



# ERIK PENSER BANK

Penser Access | Konsumentvaror | Sweden | 22 July 2020

## ZetaDisplay

### Bruttomarginal imponerar

#### Stark bruttomarginal

Intäkterna minskade med 20% till 78,1 mkr, 11% lägre än våra estimat. Anledningen till de sjunkande intäkterna var lägre andel projektförsäljning, som sjönk med 40% y/y. EBITDA uppgick till 11,1 mkr vilket var högre än våra estimat. Drivkraften var ändrad mix till följd högre andel SaaS-intäkter vilket resulterade i att bruttomarginalen steg till 65,7% från 53,8%. Även bolagets besparingsprogram bidrar till ökad marginal

#### ...besparingsprogram och återkommande intäkter skyddar

Vi sänker försäljningsestimaten för helåret med 4% och EBIT med 8%. Anledningen är ett lägre tempo i projektförsäljning. För 2021 justerar vi ned försäljningen med 7% men bibehåller en konstant EBIT med anledning av ökade mjukvaruintäkter och exekvering av kostnadsbesparingar. För 2022 justerar vi ned försäljningen något men ökar EBIT med 2%.

#### Justerar upp motiverat värde

Vi justerar upp vårt motiverade värde för aktien till 24-26 kr ifrån 23 kr. Därmed justerar vi även upp potentialen till hög. Då vi ser en ökande andele SaaS intäkter bedömer vi att det kan leda till en multiplexpansion. Värderingen stämmer överens med vår DCF. Vi ser triggers i närtid då bolaget har en välfylld kassa och vi bedömer att marknaden kommer konsolideras till följd av Covid-19.

Estimatändring (SEK)				Prognos (SEK)					Risk och Avkastning	
	Nu	Förr		19e	20e	21e	22e	Motiverat värde	22.00 - 24.00	
EPS, just 20e	0.79	0.82	-3.0%	Sales,m	436	488	561	616	Current price	SEK16.60
EPS, just 21e	1.6	1.65	-3.0%	Sales Growth	7.9%	11.8%	14.9%	9.8%	Riskenivå	Low
EPS, just 22e	2.12	1.92	10.4%	EBITDA, m	52	57	100	118	Kurspotential	Medium
				EBIT, m	3.4	21.7	64.3	82.2		
				EPS, adj	1.40	0.79	1.60	2.12		
				EPS Growth	1.2%	0.6%	2.0%	1.3%		
				Equity/Share	9.9	10.2	11.5	13.1		
				Dividend	0.00	0.25	0.50	0.50		
				EBIT Marginal	0.8%	4.5%	11.5%	13.4%		
				ROE (%)	5.6%	3.0%	13.9%	16.2%		
				ROCE	0.8%	4.8%	12.9%	15.1%		
				EV/Sales	1.45x	1.30x	1.13x	1.03x		
				EV/EBITDA	12.1x	11.0x	6.3x	5.4x		
				EV/EBIT	185.0x	29.2x	9.9x	7.7x		
				P/E, adj	11.9x	20.9x	10.4x	7.8x		
				P/Equity	2.7x	2.6x	2.4x	2.3x		
				Dividend yield	0.0%	1.5%	3.0%	3.0%		
				FCF yield	(16.7)%	2.7%	9.5%	13.5%		
				Net Debt/EBITDA	3.4g	3.6g	1.7g	1.0g		

Kommande händelser		Kursutveckling 12 mån	
Q3'20 rapport	den 4 november 2020		

Bolagsfakta		Analytiker	
Antal aktier	27.3m	rikard.engberg@penser.se	
Market cap, EURm	453	Analysavdelningen	
Nettoskuld, EURm	181		
EV, EURm	634		
Free Float	31.00%		
Avg. No. of Daily Traded Sh.	50.0(k)		
Reuters/Bloomberg	ZETA.ST/ ZETA SS		



# Sammanfattning

## Bruttomarginal imponerar

### Investment Case

ZetaDisplay är en av Europas största helhetsleverantörer av tjänster och hårdvara inom digitalisering av butikskommunikation, Digital Signage. Med ZetaDisplays teknik kan butiksförsäljningen ökas då t.ex. en viss reklam/produkt kan lyftas fram på de digitala skärmarna i butik vid specifika omständigheter. Bolaget jobbar nära med ett flertal stora internationella kunder som t.ex. Stadium, Volkswagen, Skoda, Audi, Hesburger, Comviq, IKEA, NetOnNet, Thule och Bilia. Marknaden för Digital Signage bedöms växa med en CAGR på minst 8% de närmsta fem åren, där ZetaDisplay bedöms kunna växa något snabbare. Vi bedömer att ett motiverat värde för ZetaDisplay är 23-25 kr och ser därmed en uppsida på drygt 50% i aktien. Vi ser en medelhög potential i aktien, till en låg risk.

### Bolags profil

#### Rider på en e-handelsvåg

ZetaDisplay är en europeisk helhetsleverantör av digitala tjänster för butikskommunikation till detalj- och servicehandelsbolag. Med bolagets teknik skapas profiler på butikskedjors kunder som kan analyseras för att maximera butiksförsäljningen genom att t.ex. anpassa reklam och/eller innehåll på de digitala skärmarna efter olika egenskaper. Detta skapar en oerhörd flexibilitet och effektivitet jämfört med traditionella affischer eller reklamlad som måste bytas ut manuellt. ZetaDisplay kan även maximera försäljningen genom att lyfta fram olika varor som butiken är mer mån om att sälja för tillfället eller varor som för tillfället inte finns inne i butiken. Man kan kort säga att ZetaDisplay flyttar e-handeln in i butik och är därmed är med och både revolutionerar och gynnas av den pågående e-handelstrenden.

#### Fokus på större internationella spelare

De senaste åren har trenden bland kunder inom digital butikskommunikation rört sig allt mer mot att anlita större internationella aktörer på Digital Signage-marknaden. Den bakomliggande orsaken är att kunden oftast behöver liknande lösningar för flera butiker internationellt. Detta skapar stordriftsfördelar vilket ZetaDisplay utnyttjar med sin marknadsledande position på ett flertal marknader i norra Europa. Idag levererar Zeta lösningar åt kunder som Volkswagen, Stadium, Hesburger, Thule, IKEA, Audi och ATG.

#### Globalt femårigt ramavtal med Ingka Group (IKEA)

Under kvartalet tecknade ZetaDisplay ett femårigt ramavtal med IKEA. Avtalet väntas avse hårdvara, installation, mjukvara, drift och tjänster med start 1 juli. Därmed har inte avtalet påverkat försäljningen under första halvåret, men väntas ge god effekt från och med H2'19. Avtalet kommer att agera en viktig referenskund inför framtida upphandlingar, samtidigt som ZetaDisplay expanderar globalt. Därmed ser vi avtalet som det största och viktigaste bolaget någonsin har vunnit. Som vi nämnde i vår senaste analysuppdatering har ledningen förberett sig för en internationell expansion en längre tid. 1) Maj 2018 förvärvades Webpro, vilket bidrog till en internationell kundbas att leverera mot med namn som bl.a. IKEA 2) Slutet av 2018 anställde bolaget en ansvarig för Europaaffären 3) Ökade förberedelser under H1'19 specifikt för satsningar internationellt. Vi bedömer samtidigt att Zetas styrelseledamot Anders Moberg har hjälpt till att vinna kontraktet, med sin långvariga bakgrund som koncernchef för IKEA. Vi noterar samtidigt att Moberg även sitter med som styrelse i ITAB Shop Concept, där även ITABs nytillträdde VD'n har en IKEA-bakgrund med fokus på digital transformation globalt.

#### Mjukvarumarginaler över 80%



# Sammanfattning

## Bruttomarginal imponerar

ZetaDisplays försäljning utgörs idag av både hårdvara (digitala skärmar) samt mjukvara (support & tjänster), där lönsamheten på mjukvarusidan bedöms uppgå till över 80%. Hårdvaran bedöms generellt ha marginaler omkring 30%. Då projekten oftast är väldigt framtunga utgörs drygt 80% av försäljningen av hårdvaruinstallation år 1, medan resterande 20% av ordervärdet är repetitiva intäkter utspridda över de 4 efterföljande åren. Därmed ökar generellt omsättning medan marginalen pressas initialt, för att sedan på sikt medföra högre marginaler. Därmed bör man istället fokusera på marginalen över en längre period och inte lägga alltför stor vikt vid enskilda kvartal.

### Stark underliggande marknadstillväxt

Enligt oberoende rapporter bedöms den totala Digital Signage-marknaden växa i genomsnitt drygt 8% årligen och nå ett totalt marknadsvärde på USD 33 mdr år 2023. Med ZetaDisplays marknadsledande position i norra Europa med en bred och stabil kundportfölj bedömer vi det som troligt att ZetaDisplay lyckas växa snabbare än den totala marknaden. Vi menar också att den nordiska marknaden är i framkant vad gäller digital butikskommunikation och räknar med att övriga Europa följer efter.

### Fortsatt goda förvärvsmöjligheter

Historisk har ZetaDisplay varit aktiv på förvärvsfronten, där förvärvstillväxt har stått för merparten av tillväxten historiskt. Dagens Digital Signage-marknad utgörs av ett flertal mindre spelare med en ambition om att vara en del av en större internationell aktör. Detta bedöms hålla förvärvsmultiplarna någorlunda stabila framgent på drygt 4-7x EBIT. Vid förvärv fokuserar ZetaDisplay primärt på objekt inom tre primära kategorier; förstärka positionen på en befintlig marknad, ny kompletterande teknologi för sitt erbjudande samt bolag på nya marknader där ZetaDisplay inte befinner sig i dagsläget.

### Finansiella mjukvarumål

ZetaDisplay har ett uttalat mål om att nå minst 200 mkr i kontrakterade tjänster (återkommande intäkter) senaste 2022. Rörelseresultatet ska överstiga 100 mkr vid utgången av 2022, och bolaget eftersträvar en soliditet mellan 30-50%. Bolaget ska använda utdelning som medel för att säkerställa att soliditeten inte överstiger 50%. Ovanstående bör tolkas som mål satta med mjukvaruaffären i åtanke och ger en tydlig indikation om vilket håll företaget rör sig.

### Värdering

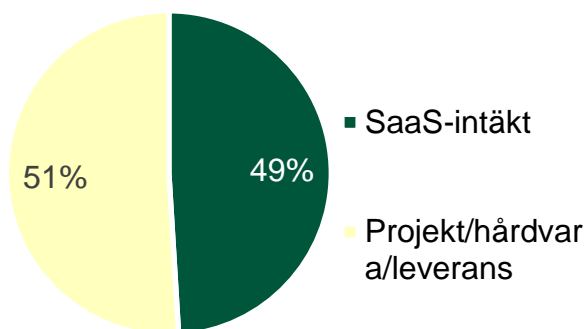
#### Övergången till mjukvarubolag innebär stor aktiepotential

Det tydliga sambandet mellan värdering och andel SaaS-intäkter bådär väg för en multiplexpansion för ZetaDisplay givet SaaS-intäkternas del av helheten ökar. Vi bedömer detta möjligt och väljer därför att Zeta ska handlas till EV/EBITDA 15x på 2021 estimat. Denna uppvärdering är dock villkorad av att bolaget fortsätter behålla SaaS intäkter kring 50% av omsättningen. Det motsvarar en kurs om 24-26 kr.

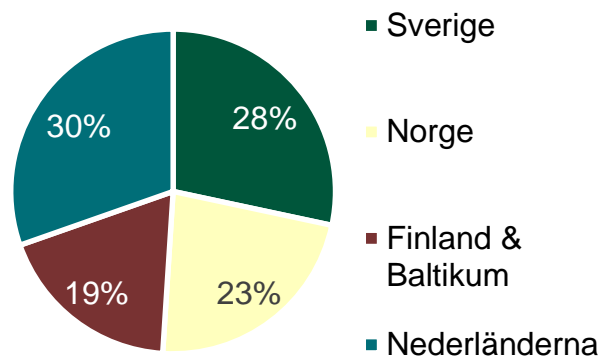
### Motiverat värde

Resultatet från vår DCF stämmer väl överens med vår relativvärdering. Zeta handlas i dagsläget på en implicit WACC om ca 12%. Vi ser således en hög potential i aktien till en låg risk. Vi ser förvärv i framförallt DACH regionen. Bolaget är välkapitaliserat med hög andel återkommande intäkter. Vi bedömer även att bolaget kommer komma stärkta ur Covid-19 krisen.

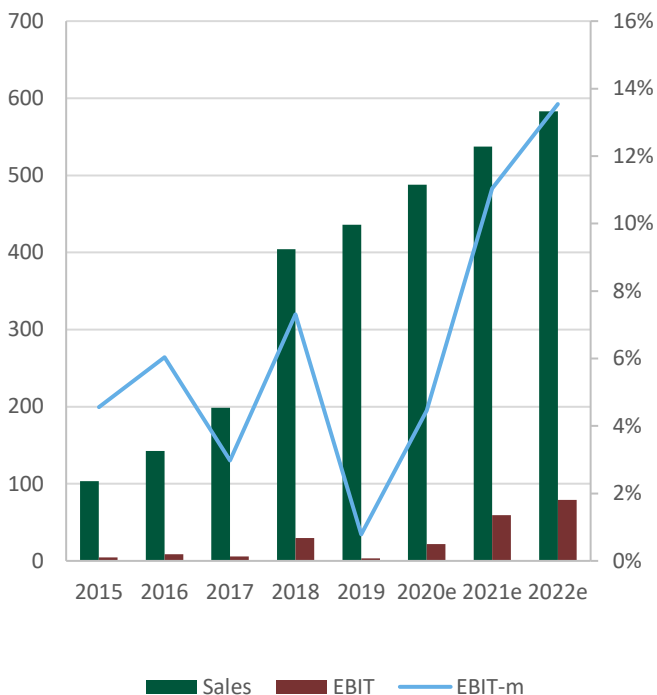
## Operativa segment



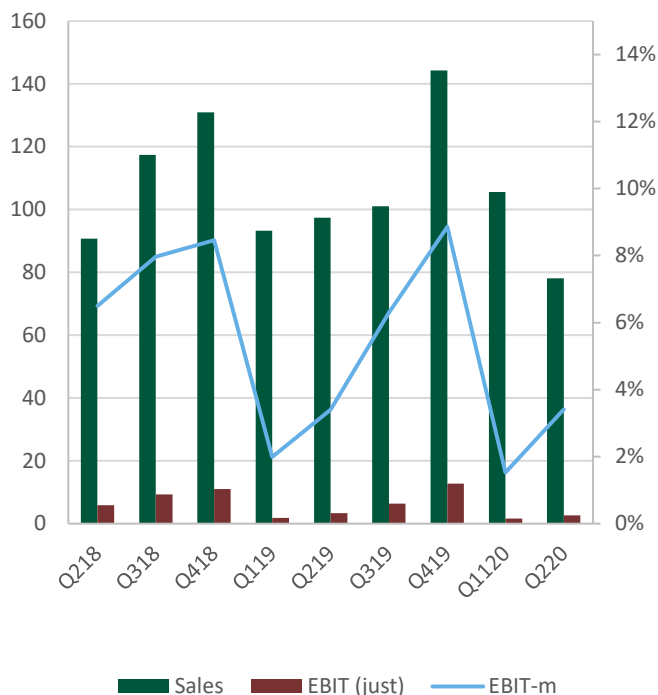
## Geografiska segment



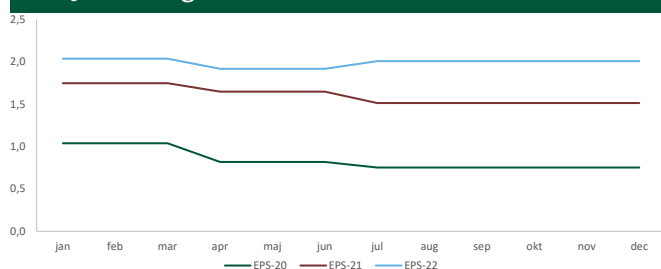
## Sales and EBIT (y/y)



## Sales and EBIT (q/q)



## EPS justeringar



## Bolagsfakta

Största aktieägare	Roster	Aktier
Virala Oy Ab	13,99%	13,99%
Anders Petterson med familj	12,34%	12,34%
Mats Johansson	9,69%	9,69%
Anders Moberg	4,50%	4,50%
Övriga	59,48%	59,48%

Ordförande	Mats Johansson
Verkställande direktör	Per Mandorf
Finansdirektör	Ola Burmark
Investerarkontakt	Daniel Oelker
Hemsida	<a href="https://zetadisplay.com/">https://zetadisplay.com/</a>

## Resultaträkning

	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
Nettoomsättning				103,4	142,4	198,7	404,1	436,1	487,8	560,6	615,5
Övriga intäkter							0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Extraordinära intäkter											
Kostnad sålda varor				-48,7	-70,6	-86,7	-219,4	-208,0	-230,6	-246,7	-277,0
Bruttovinst				54,7	71,9	112,0	184,7	228,1	257,2	314,0	338,5
Personalkostnader				-30,1	-36,6	-54,3	-89,9	-122,6	-135,9	-148,5	-153,5
Övriga kostnader				-16,3	-21,4	-40,7	-46,6	-63,1	-63,9	-65,5	-67,1
<b>Rörelseresultat (EBITDA)</b>				<b>8,3</b>	<b>13,9</b>	<b>17,0</b>	<b>48,2</b>	<b>52,2</b>	<b>57,4</b>	<b>100,0</b>	<b>117,9</b>
Avskrivningar				-3,6	-5,3	-11,1	-18,6	-48,8	-35,7	-35,7	-35,7
Goodwillnedskrivningar											
<b>Resultat (EBIT)</b>				<b>4,7</b>	<b>8,6</b>	<b>5,9</b>	<b>29,6</b>	<b>3,4</b>	<b>21,7</b>	<b>64,3</b>	<b>82,2</b>
Extraordinära Poster				0,0	0,0	0,0	0,0	-22,5	0,0	0,0	0,0
<b>Justerat Resultat (EBIT)</b>				<b>4,7</b>	<b>8,6</b>	<b>5,9</b>	<b>29,6</b>	<b>25,9</b>	<b>21,7</b>	<b>64,3</b>	<b>82,2</b>
Finansiella intäkter				0,1	1,1	1,9	14,7	29,0	12,3	4,0	4,0
Finansiella kostnader				-2,3	-2,9	-6,1	-10,7	-15,8	-23,6	-13,4	-13,4
<b>Resultat före skatt</b>				<b>2,4</b>	<b>6,8</b>	<b>1,7</b>	<b>33,5</b>	<b>39,2</b>	<b>10,4</b>	<b>54,9</b>	<b>72,8</b>
Skatter				0,6	2,9	-3,6	-8,0	-1,6	-2,2	-11,3	-15,0
Minoritetsintressen				0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoresultat Rapporterat</b>				<b>3,0</b>	<b>9,7</b>	<b>-1,9</b>	<b>25,6</b>	<b>37,5</b>	<b>8,2</b>	<b>43,6</b>	<b>57,8</b>
<b>Nettoresultat (just)</b>				<b>3,0</b>	<b>9,7</b>	<b>-1,9</b>	<b>25,6</b>	<b>37,5</b>	<b>8,2</b>	<b>43,6</b>	<b>57,8</b>

## Kassaflödesanalys

	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
Nettoresultat Rapporterat				3,0	9,7	-1,9	25,6	37,5	8,2	43,6	57,8
Icke kassaflödespåverkande poster				1,9	0,6	12,0	13,6	-0,9	35,7	35,7	35,7
Förändringar i rörelsekapital				-2,1	11,1	0,3	-13,1	-23,7	-11,7	-16,4	-12,4
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>				<b>2,8</b>	<b>21,4</b>	<b>10,4</b>	<b>26,0</b>	<b>12,9</b>	<b>32,2</b>	<b>62,8</b>	<b>81,1</b>
Investeringar				0,0	0,0	0,0	0,0	-20,8	-20,0	-20,0	-20,0
Avyttringar				0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Fritt Kassaflöde</b>				<b>2,8</b>	<b>21,4</b>	<b>10,4</b>	<b>26,0</b>	<b>-7,9</b>	<b>12,2</b>	<b>42,8</b>	<b>61,1</b>
Utdelningar				0	-1	-5	-5	-3	0	-7	-14
Nyemission/återköp				0	59	76	72	-27	0	0	0
Förvärv				0	0	0	0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lånefinansiering och övriga justeringar				25,1	22,0	64,1	-21,7	149,1	-38,0	0,0	0,0
<b>Kassaflöde</b>				<b>28</b>	<b>101,5</b>	<b>145</b>	<b>71</b>	<b>111,5</b>	<b>-25,9</b>	<b>35,6</b>	<b>46,8</b>
Icke kassaflödespåverkande poster				0	0	0	0				
<b>Nettoskuld (just)</b>				<b>57,5</b>	<b>89,8</b>	<b>265,4</b>	<b>73,4</b>	<b>179,5</b>	<b>205,4</b>	<b>169,8</b>	<b>123,0</b>

## Balansräkning

	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>TILLGÅNGAR</b>											
Goodwill				0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0	0	0
Övriga immateriella tillgångar				31,4	135,0	349,6	411,6	474,3	458,6	442,9	427,2
Materiella anläggningstillgångar				1,2	6,3	7,7	7,5	28,9	28,9	28,9	28,9
Räntebärande anläggningstillgångar				0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Innehav i intresseföretag och andelar				0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga anläggningstillgångar				2,2	6,5	5,6	4,9	3,5	3,5	3,5	3,5
<b>Summa anläggningstillgångar</b>				<b>34,9</b>	<b>147,8</b>	<b>362,9</b>	<b>424,0</b>	<b>506,7</b>	<b>491,0</b>	<b>475,3</b>	<b>459,6</b>
Varulager				0,0	0,0	0	0	0	0,0	0,0	0,0
Kundfordringar				36,7	48,2	58,7	111,5	128,8	144,0	165,5	181,7
Övriga omsättningstillgångar				5,7	8,8	12,6	13,7	9,8	10,9	12,6	13,8
Likvida medel				12,5	29,7	58,8	83,4	128,1	102,2	137,9	184,6
<b>Summa omsättningstillgångar</b>				<b>55,0</b>	<b>86,7</b>	<b>130,1</b>	<b>208,6</b>	<b>266,6</b>	<b>257,2</b>	<b>316,0</b>	<b>380,1</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>				<b>89,8</b>	<b>234,5</b>	<b>493,0</b>	<b>632,5</b>	<b>773,3</b>	<b>748,2</b>	<b>791,3</b>	<b>839,7</b>
<b>Eget Kapital och skulder</b>											
Eget Kapital				19	88	169	271	269	277	313	357
Minoritetsintressen				0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Summa Eget Kapital</b>				<b>19,3</b>	<b>88,1</b>	<b>168,5</b>	<b>271,5</b>	<b>268,8</b>	<b>277,0</b>	<b>313,3</b>	<b>356,8</b>
Långfristiga finansiella skulder				23,0	37,2	164,4	115,8	294,5	294,5	294,5	294,5
Pensionsavsättningar				0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uppskjutna skatteskulder				0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga långfristiga skulder				0,4	26,9	0,3	67,1	33,3	33,3	33,3	33,3
<b>Summa Långfristiga skulder</b>				<b>23,4</b>	<b>64,0</b>	<b>164,7</b>	<b>183,0</b>	<b>327,8</b>	<b>327,8</b>	<b>327,8</b>	<b>327,8</b>
Kortfristiga finansiella skulder				47,1	82,3	159,7	41,0	13,1	13,1	13,1	13,1
Leverantörsskulder				0,0	0,0	0,0	37,2	40,2	44,9	51,6	56,6
Skatteskulder				0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga kortfristiga skulder				0,0	0,0	0,0	99,9	123,5	85,4	85,4	85,4
<b>Summa kortfristiga skulder</b>				<b>47,1</b>	<b>82,3</b>	<b>159,7</b>	<b>178,1</b>	<b>176,8</b>	<b>143,4</b>	<b>150,1</b>	<b>155,2</b>
<b>Summa Eget Kapital och skulder</b>				<b>89,8</b>	<b>234,5</b>	<b>492,9</b>	<b>632,5</b>	<b>773,3</b>	<b>748,2</b>	<b>791,3</b>	<b>839,7</b>

## Finansiella Nyckeltal

Aktiedata	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
EPS, rapporterad				0,25	0,31	-0,12	1,06	0,56	0,30	1,60	2,12
EPS Justerad				0,25	0,31	-0,12	0,63	1,40	0,79	1,60	2,12
FCF/aktie				-1,47	-7,35	0,45	-2,15	-2,82	0,45	1,57	2,24
Utdelning/aktie				0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25	0,50	0,50
EK/Aktie				1,58	6,66	8,76	11,24	9,85	10,15	11,50	13,12
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (m)				12,23	13,23	19,23	24,14	27,28	27,28	27,28	27,28
(Choice) Snitt antal aktierefer utspädning											

Värdering	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
P/E, justerat				67,1	53,1	nmf	26,2	11,9	20,9	10,4	7,8
P/EK				10,5	2,5	1,9	1,5	1,7	1,6	1,4	1,3
P/FCF				-11,3	-2,3	36,8	-7,7	-5,9	37,2	10,6	7,4
Direktavkastning				0%	0%	0%	0%	0%	0%	2%	3%
Utdelningsandel, justerad				0%	0%	0%	0%	0%	83%	31%	24%
EV/Sales				2,5	2,2	2,9	1,2	1,5	1,3	1,1	0,9
EV/EBITDA				31,3	22,3	34,3	9,8	12,1	11,5	6,2	4,9
EV/EBIT				55,2	36,0	98,8	16,0	24,4	30,3	9,7	7,0
Aktiekurs, årets slut											
EV, årets slut				260,5	309,4	584,6	474,2	632,4	658,3	622,3	574,8

Tillväxt och marginaler	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
Omsättningstillväxt					38%	40%	103%	8%	12%	15%	10%
EBIT, tillväxt					82%	-31%	399%	-12%	-16%	196%	28%
EPS just, tillväxt					26%	-140%	-609%	121%	-43%	101%	33%
EBITDA marginal				8%	10%	9%	12%	12%	12%	18%	19%
EBIT marginal				5%	6%	3%	7%	1%	4%	11%	13%
Skattesats				-25%	-42%	214%	24%	4%	21%	21%	21%

Lönsamhet	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
ROE					4%	-1%	9%	6%	3%	14%	16%
ROCE						2%	6%	1%	5%	13%	15%

## Finansiell ställning

	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Nettoskuld, rapporterad				57,55	89,81	265,38	73,43	179,54	210,32	178,22	129,83
Soliditet				22%	38%	34%	43%	35%	37%	39%	42%
Skuldsättningsgrad				64%	38%	54%	12%	23%	28%	22%	15%
Nettoskuld/EBITDA				6,9x	6,5x	15,6x	1,5x	3,4x	3,5x	1,8x	1,1x

## kvartalsvis data

Resulträkning	Q217	Q317	Q417	Q118	Q218	Q318	Q418	Q119	Q219	Q319	Q419	Q1 20	Q2 20
Nettoomsättning	41,6	43,2	69,2	65,0	90,8	117,4	130,9	93,3	97,4	101,1	144,3	105,6	78,1
Övriga intäkter													
Kostnad sålda varor	-18,5	-17,6	-30,5	-25,6	-45,2	-73,3	-75,3	-44,4	-45,1	-49,7	-68,8	-48,4	-26,8
<b>Bruttovinst</b>	<b>23,1</b>	<b>25,6</b>	<b>38,7</b>	<b>39,4</b>	<b>45,6</b>	<b>44,1</b>	<b>55,6</b>	<b>48,9</b>	<b>52,4</b>	<b>51,4</b>	<b>75,5</b>	<b>57,1</b>	<b>51,3</b>
Personalkostnader	-13,0	-11,7	-19,4	-22,3	-22,2	-19,4	-26,0	-30,3	-29,7	-26,6	-36,0	-44,2	-29,6
Övriga kostnader	-8,3	-8,2	-14,5	-10,3	-12,3	-10,6	-13,5	-13,0	-15,2	-13,6	-21,2	-22,0	-13,9
<b>Rörelseresultat (EBITDA)</b>	<b>1,8</b>	<b>5,7</b>	<b>4,7</b>	<b>6,9</b>	<b>11,0</b>	<b>14,1</b>	<b>16,1</b>	<b>8,1</b>	<b>9,6</b>	<b>13,2</b>	<b>21,2</b>	<b>6,2</b>	<b>11,1</b>
Avskrivningar	-2,3	-3,0	-3,6	-4,3	-4,4	-4,8	-5,0	-6,3	-6,3	-27,8	-8,4	-9,3	-8,4
Goodwillnedskrivningar													
<b>Resultat (EBIT)</b>	<b>-0,5</b>	<b>2,7</b>	<b>1,1</b>	<b>2,5</b>	<b>6,6</b>	<b>9,3</b>	<b>11,1</b>	<b>1,9</b>	<b>3,3</b>	<b>-14,5</b>	<b>12,8</b>	<b>-15,5</b>	<b>2,7</b>
Extraordinära Poster	4,6	1,6	5,8	0,5	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	20,9	0,0	17,1	0,0
<b>Justerat Resultat (EBIT)</b>	<b>4,1</b>	<b>4,3</b>	<b>6,9</b>	<b>3,0</b>	<b>5,9</b>	<b>9,3</b>	<b>11,1</b>	<b>1,9</b>	<b>3,3</b>	<b>6,4</b>	<b>12,8</b>	<b>1,6</b>	<b>2,7</b>
Finansiella intäkter	0,1	0,9	0,6	0,5	0,5	0,9	12,8	1,1	0,6	26,7	0,7	6,6	5,7
Finansiella kostnader	-0,1	-2,5	-2,5	-5,4	-2,5	-1,2	-1,6	-3,2	-2,0	-2,3	-8,3	-7,6	-9,3
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-0,6</b>	<b>1,1</b>	<b>-0,8</b>	<b>-2,4</b>	<b>4,6</b>	<b>9,0</b>	<b>22,3</b>	<b>-0,3</b>	<b>2,0</b>	<b>9,9</b>	<b>5,1</b>	<b>-16,5</b>	<b>-1,0</b>
Skatter	0,9	-1,5	0,0	-1,3	-2,4	-1,6	-2,7	-0,8	-1,8	4,3	-3,2	0,3	-0,7
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Nettoresultat Rapporterat</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,8</b>	<b>-3,6</b>	<b>2,1</b>	<b>7,5</b>	<b>19,6</b>	<b>-1,1</b>	<b>0,1</b>	<b>14,1</b>	<b>1,9</b>	<b>-16,2</b>	<b>-1,6</b>
<b>Nettoresultat (just)</b>	<b>3,9</b>	<b>0,8</b>	<b>3,8</b>	<b>-3,2</b>	<b>2,7</b>	<b>7,5</b>	<b>19,6</b>	<b>-1,1</b>	<b>0,1</b>	<b>-2,2</b>	<b>1,9</b>	<b>-2,8</b>	<b>-1,6</b>

### Tillväxt och marginaler

	Q217	Q317	Q417	Q118	Q218	Q318	Q418	Q119	Q219	Q319	Q419	Q419	Q419
Omsättningsstillväxt				#REF!	118%	172%	89%	-43%	7%	-14%	10%	13%	-20%
EBIT, tillväxt				#REF!	nmf	248%	nmf	-27%	-50%	nmf	15%	nmf	-20%
Bruttomarginal	56%	59%	56%	61%	50%	38%	42%	52%	54%	51%	52%	54%	68%
EBITDA marginal	4%	13%	7%	11%	12%	12%	12%	9%	10%	13%	15%	nmf	8%
EBIT marginal	nmf	2%	1%	2%	5%	6%	8%	1%	2%	nmf	9%	nmf	2%

Denna publikation (nedan "Publikationen" har sammanställts av Erik Penser Bank (nedan "Banken") exklusivt för bankens kunder. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan således inte garanteras. Banken kan låta medarbetare från annan avdelning eller analyserat bolag (nedan "bolaget") läsa fakta eller serier av fakta för att få dessa verifierade. Banken lämnar inte i förväg ut slutsatser eller omdömen i Publikationen. Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns åsikter vid tillfället för upprättandet av Publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer att vara i enlighet med åsikter framförda i Publikationen.

Informationen i Publikationen ska inte uppfattas som en uppmaning eller råd att ingå transaktioner. Informationen tar inte sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Informationen är därmed ingen personlig rekommendation eller ett investeringsråd.

Banken fransäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grunda sig på denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Placeringen kan öka eller minska i värde eller bli helt värdelös. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden.

#### **Potential och risk**

Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument. Bland dessa finns kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt analyserat bolag. Banken erhåller ersättning för nämnda tjänst från det analyserade bolaget.

Vi klassificerar aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån en tvådimensionell modell bestående av potential och risk.

Banken relaterar potentialen till vedertagna värderingsmetoder givet ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. I det här sammanhanget definierar vi låg potential som maximalt 10% förväntad totalavkastning den kommande tolv månadersperioden. För att aktien skall erhålla klassificeringen Hög potential krävs det att vi ser en totalavkastning på minst 50%. Denna kan dock ligga ett par år bort i tiden.

Vad gäller risk analyserar vi ett antal kända parametrar som är relevanta för bolaget. En generell riktlinje för att klassificeras som låg risk är att bolaget har positivt kassaflöde och att ingen enskild faktor påverkar omsättningen mer än 20%. Motsvarande generella beskrivning av hög risk är att bolaget inte nått positivt kassaflöde alternativt att en enskild faktor påverkar omsättningen mer än 50%.

Potential- och riskklassificeringen uppdateras kontinuerligt.

Klicka <https://www.penser.se/historiska-analysrekommendationer/> för att se historik över investeringsrekommendationer från Banken.

#### **Allmänt**

Bankens medgivande krävs om hela eller delar av denna Publikation mångfaldigas eller sprids. Publikationen får inte spridas till eller göras tillgänglig för någon fysisk eller juridisk person i USA (med undantag av vad som framgår av Rule 15a – 16, Securities Exchange Act of 1934), Kanada eller något annat land som i lag fastställt begränsningar för spridning och tillgänglighet av materialets innehåll.

Banken har utarbetat en Etikpolicy samt en Intressekonfliktpolicy. Dessa syftar till att förebygga och förhindra intressekonflikter mellan kunders intressen och avdelningar inom Banken. Sättet som Banken använder för att förebygga intressekonflikter är bl. a. restriktiva kommunikationer (Chinese Walls). Analysavdelningen är fysiskt belägen avskild från Corporate Finance-avdelningen, som sitter i egen lokal. Corporate Finance-avdelningen får inte delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Det kan dock, från tid till annan, föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan ett bolag som förekommer i en Publikation och någon annan avdelning i Banken än Analysavdelningen. Banken har utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för Investeringsrekommendation.

Från tid till annan utför Banken uppdrag för ett bolag som är omnämnt i en publikation. Banken kan bl. a. vara rådgivare eller emissionsinstitut, till bolaget eller likviditetsgarant i ett av bolagets värdepapper. Om så är fallet har det angivits i Publikationen. Banken, dess ägare, styrelseledamöter eller anställda kan äga aktier i omnämnt bolag. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Banken och dess anställda följer svenska fondhandlarföreningens riktlinjer för anställdas affärer. Den analytiker som har utarbetat en Investeringsanalys som avses i 11 kap. 8 § FFFS 2007:16 och andra som medverkat i detta arbete får inte för egen räkning handla i berörda Finansiella Instrument eller med därtill relaterade Finansiella Instrument i strid med gällande rekommendation. Bankens Compliance-avdelning övervakar anställdas transaktioner.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat. Varken Banken eller de personer som sammanställt denna publikation har innehav (varken långa eller korta) i analyserat bolags emitterade finansiella instrument överstigande 0,5 % av det analyserade bolagets aktiekapital.

För det aktuella bolaget utför Banken även analys i enlighet med villkoren för den kostnadsbelagda tjänsten "Penser Access". Klicka här <https://epaccess.penser.se/> för mer information om tjänsten.

Erik Penser Bank har tillstånd att bedriva värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn.

---

Erik Penser Bank (*publ.*)

Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM

tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 [www.penser.se](http://www.penser.se)