnittlig årlig SaaS-tillväxt om 12% 2018-2028.

Evig försäljningstillväxt om 2%.

Genomsnittlig EBIT-marginal om 13% 2018-2028

Evig EBIT-marginal om 19%.

## Catalysts

### Ytterligare förvärv till attraktiv värdering

Bolaget har en uttalad förvärvsstrategi och ytterligare ett lönsamt förvärv till attraktiv värdering skulle eventuellt motivera ett högre värde på aktien.

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

### Kommunicerar större andel repetitiva intäkter

Affärsmodellen är uppbyggd på två olika intäktsslag: Hårdvara & övrigt samt SaaS. Fokus ligger på att öka de SaaS-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 värdedrivaren i bolaget.

| EFFEKT      |             |             |             |  |                |
|-------------|-------------|-------------|-------------|--|----------------|
| Nackedel    |             | Fördel      |             |  | Tidsram        |
| Signifikans | Sannolikhet | Signifikans | 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 betygsskala från 0 till 1p. Maxpoängen för en värderingsnyckel är 5 poäng.

### Ratingförändringar i denna rapport: Nej

#### Personal: 4

VD Per Mandorf, som tillträdde i september 2019, 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. Således anser vi att Mandorf har en bakgrund som passar in väl på de krav ZetaDisplays ägare bör ställa. Vår uppfattning är att bolaget också stärkt sin övriga ledning under de senaste åren i takt med att bolaget växt. Näst största ägaren är medgrundaren och styrelseordförande Mats Johansson. Tillsammans äger styrelsen över 30 procent av aktierna och M&A-ansvarig Leif Liljebrunn (f.d. VD) 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.

| RESULTATRÄKNING                   | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------------------------|------|------|-------|-------|-------|
| Omsättning                        | 404  | 436  | 552   | 601   | 648   |
| Summa rörelsekostnader            | -356 | -415 | -475  | -497  | -523  |
| EBITDA                            | 48   | 52   | 77    | 104   | 125   |
| Avskrivningar materiella tillg.   | 0    | -4   | -6    | -6    | -7    |
| Avskrivningar immateriella tillg. | -5   | -14  | -21   | -22   | -22   |
| Goodwill nedskrivningar           | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| EBIT                              | 43   | 3    | 51    | 76    | 97    |
| Resultatandelar                   | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| Finansnetto                       | 4    | 13   | -14   | -14   | -14   |
| Valutakursdifferenser             | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| Resultat före skatt               | 47   | 17   | 37    | 62    | 83    |
| Skatt                             | -8   | -2   | -8    | -14   | -18   |
| Nettoreultat                      | 39   | 15   | 29    | 48    | 64    |

| BALANSRÄKNING                | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------------------------|------|------|-------|-------|-------|
| Tillgångar                   |      |      |       |       |       |
| <i>Omsättningstillgångar</i> |      |      |       |       |       |
| Kassa och bank               | 83   | 128  | 152   | 202   | 269   |
| Kundfordringar               | 83   | 129  | 147   | 160   | 173   |
| Lager                        | 13   | 10   | 29    | 32    | 34    |
| Andra fordringar             | 29   | 0    | 0     | 0     | 0     |
| Summa omsättn.               | 208  | 267  | 328   | 394   | 476   |
| <i>Anläggningstillgångar</i> |      |      |       |       |       |
| Materiella anl. tillg.       | 8    | 29   | 25    | 27    | 29    |
| Finansiella anl. tillg.      | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| Övriga finansiella tillg.    | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| Goodwill                     | 299  | 313  | 313   | 313   | 313   |
| Imm. tillg. vid förväv       | 90   | 140  | 133   | 126   | 120   |
| Övr. immater. tillg.         | 22   | 22   | 24    | 25    | 26    |
| Övr. anlägg. tillg.          | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| Summa anlägg.                | 419  | 503  | 495   | 491   | 487   |
| Uppsk. skatteford            | 5    | 3    | 3     | 3     | 3     |
| Summa tillgångar             | 632  | 773  | 826   | 888   | 966   |
| Skulder                      |      |      |       |       |       |
| <i>Kortfristiga skulder</i>  |      |      |       |       |       |
| Levantorsskulder             | 62   | 295  | 300   | 300   | 300   |
| Kortfristiga skulder         | 94   | 87   | 158   | 172   | 186   |
| Övriga kortfristiga skulder  | 22   | 69   | 69    | 69    | 69    |
| Summa kort. skuld            | 178  | 450  | 527   | 541   | 555   |
| Räntebr. skulder             | 160  | 53   | 0     | 0     | 0     |
| L. icke räntebr. skulder     | 1    | 1    | 1     | 1     | 1     |
| Konvertibler                 | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| Summa skulder                | 339  | 504  | 528   | 542   | 556   |
| Uppskj. skatteskuld          | 21   | 0    | 0     | 0     | 0     |
| Avsättningar                 | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| Eget kapital                 | 271  | 269  | 297   | 345   | 410   |
| Minoritet                    | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| Minoritet & E. Kap.          | 271  | 269  | 297   | 345   | 410   |
| Summa skulder och E. Kap.    | 632  | 773  | 826   | 888   | 966   |

| FRITT KASSAFLÖDE      | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------------|------|------|-------|-------|-------|
| Omsättning            | 404  | 436  | 552   | 601   | 648   |
| Sum. Rörelsekostnader | -356 | -415 | -475  | -497  | -523  |
| Avskrivningar         | -5   | -18  | -26   | -28   | -28   |
| EBIT                  | 43   | 3    | 51    | 76    | 97    |
| Skatt på EBIT         | -7   | 0    | -11   | -17   | -21   |
| NOPLAT                | 36   | 3    | 40    | 59    | 76    |
| Avskrivningar         | 5    | 18   | 26    | 28    | 28    |
| Bruttokassaflöde      | 41   | 21   | 66    | 87    | 104   |
| Föränd. i rörelseskap | -15  | 26   | 34    | -2    | -2    |
| Investeringar         | -66  | -102 | -18   | -24   | -25   |
| Fritt kassaflöde      | -40  | -55  | 82    | 61    | 78    |

| KAPITALSTRUKTUR       | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------------|------|------|-------|-------|-------|
| Soliditet             | 43%  | 35%  | 36%   | 39%   | 42%   |
| Skuldsättningsgrad    | 82%  | 129% | 101%  | 87%   | 73%   |
| Nettoskuld            | 139  | 219  | 148   | 98    | 31    |
| Sysselsatt kapital    | 410  | 488  | 446   | 443   | 441   |
| Kapit. oms. hastighet | 0.6  | 0.6  | 0.7   | 0.7   | 0.7   |

| TILLVÄXT             | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------------|------|------|-------|-------|-------|
| Försäljningstillväxt | 103% | 8%   | 27%   | 9%    | 8%    |
| VPA tillväxt (just.) | 232% | -68% | 91%   | 67%   | 34%   |

| LÖNSAMHET       | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|------|------|-------|-------|-------|
| ROE             | 18%  | 6%   | 10%   | 15%   | 17%   |
| ROCE            | 10%  | 1%   | 8%    | 12%   | 14%   |
| ROIC            | 10%  | 1%   | 8%    | 13%   | 17%   |
| EBITDA marginal | 12%  | 5%   | 14%   | 17%   | 19%   |
| EBIT marginal   | 11%  | 1%   | 9%    | 13%   | 15%   |
| Nettomarginal   | 10%  | 3%   | 5%    | 8%    | 10%   |

| DATA PER AKTIE | 2018  | 2019  | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| VPA            | 1.63  | 0.52  | 1.00  | 1.67  | 2.24  |
| VPA just.      | 1.63  | 0.52  | 1.00  | 1.67  | 2.24  |
| Utdelning      | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.00  |
| Nettoskuld     | 5.75  | 7.63  | 5.16  | 3.41  | 1.09  |
| Antal aktier   | 24.14 | 28.75 | 28.75 | 28.75 | 28.75 |

| VÄRDERING   | 2018  | 2019  | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| EV          | 543.3 | 903.5 | 826.7 | 776.4 | 709.6 |
| P/E         | 10.3  | 45.5  | 23.7  | 14.1  | 10.5  |
| P/E diluted | 10.3  | 45.5  | 23.7  | 14.1  | 10.5  |
| P/Sales     | 1.0   | 1.6   | 1.2   | 1.1   | 1.0   |
| EV/Sales    | 1.3   | 2.1   | 1.5   | 1.3   | 1.1   |
| EV/EBITDA   | 11.3  | 15.1  | 10.7  | 7.5   | 5.7   |
| EV/EBIT     | 12.5  | 263.6 | 16.2  | 10.2  | 7.3   |
| P/BV        | 1.5   | 2.5   | 2.3   | 2.0   | 1.7   |

| AKTIENS UTVECKLING | TILLVÄXT/ÅR |                        | 16/18E  |
|--------------------|-------------|------------------------|---------|
| 1 mån              | 0.0 %       | Omsättning             | 16.9 %  |
| 3 mån              | 0.4 %       | Rörelseresultat, just. | 8.5 %   |
| 12 mån             | 24.2 %      | V/A, just              | -21.8 % |
| Årets början       | -0.8 %      | EK                     | 4.7 %   |

| ÄGARSTRUKTUR %               | KAPITAL | RÖSTER |
|------------------------------|---------|--------|
| Virala Oy Ab                 | 14.1 %  | 14.4 % |
| Anders Pettersson med familj | 10.6 %  | 10.6 % |
| Mats Johansson               | 9.6 %   | 9.6 %  |
| Magari Venture AS            | 4.4 %   | 4.5 %  |
| Anders Moberg                | 4.4 %   | 4.4 %  |
| AMF Försäkring & Fonder      | 4.4 %   | 4.4 %  |
| Nordea Bank Norge Nominee    | 4.1 %   | 4.1 %  |
| Mats Leander                 | 3.8 %   | 3.8 %  |
| Prioritet Finans             | 3.0 %   | 3.0 %  |
| Martin Gullberg              | 2.9 %   | 2.9 %  |

| AKTIEINFORMATION    |           |
|---------------------|-----------|
| Reuterskod          | ZETA.ST   |
| Lista               | Small cap |
| Kurs                | 23.6      |
| Antal aktier, milj. | 28.7      |
| Börsvärde, MSEK     | 678.4     |

| BOLAGSLEDNING & STYRELSE |                |
|--------------------------|----------------|
| VD                       | Per Mandorf    |
| CFO                      | Ola Burmark    |
| CCO                      | Daniel Oelker  |
| 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 till 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

**Havan Hanna**

havan.hanna@redeye.se

**Kristoffer Lindström**

kristoffer.lindstrom@redeye.se

**Erika Madebrink**

erika.madebrink@redeye.se

**Fredrik Nilsson**

fredrik.nilsson@redeye.se

**Tomas Otterbeck**

tomas.otterbeck@redeye.se

**Eddie Palmgren**

eddie.palmgren@redeye.se

**Magnus Skog**

magnus.skog@redeye.se

**Oskar Vilhelmsson**

oskar.vilhelmsson@redeye.se

**Viktor Westman**

viktor.westman@redeye.se

**Linus Sigurdsson (Trainee)**

linus.sigurdsson@redeye.se

### Editorial

**Eddie Palmgren**

eddie.palmgren@redeye.se

**Mark Siöstedt**

mark.siostedt@redeye.se

**John Hintze**

john.hintze@redeye.se

**Johan Kårestedt (Trainee)**

johan.karestedt@redeye.se

### Life Science Team

**Gergana Almquist**

gergana.almquist@redeye.se

**Oscar Bergman**

oscar.bergman@redeye.se

**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

## 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 investerarrelationer. 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, utarbeta, 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 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 (2020-02-10)

| Rating      | Personal | Affärer | Nyckeltal |
|-------------|----------|---------|-----------|
| 5p          | 13       | 13      | 4         |
| 3p - 4p     | 92       | 70      | 28        |
| 0p - 2p     | 9        | 31      | 82        |
| Antal bolag | 114      | 114     | 114       |

### 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.

---