

# ZetaDisplay

Sektor: Human Interaction Technology

## Väl rustat

Redeye sänker försäljningsprognoserna för 2020 och 2021 med drygt 5% medan EBIT för samma år justeras ned med drygt 10%. Hittills har bolaget inte tappat några affärer till följd av Coronakrisen, däremot har vissa affärer skjutits fram. SaaS-intäkterna fortsatte sin svaga tillväxttrend men vi räknar fortsatt med högre tillväxt 2021 och att bolaget når sitt 2022-mål. Base case sänks marginellt och vi finner aktien fortsatt intressant.

### Sänkta försäljnings- och EBIT-prognoser

Vi sänker försäljningsprognoserna för 2020 och 2021 med drygt 5% medan EBIT för samma år justeras ned med drygt 10%. Nedjustering förklaras främst av en lägre ARR än väntat samt att vi sänkt vår antagna SaaS-tillväxt under Q2 och Q3 något. De kostnadsbesparingsprogram ledningen tillsatt verkar åt andra hållet, men då SaaS-intäkterna är höglönsamma blir nettoeffekten på resultatet negativt i våra prognoser.

### Svag SaaS-trend fortsätter – Vi räknar dock fortsatt med lyft under 2021

Med undantag för Q4 2019, där förvärvet av Gaudi bidrar, har tillväxten kvartal för kvartal under 2019 och hittills under 2020 varit modest. Trots ovanstående räknar vi med att tillväxten ökar under 2021 och att bolaget når målet om 200 MSEK i SaaS-intäkter 2022. De stora ramavtal som bolaget erhölet under 2019, men som hittills inte resulterat i några större SaaS-intäkter, ger stöd till våra antaganden.

### Rejäl kassa och kostnadsåtgärder

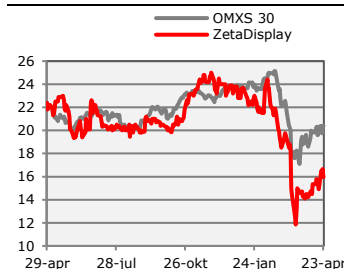
Vid utgången av kvartalet uppgick bolagets kassa till 136 MSEK mycket tack vare att bolaget, passande nog i dessa kristider, använt långt ifrån hela den obligation om 300 MSEK som emitterades under hösten. Därtill har ZetaDisplay aviserat kostnadsbesparingar om över 20 MSEK på årsbasis, med viss effekt redan nästa kvartal. Hittills har bolaget inte tappat några affärer till följd av Coronakrisen, däremot har vissa affärer eller delar av affärer skjutits fram. Även om ledningen påpekar att osäkerheten i det korta perspektivet är stor, anser vi att beskedet hittills är positiva.

NYCKELTAL (MSEK)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Net sales	404	436	448	514	561	582
EBITDA	48	21	49	86	104	131
EBIT	43	3	16	54	70	96
EPS (adj.)	1.6	0.5	0.0	1.1	1.5	2.2
EV/Sales	1.3	2.1	1.3	1.1	0.9	0.7
EV/EBITDA	11.3	42.3	12.2	6.4	4.9	3.3
EV/EBIT	12.5	263.6	36.9	10.3	7.2	4.5
P/E	10.3	45.5	4389.5	13.9	9.8	6.7

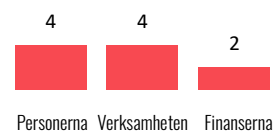
### FAIR VALUE RANGE

BEAR	BASE	BULL
11.0	22.0	32.0

### ZETA.ST VERSUS OMXS30



### REDEYE RATING



### FAKTA

Ticker	ZETA.ST
Lista	Small cap
Aktiekurs (SEK)	14.9
Börsvärde (MSEK)	428
Nettoskuld 20E (MSEK)	163
Free Float	75 %
Dagl oms. ('000)	690

### ANALYTIKER

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

## Försäljning och resultat under prognos

Försäljningen ökade med 13% relativt motsvarande kvartal ifjol, varav cirka 2% organiskt, och uppgick till 106 MSEK (93). Vår prognos var 121 MSEK. EBIT, justerat för 17,5 MSEK i engångskostnader i huvudsak relaterat bolagets kostnadsbesparingsprogram, blev 1,6 (1,9), vilket var lägre än de 9,3 MSEK vi räknat med.

### Utfall vs Prognos - Sammanfattning 1Q20

(MSEK)	1Q19	1Q20	1Q20E	Diff
Försäljning	93,3	105,6	120,7	-13%
<i>Tillväxt YoY</i>	<i>43,5%</i>	<i>13,1%</i>	<i>29,3%</i>	
Bruttoresultat	48,9	57,1	65,6	-13%
<i>Bruttomarginal</i>	<i>52,4%</i>	<i>54,1%</i>	<i>54,3%</i>	
EBITDA	8,1	-6,2	15,6	-140%
<i>EBITDA-marginal</i>	<i>8,7%</i>	<i>-5,9%</i>	<i>12,9%</i>	
EBIT	1,9	-15,5	9,3	<i>nmf</i>
<i>EBIT-marginal</i>	<i>2,0%</i>	<i>-14,7%</i>	<i>7,7%</i>	
Justerat EBIT	1,9	1,6	9,3	-83%
<i>Justerad EBIT-marginal</i>	<i>2,0%</i>	<i>1,5%</i>	<i>7,7%</i>	

Källa: Redeye Research, ZetaDisplay

Både Hårdvara & övrigt och SaaS hade lägre intäkter relativt våra estimat. Hårdvara & övrigt tenderar att variera från kvartal till kvartal och ser vi till rullande tolv månader är utvecklingen stark. Således ser vi ingen dramatik i avvikelsen.

SaaS-intäkterna ökade visserligen med 25% relativt samma kvartal ifjol, varav ~9% organiskt. Men då SaaS-intäkterna är återkommande, är den sekventiella utvecklingen det mest intressanta. Relativt Q4 2019 minskade SaaS-intäkterna i kvartalet med cirka 1% medan ARR under samma period sjönk med 4%.

Ledningen ser flera orsaker bakom den negativa sekventiella tillväxten i SaaS och ARR. Dels var ARR något högre än nivån i den underliggande kundstocken, då intäkter från tidigare perioder redovisats i Q4 2019, och därtill har vissa kunder varit tvungna att tillfälligt stänga ned sin verksamheter på grund av Coronakrisen. Vidare har valutaeffekter haft viss negativ påverkan. Enligt ledningen ligger churnen på en fortsatt låg nivå och hittills har bolaget inte sett någon ökning till följd av Coronakrisen.

### Utfall vs Prognos - Försäljning 1Q20

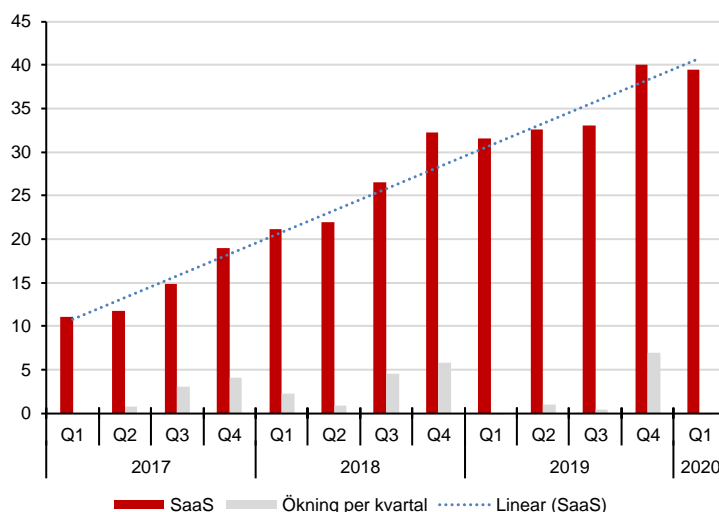
(MSEK)	1Q19	1Q20	1Q20E	Diff
Underliggande hårdvara & ö.	61,8	66,1	78,2	-16%
<i>Tillväxt YoY</i>	<i>40,6%</i>	<i>7,0%</i>	<i>26,7%</i>	
SaaS	31,6	39,5	42,4	-7%
<i>Tillväxt YoY</i>	<i>49,3%</i>	<i>25,2%</i>	<i>34,4%</i>	
Ökning per kvartal (org. est.)	-0,7	-0,5	1,7	<i>nmf</i>

Källa: Redeye Research, ZetaDisplay

Den långsiktiga utvecklingen av SaaS-intäkterna är fortsatt positiv men efter en mycket stark tillväxt 2017-2018, har utvecklingen sedan Q1 2019 varit relativt blygsam. Med undantag för Q4 2019, där förvärvet av Gaudi bidrar, har tillväxten kvartal för kvartal under 2019 och hittills under 2020 varit modest, vilket syns i grafen nedan. Möjligen har Coronakrisen redan resulterat i viss negativ påverkan men slutsatsen är likväl att tillväxten i SaaS-intäkter saktat in.

Som vi diskuterat i tidigare rapporter, kan tillväxten vara slagig till följd av utrullningar av nya större kunder. Medan hårdvaruuppdateringar – där befintlig kund köper ny hårdvara – genererar hårdvaruintäkter, leder de inte nödvändigtvis till ökade SaaS-intäkter. Framgent ser ledningen potential för att öka utbudet av tjänster kring bolagets mjukvara, vilket skulle ge ZetaDisplay möjligheten att öka intäkten per kund även utan att ny hårdvara säljs in. Även om vi inte vill diskontera in ökad intäkt per kund i nuläget, visar det på potentialen på längre sikt.

### SaaS-intäkter



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

Nyckeln för en fortsatt god utveckling för ZetaDisplay som helhet blir att bolaget lyckas öka tillväxttakten i SaaS-intäkterna när Coronakrisen lagt sig. Vi räknar med att så kommer ske och bedömer fortsatt att bolaget når sitt mål 200 MSEK i SaaS-intäkter 2022. Coronakrisen kommer förmodligen resultera i ett färre antal butiker, vilket är en viktig kundgrupp för bolaget. Däremot bedömer vi att de butiker som kvarstår rimligen bör öka sin digitaliseringsgrad, vilket gynnar ZetaDisplay.

Det faktiska utfallet av såväl personalkostnader som övriga externa kostnader var klart högre än vi räknat med. Det förklaras dock av att bolaget tog cirka 17 MSEK i engångskostnader, i huvudsak relaterat det sedan tidigare annonserade kostnadsbesparingsprogrammet. Programmet väntas reducera kostnaderna med över 20 MSEK på årsbasis och kommer ge viss effekt redan under nästa kvartal.

#### Utfall vs Prognos - Kostnader 1Q20

(MSEK)	1Q19	1Q20	1Q20E	Diff
Kostnad för sålda varor och tjänster	-44,4	-48,4	-55,1	-12%
% av försäljning	47,6%	45,9%	45,7%	
Övriga externa kostnader	-13,0	-22,0	-18,8	17%
% av försäljning	13,9%	20,9%	15,6%	
Tillväxt YoY	26,7%	69,4%	45,0%	
Personalkostnader	-32,8	-44,2	-33,6	31%
% av försäljning	35,1%	41,9%	27,9%	
Tillväxt YoY	47,0%	34,9%	2,6%	
Antal anställda	137	164	158	

Källa: Redeye Research, ZetaDisplay

## Finansiella prognoser

De mest betydande justeringarna för både 2020 och 2021 avser SaaS-intäkter och OPEX. Notera att förändringen för flera rader, såsom exempelvis personalkostnader, till stor del påverkas av utfallet i Q1 relativt estimat.

SaaS-intäkterna och ARR var lägre än vi väntat oss, vilket i sig påverkar estimaten för framtida SaaS-intäkter. Därtill flaggar ledningen för att SaaS-intäkterna kan komma att påverkas negativt av Coronakrisen, bland annat på grund av att kunder kan tvingas stänga verksamheter tillfälligt. Vi väntar oss dock att bolaget successivt återhämtar detta, vilket gör att vi nu räknar med en något högre tillväxttakt under 2021.

Till följd av bolagets kostnadsbesparingsprogram, med målsättningen att minska kostnaderna med över 20 MSEK på årsbasis, sänker vi vår OPEX-prognos med cirka 5 MSEK per kvartal med start i Q2 2020 – med successiva ökning. För 2021, resulterar det i en sänkning av OPEX-prognosen med 7%.

Sammantaget landar vi i en nedjustering av försäljningsprognoserna med drygt 5% för 2020 och 2021. Avseende justerat EBIT sänks prognoserna med drygt 10% för både 2020 och 2021.

Estimatförändringar 1Q20						
(MSEK)	2020			2021		
	Ny	Tidigare	Föränd.	Ny	Tidigare	Föränd.
Försäljning	448	476	-5,9%	514	543	-5,4%
<i>Tillväxt YoY</i>	2,7%	9,0%		14,8%	14,2%	
Underliggande hårdvara & ö.	290	302	-4,0%	335	348	-3,8%
<i>Tillväxt YoY</i>	-3,1%	1,0%		15,5%	15,2%	
SaaS	158	174	-9,0%	179	195	-8,2%
<i>Tillväxt YoY</i>	15,2%	26,7%		13,5%	12,5%	
Aktiveringar	11,9	10,0	19,0%	12,0	10,0	20,0%
Bruttoresultat	244	262	-6,9%	281	301	-6,6%
<i>Bruttomarginal</i>	54,5%	55,1%		54,7%	55,4%	
OPEX	-207	-210	-1,1%	-207	-222	-6,9%
Övriga externa kostnader	-71	-77	-7,4%	-70	-78	-10,2%
Personalkostnader	-136	-133	2,5%	-137	-144	-5,0%
EBITDA	49	62	-22,2%	86	89	-2,9%
<i>EBITDA-marginal</i>	10,8%	13,1%	-17,4%	16,8%	16,3%	2,6%
EBIT	16	37	-56,8%	54	62	-13,0%
<i>EBIT-marginal</i>	3,6%	7,8%		10,4%	11,4%	
Justerat EBIT	33	37	-10,5%	54	62	-13,0%
<i>Justerad EBIT-marginal</i>	7,4%	7,8%		10,4%	11,4%	

Källa: Redeye Research, ZetaDisplay

Trots ovanstående nedjusteringar har vi fortsatt en positiv syn på bolagets utsikter och räknar med att bolaget når målet om 200 MSEK i SaaS-intäkter 2022. De stora ramavtal som bolaget erhöll under 2019, men som hittills inte resulterat i några större SaaS-intäkter, ger stöd till våra antaganden. Däremot räknar vi med 70 MSEK i EBIT 2022, vilket är en kraftig ökning relativt nuvarande nivåer men samtidigt under bolagets mål om 100 MSEK.

Vi bedömer att framförallt intäktsslaget Hårdvara & övrigt kommer att drabbas av Coronakrisen i huvudsak under Q2 och Q3. Hittills har ZetaDisplay inte drabbats av några avbokningar, vilket är glädjande. Däremot har vissa order eller delar av order har flyttats fram. Ledningen påpekar dock att osäkerheten kring efterfrågan på kort sikt är stor, medan de fortsatt ser ljusst på de långsiktiga utsikterna. Avseende SaaS-intäkter räknar vi med en marginell sekventiell nedgång under Q2 och Q3.

Vi antar att besparingsprogrammet om över 20 MSEK på årsbasis får successivt genomslag med start i Q2.

Finansiella prognoser Base-case								
(MSEK)	2019	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2020E	2021E	2022E
Försäljning	436	106	100	102	140	448	514	561
<i>Tillväxt YoY</i>	7,9%	13,1%	2,4%	1,1%	-2,8%	2,7%	14,8%	9,2%
Underliggande hårdvara & ö.	299	66	60	63	100	290	335	350
<i>Tillväxt YoY</i>	35,0%	7,0%	-6,9%	-7,4%	-4,0%	-3,1%	15,5%	4,6%
SaaS	137	39	39	39	40	158	179	211
<i>Tillväxt YoY</i>	34,5%	25,2%	20,7%	18,4%	0,3%	15,2%	13,5%	17,8%
Aktiveringar	10	3	3	3	3	12	12	12
Bruttoresultat	228	57	57	58	72	244	281	315
<i>Bruttomarginal</i>	52,3%	54,1%	57,2%	56,5%	51,3%	54,5%	54,7%	56,2%
OPEX	-188	-66	-48	-42	-50	-207	-207	-223
Övriga externa kostnader	-63	-22	-17	-15	-17	-71	-70	-74
Personalkostnader	-125	-44	-31	-28	-33	-136	-137	-150
EBITDA	52	-6	12	18	25	49	86	104
<i>EBITDA-marginal</i>	12,0%	-5,9%	11,8%	17,9%	17,6%	10,8%	16,8%	18,5%
EBIT	3	-15	4	11	17	16	54	70
<i>EBIT-marginal</i>	0,8%	-14,7%	4,2%	10,5%	11,9%	3,6%	10,4%	12,5%

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.

**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 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 11.0 SEK

Genomsnittlig årlig försäljningstillväxt om 3% 2018-2028

Genomsnittlig årlig tillväxt inom Hårdvara & övrigt om 3% 2018-2028 (ex ATG-order).

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

Evig försäljningstillväxt om 2%.

Genomsnittlig EBIT-marginal om 8% 2018-2028. Evig EBIT-marginal om 11%.

### Base Case 22.0 SEK

Genomsnittlig årlig försäljningstillväxt om 6% 2018-2028.

Genomsnittlig årlig tillväxt inom Hårdvara & övrigt om 7% 2018-2028 (ex ATG-order).

Genomsnittlig årlig SaaS-tillväxt om 10% 2018-2028.

Evig försäljningstillväxt om 2%.

Genomsnittlig EBIT-marginal om 11% 2018-2028. Evig EBIT-marginal om 15%.

### Bull Case 32.0 SEK

Genomsnittlig årlig försäljningstillväxt om 8% 2018-2028.

Genomsnittlig årlig tillväxt inom Hårdvara & övrigt om 10% 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 18%.



## 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 betygskala 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	448	514	561
Summa rörelsekostnader	-356	-415	-399	-428	-457
EBITDA	48	21	49	86	104
Avskrivningar materiella tillg.	0	-4	-5	-5	-6
Avskrivningar immateriella tillg.	-5	-14	-28	-27	-28
Goodwill nedskrivningar	0	0	0	0	0
EBIT	43	3	16	54	70
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	4	13	-12	-14	-14
Valutakursdifferenser	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	47	17	4	40	56
Skatt	-8	-2	-4	-9	-12
Nettoreultat	39	15	0	31	44

BALANSRÄKNING	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Tillgångar					
<i>Omsättningstillgångar</i>					
Kassa och bank	83	128	137	173	223
Kundfordringar	83	129	119	137	149
Lager	13	10	24	27	29
Andra fordringar	29	0	0	0	0
Summa omsättn.	208	267	280	337	402
<i>Anläggningstillgångar</i>					
Materiella anl. tillg.	8	29	21	24	26
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	123	109	97
Övr. immater. tillg.	22	22	27	32	34
Övr. anlägg. tillg.	0	0	0	0	0
Summa anlägg.	419	503	484	477	470
Uppsk. skatteford	5	3	3	3	3
Summa tillgångar	632	773	767	817	874
Skulder					
<i>Kortfristiga skulder</i>					
Levantorsskulder	62	295	300	300	300
Kortfristiga skulder	94	87	128	147	161
Övriga kortfristiga skulder	22	69	69	69	69
Summa kort. skuld	178	450	497	516	530
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	498	517	531
Uppskj. skatteskuld	21	0	0	0	0
Avsättningar	0	0	0	0	0
Eget kapital	271	269	269	300	343
Minoritet	0	0	0	0	0
Minoritet & E. Kap.	271	269	269	300	343
Summa skulder och E. Kap.	632	773	767	817	874

FRITT KASSAFLÖDE	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Omsättning	404	436	448	514	561
Sum. Rörelsekostnader	-356	-415	-399	-428	-457
Avskrivningar	-5	-18	-33	-32	-33
EBIT	43	3	16	54	70
Skatt på EBIT	-7	0	-4	-12	-15
NOPLAT	36	3	13	42	55
Avskrivningar	5	18	33	32	33
Bruttokassaflöde	41	21	45	74	88
Föränd. i rörelseskap	-15	26	37	-2	-2
Investeringar	-66	-102	-13	-26	-26
Fritt kassaflöde	-40	-55	69	46	61

KAPITALSTRUKTUR	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Soliditet	43%	35%	35%	37%	39%
Skuldsättningsgrad	82%	129%	112%	100%	87%
Nettoskuld	139	219	163	127	77
Sysselsatt kapital	410	488	431	427	421
Kapit. oms. hastighet	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6

TILLVÄXT	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Försäljningstillväxt	103%	8%	3%	15%	9%
VPA tillväxt (just.)	232%	-68%	-99%	31,553	42%

DCF VÄRDERING		KASSAFLÖDEN, MSEK	
WACC (%)	10.0 %	NPV FCF (2020-2021)	148
		NPV FCF (2022-2028)	298
		NPV FCF (2029-)	387
		Rörelsefrämmande tillgångar	128
		Räntebärande skulder	-348
		Motiverat värde MSEK	614
Antaganden 2020-2026 (%)			
Genomsn. förs. tillv.	6.0 %	Motiverat värde per aktie, SEK	21.3
EBIT marginal	11.9 %	Aktiekurs, SEK	14.9

LÖNSAMHET	2018	2019	2020E	2021E	2022E
ROE	18%	6%	0%	11%	14%
ROCE	10%	1%	3%	9%	11%
ROIC	10%	1%	3%	10%	13%
EBITDA marginal	12%	5%	11%	17%	19%
EBIT marginal	11%	1%	4%	10%	13%
Nettomarginal	10%	3%	0%	6%	8%

DATA PER AKTIE	2018	2019	2020E	2021E	2022E
VPA	1.63	0.52	0.00	1.07	1.52
VPA just.	1.63	0.52	0.00	1.07	1.52
Utdelning	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Nettoskuld	5.75	7.63	5.66	4.43	2.69
Antal aktier	24.14	28.75	28.75	28.75	28.75

VÄRDERING	2018	2019	2020E	2021E	2022E
EV	543.3	903.5	590.9	555.7	505.6
P/E	10.3	45.5	4,389.5	13.9	9.8
P/E diluted	10.3	45.5	4,389.5	13.9	9.8
P/Sales	1.0	1.6	1.0	0.8	0.8
EV/Sales	1.3	2.1	1.3	1.1	0.9
EV/EBITDA	11.3	42.3	12.2	6.4	4.9
EV/EBIT	12.5	263.6	36.9	10.3	7.2
P/BV	1.5	2.5	1.6	1.4	1.2

AKTIENS UTVECKLING		TILLVÄXT/ÅR	18/20E
1 mån	4.2 %	Omsättning	5.3 %
3 mån	-33.5 %	Rörelseresultat, just.	-39.2 %
12 mån	-32.0 %	V/A, just	-95.4 %
Årets början	-37.4 %	EK	-0.5 %

ÄGARSTRUKTUR %	KAPITAL	RÖSTER
Viral Oy AB	14.0 %	14.0 %
Anders Pettersson med familj	11.2 %	11.2 %
Mats Johansson	9.7 %	9.7 %
Svenska Handelsbanken AB för PB	4.6 %	4.6 %
Anders Moberg	4.5 %	4.5 %
AMF Försäkring & Fonder	4.4 %	4.4 %
Magari Venture AS	4.1 %	4.1 %
Mats Leander	3.8 %	3.8 %
Prioritet Finans	3.0 %	3.0 %
Martin Gullberg	2.8 %	2.8 %

AKTIEINFORMATION	
Reuterskod	ZETA.ST
Lista	Small cap
Kurs	14.9
Antal aktier, milj.	28.7
Börsvärde, MSEK	428.3

BOLAGSLEDNING & STYRELSE	
VD	Per Mandorf
CFO	Ola Burmark
IR	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 överpresteras 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

**Oskar Vilhelmsson**

oskar.vilhelmsson@redeye.se

**Viktor Westman**

viktor.westman@redeye.se

### Editorial

**Eddie Palmgren**

eddie.palmgren@redeye.se

**Mark Siöstedt**

mark.siostedt@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

**Niklas Elmhammer**

niklas.elmhammer@redeye.se

**Mats Hyttinge**

mats.hyttinge@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 (2020-04-27)

Rating	Personal	Affärer	Nyckeltal
5p	12	10	3
3p - 4p	99	77	30
0p - 2p	8	32	86
Antal bolag	119	119	119

### 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.

---