

ZetaDisplay

Sektor: Human Interaction Technology

Vässar erbjudandet

Redeye förstärker sin positiva syn på ZetaDisplay efter ett bolagsbesök med fokus på konsolidering av koncernen, där tjänsteerbjudandet ska standardiseras och mjukvaruplattformarna konsolideras. Vi ser positivt på arbetet, vars positiva effekter bör kunna synas under 2021, och höjer vårt Base case.

Tid att blicka framåt

Vid kursnivåer om 17 SEK anser vi att risk/reward i ZetaDisplay är attraktiv. Den relativt låga organiska SaaS-tillväxten senaste 1,5-åren utgör den negativa vågskålen men vi anser att en attraktiv värdering i kombination med bolagets position på Europamarknaden och konsolideringsarbetet väger upp. Vi höjer vårt Base case till 25 SEK (22), motsvarande en uppsida om cirka 50%.

Konsolidering av plattformar och tjänsteerbjudande

För närvarande arbetar ZetaDisplay med att standardisera och effektivisera sitt erbjudande, som genom bolagets många förvärv kommit att se olika ut i olika marknader. Dels handlar det om att minska antalet mjukvaruplattformar, där bolaget avser att plocka det bästa från de nuvarande systemen i skapandet av ett nytt huvudsystem. Enligt ledningen kommer antalet plattformar minska väsentligt redan nästa år. Färre plattformar gör ZetaDisplay mer fokuserat och innebär i regel högre skalbarhet. Därtill standardiserar bolaget sitt tjänsteerbjudande vilket vi bedömer har goda chanser att öka ARR-bidraget från varje krona såld hårdvara och övrigt. Idag har ZetaDisplay sina starkaste tjänsteerbjudanden i Norge och Nederländerna, där marginalerna (~25% på EBITDA-nivå) också är klart högst.

Ytterligare uppsida i ARR på sikt

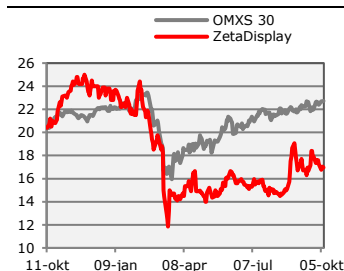
Även om vi justerar upp våra långsiktiga prognoser avseende ARR, så ser vi potential för högre nivåer än så framgent – alltså ett högre ARR-bidrag från varje såld krona hårdvara och övrigt. En återgång till en stark organisk tillväxttrend i ARR till följd av ovan nämnda åtgärder, vilket vi tror är möjligt från mitten av 2021 och framåt, skulle således tala för ytterligare uppjusteringar av våra estimat.

NYCKELTAL (MSEK)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Net sales	404	436	407	482	536	575
EBITDA	48	21	37	77	96	125
EBIT	43	3	5	47	67	95
EPS (adj.)	1.6	0.5	-0.3	0.9	1.4	2.2
EV/Sales	1.3	2.1	1.7	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA	11.3	42.2	18.6	8.7	6.5	4.5
EV/EBIT	12.5	263.5	153.6	14.1	9.4	5.9
P/E	10.3	45.5	-49.1	18.6	11.7	7.7

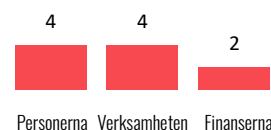
FAIR VALUE RANGE

BEAR	BASE	BULL
14.0	25.0	37.0

ZETA.ST VERSUS OMXS30



REDEYE RATING



FAKTA

Ticker	ZETA.ST
Lista	Small cap
Aktiekurs (SEK)	16.6
Börsvärde (MSEK)	481
Nettoskuld 20E (MSEK)	211
Free Float	74 %
Dagl oms. ('000)	900

ANALYTIKER

Fredrik Nilsson
fredrik.nilsson@redeye.se

Mark Siöstedt
mark.siostedt@redeye.se

Ett ZetaDisplay – på flera plan

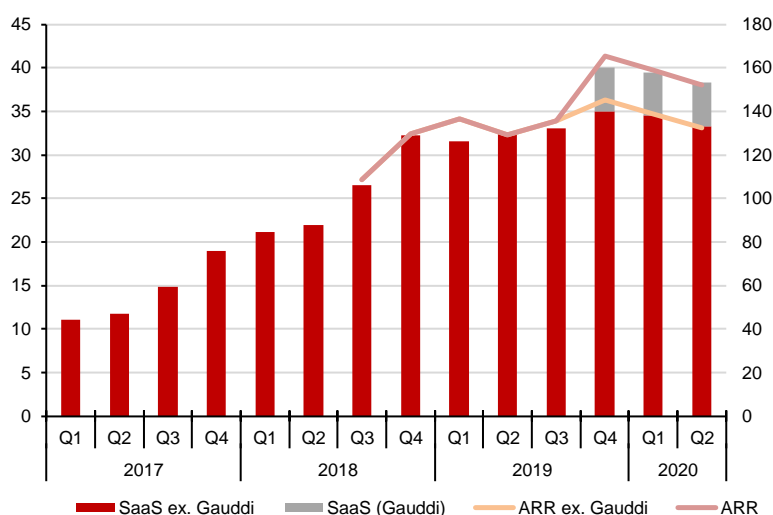
Fokus på tjänsteerbjudande nyckeln till ökad ARR-tillväxt

Medan det hänt mycket positivt i ZetaDisplay senaste tiden såsom exempelvis förvärvet av Gaudi, ramavtalet med en global Sverige-baserad möbelkedja och en framgångsrik obligationsemission kombinerat med god kostnadskontroll, har den enligt vår mening låga organiska tillväxten i SaaS-intäkterna varit ett frågetecken. Efter en djupare diskussion med ledningen har vi nu fått bättre klarhet i vad som ligger bakom att SaaS-intäkterna haft svagare organisk tillväxt än vi räknat med.

Låg ARR-tillväxt sedan Q4 2018

Efter en mycket stark tillväxt i SaaS-intäkter under 2017-2018, där förvärvet av Webpro visserligen gav visst bidrag, har den organiska SaaS-tillväxten bromsat in trots att ZetaDisplays försäljning av Hårdvara och övrigt – som driver tillväxten i SaaS-intäkter – utvecklats väl sedan dess (med undantag för Q2 2020, då Coronakrisen slog hårt mot branschen).

SaaS-intäkter



Källa: ZetaDisplay, Redeye Research

Notera att siffrorna rörande SaaS-intäkterna i Gaudi är estimerade, baserade på uttalanden från ledningen.

Med undantag för utvecklingen under Q2 2020, där Coronakrisen tillfälligt pressat ned ARR, har viss tillväxt skett och därtill har bolagets exponering mot norska kronan inneburit viss motvind. Men likväl var den organiska SaaS-tillväxten från Q4 2018 till Q4 2019 – alltså innan Coronakrisen var ett faktum – lägre än vi räknat med tanke på bolagets goda försäljning av Hårdvara och övrigt under samma period.

Mer tjänster ska ge högre ARR-tillväxt

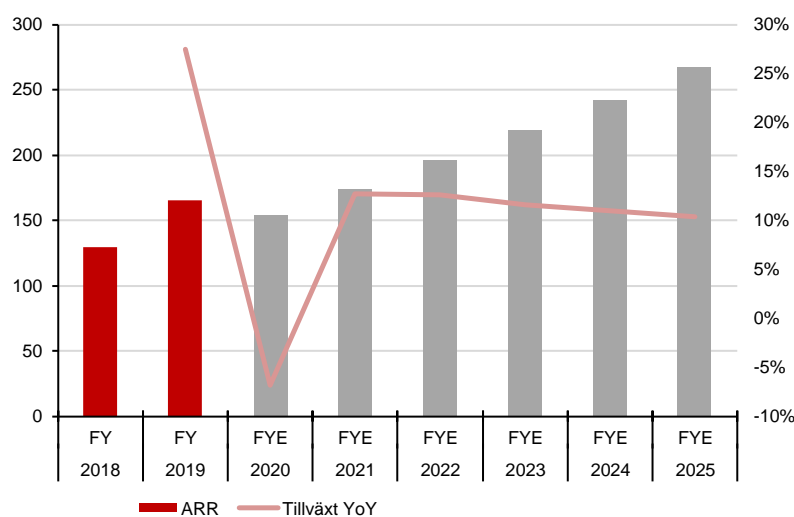
Enligt ledningen har den organiska tillväxten i ARR påverkats negativt av att bolaget sålt kompletterande tjänster i lägre omfattning än vad man önskat. Då de rena mjukvarulicenserna typiskt sett utgör en liten andel av en digital signage-affär är de kringliggande tjänsterna av stor betydelse. Ledningen menar att ZetaDisplay lyckats bättre med sitt tjänsteerbjudande i Norge och Nederländerna – vilket ländernas höga marginaler stödjer. Under 2019 hade länderna EBITDA-marginaler på ~25%, att jämföra med 2% i Sverige.

ZetaDisplay har alltså två segment där bolaget når attraktiva marginaler, vilket vad vi förstår i mångt och mycket beror på att Norge och Nederländerna har en högre andel mer avancerade lösningar med ett större tjänsteinnehåll. Ledningen uppger att det nu pågår ett arbete med att standardisera bolagets olika tjänster till väldefinierade erbjudanden, vilket vi ser som ett naturligt steg i att göra ZetaDisplay – som byggts av flera förvärv – till en enhetlig organisation.

Vi bedömer att möjligheterna att öka antalet kompletterande tjänster – och då framförallt utanför Norge och Nederländerna – och således även ARR som goda. Detta då marginalnivåerna i ovan nämnda segment talar för att bolaget har ett attraktiv tjänsteerbjudande som rimligen också gör sig väl i andra geografier.

Enligt ledningen bör det interna arbetet leda till positiva effekter redan under nästa år. Vi räknar med att tillväxttakten i ARR kommer att öka under 2021 och 2022. Dels till följd av en återhämtning från Coronakrisen men även på grund av bolagets omarbetade tjänsteerbjudande.

ARR



Källa: ZetaDisplay, Redeye Research

Notera dock att våra estimat i detta läge inte diskonterar den fulla potentialen i ett förbättrat tjänsteerbjudande. Vi prognostiserar alltså en lägre ARR per såld krona hårdvara och övrigt relativt vad vi bedömer bolaget har potential att uppnå över tid. Således finns potential för ytterligare uppjusteringar i takt med att bolaget visar siffror som stödjer en ökning av kompletterande tjänster.

Konsolidering av mjukvaruplattformar

Då ZetaDisplay tagit en ledande roll i konsolideringen av den nordeuropeiska digital signage-marknaden, har bolaget genom förvärv samlat på sig flertalet mjukvaruplattformar. I regel är det en fördel att enbart arbeta med en plattform inom varje specifikt område. Detta då utvecklingsresurser samt support och underhåll kan fokuseras mot samma plattform, vilket snabbare ger skalfördelar.

Enligt ledningen pågår nu ett arbete där bolaget avser nyttja de bästa delarna från plattformarna inom koncernen, till att skapa en gemensam huvudplattform. Redan under nästa år räknar ledningen med att väsentligt minskat antalet mjukvaruplattformar. Liksom standardiseringen av bolagets tjänsteerbjudande, ser vi också arbetet med konsolidering av plattformarna som viktigt del i att göra ZetaDisplay till "ett" bolag.

Vi gillar att bolaget har en tydlig strategi som förordar ett mindre antal mjukvaruplattformar, vilket vi tror kommer stödja bolagets lönsamhet på sikt.

En av Europas största aktörer – förvärv i DACH på tapeten

Tack vare en ambitiös förvärvsagenda under de senaste åren har ZetaDisplay blivit en av Europas tre största aktörer inom digital signage. Storleken har sannolikt haft en avgörande betydelse när bolaget vunnit flertalet globala ramavtal, där avtalet med en global Sverige-baserad möbelkedja väger tyngst.

Vi bedömer att bolagets konkurrensfördelar är som tydligast när det gäller kunder som har ett globalt eller multinationellt koncept. Även om långt ifrån alla detaljhandelsaktörer har globala koncept, så har varje sådan kund ett stort antal butiker/anläggningar, vilket gör marknaden stor. Därtill torde digital signage-marknaden för corporate communication – som är en fokusmarknad för ZetaDisplay – ha en betydande andel internationella koncept. Vidare bedömer vi att bolaget har en stark position framförallt i Norge och Nederländerna, där ZetaDisplay har en hög andel SaaS-intäkter och hög lönsamhet.

Ledningen letar fortsatt efter förvärv, i syfte att stärka bolagets position ytterligare. Ett förvärv i den tyskspråkiga regionen står högst i kurs och skulle ge bolaget lokal närvaro i en marknad där många globala företag har huvudkontor. Ledningen menar att det i nuläget finns goda möjligheter till förvärv, då många kvalitativa mindre bolag ser en utmanande framtid.

ZetaDisplay har förnärvarande en lite annorlunda finansiell situation. Likviditeten är stark, med tanke på kassan om knappt 140 MSEK, medan nettoskulden om 175 MSEK motsvarar knappt 2.3x vår EBITDA-prognos för 2021. Således finns medel att förvärva med men samtidigt tror vi inte att ledningen vill öka skuldsättningen till särskilt mycket mer än 3x EBITDA 2021E. Givet att ZetaDisplay förvärvar ett lönsamt bolag, vilket vi åtgår ifrån, ser vi ett förvärvsutrymme om cirka 60-70 MSEK. Naturligtvis finns ett större utrymme i fall bolaget väljer att finansiera förvärvet, åtminstone delvis, med egna aktier.

ZetaDisplay menar att allt fler företag avser att centralisera sin digital signage till en global leverantör och ett globalt koncept, vilket vi bedömer skulle gynna bolaget tack vare sin närvaro och storlek. Andra bedömare menar dock att lokal närvaro och marknadskännedom fortsatt är viktigt då många lösningar är unika för varje land. Vår bedömning är att det finns utrymme för båda tolkningar, då vi tror att de stora internationella bolagen föredrar internationella koncept medan de något mindre aktörerna fortsatt föredrar lokala koncept. När de gäller den förstnämnda gruppen ser vi ZetaDisplays ramavtal med den globala Sverige-baserade möbeljätten som ett viktigt referenscase.

Attraktiv risk/reward vid 17 SEK – Nytt Base case 25 SEK

Vi bedömer att svag organisk SaaS-tillväxt i kombination med bolagets exponering mot detaljhandel – där Coronakrisen oroar – ligger bakom att aktien sedan årsskiftet är ned cirka 30%. Vi har själva, som tidigare nämnt, främst haft frågetecken kring det förstnämnda. Efter en djupare diskussion med ledningen – med fokus den konsolidering av koncernen som pågår – anser vi att risk/reward är attraktiv vid dessa nivåer. Vi bedömer att standardiseringen av tjänsteerbjudanden i kombination med konsolidering av bolagets olika mjukvaruplattformar bäddar för lönsam tillväxt framgent, även om det sannolikt dröjer till en bit in i 2021 innan effekterna börjar synas – när värdet främst ligger i återkommande intäkter finns alltid en fördröjning från affär till resultatbidrag.

Vi höjer vårt Base case till 25 SEK (22), vilket förklaras av högre förväntad tillväxt från senare delen av 2022 och framåt, då vi bedömer att bolagets konsolideringsarbete börjar ge tydlig effekt. Däremot har vi fortsatt relativt försiktiga antaganden kring hur mycket ARR varje krona såld hårdvara och övrigt genererar. Givet att ZetaDisplay kan visa upp en successiv förbättring finns utrymme för ytterligare prognosupjusteringar avseende ARR.

Finansiella prognoser Base-case								
(MSEK)	2019	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2020E	2021E	2022E
Försäljning	436	106	78	89	134	407	482	536
<i>Tillväxt YoY</i>	7,9%	13,1%	-19,9%	-11,5%	-7,5%	-6,8%	18,4%	11,2%
Underliggande hårdvara & ö.	299	66	40	51	95	252	314	347
<i>Tillväxt YoY</i>	35,0%	7,0%	-38,7%	-24,4%	-9,0%	-15,6%	24,6%	10,4%
SaaS	137	39	38	38	39	154	167	188
<i>Tillväxt YoY</i>	34,5%	25,2%	17,7%	15,1%	-3,6%	12,6%	8,3%	12,7%
Aktiveringar	10	3	3	3	3	12	12	12
Bruttoresultat	228	57	51	52	67	227	257	288
<i>Bruttomarginal</i>	52,3%	54,1%	65,7%	57,8%	50,2%	55,9%	53,4%	53,7%
OPEX	-188	-66	-43	-42	-51	-202	-192	-203
Övriga externa kostnader	-63	-22	-14	-13	-15	-64	-57	-59
Personalkostnader	-125	-44	-30	-29	-36	-138	-135	-144
EBITDA	52	-6	11	13	19	37	77	96
<i>EBITDA-marginal</i>	12,0%	-5,9%	14,2%	14,4%	14,6%	9,2%	16,0%	18,0%
EBIT	3	-15	3	6	12	5	47	67
<i>EBIT-marginal</i>	0,8%	-14,7%	3,4%	6,3%	8,8%	1,1%	9,8%	12,5%

Källa: Redeye Research, ZetaDisplay

Vi har gjort mindre justeringar för prognoserna 2020-2022 medan vi höjer våra antaganden för 2023 och framåt. Vi har fått en tydligare bild av bolagets långsiktiga strategi och vi ser positivt på den, vilket resulterar i höjda långsiktiga prognoser.

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 en obligation om 300 MSEK, vilken säkrar finansiering till 2023. Skulle det visa sig att de genomförda förvärvens lönsamhet avviker från förväntningarna kan detta komma att bli problematiskt för bolaget. Å andra sidan har bolaget gjort en stor mängd förvärv, varav merparten hittills varit framgångsrika.

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 14.0 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 11% 2018-2028.

Evig försäljningstillväxt om 2%.

Genomsnittlig EBIT-marginal om 8% 2018-2028. Evig EBIT-marginal om 12%.

Base Case 25.0 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 13% 2018-2028.

Evig försäljningstillväxt om 2%.

Genomsnittlig EBIT-marginal om 11% 2018-2028. Evig EBIT-marginal om 16%.

Bull Case 37.0 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 15% 2018-2028.

Evig försäljningstillväxt om 2%.

Genomsnittlig EBIT-marginal om 12% 2018-2028. Evig EBIT-marginal om 20%.

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 Försumbar	Sannolikhet Sannolikt	Signifikans Stor		Sannolikhet 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 värde drivaren i bolaget.

EFFEKT					
Nackedel		Fördel			Tidsram
Signifikans Liten	Sannolikhet Osannolikt	Signifikans Stor		Sannolikhet 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 – hög nettoskuld men också god likviditet – på grund av upptagna lån främst kopplat till förvärv. Trenden är dock positiv då bolagets räntetäckningsgrad blivit allt starkare tack vare ökade vinster och billigare finansiering.

RESULTATRÄKNING	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Omsättning	404	436	407	482	536
Summa rörelsekostnader	-356	-415	-369	-404	-439
EBITDA	48	21	37	77	96
Avskrivningar materiella tillg.	0	-4	-4	-5	-5
Avskrivningar immateriella tillg.	-5	-14	-29	-25	-24
Goodwill nedskrivningar	0	0	0	0	0
EBIT	43	3	5	47	67
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	4	13	-12	-14	-14
Valutakursdifferenser	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	47	17	-7	33	53
Skatt	-8	-2	-3	-7	-12
Nettoreultat	39	15	-10	26	41

BALANSRÄKNING	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Tillgångar					
<i>Omsättningstillgångar</i>					
Kassa och bank	83	129	89	113	154
Kundfordringar	83	101	110	130	145
Lager	13	10	16	19	21
Andra fordringar	29	28	28	28	28
Summa omsättn.	208	267	243	291	348
<i>Anläggningstillgångar</i>					
Materiella anl. tillg.	8	19	20	23	25
Finansiella anl. tillg.	0	0	0	0	0
Övriga finansiella tillg.	0	0	0	0	0
Goodwill	299	362	362	362	362
Imm. tillg. vid förväv	90	79	63	56	50
Övr. immater. tillg.	22	34	36	36	36
Övr. anlägg. tillg.	0	0	0	0	0
Summa anlägg.	419	493	481	477	473
Uppsk. skatteford	5	3	3	3	3
Summa tillgångar	632	764	727	770	825
Skulder					
<i>Kortfristiga skulder</i>					
Levantorsskulder	62	295	300	300	300
Kortfristiga skulder	94	87	98	116	129
Övriga kortfristiga skulder	22	69	69	69	69
Summa kort. skuld	178	450	467	485	498
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	468	486	499
Uppskj. skatteskuld	21	0	0	0	0
Avsättningar	0	0	0	0	0
Eget kapital	271	269	259	285	326
Minoritet	0	0	0	0	0
Minoritet & E. Kap.	271	269	259	285	326
Summa skulder och E. Kap.	632	773	727	770	825

FRITT KASSAFLÖDE	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Omsättning	404	436	407	482	536
Sum. Rörelsekostnader	-356	-415	-369	-404	-439
Avskrivningar	-5	-18	-33	-30	-30
EBIT	43	3	5	47	67
Skatt på EBIT	-7	0	-1	-10	-15
NOPLAT	36	3	4	37	52
Avskrivningar	5	18	33	30	30
Bruttokassaflöde	41	21	36	67	82
Föränd. i rörelseskap	-15	26	-5	-5	-4
Investeringar	-66	-92	-20	-26	-26
Fritt kassaflöde	-40	-45	11	36	52

KAPITALSTRUKTUR	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Soliditet	43%	35%	36%	37%	40%
Skuldsättningsgrad	82%	129%	116%	105%	92%
Nettoskuld	139	219	211	187	146
Sysselsatt kapital	410	488	470	471	471
Kapit. oms. hastighet	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7

TILLVÄXT	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Försäljningstillväxt	103%	8%	-7%	18%	11%
VPA tillväxt (just.)	232%	-68%	-164%	-363%	59%

DCF VÄRDERING		KASSAFLÖDEN, MSEK	
WACC (%)	10.0 %	NPV FCF (2020-2021)	81
		NPV FCF (2022-2028)	340
		NPV FCF (2029-)	527
		Rörelsefrämmande tillgångar	129
		Räntebärande skulder	-348
		Motiverat värde MSEK	729
Antaganden 2020-2026 (%)			
Genomsn. förs. tillv.	9.1 %	Motiverat värde per aktie, SEK	25.1
EBIT marginal	12.3 %	Aktiekurs, SEK	16.6

LÖNSAMHET	2018	2019	2020E	2021E	2022E
ROE	18%	6%	-4%	9%	13%
ROCE	10%	1%	1%	8%	11%
ROIC	10%	1%	1%	8%	11%
EBITDA marginal	12%	5%	9%	16%	18%
EBIT marginal	11%	1%	1%	10%	12%
Nettomarginal	10%	3%	-2%	5%	8%

DATA PER AKTIE	2018	2019	2020E	2021E	2022E
VPA	1.63	0.52	-0.34	0.89	1.41
VPA just.	1.63	0.52	-0.34	0.89	1.41
Utdelning	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Nettoskuld	5.75	7.61	7.27	6.42	5.01
Antal aktier	24.14	28.75	29.06	29.06	29.06

VÄRDERING	2018	2019	2020E	2021E	2022E
EV	543.3	903.0	692.1	667.5	626.5
P/E	10.3	45.5	-49.1	18.6	11.7
P/E diluted	10.3	45.5	-49.1	18.6	11.7
P/Sales	1.0	1.6	1.2	1.0	0.9
EV/Sales	1.3	2.1	1.7	1.4	1.2
EV/EBITDA	11.3	42.2	18.6	8.7	6.5
EV/EBIT	12.5	263.5	153.6	14.1	9.4
P/BV	1.5	2.5	1.9	1.7	1.5

AKTIENS UTVECKLING		TILLVÄXT/ÅR	18/20E
1 mån	-0.9 %	Omsättning	0.3 %
3 mån	6.8 %	Rörelseresultat, just.	-67.8 %
12 mån	-18.9 %	V/A, just	◆
Årets början	-30.5 %	EK	-2.3 %

ÄGARSTRUKTUR %	KAPITAL	RÖSTER
Virala Oy Ab	14.0 %	14.0 %
Anders Pettersson med familj	12.3 %	12.3 %
Mats Johansson	9.7 %	9.7 %
Anders Moberg	4.5 %	4.5 %
Svenska Handelsbanken AB for PB	4.5 %	4.5 %
AMF Försäkring & Fonder	4.3 %	4.3 %
Magari Venture AS	4.1 %	4.1 %
Nordea Bank Norge Nominee	4.0 %	4.0 %
BNP Paribas Sec Services Paris	4.0 %	4.0 %

AKTIEINFORMATION	
Reuterskod	ZETA.ST
Lista	Small cap
Kurs	16.6
Antal aktier, milj.	29.1
Börsvärde, MSEK	480.9

BOLAGSLEDNING & STYRELSE	
VD	Per Mandorf
CFO	Ola Burmark
IR	Leif Liljebrunn
Ordf	Mats Johansson

NÄSTKOMMANDE RAPPORTDATUM	

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

Mark Siöstedt	
mark.siostedt@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

Erika Madebrink

erika.madebrink@redeye.se

Fredrik Nilsson

fredrik.nilsson@redeye.se

Tomas Otterbeck

tomas.otterbeck@redeye.se

Oskar Vilhelmsson

oskar.vilhelmsson@redeye.se

Viktor Westman

viktor.westman@redeye.se

Forbes Goldman

forbes.goldman@redeye.se

Mark Siöstedt

mark.siostedt@redeye.se

Nima Faroghi

nima.faroghi@redeye.se

Editorial

Mark Siöstedt

mark.siostedt@redeye.se

Gabriel Höglund

gabriel.hoglund@redeye.se

Life Science Team

Gergana Almquist

gergana.almquist@redeye.se

Oscar Bergman

oscar.bergman@redeye.se

Anders Hedlund

anders.hedlund@redeye.se

Ludvig Svensson

ludvig.svensson@redeye.se

Niklas Elmhammer

niklas.elmhammer@redeye.se

Mats Hyttinge

mats.hyttinge@redeye.se

Forbes Goldman

forbes.goldman@redeye.se

Nima Faroghi

nima.faroghi@redeye.se

Filip Einarsson

filip.einarsson@redeye.se

Fredrik Thor

fredrik.thor@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, utarbete, sprida finansiella analyser/rekommendationer för handel med finansiella instrument, utförande av order avseende finansiella instrument på kunders uppdrag, placering av finansiella instrument utan fast åtagande, råd till företag samt utföra tjänster vid fusion och företagsuppköp, utföra tjänster i samband med garantigivning avseende finansiella instrument samt bedriva Certified Advisory-verksamhet (sidotillstånd).

Ansvarsbegränsning

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

Potentiella intressekonflikter

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

- För bolag som är föremål för Redeyes analys gäller bl.a. de regler som Finansinspektionens har uppställt avseende investeringsrekommendationer och hantering av intressekonflikter. Vidare 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 (2020-10-11)

Rating	Personal	Affärer	Nyckeltal
5p	18	13	3
3p - 4p	106	86	37
0p - 2p	5	30	89
Antal bolag	129	129	129

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

Mark Siöstedt äger aktier i bolaget: Nej

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