

ZetaDisplay

Sektor: Human Interaction Technology

Stabilt resultat trots turbulent omvärld

Redeye behåller en positiv syn på ZetaDisplay efter en Q2-rapport som visat på en tydlig Coroneffekt som bolaget hanterat väl. Kostnadskontrollen är god och borgar för god lönsamhet när marknaden återhämtar sig. ARR fortsatte sin svaga trend och vi tror att en trendvändning till stabil och ökande ARR skulle lyfta aktien. Vi sänker våra prognoser något men behåller vårt Base case.

God kostnadskontroll motverkar Coroneffekt

Trots en försäljning som var svagare än vi räknat med lyckades bolaget leverera en EBITDA i linje med våra förväntningar. En attraktiv intäktsmix med hög andel SaaS-intäkter i kombination med god kostnadskontroll låg bakom det relativt starka resultatet. Ledningen nämner exempelvis att uppgifter som konsulter tidigare gjorde nu görs internt med gott resultat. Kvartalet visar också att ZetaDisplay sett till nyförsäljning drabbats relativt hårt av Coronakrisen – vilket givet exponering inte är konstigt. Men kvartalet visar också styrkan i bolagets återkommande intäkter och dess anpassningsförmåga.

Stabil och växande ARR trigger för uppvärdering

Liksom under Q1 minskade ARR relativt föregående kvartal. Drygt halva minskningen förklaras av valutaeffekter. Ledningen menar dock att churnen är oförändrad på låga nivåer och att temporära avtalsförändringar i samband med tillfälliga nedstängningar av butiker påverkat negativt. Medan bolaget i övrigt utvecklats positivt, där kvartalets goda kostnadskontroll imponerar, har ARR haft en svag organisk utveckling senaste kvartalen. Vi bedömer att en återgång till en stabil och växande ARR när Coronakrisen är över skulle öka investerarens konfidens i ZetaDisplay och leda till en högre värdering.

Sänkta prognoser – Base case kvarstår på 22 SEK

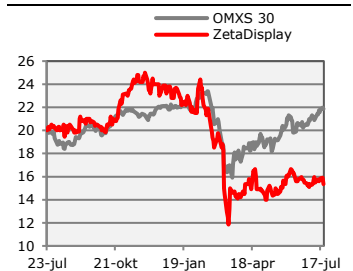
Vi justerar ned försäljnings-, kostnads- och resultatprognoserna. Våra EBITDA- och EBIT-estimat sänker vi med cirka 5%. Vi behåller vårt Base case på 22 SEK och är fortsatt positiva till aktien – där vi som tidigare nämnt ser en stabil och ökande ARR som tydligaste trigger.

NYCKELTAL (MSEK)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Net sales	404	436	399	464	510	529
EBITDA	48	21	39	82	101	121
EBIT	43	3	6	50	68	87
EPS (adj.)	1.6	0.5	-0.3	1.0	1.4	2.0
EV/Sales	1.3	2.1	1.5	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA	11.3	42.3	15.8	7.0	5.3	3.8
EV/EBIT	12.5	263.6	108.5	11.5	7.8	5.3
P/E	10.3	45.5	-50.1	15.9	10.6	7.9

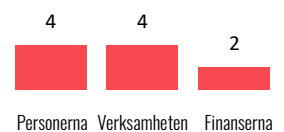
FAIR VALUE RANGE

BEAR	BASE	BULL
11.0	22.0	32.0

ZETA.ST VERSUS OMXS30



REDEYE RATING



FAKTA

Ticker	ZETA.ST
Lista	Small cap
Aktiekurs (SEK)	15.4
Börsvärde (MSEK)	446
Nettoskuld 20E (MSEK)	166
Free Float	74 %
Dagl oms. ('000)	290

ANALYTIKER

Fredrik Nilsson	fredrik.nilsson@redeye.se
Mark Siöstedt	mark.siostedt@redeye.se

God kostnadskontroll motverkar tydlig coronaeffekt

Försäljningen uppgick till 78 MSEK (97), motsvarande en negativ tillväxt om 20% relativt samma kvartal ifjol. Den organiska tillväxten i fasta växelkurser var -25%. Vår prognos var 100 MSEK. Bruttomarginalen ökade dock till 66% (54), till följd av en stark intäktmix med högre andel SaaS relativt ifjol. EBITDA blev 11,1 MSEK (9,6), vilket var marginellt lägre än de 11,8 MSEK vi väntat oss. Trots tuffa marknadsförutsättningar lyckas ZetaDisplay således tack vare en hög andel återkommande intäkter och god kostnadskontroll öka EBITDA relativt motsvarande kvartal ifjol. Detta trots att bolaget endast erhöll 2,5 MSEK i statliga stöd.

Utfall vs Prognos - Sammanfattning 2Q20

(MSEK)	2Q19	2Q20	2Q20E	Diff
Försäljning	97,4	78,1	99,7	-22%
Tillväxt YoY	7,4%	-19,9%	2,4%	
Bruttoresultat	52,4	51,3	57,0	-10%
Bruttomarginal	53,8%	65,7%	57,2%	
EBITDA	9,6	11,1	11,8	-6%
EBITDA-marginal	9,9%	14,2%	11,8%	
EBIT	3,3	2,7	4,2	-36%
EBIT-marginal	3,4%	3,4%	4,2%	

Källa: Redeye Research, ZetaDisplay

Den lägre försäljningen relativt våra prognoser förklaras huvudsakligen av lägre intäkter från hårdvara & övrigt än vi räknat med. Dessa intäkter är dock slagiga och därtill är marknadsläget särskilt osäkert i dessa tider. Notera att vår prognos om -7% YoY inkluderar cirka 7 MSEK i förväntat förvärvsbidrag från Gaudi. Glädjande är dock att ledningen ser tecken på ökad aktivitet – om än inte tillbaka på normala nivåer – och att kundernas investeringsvilja finns kvar. Dock är tidsperspektivet osäkert.

SaaS-intäkterna tappade något mer relativt föregående kvartal än vi räknat med. Dels hade vi underskattat valutaeffekterna – då bolaget har en hög andel intäkter i NOK och EUR har stärkt SEK påverkat negativt. Relativt samma kvartal ifjol ökade SaaS-intäkterna med 18%.

Utfall vs Prognos - Försäljning 2Q20

(MSEK)	2Q19	2Q20	2Q20E	Diff
Underliggande hårdvara & ö.	64,9	39,8	60,4	-34%
Tillväxt YoY	4,6%	-38,7%	-6,9%	
SaaS	32,5	38,3	39,3	-2%
Tillväxt YoY	48,0%	17,7%	20,7%	
Ökning per kvartal (org. est.)	1,0	-1,2	-0,2	nmf

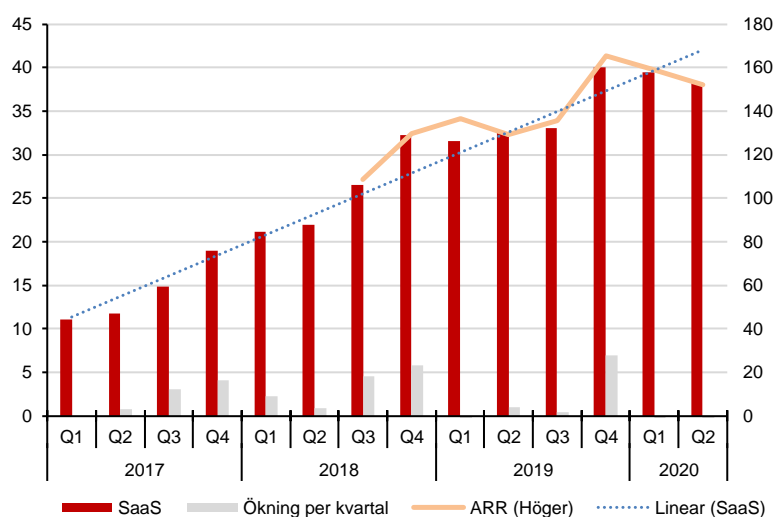
Källa: Redeye Research, ZetaDisplay

Under de senaste två kvartalen har den sekventiella utvecklingen i både ARR och SaaS-intäkter varit negativ. Medan bolaget i övrigt stått för en stabil utveckling har nedgången i ARR varit ett orosmoln. Kvartalets nedgång om 6,5 MSEK till 152,3 MSEK förklaras visserligen till drygt hälften av valutafluktuationer och i övrigt mötte bolaget ett utmanande marknadsläge. Utöver valuta har tillfälliga avtalsförändringar relaterat temporärt nedstängda butiker påverkat negativt. Dessutom har marknadsförutsättningarna varit exceptionella sedan mars. Således ger kvartalets nedgång i sig oss ingen anledning till oro.

Men tillsammans med en historik av slagig och bitvis negativ ARR-tillväxt befäster det frågetecknen kring den underliggande utvecklingen. Justerat för förvärv har SaaS-intäkterna i stort sett varit oförändrade sedan slutet av 2018.

Ledningen påpekar visserligen att ARR överskattades något under Q4 2019, på grund av felaktiga periodiseringar. Således har andra orsaker än sänkta priser och churn – det naturliga vid minskad ARR – påverkat ARR negativt de senaste kvartalen, vilket indikerar en klart starkare underliggande utveckling. Enligt ledningen har churnen inte påverkats nämnvärt av Coronakrisen hittills och befinner sig fortsatt på mycket låga nivåer.

SaaS-intäkter



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

Vi bedömer dock att ZetaDisplay behöver hitta tillbaka till en stabil och växande ARR när Coronakrisen lagt sig, om bolaget ska övertyga investerare att den underliggande utvecklingen är stark. Vi anser inte att en sådan utveckling är diskonterad vid kursnivåer om 15 SEK och ser en stabil och ökande ARR som den tydligaste triggern framgent.

Som tidigare nämnt var kostnadskontrollen under kvartalet god. Dels resulterade intäktsmixen, med en hög andel SaaS, i låga kostnader för sålda varor och tjänster relativt försäljningen. Vidare lyckades ZetaDisplay minska de övriga externa kostnaderna och bibehålla personalkostnader relativt samma kvartal ifjol, trots att bolaget sedan dess förvärvat Gaudi.

Ledningen berättar att bolaget blivit mer effektiva och hanterat mer internet, vilket reducerat konsultkostnader. Förmodligen har även den låga försäljning av hårdvara & övrigt resulterat i något lägre övriga externa kostnader.

Utfall vs Prognos - Kostnader 2Q20

(MSEK)	2Q19	2Q20	2Q20E	Diff
Kostnad för sålda varor och tjänster	-45,1	-26,8	-42,7	-37%
% av försäljning	46,2%	34,3%	42,8%	
Övriga externa kostnader	-15,2	-13,9	-16,8	-17%
% av försäljning	15,6%	17,7%	16,8%	
Tillväxt YoY	23,8%	-9,1%	10,0%	
Personalkostnader	-29,7	-29,6	-31,5	-6%
% av försäljning	30,5%	37,9%	31,6%	
Tillväxt YoY	33,9%	-0,6%	5,9%	
Antal anställda	136	162	150	

Källa: Redeye Research, ZetaDisplay

Finansiella prognoser

Vi justerar ned såväl försäljningsprognoser som kostnadsestimat för både 2020 och 2021. Framförallt sänker vi estimaten för hårdvara & övrigt, där vi tidigare sannolikt underskattat effekten från Coronakrisen något. Vi justerar även ned SaaS-intäkterna, om en marginellt. Dels på grund av att ARR kom in strax under förväntan samt att lägre hårdvaruintäkter allt annat lika bör resultera i lägre SaaS-intäkter.

Vi sänker våra antaganden avseende både personalkostnader och övriga externa kostnader. Bolaget har uppenbarligen lyckats lyfta effektiviteten och även om ökad tillväxt lär kräva kostnadsökningar så bedömer vi att bolaget hittat en bättre underliggande nivå. Möjligen har vi tidigare också underskattat effekterna från bolagets kostnadsbesparingsprogram något.

Sammantaget landar vi i en nedjustering av våra prognoser för EBITDA och EBIT med cirka 5% för 2021.

Estimatförändringar 2Q20						
(MSEK)	2020			2021		
	Ny	Tidigare	Föränd.	Ny	Tidigare	Föränd.
Försäljning	399	448	-11,0%	464	514	-9,6%
<i>Tillväxt YoY</i>	-8,6%	2,7%		16,5%	14,8%	
Underliggande hårdvara & ö.	244	290	-16,0%	292	335	-12,7%
<i>Tillväxt YoY</i>	-18,5%	-3,1%		20,0%	15,5%	
SaaS	155	158	-1,9%	172	179	-3,9%
<i>Tillväxt YoY</i>	13,1%	15,2%		10,9%	13,5%	
Aktiveringar	12,0	11,9	1,2%	12,0	12,0	0,0%
Bruttoresultat	227	244	-6,8%	259	281	-7,7%
<i>Bruttomarginal</i>	57,0%	54,5%		55,9%	54,7%	
OPEX	-201	-207	-3,1%	-189	-207	-8,7%
Övriga externa kostnader	-68	-71	-4,9%	-64	-70	-8,7%
Personalkostnader	-133	-136	-2,1%	-125	-137	-8,7%
EBITDA	39	49	-21,1%	82	86	-4,2%
<i>EBITDA-marginal</i>	9,7%	10,8%	-10,2%	17,7%	16,8%	5,6%
EBIT	6	16	-64,7%	50	54	-6,8%
<i>EBIT-marginal</i>	1,4%	3,6%		10,8%	10,4%	
Justerat EBIT	23	33	-31,1%	50	54	-6,8%
<i>Justerat EBIT-marginal</i>	5,7%	7,4%		10,8%	10,4%	

Källa: Redeye Research, ZetaDisplay

Vi väntar oss en successiv återhämtning i marknaden, vilket främst bedöms påverka försäljningen av hårdvara & övrigt till en början. Ledningens budskap om förbättrad aktivitet ger stöd åt våra antaganden om en förbättrad situation. Däremot är läget och framförallt tidsaspekterna i återhämtningen fortsatt svårbedömda.

Notera att vi räknar med att SaaS-intäkterna kommer att minska något under Q4 relativt samma kvartal ifjol. Detta på grund av att Q4 2019 var särskilt starkt på grund av felaktiga periodiseringar samt att tillväxten de senaste kvartalen varit negativ.

Vi räknar dock fortsatt med att bolaget presterar i linje med sitt mål avseende SaaS-intäkter. Däremot räknar vi inte med att EBIT-målet nås. Bolagets målsättning är att nå minst 200 MSEK i SaaS-intäkter och en EBIT om 100 MSEK under 2022.

Under 2021 räknar vi med att en återhämtad marknad i kombination med effektiviseringar och kostnadsbesparingar leder till ett rejält marginallyft.

Finansiella prognoser Base-case								
(MSEK)	2019	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2020E	2021E	2022E
Försäljning	436	106	78	86	129	399	464	510
<i>Tillväxt YoY</i>	7,9%	13,1%	-19,9%	-14,7%	-10,7%	-8,6%	16,5%	9,7%
Underliggande hårdvara & ö.	299	66	40	48	90	244	292	312
<i>Tillväxt YoY</i>	35,0%	7,0%	-38,7%	-29,4%	-14,0%	-18,5%	20,0%	6,6%
SaaS	137	39	38	38	39	155	172	198
<i>Tillväxt YoY</i>	34,5%	25,2%	17,7%	15,5%	-2,2%	13,1%	10,9%	15,2%
Aktiveringar	10	3	3	3	3	12	12	12
Bruttoresultat	228	57	51	52	67	227	259	290
<i>Bruttomarginal</i>	52,3%	54,1%	65,7%	59,8%	52,3%	57,0%	55,9%	56,9%
OPEX	-188	-66	-43	-41	-50	-201	-189	-201
Övriga externa kostnader	-63	-22	-14	-15	-17	-68	-64	-67
Personalkostnader	-125	-44	-30	-26	-33	-133	-125	-134
EBITDA	52	-6	11	13	20	39	82	101
<i>EBITDA-marginal</i>	12,0%	-5,9%	14,2%	15,5%	15,9%	9,7%	17,7%	19,8%
EBIT	3	-15	3	6	13	6	50	68
<i>EBIT-marginal</i>	0,8%	-14,7%	3,4%	6,8%	9,8%	1,4%	10,8%	13,4%

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 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 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 – 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	399	464	510
Summa rörelsekostnader	-356	-415	-360	-382	-409
EBITDA	48	21	39	82	101
Avskrivningar materiella tillg.	0	-4	-4	-5	-5
Avskrivningar immateriella tillg.	-5	-14	-29	-27	-28
Goodwill nedskrivningar	0	0	0	0	0
EBIT	43	3	6	50	68
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	4	13	-12	-14	-14
Valutakursdifferenser	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	47	17	-6	36	54
Skatt	-8	-2	-3	-8	-12
Nettoreultat	39	15	-9	28	42

BALANSRÄKNING	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Tillgångar					
<i>Omsättningstillgångar</i>					
Kassa och bank	83	128	134	167	215
Kundfordringar	83	129	106	124	136
Lager	13	10	21	24	27
Andra fordringar	29	0	0	0	0
Summa omsättn.	208	267	261	315	378
<i>Anläggningstillgångar</i>					
Materiella anl. tillg.	8	29	19	22	24
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	119	106	94
Övr. immater. tillg.	22	22	29	32	34
Övr. anlägg. tillg.	0	0	0	0	0
Summa anlägg.	419	503	480	473	465
Uppsk. skatteford	5	3	3	3	3
Summa tillgångar	632	773	744	791	846
Skulder					
<i>Kortfristiga skulder</i>					
Levantörsskulder	62	295	300	300	300
Kortfristiga skulder	94	87	114	133	146
Övriga kortfristiga skulder	22	69	69	69	69
Summa kort. skuld	178	450	483	502	515
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	484	503	516
Uppskj. skatteskuld	21	0	0	0	0
Avsättningar	0	0	0	0	0
Eget kapital	271	269	260	288	330
Minoritet	0	0	0	0	0
Minoritet & E. Kap.	271	269	260	288	330
Summa skulder och E. Kap.	632	773	744	791	846

FRITT KASSAFLÖDE	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Omsättning	404	436	399	464	510
Sum. Rörelsekostnader	-356	-415	-360	-382	-409
Avskrivningar	-5	-18	-33	-32	-33
EBIT	43	3	6	50	68
Skatt på EBIT	-7	0	-1	-11	-15
NOPLAT	36	3	4	39	53
Avskrivningar	5	18	33	32	33
Bruttokassaflöde	41	21	37	71	86
Föränd. i rörelseskap	-15	26	39	-2	-1
Investeringar	-66	-102	-10	-25	-25
Fritt kassaflöde	-40	-55	67	44	59

KAPITALSTRUKTUR	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Soliditet	43%	35%	35%	36%	39%
Skuldsättningsgrad	82%	129%	115%	104%	91%
Nettoskuld	139	219	166	133	85
Sysselsatt kapital	410	488	426	421	415
Kapit. oms. hastighet	0.6	0.6	0.5	0.6	0.6

TILLVÄXT	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Försäljningstillväxt	103%	8%	-9%	16%	10%
VPA tillväxt (just.)	232%	-68%	-159%	-416%	49%

LÖNSAMHET	2018	2019	2020E	2021E	2022E
ROE	18%	6%	-3%	10%	14%
ROCE	10%	1%	1%	9%	11%
ROIC	10%	1%	1%	9%	13%
EBITDA marginal	12%	5%	10%	18%	20%
EBIT marginal	11%	1%	1%	11%	13%
Nettomarginal	10%	3%	-2%	6%	8%

DATA PER AKTIE	2018	2019	2020E	2021E	2022E
VPA	1.63	0.52	-0.31	0.97	1.45
VPA just.	1.63	0.52	-0.31	0.97	1.45
Utdelning	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Nettoskuld	5.75	7.63	5.71	4.58	2.92
Antal aktier	24.14	28.75	29.06	29.06	29.06

VÄRDERING	2018	2019	2020E	2021E	2022E
EV	543.3	903.5	612.0	579.1	530.8
P/E	10.3	45.5	-50.1	15.9	10.6
P/E diluted	10.3	45.5	-50.1	15.9	10.6
P/Sales	1.0	1.6	1.1	1.0	0.9
EV/Sales	1.3	2.1	1.5	1.2	1.0
EV/EBITDA	11.3	42.3	15.8	7.0	5.3
EV/EBIT	12.5	263.6	108.5	11.5	7.8
P/BV	1.5	2.5	1.7	1.5	1.4

AKTIENS UTVECKLING	TILLVÄXT/ÅR		18/20E
1 mån	-2.9 %	Omsättning	-0.7 %
3 mån	-3.8 %	Rörelseresultat, just.	-63.9 %
12 mån	-23.3 %	V/A, just	◆
Årets början	-35.5 %	EK	-2.2 %

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	15.4
Antal aktier, milj.	29.1
Börsvärde, MSEK	446.0

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

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

Erik Nordström

erik.nordstrom@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 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 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 (2020-07-23)

Rating	Personal	Affärer	Nyckeltal
5p	15	12	3
3p - 4p	108	84	33
0p - 2p	6	33	93
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.
