

# ZetaDisplay

Sektor: Human Interaction Technology

## Tillväxtsatsningar tynger initialt

### Vi tror 2019 blir ett mellanår resultatmässigt

Vi justerar ned våra prognoser för 2019, främst på grund av bolagets oväntat höga kostnadsexpansion under kvartalet. Bruttoresultatet var visserligen bättre än prognostiserat och vi har höjt våra antaganden framgent men det räcker inte för att kompensera kostnadsökningen. Satsningarna motiveras en ökad efterfrågan främst från internationella kunder, vilket är positivt och stödjer våra långsiktiga tillväxtantaganden. Vårt Base case kvarstår på 24 SEK.

### God bruttoresultattillväxt

Både omsättning och bruttoresultat översteg våra prognoser till följd av stark försäljning av Hårdvara & Övrigt. Utvecklingen var särskilt stark i Sverige, vilket indikerar att storavtalet med ATG har gett ringar på vattnet. Däremot var EBIT strax under estimerat då personalkostnaderna ökade mer än väntat.

### Tillväxttrend intakt trots bakslag

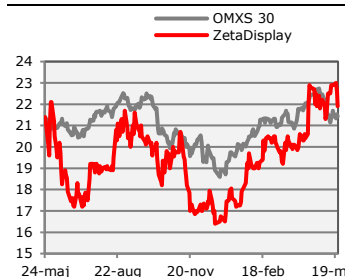
Kontrakterade intäkter växte långsammare än väntat och minskade något relativt Q4 2018. Nedgången är i sin helhet hänförlig bolagets finska verksamhet, där ZetaDisplay under Q4 2018 fick korrigerera sina siffror avseende kontrakterade intäkter. Således vill vi avvakta ytterligare kvartal innan vi drar några större slutsatser och enligt ledningen har bolaget varken tappat kunder eller sänkt sina priser. Tillväxttrenden i kontrakterade intäkter är dock fortsatt god och relativt samma kvartal ifjol var ökningen 49%.

| NYCKELTAL (MSEK) | 2017   | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------------|--------|------|-------|-------|-------|-------|
| Totala intäkter  | 199    | 404  | 409   | 440   | 482   | 522   |
| EBITDA           | 17     | 48   | 46    | 67    | 79    | 90    |
| EBIT             | 6      | 30   | 22    | 48    | 61    | 78    |
| EPS (adj.)       | -0.1   | 0.8  | 0.2   | 1.2   | 1.6   | 2.1   |
| EV/Sales         | 2.6    | 1.5  | 1.7   | 1.5   | 1.3   | 1.1   |
| EV/EBITDA        | 29.9   | 12.5 | 15.5  | 10.1  | 8.1   | 6.5   |
| EV/EBIT          | 86.0   | 20.4 | 32.9  | 14.1  | 10.6  | 7.5   |
| P/E              | -186.5 | 20.1 | 90.2  | 18.3  | 13.7  | 10.2  |

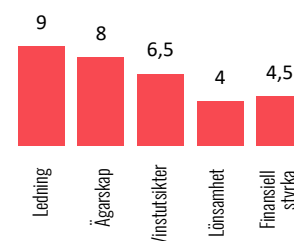
### FAIR VALUE RANGE

| BEAR | BASE | BULL |
|------|------|------|
| 13.0 | 24.0 | 34.0 |

### ZETA.ST VERSUS OMXS30



### REDEYE RATING



### FAKTA

|                       |           |
|-----------------------|-----------|
| Ticker                | ZETA.ST   |
| Lista                 | Small cap |
| Aktiekurs (SEK)       | 21.7      |
| Börsvärde (MSEK)      | 572       |
| Nettoskuld 19E (MSEK) | 140       |
| Free Float            | 68 %      |
| Dagl oms. ('000)      | 680       |

### ANALYTIKER

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

## God bruttoresultattillväxt

Både omsättning och bruttoresultat översteg våra prognoser till följd av stark försäljning av Hårdvara & Övrigt. Däremot var EBIT strax under estimat då personalkostnaderna ökade mer än väntat. De kontrakterade intäkterna kom in strax under förväntan och minskade sekventiellt, dock är tillväxttrenden under det senaste året fortsatt stark.

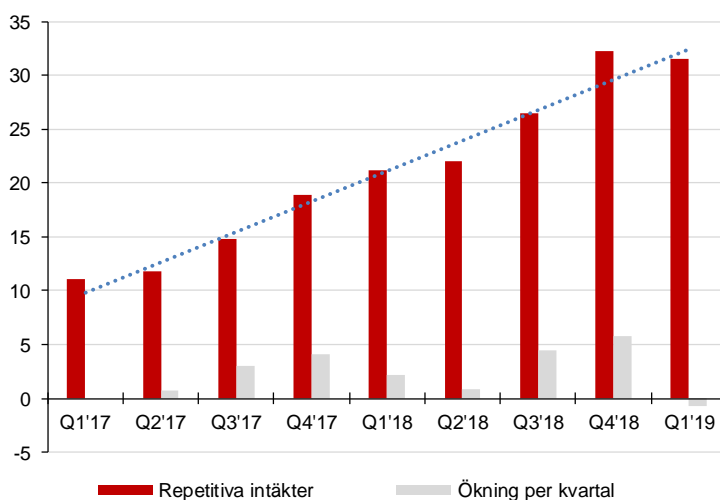
| <b>ZetaDisplay - Prognos vs. Utfall (Försäljning)</b> |       |                 |                          |        |
|---|-------|-----------------|--------------------------|--------|
| (MSEK)  | Q1'18 | Utfall<br>Q1'19 | Estimat Redeye<br>Q1'19E | % Diff |
| Omsättning  | 65,0  | 93,3            | 83,1                     | 12%    |
| Tillväxt YoY  | 45,6% | 43%             | 28%                      |        |
| Hårdvara & Övrigt                                     | 43,9  | 61,8            | 49,2                     | 26%    |
| Tillväxt YoY  | n/a   | 19%             | 0%                       |        |
| Kontrakterade intäkter                                | 21,1  | 31,6            | 33,9                     | -7%    |
| Tillväxt YoY  | n/a   | 49,3%           | 60,4%                    |        |

Källa: ZetaDisplay, Redeye Research.

Omsättningen ökade med 43% relativt samma kvartal ifjol, vilket översteg vår prognos om 28%. Den organiska tillväxten i fasta valutakurser var 33%. Relativt våra prognoser var det intäkterna från Hårdvara & Övrigt som ökade snabbare än väntat. Dessa tenderar att vara volatila men är också en indikation på ett fortsatt starkt efterfrågeläge och kan väntas generera framtida kontrakterade intäkter.

De kontrakterade intäkterna växte dock långsammare än väntat och minskade något relativt Q4 2018. Nedgången är i sin helhet hänförlig bolagets finska verksamhet, där ZetaDisplay under Q4 2018 fick korrigera sina siffror avseende kontrakterade intäkter. Således vill vi avvakta ytterligare kvartal innan vi drar några större slutsatser och enligt ledningen har bolaget varken tappat kunder eller sänkt sina priser. Som grafen nedan visar, är tillväxttrenden i kontrakterade intäkter fortsatt god.

### Repetitiva intäkter



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

Bruttomarginalen minskade till 52% och var något under prognos. Minskningen förklaras främst av att bolagets projekt i genomsnitt ökat i storlek vilket resulterat i en högre andel handelsvaror. Mest relevant mått på den underliggande utvecklingen är således bruttoresultatet, som visade en god utveckling och överträffade vår prognos.

| <b>ZetaDisplay - Prognos vs. Utfall (Kostnader &amp; Bruttoresultat)</b> |        |        |                |        |
|--|--------|--------|----------------|--------|
| (MSEK)   | Q1'18  | Utfall | Estimat Redeye | % Diff |
|  |        | Q1'19  | Q1'19E         |        |
| Handelsvaror   | -25,6  | -44,4  | -36,8          | 21%    |
| Bruttoresultat   | 39,4   | 48,9   | 46,2           | 6%     |
| <i>Bruttomarginal</i>  | 60,6%  | 52%    | 55,7%          |        |
| Övriga externa kostnader   | -10,3  | -13,0  | -12,3          | 6%     |
| <i>Andel av försäljningen</i>  | 15,8%  | 13,9%  | 14,8%          |        |
| <i>Tillväxt YoY</i>  | 7%     | 26,7%  | 20,0%          |        |
| Personalkostnader  | -22,3  | -30,3  | -25,7          | 18%    |
| <i>Andel av försäljningen</i>  | 34,3%  | 32,5%  | 30,9%          |        |
| <i>Tillväxt YoY</i>  | 118,8% | 35,9%  | 15,3%          |        |

Källa: ZetaDisplay, Redeye Research.

OPEX var klart högre än förväntat, vilket i huvudsak förklarades av stigande personalkostnader. Vi väntade oss en viss ökning med tanke på den personalexpansion som skedde i föregående kvartal men framförallt tillväxten i kostnad per anställd var klart högre än väntat. Det förklaras dock av att bolaget tidigare netto redovisat aktiveringar vilket minskat personalkostnaderna. Således har de underliggande personalkostnaderna ökat i en mer rimlig takt än vad de redovisade personalkostnaderna ger sken av. Enligt ledningen har ZetaDisplay stärkt organisationen i syfte att möta en ökande efterfrågan på bolagets lösningar, framförallt från internationella kunder.

| <b>ZetaDisplay - Prognos vs. Utfall (Resultat)</b> |       |        |                |        |
|--|-------|--------|----------------|--------|
| (MSEK)   | Q1'18 | Utfall | Estimat Redeye | % Diff |
|  |       | Q1'19  | Q1'19E         |        |
| EBITDA   | 6,9   | 8,1    | 8,3            | -2%    |
| <i>EBITDA-marginal</i>                             | 10,6% | 8,7%   | 9,9%           |        |
| Avskrivningar                                      | -4,3  | -6,3   | -5,0           | 25%    |
| EBIT   | 2,5   | 1,9    | 3,3            | -43%   |
| <i>EBIT-marginal</i>                               | 3,9%  | 2,0%   | 3,9%           |        |
| EPS  | -0,25 | -0,09  | -0,01          | 544%   |

Källa: ZetaDisplay, Redeye Research.

EBIT blev 1,9 MSEK (2,5), vilket var strax under vår prognos om 3,3 MSEK. Trots den tydliga ökningen i bruttoresultatet minskade alltså EBIT något relativt samma kvartal ifjol som en naturlig följd av kostnadsexpansionen.

Notera att EBITDA påverkats positivt till följd av implementeringen av IFRS 16. Cirka 1,5 MSEK har flyttats från i huvudsak övriga externa kostnader till avskrivningar.

Liksom under föregående kvartal var det framförallt Sverige som stack ut på den positiva sidan relativt samma kvartal ifjol och sekventiellt. De kontrakterade intäkterna ökade kraftigt jämfört med ifjol och även sekventiellt var ökningen tydlig. Förbättringen härrör sannolikt till stor del att ATG-avtal nu börjat generera kontrakterade intäkter. Hårdvara och Övrigt har en stark utveckling relativt Q1 ifjol, vilket talar för att storavtalet med ATG gett ringar på vattnet. Förmodligen är implementeringen av 44 City Gross-butiker en bidragande orsak.

Även Finland hade i många avseenden en god utveckling, bland annat drivet av ersättningsinstallationer inom restaurangbranschen.

| <b>ZetaDisplay - Geografisk försäljning till externa kunder</b> |               |              |
|---|---------------|--------------|
| <b>(MSEK)</b>   | <b>Q1'18</b>  | <b>Q1'19</b> |
| <b>Sverige (Inklusive Danmark &amp; övriga)</b>                 | <b>7.8</b>    | <b>23.2</b>  |
| Kontrakterade intäkter  | 2.4           | 6.9          |
| Hårdvara och övrigt   | 5.4           | 16.2         |
| EBITDA  | -1.0          | -0.3         |
| <i>EBITDA-marginal</i>  | <i>-12.7%</i> | <i>-1.4%</i> |
| <b>Norge</b>  | <b>23.0</b>   | <b>27.3</b>  |
| Kontrakterade intäkter  | 8.3           | 11.3         |
| Hårdvara och övrigt   | 14.7          | 15.9         |
| EBITDA  | 5.5           | 6.0          |
| <i>EBITDA-marginal</i>  | <i>24.0%</i>  | <i>22.1%</i> |
| <b>Finland (Inklusive Baltikum)</b>                             | <b>20.4</b>   | <b>29.8</b>  |
| Kontrakterade intäkter  | 4.6           | 5.9          |
| Hårdvara och övrigt   | 15.8          | 23.9         |
| EBITDA  | 2.1           | 5.4          |
| <i>EBITDA-marginal</i>  | <i>10.1%</i>  | <i>18.0%</i> |
| <b>Nederländerna</b>  | <b>13.6</b>   | <b>12.9</b>  |
| Kontrakterade intäkter  | 5.8           | 7.4          |
| Hårdvara och övrigt   | 7.7           | 5.5          |
| EBITDA  | 3.4           | 2.5          |
| <i>EBITDA-marginal</i>  | <i>25.1%</i>  | <i>19.4%</i> |

*Källa: ZetaDisplay, Redeye Research*

## Finansiella prognoser

Vi justerar ned våra prognoser för 2019, främst på grund av bolagets oväntat höga kostnadsexpansion under kvartalet men även till följd av något lägre kontraherade intäkter än väntat. Bruttoresultatet var visserligen bättre än prognostiserat och vi har höjt våra antaganden framgent men det räcker inte för att kompensera kostnadsökningen.

För 2020 och framåt gör vi inga betydande justeringar, personalexpansionen bedöms successivt kompenseras med hjälp av ökade intäkter. Därtill medger bolagets finansiella mål, om 200 MSEK i kontraherade intäkter och 100 MSEK i EBIT 2022, inga större ytterligare kostnadsökningar. I nuläget estimerar vi drygt 200 MSEK i kontraherade intäkter men enbart 78 MSEK i EBIT.

| ZetaDisplay prognosförändringar |       |       |       |       |
|---------------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Estimat förändringar (MSEK)     | 2019e |       | 2020e |       |
|                                 | Nya   | Gamla | Nya   | Gamla |
| Omsättning                      | 399   | 382   | 440   | 423   |
| EBITDA                          | 46    | 53    | 72    | 65    |
| EBIT                            | 22    | 33    | 48    | 47    |
| EBITDA-marginal                 | 11%   | 14%   | 16%   | 15%   |
| EBIT-marginal                   | 5%    | 9%    | 11%   | 11%   |

Källa: Redeye Research

Vi väntar oss relativt skrala resultat under resterande delen av 2019. Skulle bolaget leverera en större hårdvaruorder, vilket bolagets kommentarer kring efterfrågan från internationella kunder indikerar att det finns en hygglig chans till, kan resultatutvecklingen i enskilda kvartal överraska på uppsidan. Det är dock inget vi räknar med. Kostnaderna väntas vara i nivå med Q1 och avseende kontraherade tjänster räknar vi med en återgång till tillväxt, om än till något lägre nivåer relativt ifjol.

| ZetaDisplay kvartalsestimat |            |             |             |             |             |            |            |            |
|-----------------------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|
| MSEK                        | 2018       | Q1'19       | Q2'19E      | Q3'19E      | Q4'19E      | 2019E      | 2020E      | 2021E      |
| <b>Försäljning</b>          | <b>404</b> | <b>93</b>   | <b>101</b>  | <b>84</b>   | <b>122</b>  | <b>399</b> | <b>440</b> | <b>482</b> |
| Hårdvara & Övrigt           | 302.2      | 61.8        | 68.3        | 49.0        | 83.6        | 262.7      | 269.4      | 291.0      |
| Kontraherade tjänster       | 101.9      | 31.6        | 32.6        | 34.6        | 38.0        | 136.7      | 170.8      | 191.1      |
| <b>Bruttoresultat</b>       | <b>185</b> | <b>48.9</b> | <b>52.5</b> | <b>47.8</b> | <b>62.6</b> | <b>214</b> | <b>245</b> | <b>265</b> |
| Bruttomarginal              | 46%        | 52%         | 51%         | 56%         | 50%         | 52%        | 54%        | 55%        |
| Övriga externa kostnader    | -47        | -13         | -14         | -12         | -14         | -52        | -54        | -56        |
| Personalkostnader           | -90        | -33         | -32         | -27         | -32         | -124       | -129       | -134       |
| <b>EBITDA</b>               | <b>48</b>  | <b>5.6</b>  | <b>9.6</b>  | <b>11.6</b> | <b>19.1</b> | <b>46</b>  | <b>72</b>  | <b>85</b>  |
| EBITDA-marginal             | 12%        | 6%          | 9%          | 13%         | 15%         | 11%        | 16%        | 18%        |
| Avskrivningar               | -19        | -6          | -6          | -6          | -6          | -24        | -24        | -24        |
| <b>EBIT</b>                 | <b>30</b>  | <b>-0.6</b> | <b>3.6</b>  | <b>5.6</b>  | <b>13.1</b> | <b>22</b>  | <b>48</b>  | <b>61</b>  |
| EBIT-marginal               | 7%         | -1%         | 3%          | 6%          | 11%         | 5%         | 11%        | 13%        |

Källa: Redeye Research, ZetaDisplay

## Värdering

### Bear Case 13.0 SEK

I Bear case scenariot räknar vi med att det blir svårare för bolaget att växa på både befintliga och nya kunder. Historiska marknadsrapporter har visat på stora felberäkningar av marknadstillväxten, vilket visar på att marknaden för Digital Signage är svårbedömd och kan innebära en lägre efterfrågan på bolagets produkter än våra prognoser i Base case. Vidare har ZetaDisplay gett indikationer på att de har nya förvärv i sikte. Detta innebär en potentiell förvärvsrisik. I Bear case räknar vi med en CAGR på 1,7 procent under perioden 2019-2028 och därefter en terminal tillväxt på 2 procent. Under samma period utgår vi från en genomsnittlig EBIT-marginal omkring 13 procent och en terminal EBIT-marginal på omkring 14 procent. Scenariot innebär att bolaget, sett till dess historik förbättrar lönsamheten, vilket vi tror är möjligt i och med att QYN, Seasam, LiveQube och WebPro uppvisat en god lönsamhet.

### Base Case 24.0 SEK

I Base case scenariot når bolaget en årlig genomsnittlig tillväxt (CAGR) på 4,7 procent under perioden 2019-2028 och därefter har vi en terminal tillväxt på 2 procent. En stor del av tillväxtantagandena är hänförlig till 2018 och förvärven av QYN, Seasam och LiveQube. Under samma period förväntar vi oss att en genomsnittlig EBIT-marginal på 16 procent och en terminal EBIT-marginal på drygt 18 procent. En förväntad positiv integration av QYN, fortsatt tillväxt i de repetitiva intäkterna och en lönsamhet som förväntas att takta uppåt är drivande faktorer till vårt höjda Base case.

### Bull Case 34.0 SEK

I Bull case, vilket är ett sannolikt optimistiskt scenario, når bolaget en högre tillväxt samt bättre marginaler. Tillväxten ser vi som sannolik vid fler lönsamma förvärv till attraktiv värdering och om bolaget slår våra förväntningar på den ökade satsningen i Sverige. Genom förvärvet av QYN finns även möjligheten att bolaget tar en ledande position i Benelux. Den högre lönsamheten förklaras av att bolaget i Bull case slår våra förväntningar på merförsäljning av tjänster, programvara och licenser. I scenariot har vi räknat med att bolaget når en CAGR omkring 7,7 procent mellan 2019-2028 och därefter en terminal tillväxt på 2 procent. Vidare räknar vi i detta fall med en genomsnittlig EBIT-marginal på cirka 16,6 procent och en uthållig EBIT-marginal på 19,4 procent.

## Relativvärdering

I ovanstående tabell har vi sammanställt bolag med återkommande intäkter och hur dessa värderas i jämförelse med ZetaDisplay. Sett till EV/EBIT indikerar tabellen att ZetaDisplay är något lägre värderat för kommande år i jämförelse med median-bolaget.

| Company             | Enterprise Value | EV/Sales (x) |            | EV/EBITDA (x) |             | EV/EBIT (x) |             | EBITDA margin (%) |             |
|---------------------|------------------|--------------|------------|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------------|-------------|
|                     | (SEKm)           | 19E          | 20E        | 19E           | 20E         | 19E         | 20E         | 19E               | 20E         |
| Fortnox             | 7 095            | 13.9         | 11.3       | 37.0          | 29.5        | 44.1        | 33.9        | 37.4              | 38.3        |
| Addnode             | 5 142            | 1.6          | 1.5        | 12.3          | 12.2        | 22.2        | 20.5        | 12.8              | 12.5        |
| Formpipe            | 962              | 2.4          | 2.3        | 10.6          | 9.7         | 17.5        | 14.9        | 22.4              | 23.6        |
| Lime                | 1 593            | 5.6          | 4.8        | 19.7          | 16.3        | 32.5        | 25.4        | 28.2              | 29.2        |
| WestPay             | 89               | 1.2          | 0.9        | -22.1         | 11.1        | neg         | 12.7        | -5.6              | 8.5         |
| <i>Average</i>      | <i>2 976</i>     | <i>4.9</i>   | <i>4.2</i> | <i>11.5</i>   | <i>15.8</i> | <i>29.1</i> | <i>21.5</i> | <i>19.0</i>       | <i>22.4</i> |
| <i>Median</i>       | <i>1 593</i>     | <i>2.4</i>   | <i>2.3</i> | <i>12.3</i>   | <i>12.2</i> | <i>27.4</i> | <i>20.5</i> | <i>22.4</i>       | <i>23.6</i> |
| <b>ZetaDisplay*</b> | <b>752</b>       | <b>1.9</b>   | <b>1.7</b> | <b>16.4</b>   | <b>10.4</b> | <b>34.8</b> | <b>15.7</b> | <b>11.2</b>       | <b>16.0</b> |

Source: Bloomberg, \*Redeye Research

ZetaDisplays repetitiva intäkter består av licensintäkter samt support och övriga avtalsintäkter. Vid jämförelse mot ett bolag som Fortnox, vilka har en intäktsmodell i form abonnemangsförsäljning med väldigt många mindre kunder, har ZetaDisplay färre kunder som bidrar till en större del av omsättningen. Kontrakten för ZetaDisplay ligger ofta på runt 5 år, vilket gör att det finns en stabilitet i intäkterna. I jämförelse med median-bolaget har ZetaDisplay lägre repetitiva intäkter. Utöver det har bolaget en något brokig lönsamhetshistoria. Dessa faktorer kan vara en motivering till varför median-bolaget värderas till en höge multipel. Taktar ZetaDisplays lönsamhet och repetitiva intäkter uppåt finns det potential till att bolaget kan komma att handlas till en högre multipel.

## 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.

### **Kommunicerar större andel repetitiva intäkter**

Affärsmodellen är uppbyggd på tre olika intäktslag; tjänster, programvara och licenser samt digitala system. Där fokus ligger på att öka de repetitiva intäkterna, vilket bolaget också har lyckats med. Detta gör att bolaget allt mer får karaktären av ett mjukvarubolag. Den fortsatta utvecklingen av de repetitiva intäkterna kommer bli intressant för en investerare att följa då vi anser att det är den viktigaste värdedrivaren i bolaget.



## Sammanfattning Redeye Rating

Redeyes Rating utgörs av fem värderingsnycklar. Varje värderingsnyckel består av en sammanvägning av ett antal faktorer som värderas på en betygskala från 0 till 2p. Maxpoängen för en värderingsnyckel är 10 poäng.

### Ratingförändringar i denna rapport: Inga

#### Ledning: 9.0

VD Leif Liljebrunn har sedan tidigare stor erfarenhet från mjukvarubranschen och försäljning vilket vi ser som två viktiga faktorer för att ta ZetaDisplay till nästa nivå. Leif har varit i ZetaDisplay sedan 2006 och i VD rollen sedan 2009 vilket visar på stabilitet. ZetaDisplays tidigare VD och nuvarande styrelseordförande Mats Johansson är även medgrundare till bolaget. Mats har stor erfarenhet från branschen då han tidigare var med och grundade konkurrenten MultiQ samt var VD där under perioden 1990-1997.

#### Ägarskap: 8.0

ZetaDisplay har en god ägarstruktur. Näst största ägaren är medgrundaren och styrelseordförande Mats Johansson. Tillsammans äger styrelsen över 30 procent av aktierna och VD Leif Liljebrunn äger drygt 1,5 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. För ytterligare poäng önskas en huvudägare i styrelsen, vilken kontrollerar bolaget med mer än 20 procent av rösterna.

#### Vinstutsikter: 6.5

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. Vid ökad försäljning, vilket dels kommer drivas av den ökade satsningen på den svenska marknaden, tror vi på fortsatta resultatförbättringar.

#### Lönsamhet: 4.0

ZetaDisplay har historiskt haft svårt att uppvisa lönsamhet och modellmässigt blir betyget därmed lågt. 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.

#### Finansiell styrka: 4.5

Bolagets finansiella styrka är relativt låg på grund av upptagna lån främst kopplat till förvärv. Trenden är dock positiv då bolagets räntetäckningsgrad blivit allt starkare tack vare ökade vinster och kommande inlösen av preferensaktien.

| RESULTRÄKNING                     | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------------------------|------|------|-------|-------|-------|
| Omsättning                        | 199  | 404  | 409   | 440   | 482   |
| Summa rörelsekostnader            | -182 | -356 | -363  | -373  | -403  |
| EBITDA                            | 17   | 48   | 46    | 67    | 79    |
| Avskrivningar materiella tillg.   | 0    | 0    | 0     | 0     | -3    |
| Avskrivningar immateriella tillg. | -11  | -19  | -24   | -19   | -15   |
| Goodwill nedskrivningar           | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| EBIT                              | 6    | 30   | 22    | 48    | 61    |
| Resultatandelar                   | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| Finansnetto                       | -4   | 4    | -8    | -8    | -7    |
| Valutakursdifferenser             | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| Resultat före skatt               | 2    | 34   | 13    | 40    | 54    |
| Skatt                             | -4   | -8   | -4    | -9    | -12   |
| Nettoreultat                      | -2   | 20   | 6     | 31    | 42    |

| BALANSRÄKNING                 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------------------------|------|------|-------|-------|-------|
| <b>Tillgångar</b>             |      |      |       |       |       |
| <i>Omsättningsstillgångar</i> |      |      |       |       |       |
| Kassa och bank                | 59   | 83   | 82    | 88    | 96    |
| Kundfordringar                | 59   | 112  | 123   | 132   | 145   |
| Lager                         | 12   | 13   | 20    | 22    | 24    |
| Andra fordringar              | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| Summa omsättn.                | 129  | 208  | 225   | 242   | 265   |
| <i>Anläggningsstillgångar</i> |      |      |       |       |       |
| Materiella anl. tillg.        | 8    | 8    | 12    | 13    | 14    |
| Finansiella anl. tillg.       | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| Övriga finansiella tillg.     | 1    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| Goodwill                      | 343  | 405  | 405   | 405   | 405   |
| Imm. tillg. vid förväv        | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| Övr. immater. tillg.          | 6    | 6    | 3     | 2     | 4     |
| Övr. anlägg. tillg.           | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| Summa anlägg.                 | 358  | 419  | 421   | 421   | 424   |
| Uppsk. skatteford             | 6    | 5    | 3     | 0     | 0     |
| Summa tillgångar              | 493  | 632  | 649   | 663   | 689   |
| <b>Skulder</b>                |      |      |       |       |       |
| <i>Kortfristiga skulder</i>   |      |      |       |       |       |
| Levantörsskulder              | 71   | 65   | 65    | 57    | 43    |
| Kortfristiga skulder          | 72   | 113  | 123   | 132   | 145   |
| Övriga kortfristiga skulder   | 17   | 0    | 0     | 0     | 0     |
| Summa kort. skuld             | 160  | 178  | 188   | 189   | 187   |
| Räntebr. skulder              | 77   | 157  | 157   | 138   | 123   |
| L. icke räntebr. skulder      | 0    | 26   | 26    | 26    | 26    |
| Konvertibler                  | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| Summa skulder                 | 238  | 361  | 370   | 353   | 336   |
| Uppskj. skatteskuld           | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| Avsättningar                  | 87   | 0    | 0     | 0     | 0     |
| Eget kapital                  | 169  | 271  | 278   | 310   | 353   |
| Minoritet                     | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| Minoritet & E. Kap.           | 169  | 271  | 278   | 310   | 353   |
| Summa skulder och E. Kap.     | 493  | 632  | 649   | 663   | 689   |

| FRITT KASSAFLÖDE      | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------------|------|------|-------|-------|-------|
| Omsättning            | 199  | 404  | 409   | 440   | 482   |
| Sum. Rörelsekostnader | -182 | -356 | -363  | -373  | -403  |
| Avskrivningar         | -11  | -19  | -24   | -19   | -18   |
| EBIT                  | 6    | 30   | 22    | 48    | 61    |
| Skatt på EBIT         | -1   | -7   | -7    | -11   | -13   |
| NOPLAT                | 5    | 23   | 15    | 37    | 47    |
| Avskrivningar         | 11   | 19   | 24    | 19    | 18    |
| Bruttokassaflöde      | 16   | 41   | 39    | 57    | 65    |
| Föränd. i rörelseskap | 20   | -31  | -9    | -2    | -2    |
| Investeringar         | -228 | -80  | -26   | -20   | -21   |
| Fritt kassaflöde      | -192 | -70  | 5     | 36    | 42    |

| KAPITALSTRUKTUR       | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------------|------|------|-------|-------|-------|
| Soliditet             | 34%  | 43%  | 43%   | 47%   | 51%   |
| Skuldsättningsgrad    | 88%  | 82%  | 80%   | 63%   | 47%   |
| Nettoskuld            | 89   | 138  | 140   | 107   | 70    |
| Sysselsatt kapital    | 258  | 410  | 418   | 417   | 422   |
| Kapit. oms. hastighet | 0.4  | 0.6  | 0.6   | 0.7   | 0.7   |

| TILLVÄXT              | 2017  | 2018  | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Försäljningsstillväxt | 40%   | 103%  | 1%    | 8%    | 9%    |
| VPA tillväxt (just.)  | -134% | -909% | -71%  | 392%  | 34%   |

| LÖNSAMHET       | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|------|------|-------|-------|-------|
| ROE             | -2%  | 9%   | 2%    | 11%   | 13%   |
| ROCE            | 3%   | 7%   | 4%    | 10%   | 12%   |
| ROIC            | 4%   | 9%   | 4%    | 9%    | 11%   |
| EBITDA marginal | 9%   | 12%  | 11%   | 15%   | 16%   |
| EBIT marginal   | 3%   | 7%   | 5%    | 11%   | 13%   |
| Nettomarginal   | -1%  | 5%   | 2%    | 7%    | 9%    |

| DATA PER AKTIE | 2017  | 2018  | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| VPA            | -0.10 | 0.83  | 0.24  | 1.18  | 1.59  |
| VPA just.      | -0.10 | 0.83  | 0.24  | 1.18  | 1.59  |
| Utdelning      | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.00  |
| Nettoskuld     | 4.77  | 5.73  | 5.31  | 4.06  | 2.64  |
| Antal aktier   | 18.72 | 24.14 | 26.35 | 26.35 | 26.35 |

| VÄRDERING   | 2017   | 2018  | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| EV          | 508.7  | 602.8 | 711.6 | 678.9 | 641.4 |
| P/E         | -186.5 | 20.1  | 90.2  | 18.3  | 13.7  |
| P/E diluted | -186.5 | 20.1  | 90.2  | 18.3  | 13.7  |
| P/Sales     | 1.8    | 1.0   | 1.4   | 1.3   | 1.2   |
| EV/Sales    | 2.6    | 1.5   | 1.7   | 1.5   | 1.3   |
| EV/EBITDA   | 29.9   | 12.5  | 15.5  | 10.1  | 8.1   |
| EV/EBIT     | 86.0   | 20.4  | 32.9  | 14.1  | 10.6  |
| P/BV        | 2.1    | 1.5   | 2.1   | 1.8   | 1.6   |

| AKTIENS UTVECKLING | TILLVÄXT/ÅR            | 16/18E |
|--------------------|------------------------|--------|
| 1 mån              | Omsättning             | 43.5 % |
| 3 mån              | Rörelseresultat, just. | 91.2 % |
| 12 mån             | V/A, just              | ◆      |
| Årets början       | EK                     | 28.5 % |

| ÄGARSTRUKTUR %            | KAPITAL | RÖSTER |
|---------------------------|---------|--------|
| Nordea Bank Ab(Publ)      | 12.1 %  | 12.4 % |
| Virala Oy Ab              | 12.1 %  | 12.4 % |
| Mats Johansson            | 10.4 %  | 10.6 % |
| Anders Pettersson         | 10.0 %  | 10.0 % |
| Prioritet Finans          | 4.9 %   | 5.0 %  |
| Anders Moberg             | 4.7 %   | 4.4 %  |
| AMF Försäkring & Fonder   | 4.5 %   | 4.3 %  |
| Nordea Bank Norge Nominee | 4.4 %   | 4.5 %  |
| Magari Venture AS         | 4.4 %   | 4.5 %  |
| Mats Leander              | 4.0 %   | 4.1 %  |

| AKTIEINFORMATION    |           |
|---------------------|-----------|
| Reuterskod          | ZETA.ST   |
| Lista               | Small cap |
| Kurs                | 21.7      |
| Antal aktier, milj. | 26.4      |
| Börsvärde, MSEK     | 571.8     |

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

| NÄSTKOMMANDE RAPPORTDATUM |  |
|---------------------------|--|
|                           |  |
|                           |  |
|                           |  |
|                           |  |

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

Havan Hanna  
havan.hanna@redeye.se

## Redeye Rating: Bakgrund och definition

Avsikten med Redeye Rating är att hjälpa investerare att identifiera bolag med en hög kvalitet och attraktiv värdering.

### Company Qualities

Avsikten med Company Qualities är att den ska ge en strukturerad och god bild av ett bolags kvalitet (eller verksamhetsrisk) – dess chans att överleva och förutsättningar att uppnå långsiktigt stabil vinsttillväxt.

Vi klassificerar bolagets kvalitet utifrån en tiogradig skala baserad på fem värderingsnycklar; 1 – Ledning (Management), 2 – Ägarskap (Ownership), 3 – Vinstutsikter (Growth Outlook), 4 – Lönsamhet (Profitability) och 5 – Finansiell styrka (Financial Strength).

Varje värderingsnyckel utvärderas utifrån ett antal kvantitativa och kvalitativa nyckelfrågor som viktas olika utifrån hur viktiga de anses vara. Varje nyckelfråga tilldelas ett antal poäng utifrån sitt betyg. Det är det sammanlagda antalet poäng från de enskilda frågorna som ligger till grund för bedömningen av varje värderingsnyckel. Betygsskalan sträcker sig från 0 till +10 poäng.

Det sammanlagda betyget för varje värderingsnyckel visualiseras genom storleken på dess stapelkropp. Den relativa storleken mellan staplarna beror därmed på betygsfördelningen mellan de olika värderingsnycklarna.

### Ledning

Vår rating av Ledning representerar en bedömning av styrelsens och ledningens förmåga att förvalta bolaget med aktieägarnas bästa för sina ögon. En duktig styrelse och ledning kan göra en medioker affärsidé lönsam, och en dålig kan försätta till och med ett starkt bolag i kris. De faktorer som utgör bedömningen av Ledning är; 1 – Exekvering, 2 – Kapitalallokering, 3 – Kommunikation, 4 – Erfarenhet, 5 – Ledarskap, och 6 – Integritet.

### Ägarskap

Vår rating av Ägarskap representerar en bedömning av utövat ägarskap för ett mer långsiktigt värdeskapande. Ägarengagemang och kompetens är avgörande för bolagets stabilitet och för styrelsens handlingskraft. Bolag som har spridd ägarstruktur utan tydlig huvudägare har historiskt sett gått betydligt sämre än börsens index över tiden. De faktorer som utgör bedömningen av Ägarskap är; 1 – Ägarstruktur, 2 – Ägarengagemang, 3 – Institutionellt ägande, 4 – Maktmissbruk, 5 – Renommé, och 6 – Finansiell uthållighet.

### Vinstutsikter

Vår rating av Vinstutsikter representerar en bedömning av bolagets förutsättningar att uppnå långsiktigt stabil vinsttillväxt. På lång sikt följer aktiekursen ungefär bolagets resultatutveckling. Ett bolag som inte växer kan vara en god kortsiktig placering, men är det sällan på lång sikt. De faktorer som utgör bedömningen av Vinstutsikter är; 1 – Affärsmodell, 2 – Försäljningspotential, 3 – Marknadstillväxt, 4 – Marknadsposition, och 5 – Konkurrenskraft.

### Lönsamhet

Vår rating av Lönsamhet representerar en bedömning av hur effektivt bolaget historiskt har utnyttjat sitt kapital för att skapa vinst. Bolag kan inte överleva om de inte är lönsamma. Bedömningen av hur lönsamt ett bolag varit baseras på ett antal nyckeltal och kriterier under en period på upp till fem år tillbaka i tiden; 1 – Avkastning på totalt kapital (Return on total assets; ROA), 2 – Avkastning på eget kapital (Return on equity; ROE), 3 – Nettomarginal (Net profit margin), 4 – Fritt kassaflöde, och 5 – Rörelseresultat (Operating profit margin, EBIT).

### Finansiell styrka

Vår rating av Finansiell styrka representerar en bedömning av bolagets betalningsförmåga på kort och lång sikt. Basen i ett bolags finansiella styrka är balansräkningen och dess kassaflöden. Om inte balansräkningen klarar av att finansiera tillväxten är inte ens den bästa potentialen till någon nytta. Bedömningen av ett bolags finansiella styrka baseras på ett antal nyckeltal och kriterier; 1 – Räntetäckningsgrad (Times-interest-coverage ratio), 2 – Skuldsättningsgrad (Debt-to-equity ratio), 3 – Kassalikviditet (Quick ratio), 4 – Balanslikviditet (Current ratio), 5 – Omsättningsstorlek, 6 – Kapitalbehov, 7 – Konjunkturkänslighet, och 8 – Kommande binära händelser.

## Redeye Equity Research team

### Management

**Björn Fahlén**

bjorn.fahlen@redeye.se

**Håkan Östling**

hakan.ostling@redeye.se

### Technology Team

**Jonas Amnesten**

jonas.amnesten@redeye.se

**Henrik Alveskog**

henrik.alveskog@redeye.se

**Dennis Berggren**

dennis.berggren@redeye.se

**Havan Hanna**

havan.hanna@redeye.se

**Kristoffer Lindström**

kristoffer.lindstrom@redeye.se

**Fredrik Nilsson**

fredrik.nilsson@redeye.se

**Tomas Otterbeck**

tomas.otterbeck@redeye.se

**Eddie Palmgren**

eddie.palmgren@redeye.se

**Oskar Vihelmsson**

oskar.vihelmsson@redeye.se

**Viktor Westman**

viktor.westman@redeye.se

**Linus Sigurdsson (Trainee)**

linus.sigurdsson@redeye.se

### Editorial

**Jim Andersson**

jim.andersson@redeye.se

**Eddie Palmgren**

eddie.palmgren@redeye.se

**Mark Sjöstedt**

mark.sjostedt@redeye.se

**Johan Kårestedt (Trainee)**

johan.karestedt@redeye.se

### Life Science Team

**Anders Hedlund**

anders.hedlund@redeye.se

**Arvid Necander**

arvid.necander@redeye.se

**Erik Nordström**

erik.nordstrom@redeye.se

**Klas Palin**

klas.palin@redeye.se

**Jakob Svensson**

jakob.svensson@redeye.se

**Ludvig Svensson**

ludvig.svensson@redeye.se

**Oscar Bergman (Trainee)**

oscar.bergman@redeye.se

**Alexander Ribrant (Trainee)**

alexander.ribrant@redeye.se

## Disclaimer

### Viktig information

Redeye AB ("Redeye" eller "Bolaget") är en specialiserad finansiell rådgivare inriktad mot små och medelstora tillväxtbolag i Norden. Vi fokuserar på sektorerna Technology och Life Science. Vi tillhandahåller tjänster inom Corporate Broking, Corporate Finance, aktieanalys och investerarelationer. Våra styrkor är vår prisbelönta analysavdelning, erfarna rådgivare, ett unikt investerarnätverk samt vår kraftfulla distributionskanal redeye.se. Redeye grundades år 1999 och står under Finansinspektionens tillsyn sedan 2007.

Redeye har följande tillstånd: mottagande och vidarebefordran av order avseende finansiella instrument, investeringsrådgivning till kund avseende finansiella instrument, utarbete, sprida finansiella analyser/rekommendationer för handel med finansiella instrument, utförande av order avseende finansiella instrument på kunders uppdrag, placering av finansiella instrument utan fast åtagande, råd till företag samt utföra tjänster vid fusion och företagsuppköp, utföra tjänster i samband med garantigivning avseende finansiella instrument samt bedriva Certified Advisory-verksamhet (sidotillstånd).

### Ansvarsbegränsning

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

### Potentiella intressekonflikter

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

- För bolag som är föremål för Redeyes analys gäller bl.a. de regler som Finansinspektionens har uppställt avseende investeringsrekommendationer och hantering av intressekonflikter. Vidare gäller för bolagets anställda handelsstopp i finansiella instrument för bolaget från 30 dagar innan det att det bevakade bolaget kommer med ekonomiska rapporter, såsom delårsrapporter, bokslutskommunikéer eller liknande, till det datum Redeye offentliggör sin analys plus två handelsdagar efter detta datum.
- En analytiker får inte utan särskilt tillstånd från ledningen medverka i corporate finance verksamhet och får inte erhålla ersättning som är direkt kopplad till sådan verksamhet.
- Redeye kan genomföra analyser på uppdrag av, och mot en ersättning från, det bolag som belyses i analysen alternativt ett emissionsinstitut i samband M&A, nyemission eller en notering. Läsaren av dessa rapporter kan anta att Redeye har erhållit eller kommer att erhålla betalning för utförandet av finansiella rådgivningstjänster från bolaget/bolag nämnt i rapporten. Ersättningen är ett på förhand överenskommet belopp och är inte beroende av innehållet i analysen.

### Angående Redeyes analysbevakning

Redeyes analys präglas av case-baserad analys vilket innebär att frekvensen av analysrapporter kan variera över tiden. Om annat inte uttryckligen anges i analysen uppdateras analysen när Redeyes analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till analyserad emittent/analyserat finansiellt instrument.

### Rating/Rekommendationsstruktur

Redeye utfärdar ej några investeringsrekommendationer för fundamental analys. Däremot så har Redeye utarbetat en proprietär analys och ratingmodell, Redeye Rating, där det enskilda bolaget analyseras, utvärderas och belyses. Analysen ska ge en oberoende bedömning av bolaget, dess möjligheter, risker mm. Syftet är att ge ett objektivt och professionellt beslutsunderlag för ägare och investerare.

### Redeye Rating (2019-05-27)

| Rating       | Ledning | Ägarskap | Vinstutsikter | Lönsamhet | Finansiell styrka |
|--------------|---------|----------|---------------|-----------|-------------------|
| 7,5p - 10,0p | 53      | 52       | 21            | 12        | 22                |
| 3,5p - 7,0p  | 94      | 88       | 126           | 44        | 60                |
| 0,0p - 3,0p  | 14      | 21       | 14            | 105       | 79                |
| Antal bolag  | 161     | 161      | 161           | 161       | 161               |

### 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.

---