

ZetaDisplay

Sektor: Human Interaction Technology

Positiva signaler

Redeye stärker sin positiva syn på ZetaDisplay efter en Q3-rapport där ARR åter växer sekventiellt. Vi tycker risk/reward ser allt bättre ut i aktien som trots Q3-rapporten, där vårt tidigare orosmoln vänder åt rätt håll, höll sig kvar på nivåer kring vårt Bear case.

Stark rapport stärker sannolikhet för Base case – som dock blir oförändrat

Trots en rapport som stillar vår tidigare oro för den svaga organiska utvecklingen i SaaS-intäkter, rör sig aktien knappt alls från nuvarande bottenivåer. Vi behåller visserligen vårt Base case på 25 SEK. Men vi anser samtidigt att rapporten ökar sannolikheten för vårt Base case, i ett läge där aktien handlas i linje med vårt Bear case. Sammantaget anser vi således att risk/reward förbättrats ytterligare efter rapporten.

Viss ljusning i marknaden men andra Coronavåg oroar

Ledningen beskriver en ljusning av marknadsläget under Q3 men flaggar samtidigt för att den – tillsynes nu pågående – andra Coronavågen utgör en osäkerhetsfaktor. Även om läget fortsatt är svårbedömt, talar mycket för att det värsta är över för ZetaDisplays del. Utöver ledningens marknadsbild talar även den sekventiella ökningen av ARR samt bolagets uppdaterade erbjudande – som väntas nå marknaden i närtid – för att ZetaDisplay ska hitta tillbaka till positivt momentum.

Små prognosjusteringar trots trendvändning

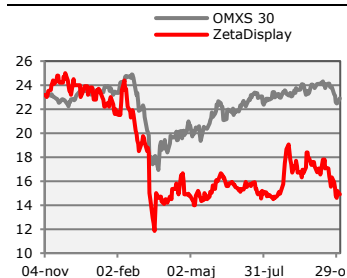
Även om såväl resultat som försäljning kom in i linje med prognos, så överraskade den viktiga ARR-siffran på uppsidan, vilket gör att vi ser positivt på rapporten. Därtill visade bolaget att de även i utmanande tider kan leverera positivt resultat, där de återkommande intäkterna och god kostnadskontroll bidrar. Då vi sedan tidigare räknat med en positiv utveckling under 2021 och framgent gör vi endast mindre prognosjusteringar.

NYCKELTAL (MSEK)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Net sales	404	436	395	468	520	557
EBITDA	48	21	38	78	96	122
EBIT	43	3	4	46	66	92
EPS (adj.)	1.6	0.5	-0.4	0.9	1.4	2.1
EV/Sales	1.3	2.1	1.7	1.3	1.1	0.9
EV/EBITDA	11.3	42.2	17.3	8.0	6.1	4.3
EV/EBIT	12.5	263.5	157.4	13.5	8.9	5.7
P/E	10.3	45.5	-42.7	17.7	11.1	7.3

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)	15.2
Börsvärde (MSEK)	444
Nettoskuld 20E (MSEK)	209
Free Float	74 %
Dagl oms. ('000)	990

ANALYTIKER

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

Växande ARR och god kostnadskontroll i utmanande tid

Försäljningen uppgick till 87 MSEK (101), motsvarande en negativ tillväxt om 14% relativt samma kvartal ifjol. Den organiska tillväxten i fasta växelkurser var -22%. Utvecklingen var i linje med vår prognos om 90 MSEK. Bruttomarginalen var något lägre än väntat, särskilt med tanke på den SaaS-tunga intäktsmixen. Det förklaras sannolikt av en lägre bruttomarginal inom Hårdvara & Övrigt relativt vad vi räknat med. Den tenderar dock att fluktuera utifrån försäljningsmix inom Hårdvara & Övrigt. EBIT blev drygt 5 MSEK vilket var i linje med vad vi väntat oss.

Sammantaget ser vi en stark Q3-rapport där ökad ARR – som vi återkommer till – och god kostnadskontroll leder till positivt EBIT trots svåra marknadsförhållanden.

Utfall vs Prognos - Sammanfattning 3Q20

(MSEK)	3Q19	3Q20	3Q20E	Diff
Försäljning	101.1	86.9	89.5	-3%
<i>Tillväxt YoY</i>	<i>-13.9%</i>	<i>-14.0%</i>	<i>-11.5%</i>	
Bruttoresultat	51.4	45.9	51.7	-11%
<i>Bruttomarginal</i>	<i>50.8%</i>	<i>52.8%</i>	<i>57.8%</i>	
EBITDA	13.2	13.6	12.9	5%
<i>EBITDA-marginal</i>	<i>13.1%</i>	<i>15.6%</i>	<i>14.4%</i>	
EBIT	-14.5	5.3	5.6	-6%
<i>EBIT-marginal</i>	<i>-14.4%</i>	<i>6.1%</i>	<i>6.3%</i>	

Källa: Redeye Research, ZetaDisplay

Ledningen ger en blandad bild av marknadsläget. Dels poängterar bolaget att diskussionerna med kunder – där fördröjningar varit i fokus de senaste två kvartalet – alltmer återgår till det normala. Men ledningen nämner samtidigt att osäkerhet ökat senaste tiden till följd av en andra Coronavåg. Vår bild, efter diskussioner med ledningen, är att de ser relativt optimistiskt på marknadsläget just nu. Men att ledningen samtidigt ser en risk för att den andra Coronavågen trycker tillbaka marknaden tillfälligt.

Hårdvara & Övrigt kom in något under vår prognos. Siffran är dock typiskt sett volatil och därtill gör Coronakrisen läget mer svårbedömt än vanligt. Således drar vi inga växlar av ett något lägre utfall än vi väntat oss.

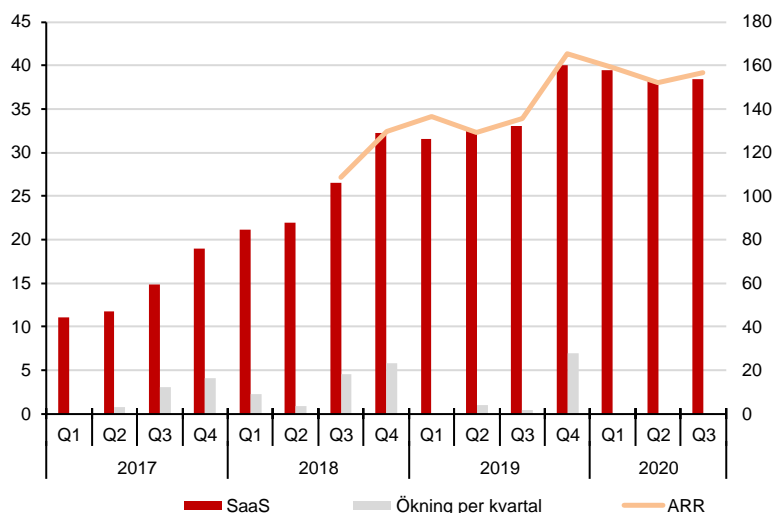
Utfall vs Prognos - Försäljning 3Q20

(MSEK)	3Q19	3Q20	3Q20E	Diff
Hårdvara & Övrigt	68.1	48.5	51.5	-6%
Tillväxt YoY	66.5%	-28.8%	-24.4%	
SaaS	33.0	38.4	38.0	1%
Tillväxt YoY	24.6%	16.5%	15.1%	
Ökning per kvartal (org. est.)	0.5	0.1	-0.3	
ARR	135.8	156.6	152.0	3%

Källa: Redeye Research, ZetaDisplay

Både ARR och SaaS-intäkterna kom dock in högre än vi väntat oss. Avvikelserna kan tyckas små men både ARR och SaaS-intäkterna ökar sekventiellt, vilket vi inte sett på ett par kvartal. Att det sker nu trots utmanande marknadsförutsättningar ser vi positivt på. Ledingen menar att bolaget under hela pandemin haft en stabil kundbas och att man nu ökat försäljningen av licenser och tilläggstjänster något.

ARR och SaaS-intäkter



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

Även om vi inte vill dra för stora växlar av en enskild rapport, så bedömer vi att kvartalet sannolikt markerar en trendvändning och en återgång till organisk ARR-tillväxt. Vår bild är att mycket av det interna arbete som resulterat i ett uppdaterat erbjudande – där lansering mot kunder väntar i närtid – syftar till att öka SaaS-intäkterna. Å andra sidan kan vad som i nuläget ser ut att bli en betydande andra Coronavåg skapa fortsatt volatilitet på kort sikt, om nyckelkunder tvingas stänga.

Övriga externa- och personalkostnaderna var något lägre än vi räknat med och minskade relativt samma kvartal ifjol trots förvärvet av Gaudi. Ledningen menar att kostnadsbesparingsprogrammet givit effekt, vilket siffrorna också stödjer.

Utfall vs Prognos - Kostnader 3Q20

(MSEK)	3Q19	3Q20	3Q20E	Diff
Kostnad för sålda varor och tjänster	-49.7	-41.0	-37.8	9%
% av försäljning	49.2%	47.2%	42.2%	
Övriga externa kostnader	-13.6	-12.2	-12.9	-6%
% av försäljning	13.5%	14.0%	14.4%	
Tillväxt YoY	28.7%	-10.5%	-5.0%	
Personalkostnader	-26.6	-25.3	-28.9	-12%
% av försäljning	26.3%	29.1%	32.3%	
Tillväxt YoY	37.2%	-4.8%	8.6%	
Antal anställda	137	156	155	

Källa: Redeye Research, ZetaDisplay

Finansiella prognoser

Trots en stark rapport gör vi inga större prognosjusteringar, då vi sedan tidigare räknat med växande SaaS-intäkter framgent. Vi justerar dock ned våra prognoser avseende Hårdvara & Övrigt något då vi med tanke på den andra Coronavågen räknar med en något mer dämpad nyförsäljning.

Estimatförändringar 3Q20						
(MSEK)	2020			2021		
	Ny	Tidigare	Föränd.	Ny	Tidigare	Föränd.
Försäljning	395	407	-3.0%	468	482	-2.8%
<i>Tillväxt YoY</i>	-9.5%	-6.8%		18.6%	18.4%	
Underliggande hårdvara & ö.	239	252	-5.3%	298	314	-5.3%
<i>Tillväxt YoY</i>	-20.1%	-15.6%		24.7%	24.6%	
SaaS	156	154	0.9%	170	167	1.8%
<i>Tillväxt YoY</i>	13.6%	12.6%		9.3%	8.3%	
Aktiveringar	14.2	12.0	17.8%	12.0	12.0	0.0%
Bruttoresultat	218	227	-4.1%	252	257	-2.3%
<i>Bruttomarginal</i>	55.2%	55.9%		53.7%	53.4%	
OPEX	-194	-202	-3.8%	-186	-192	-3.4%
Övriga externa kostnader	-62	-64	-1.8%	-55	-57	-3.3%
Personalkostnader	-132	-138	-4.7%	-131	-135	-3.5%
EBITDA	38	37	1.5%	78	77	1.0%
<i>EBITDA-marginal</i>	9.6%	9.2%	4.5%	16.7%	16.0%	3.9%
EBIT	4	5	-7.9%	46	47	-1.9%
<i>EBIT-marginal</i>	1.1%	1.1%		9.9%	9.8%	
Justerat EBIT	21	22	-1.6%	46	47	-1.9%
<i>Justerad EBIT-marginal</i>	5.4%	5.3%		9.9%	9.8%	

Källa: Redeye Research, ZetaDisplay

Vi räknar med en successiv återhämtning avseende Hårdvara & Övrigt samt att SaaS-intäkterna fortsatt visar tillväxt. Vi estimerar att bolaget nästintill når sitt mål 200 MSEK i SaaS-intäkter 2022. Då det sannolikt kommer åtminstone något förvärv innan dess – vilket vi ej inkluderar i prognoserna – ser vi goda chanser att målet uppnås. Däremot räknar vi med 66 MSEK i EBIT under 2022, att jämföra med bolagets mål om 100 MSEK. Vår bedömning är dock att marknaden vid nuvarande kursnivåer räknar med klart lägre EBIT än så. Således ser vi tydlig uppsida givet att våra prognoser uppnås.

Finansiella prognoser Base-case								
(MSEK)	2019	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	2020E	2021E	2022E
Försäljning	436	106	78	87	124	395	468	520
<i>Tillväxt YoY</i>	7.9%	13.1%	-19.9%	-14.0%	-14.0%	-9.5%	18.6%	11.0%
Hårdvara & Övrigt	299	66	40	48	85	239	298	329
<i>Tillväxt YoY</i>	35.0%	7.0%	-38.7%	-28.8%	-19.0%	-20.1%	24.7%	10.5%
SaaS	137	39	38	38	40	156	170	190
<i>Tillväxt YoY</i>	34.5%	25.2%	17.7%	16.5%	-1.2%	13.6%	9.3%	11.9%
Aktiveringar	10	3	3	5	3	14	12	12
Bruttoresultat	228	57	51	46	63	218	252	280
<i>Bruttomarginal</i>	52.3%	54.1%	65.7%	52.8%	51.2%	55.2%	53.7%	53.9%
OPEX	-188	-66	-43	-38	-47	-194	-186	-196
Övriga externa kostnader	-63	-22	-14	-12	-14	-62	-55	-57
Personalkostnader	-125	-44	-30	-25	-33	-132	-131	-139
EBITDA	52	-6	11	14	19	38	78	96
<i>EBITDA-marginal</i>	12.0%	-5.9%	14.2%	15.6%	15.6%	9.6%	16.7%	18.4%
EBIT	3	-15	3	5	12	4	46	66
<i>EBIT-marginal</i>	0.8%	-14.7%	3.4%	6.1%	9.4%	1.1%	9.9%	12.6%

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.

Förvärvsrisk: Bolagets har en uttalad förvärvsstrategi, vilket innebär en potentiell förvärvsrisk. 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	395	468	520
Summa rörelsekostnader	-356	-415	-357	-390	-424
EBITDA	48	21	38	78	96
Avskrivningar materiella tillg.	0	-4	-4	-5	-5
Avskrivningar immateriella tillg.	-5	-14	-30	-27	-25
Goodwill nedskrivningar	0	0	0	0	0
EBIT	43	3	4	46	66
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	4	13	-12	-14	-14
Valutakursdifferenser	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	47	17	-8	32	51
Skatt	-8	-2	-3	-7	-11
Nettoreultat	39	15	-10	25	40

BALANSRÄKNING	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Tillgångar					
<i>Omsättningstillgångar</i>					
Kassa och bank	83	129	91	117	158
Kundfordringar	83	101	107	126	140
Lager	13	10	16	19	21
Andra fordringar	29	28	28	28	28
Summa omsättn.	208	267	241	290	347
<i>Anläggningstillgångar</i>					
Materiella anl. tillg.	8	19	19	21	23
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	58	51	46
Övr. immater. tillg.	22	34	41	38	37
Övr. anlägg. tillg.	0	0	0	0	0
Summa anlägg.	419	493	479	473	468
Uppsk. skatteford	5	3	3	3	3
Summa tillgångar	632	764	723	766	818
Skulder					
<i>Kortfristiga skulder</i>					
Levantörsskulder	62	295	300	300	300
Kortfristiga skulder	94	87	95	112	125
Övriga kortfristiga skulder	22	69	69	69	69
Summa kort. skuld	178	450	464	481	494
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	465	482	495
Uppskj. skatteskuld	21	0	0	0	0
Avsättningar	0	0	0	0	0
Eget kapital	271	269	258	283	323
Minoritet	0	0	0	0	0
Minoritet & E. Kap.	271	269	258	283	323
Summa skulder och E. Kap.	632	773	723	766	818

FRITT KASSAFLÖDE	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Omsättning	404	436	395	468	520
Sum. Rörelsekostnader	-356	-415	-357	-390	-424
Avskrivningar	-5	-18	-34	-32	-30
EBIT	43	3	4	46	66
Skatt på EBIT	-7	0	-1	-10	-14
NOPLAT	36	3	3	36	51
Avskrivningar	5	18	34	32	30
Bruttokassaflöde	41	21	37	68	81
Föränd. i rörelseskap	-15	26	-4	-5	-4
Investeringar	-66	-92	-19	-25	-25
Fritt kassaflöde	-40	-45	14	37	52

KAPITALSTRUKTUR	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Soliditet	43%	35%	36%	37%	40%
Skuldsättningsgrad	82%	129%	116%	106%	93%
Nettoskuld	139	219	209	183	142
Sysselsatt kapital	410	488	468	466	465
Kapit. oms. hastighet	0.6	0.6	0.5	0.6	0.6

TILLVÄXT	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Försäljningstillväxt	103%	8%	-10%	19%	11%
VPA tillväxt (just.)	232%	-68%	-168%	-341%	60%

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%	10%	17%	18%
EBIT marginal	11%	1%	1%	10%	13%
Nettomarginal	10%	3%	-3%	5%	8%

DATA PER AKTIE	2018	2019	2020E	2021E	2022E
VPA	1.63	0.52	-0.36	0.86	1.37
VPA just.	1.63	0.52	-0.36	0.86	1.37
Utdelning	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Nettoskuld	5.75	7.61	7.14	6.25	4.84
Antal aktier	24.14	28.75	29.28	29.28	29.28

VÄRDERING	2018	2019	2020E	2021E	2022E
EV	543.3	903.0	652.8	626.7	585.5
P/E	10.3	45.5	-42.7	17.7	11.1
P/E diluted	10.3	45.5	-42.7	17.7	11.1
P/Sales	1.0	1.6	1.1	0.9	0.9
EV/Sales	1.3	2.1	1.7	1.3	1.1
EV/EBITDA	11.3	42.2	17.3	8.0	6.1
EV/EBIT	12.5	263.5	157.4	13.5	8.9
P/BV	1.5	2.5	1.7	1.6	1.4

AKTIENS UTVECKLING	TILLVÄXT/ÅR	18/20E
1 mån	-14.2 %	Omsättning
3 mån	0.3 %	Rörelseresultat, just.
12 mån	-36.2 %	V/A, just
Årets början	-37.8 %	EK

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 Pension & Fonder	4.3 %	4.3 %
Magari Venture AS	4.1 %	4.1 %
Nordea Bank Norge Nominee	4.0 %	4.0 %
(Gc) BNP Paribas Sec Services Paris	4.0 %	4.0 %

AKTIEINFORMATION	
Reuterskod	ZETA.ST
Lista	Small cap
Kurs	15.2
Antal aktier, milj.	29.3
Börsvärde, MSEK	443.6

BOLAGSLEDNING & STYRELSE	
VD	Per Mandorf
CFO	Jacob Stjernfält
IR	Leif Liljebrunn
Ordf	Mats Johansson

NÄSTKOMMANDE RAPPORTDATUM	

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

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

Ansvarsbegränsning

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

Potentiella intressekonflikter

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

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

Angående Redeyes analysbevakning

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

Rating/Rekommendationsstruktur

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

Redeye Rating (2020-11-04)

Rating	Personal	Affärer	Nyckeltal
5p	21	16	3
3p - 4p	107	87	40
0p - 2p	5	30	90
Antal bolag	133	133	133

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.
