ERIK PENSER BANK

Penser Access | Konsumentvaror | Sweden | 25 August 2020

ZetaDisplay

En potentiell Europeisk dominant

En bransch i förändring...

Digital Signage-marknaden har historiskt varit geografiskt fragmenterad, storbolag likt IKEA har haft lokala leverantörer på samtliga marknader vilket gjort att man samarbetat med närmare 40 olika bolag. Vi och branschkännare har sett en utveckling då kunder söker en global partner för Digital Signage. ZetaDisplay är ett av dessa bolag och kan genom sin relativt dominanta position konsolidera marknaden.

...förändrad intäktsdynamik...

Historiskt sett har intäkterna inom Digital Signage dominerats av hårdvara och integration. Mjukvaran har varit relativt enkel och har historiskt enligt branschkännare utgjort 3-5% av industrin. Genom att integrera mjukvaran för Digital Signage med kunders BI och ERP-system kan bolag likt Zeta öka andelen mjukvarurelaterade intäkter. 2019 utgjorde SaaS-intäkter (återkommande mjukvaruintäkter) 31% av Zetas omsättning.

..gör att vi ser potential i aktien

Den ökande andelen mjukvaruintäkter bedömer vi kommer leda till multipelexpansion framöver. Kombinerat med den starka strukturella tillväxten i industrin ser vi ett motiverat värde om 24-26 kr i aktien. Då bolagets kassa är välfylld ser vi en låg risk i bolaget. Vi bedömer att nästa kurstrigger är ett förvärv på DACH-marknaden.

Estimatändring (SEK)

	Nu	Förr	
EPS, just 20e	0.79	0.79	0.0%
EPS, just 21e	1.6	1.6	0.0%
EPS, just 22e	2.12	2.12	0.0%

Kommande händelser

Q3'20 rapport	den 4 november 2020

Bolagsfakta (mkr)

Antal aktier	27.3m
Market cap	453
Nettoskuld	181
EV	634
Free Float	31.00%
Avg. No. of Daily Traded Sh.	50.0(k)
Reuters/Bloomberg	ZETA.ST/ ZETA SS

Prognos (SEK)

	19e	20e	21e	22e
Sales,m	436	488	561	616
Sales Growth	7.9%	11.8%	14.9%	9.8%
EBITDA, m	52	57	100	118
EBIT, m	3.4	21.7	64.3	82.2
EPS, adj	1.40	0.79	1.60	2.12
EPS Growth	1.2%	(43.3)%	101.2%	32.7%
Equity/Share	9.9	10.2	11.5	13.1
Dividend	0.00	0.25	0.50	0.50
EBIT Marginal	0.8%	4.5%	11.5%	13.4%
ROE (%)	5.6%	3.0%	13.9%	16.2%
ROCE	0.8%	4.8%	12.9%	15.1%
EV/Sales	1.45x	1.30x	1.13x	1.03x
EV/EBITDA	12.1x	11.0x	6.3x	5.4x
EV/EBIT	185.0x	29.2x	9.9x	7.7x
P/E, adj	11.9x	20.9x	10.4x	7.8x
P/Equity	1.7x	1.6x	1.4x	1.3x
Dividend yield	0.0%	1.5%	3.0%	3.0%
FCF yield	(16.7)%	2.7%	9.5%	13.5%
Net Debt/EBITDA	3.4g	3.6g	1.7g	1.0g

Risk och Avkastning

Motiverat värde	22.00 - 24.00
Current price	SEK16.60
Risknivå	Low
Kurspotential	Medium

Kursutveckling 12 mån

Analytiker

rikard.engberg@penser.se
Analysavdelningen

This report was completed and disseminated 24 August 2020: 7:45 CEST

Sammanfattning

En potentiell Europeisk dominant

Investment Case

ZetaDisplay är en av Europas största helhetsleverantörer av tjänster och hårdvara inom digital kommunikation i fysiska miljöer, Digital Signage. Med ZetaDisplays teknik kan butiksförsäljningen och andra effektivitetsmål öka då t.ex. en viss reklam/produkt kan lyftas fram på de digitala skärmarna i butik vid specifika omständigheter. Bolaget jobbar nära med ett flertal stora internationella kunder som t.ex. IKEA, Hurtigruten, Hesburger, ATG och Ekornes. Marknaden för Digital Signage bedöms växa med en CAGR på minst 8% de kommande fem åren, där ZetaDisplay bedöms kunna växa snabbare. Vi bedömer att ett motiverat värde för ZetaDisplay är 24-26 kr och ser därmed en uppsida på drygt 50% i aktien. Vi ser en medelhög potential i aktien, till en låg risk.

Bolags profil

E-handelns tillväxt leder till ökade investeringar i fysiska butiker
ZetaDisplay är en europeisk helhetsleverantör av digitala tjänster för butikskommunikation till detalj- och servicehandelsbolag. Uppdrag innefattar även kommunikation i offentliga miljöer t.ex kollektivtrafik och intern komunikation bland storbolag. Med bolagets teknik skapas profiler på butikskedjors kunder som kan analyseras för att maximera butiksförsäljningen genom att t.ex. anpassa reklam eller innehåll på de digitala skärmarna efter butiksspecifika förutsättningar. Detta skapar en oerhörd flexibilitet och effektivitet jämfört med traditionella affischer eller reklamblad som måste skapas och bytas ut manuellt. ZetaDisplay kan även maximera försäljningen genom att lyfta fram olika varor som butiken är mer mån om att sälja för tillfället, eller undvika att framhäva produkter som en specifik butik inte har i lager.

Fokus på större internationella kunder
De senaste åren har trenden bland kunder inom Digital Signage rört sig alltmer mot att anlita större internationella aktörer på Digital Signage-marknaden. Den bakomliggande orsaken är att kunden oftast behöver liknande lösningar för flera butiker internationellt. Detta skapar stordriftsfördelar vilket ZetaDisplay utnyttjar med sin marknadsledande position på ett flertal marknader i norra Europa. Idag levererar Zeta lösningar åt kunder som Volkswagen, Ekornes, Hesburger, IKEA, Hurtigruten och ATG.

Globalt femårigt ramavtal med Ingka Group (IKEA)
Under 2019 tecknade ZetaDisplay ett femårigt ramavtal med IKEA. Avtalet startade 1 juli 2019 och väntas avse hårdvara, installation, mjukvara, drift och tjänster. IKEA kommer att vara en viktig referenskund inför framtida upphandlingar, samtidigt som ZetaDisplay expanderar globalt. Därmed ser vi avtalet som banbrytande. Som vi nämnde i vår senaste analysuppdatering har ledningen förberett sig för en internationell expansion en längre tid, vilket tydliggörs av flera faktorer. 1) I maj 2018 förvärvades Webpro, vilket bidrog till en internationell kundbas med namn som bl.a. IKEA 2) I slutet av 2018 anställde bolaget en ansvarig för Europaaffären 3) Vi har noterat ökade förberedelser under H1'19 specifikt för satsningar internationellt.

Mjukvarumarginaler över 90%
ZetaDisplays försäljning utgörs idag av både hårdvara (digitala skärmar), tjänster king produkten och mjukvara (SaaS-intäkt). Vi bedömer att bruttomarginalen på mjukvarusidan uppgår till över 90%. Hårdvara och installation bedömer vi generellt ha marginaler omkring 30%. Då projekten oftast är väldigt framtunga utgörs drygt 80% av försäljningen av hårdvaruinstallation år 1, medan resterande 20% av ordervärdet är repetitiva intäkter utspridda över de 4 efterföljande åren. Därmed ökar generellt omsättning medan marginalen pressas initialt, för att sedan på sikt medföra högre marginaler. Betydelsen av at fokusera på

Sammanfattning

En potentiell Europeisk dominant

marginalen över en längre period, och inte lägga alltför stor vikt vid enskilda kvartal kan därför inte underskattas.

Stark underliggande marknadstillväxt
Enligt oberoende rapporter bedöms den totala Digital Signage-marknaden växa i genomsnitt drygt 8% årligen och nå ett totalt marknadsvärde på USD 33 mdr år 2023. Med ZetaDisplays marknadsledande position i norra Europa och med en bred och stabil kundportfölj bedömer vi det som troligt att ZetaDisplay lyckas växa snabbare än den totala marknaden. Vi menar också att den nordiska marknaden är i framkant vad gäller Digital Signage och räknar med att övriga Europa följer efter. Genom att vara marknadsledande på den mest välutvecklade marknaden, Norden, har Zeta stark kännedom som företaget kan använda för att konsolidera den kontinentaleuropeiska marknaden.

Fortsatt goda förvärvsmöjligheter
Historisk har ZetaDisplay varit aktiva på förvärvsfronten och förvärvstillväxt har stått för merparten av tillväxten. Dagens Digital Signage-marknad utgörs av ett flertal mindre aktörer med en ambition om att vara en del av ett större internationell bolag. Vi bedömer därför att förvärvsmultiplarna behålls någorlunda stabila framgent på drygt 4-7x EBIT. Vid förvärv fokuserar ZetaDisplay primärt på objekt med tre huvudsakliga syften. Antingen försöker man förstärka positionen på en befintlig marknad, komplettera den befintliga teknologin i sitt erbjudande, eller förvärva bolag för att expandera på marknader där ZetaDisplay inte befinner sig i dagsläget.

Finansiella mjukvarumål
ZetaDisplay har ett uttalat mål om att nå minst 200 mkr i kontrakterade tjänster (återkommande intäkter) senast 2022. Rörelseresultatet ska överstiga 100 mkr vid utgången av 2022, och bolaget eftersträvar en soliditet mellan 30-50%. Bolaget ska använda utdelning som medel för att säkerställa att soliditeten inte överstiger 50%. Ovanstående bör tolkas som mål satta med mjukvaruaffären i åtanke och ger en tydlig indikation om vilket håll företaget rör sig.

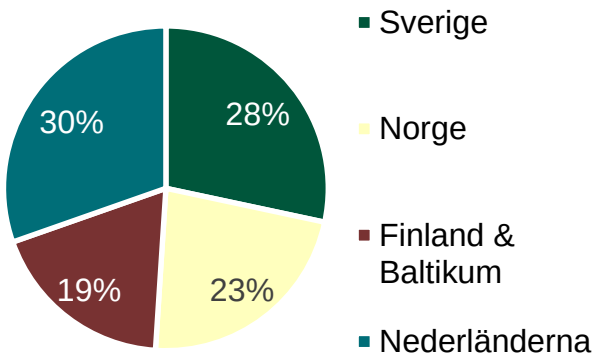
Värdering

Övergången till mjukvarubolag innebär stor aktiepotential
Det tydliga sambandet mellan värdering och andel SaaS-intäkter bådar väg för en multipelexpansion för ZetaDisplay givet att SaaS-intäkternas del av helheten ökar. Vi bedömer detta möjligt och anser därför att Zeta ska handlas till EV/EBITDA 15x på estimaten för 2021. Denna uppvärdering är dock villkorad av att bolaget bibehåller SaaS-intäkter kring 50% av omsättningen. Multipeln motsvarar därmed en kurs om 24-26 kr.

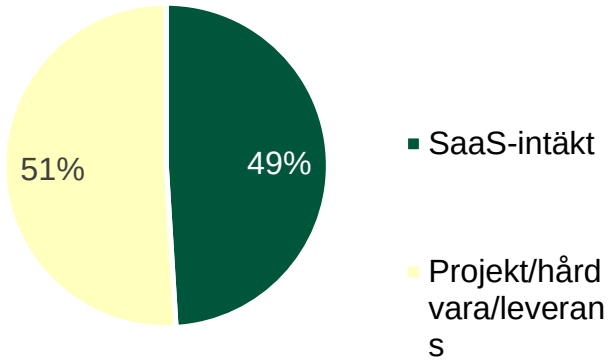
Motiverat värde

Resultatet från vår DCF stämmer väl överens med vår relativvärdering. Zeta handlas i dagsläget på en implicit WACC om ca 12%. Vi ser således en hög potential i aktien till en låg risk. Vi ser förvärv i framförallt DACH-regionen. Bolaget är välkapitaliserat med hög andel återkommande intäkter. Vi bedömer även att bolaget kommer stärkta ur Covid-19-krisen.

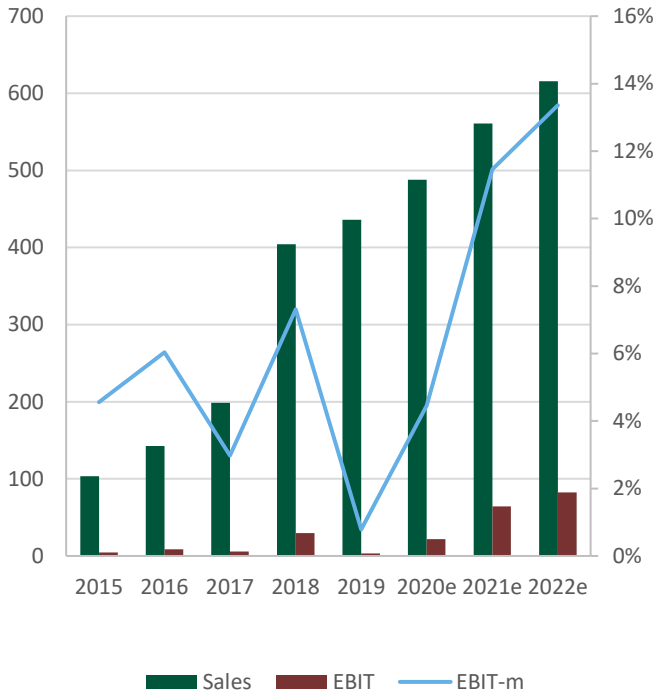
Geografiska Segment (senaste kvartalet)



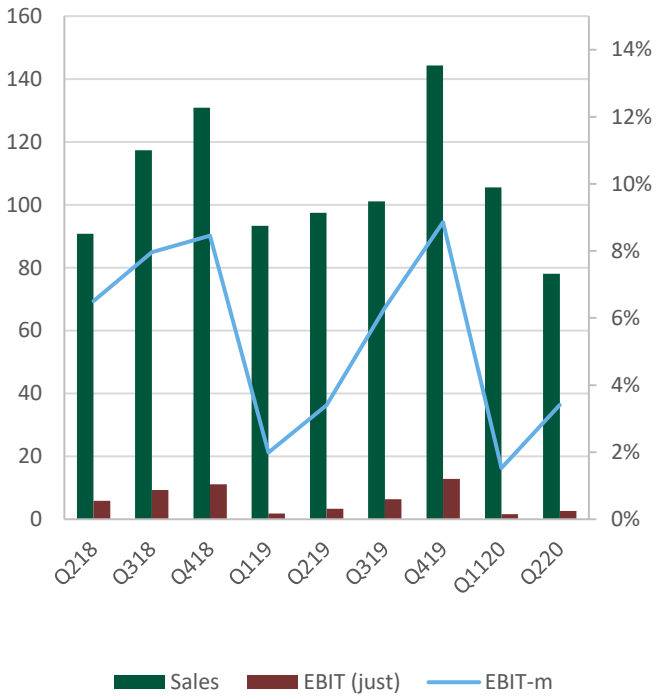
Operativa Segment (senaste kvartalet)



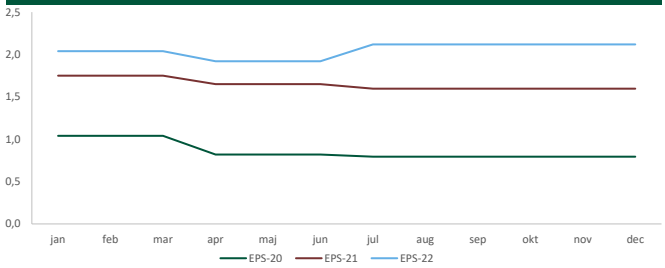
sales and EBIT



sales and EBIT (Quarterly)



EPS-justeringar



Bolagsfakta

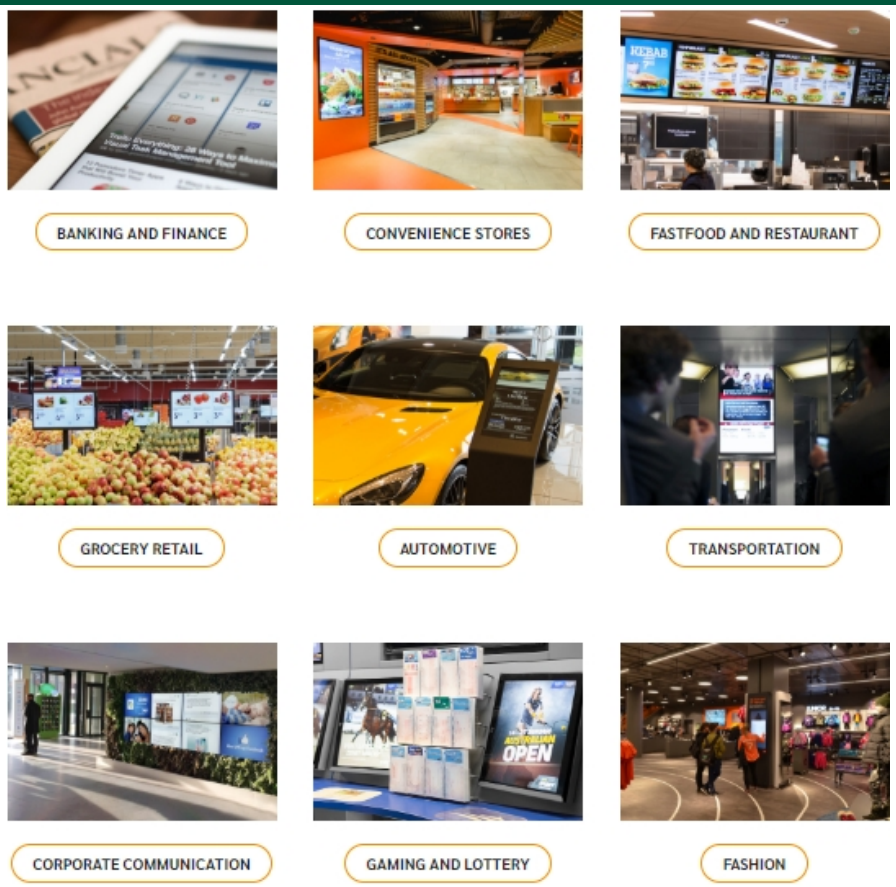
Största aktieägare	Röster	Aktier
NIDOCO AB	13,7%	13,7%
Anders Pettersson med familj	12,1%	12,1%
Mats Johansson	9,4%	9,4%
Anders Moberg	4,5%	4,5%
Övriga	60,3%	60,3%
Ordförande		Mats Johansson
Verkställande direktör		Per Mandorf
Finansdirektör		Jacob Stjenfäldt
Investerarkontakt		Daniel Oelker
Hemsida		https://zetadisplay.com/

Produkterbjudande

Digital Signage och traditionell annonsering.

ZetaDisplay verkar inom den industri som benämns Digital Signage. Digital Signage innebär digital kommunikation i olika miljöer. ZetaDisplay och branschkännare har identifierat tre fokusområden - retailhandeln, offentliga miljöer (ex. kollektivtrafik, tågstationer, kryssningsfartyg eller mässor) samt bolag med stort behov av internkommunikation. Nedan följer exempel på installationer inom de tre olika fokusområdena. Nedan bilderna följer även en kort beskrivning om ett case i varje fokusområde:

Exhibit 1 - Typer av kunder



Bank och finans: ZetaDisplay har avtal med b.la. den nederländska banken Volksbank. Här levererar Zeta till interna och externa utrymmen inom bankkoncernen. En av de stora utmaningarna med detta projekt var bland annat bolagets omställning från fasta kontorsplatser till ett helt öppet kontorslandskap.

Mindre butiker/restauranger: Här samarbetar ZetaDisplay med den norska restaurang-/butikskedjan Salomon Company.

Snabbmat/restaurang: ZetaDisplay har den finländska hamburgerkedjan Hesburger som kund. Hesburger rörde sig från analoga till fullt digitala butiksmiljöer för att öka servicenivå och försäljning.

Dagligvaruhandel: Den finska dagligvarukedjan Kesko har ca 1 600 butiker i Finland, och har med hjälp av ZetaDisplays produkter digitaliserat butiker. Genom sin API-server har man möjlighet att via kundens POS-system (Point of sale) anpassa marknadsföringen i butiken efter vad som säljs och vad handlaren har i lager.

Bilhandlare: ZetaDisplay ansvarar för att digitalisera Mercedes-Benz-showrooms i tre länder. Varje handlare har access till en central databas med kampanjer som läggs upp av Mercedes-Benz centralt, men har full frihet att skapa en unik sammansättning av underhållet för den lokala mikromarknaden.

Kollektivtrafik/transport: ZetaDisplay kan leverera sina tjänster till kollektivtrafik eller andra transportlösningar som exempelvis flygplatser. För ägare eller operatörer av sådana områden utgör Digital Signage en möjlighet att vägleda och informera kunder bättre, alternativt kan Digital Signage medföra en intäktskälla via annonsering. ZetaDisplay har ett ramavtal med Ruter, operatören av kollektivtrafik i Oslo/Akershus.

Företagskommunikation: ZetaDisplay underlättar här för bolag att kommunicera med sina anställda. Vi bedömr att detta kommer vara ett tillväxtområde framöver i och med de förändringar som kommer ske på arbetsplatser som en följd av Covid-19.

Spel och lotteri: ZetaDisplay vann 2018 en upphandling om att bygga om det digitala erbjudandet hos 2000 ATG-ombud i Sverige så att de utöver den traditionella travaffären även kan hantera sportspel. Totalt gjordes ca 7 000 installationer i Sverige. Denna affär omfattade ca 80 mkr i hårdvara, leverans och utveckling av system och efterföljande mjukvarukontrakt till ett värde av ca 5 mkr årligen. Betting/spelbolag är en viktig sektor för ZetaDisplay då man förutom ATG har det finska spelmonopolet Veikkaus som kund.

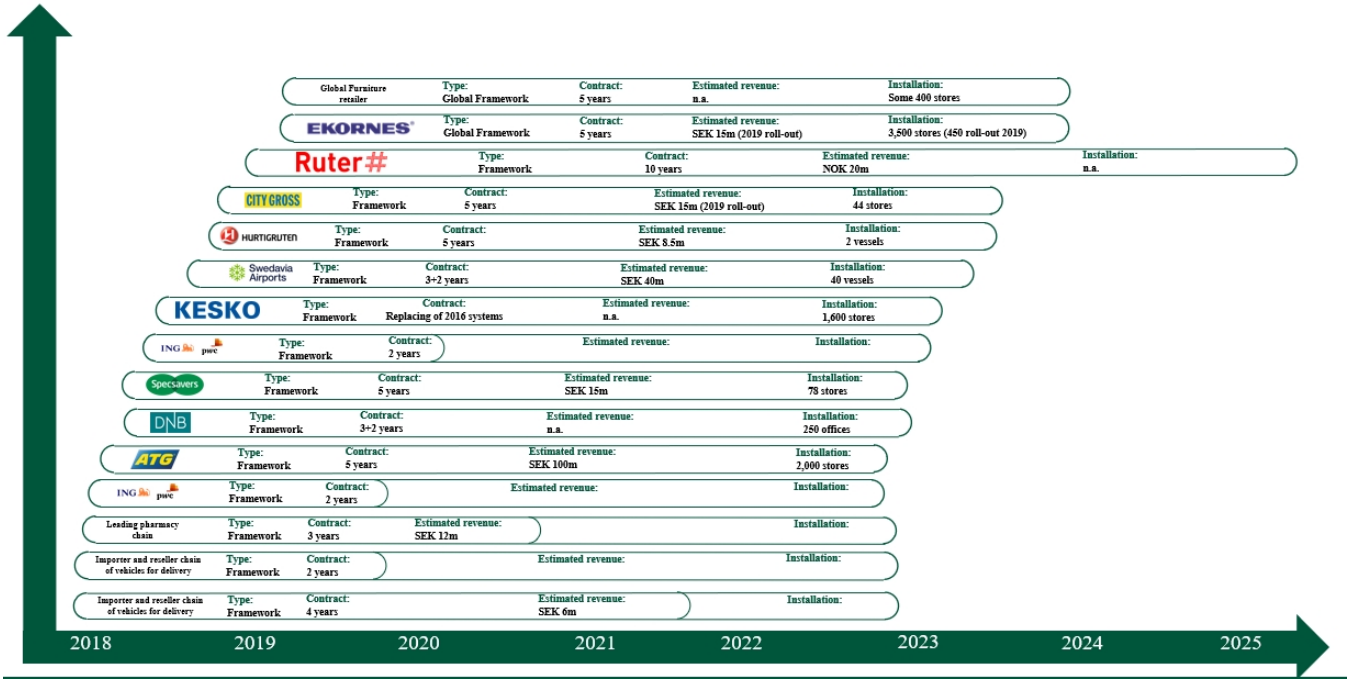
Mode: Redan före Covid-19 var sällanköpshandel och den fysiska försäljningen i butik på nedgång inom modeindustrin. Den främsta anledningen var ökad näthandel. Denna trend har accelerat med anledning av Covid-19. Vi bedömer att investeringar i butiksmiljöer kommer öka när Europa öppnar upp efter pandemin då fysiska butiker kommer behöva öka upplevelsevärdet för att vinna kunder. Digital Signage kan komma att ha en viktig funktion i öppnandet av Europa. ZetaDisplay, som en sådan aktör, har genom APIer tillgång till personräknare vilket möjliggör att ställa om skyltar när en butik blir full eller, exempelvis, uppmana kunder att hålla avstånd. Nedan följer ett exempel på ZetaDisplays AccessControl där ZetaDisplay har kopplat ihop mjukvara och skärmar med en besöksräknare. När ett på förhand bestämt antal besökare är i butiken slår displayerna om från reklam till varningsskyltar.

Zeta Display och Covid-19

En industri där Zeta har vunnit stora kontrakt de senaste åren är inrednings- och möbelindustrin. Inom denna industri har man flera ofattande avtal med b.l.a det norska bolaget Ekornes om installationer i ca 3 500 butiker globalt under 5 år. Zeta har även vunnit ett globalt avtal med IKEA. Avtalet innefattar att under 5 år installera system i ca 400 varuhus globalt.

Nedan visar vi några av de projekt som ZetaDisplay arbetar med i dagsläget. Värt att notera är att många av projekten befinner sig i ett stadie där marginalen är som högst eftersom installationerna är genomförda och intäkterna kommer enkom ifrån mjukvara.

Exempel på kundprojekt hos Zeta

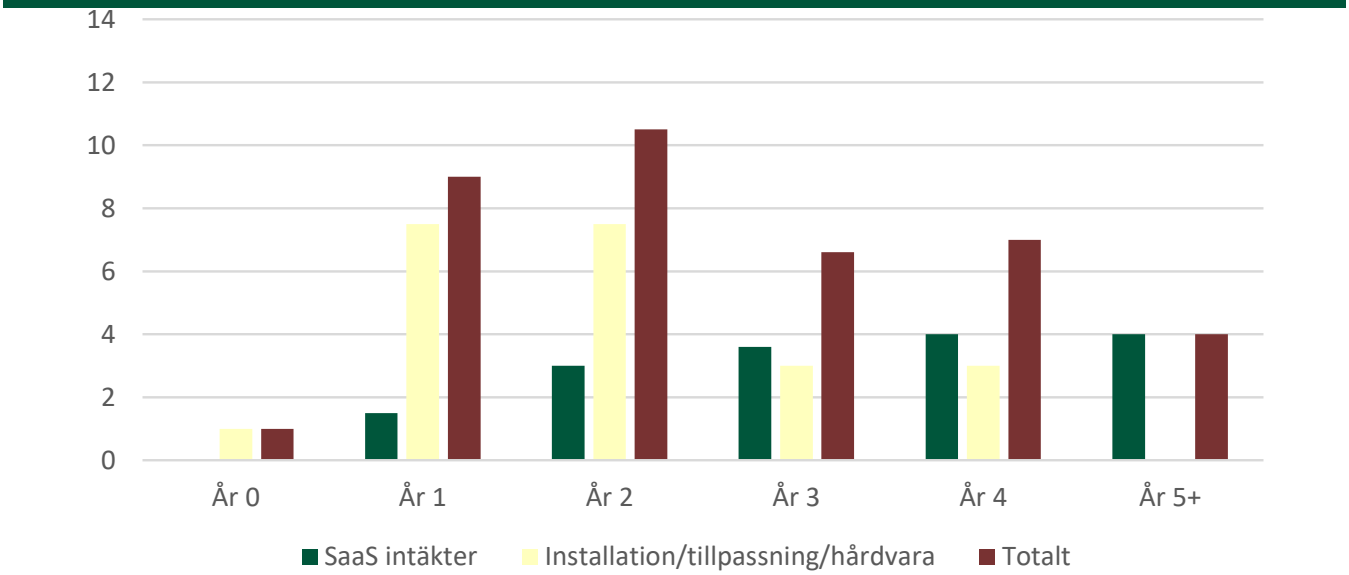


På nästa sida följer en mer detaljerad tidslinje över ZetaDisplays verksamhet sedan start. I tidslinjen presenteras kapitalmarknadsaktivitet samt viktiga kontrakt som bolaget har vunnit.

	ZetaDisplay tidslinje
2003	•Företagets nuvardande verksamhet grundas.
2004	•Förta ordern erhålls från Apoteket AB.
2005	•ICA Sverige AB tecknar en order om installation av displaystativ i över 100 ICA Kvantum butiker.
2006	•Bolaget erhåller två patent som täcker design av displaystativen och tekologin som används för att kommunicera med konsumenterna.
2007	•Bolaget etablerar sig i Danmark genom förvärvet av ScreenVisuals ApS.
2008	•Bolaget erhåller order order över 50 mkr. •Bolaget startat ett dotterbolag i Norge och etablerar sig i Finland genom förvärvet av Popcom Oy. •Företaget ingår ett avtal med Euromaster angående Digital Signage i butiker
2010	•KotiPizza ingår avtal med bolaget gällande Digital Signage i alla sina 260 restauranger.
2011	•Bolaget genomför en nyemission uppgående till 25 mkr. •Bolagets aktier upptas till handel på First North Premier.
2012	•Utrullning av Digital Signage i ICA Nära och ICA Supermarket butiker. •Bolaget ingår partnerskap med Fujitsu för den globala dagligvaruahandelsmarknaden.
2013	•Bolaget ingår ett avtal med ICA gällande lösningar för ICA Maxi.
2014	•Bolaget levererar interaktiv Digital Signage till Thule. •Företaget ingår ett avtal med Avecra i Finland.
2015	•Bolaget förvärvar Marketmedia Oy i Finland. •Bolaget ingår avtal med Alko i Finland. •Bolaget lanserar en ny applikation för Soc technology (System-on-Chip)
2016	•Bolaget ingår ett avtal om 15 mkr för installation i 2500 butiker. •Bolaget erhåller en order värd 8 mkr med koppling till bilindustrin. •Bolaget ingår ett ramavtal värt 40 mkr i Finland. •Bolaget förvärvar ProntoTV AS i Norge. •Bolaget genomför en emission av units uppgående tiill 50 mkr. •Bolagets dotterbolag ProntoTV ingår ramavtal med Statoil ASA gällande Digital Signage. •Bolaget genomför en emission av units och stamaktier.
2017	•Bolaget ansöker om listning på Nasdaq Stockholm. •Bolaget förvärvar Seasam Oy i Finland och genomför en emission av stamaktier. •Bolaget förvärvar LiveQube AS i Norge. •Bolaget genomför en nyemission av stamaktier till insitutuinella investerare till ett belopp om 80 mkr. •Bolaget förvärvar Qyn Bv i Nederländerna och genomför en nyemsission.
2018	•Bolaget ingår partnerskap med SES-amagotag gällande elektronisk hyllmärkning. •Bolagets dotterbolag ProntoTV ingår avtal för leverans av Digital Signage till en ledande apotekskedja i Europa till ett estimerat värde om 12 mkr. • Bolagets dotterbolag Qyn erhåller en ny order för Digital Signage till en ledande aktör inom telekom i Benelux till ett värde om 6 mkr. •Bolaget ingår et avtal med Aktiebolaget Trav och Galopp (ATG) till ett väre om 100 mkr. •Bolaget förvärvar Webpro AS i Norge. •Bolaget genomför en nyemission med företrädesrätt om 74,5 mkr. •Bolaget ingår ett ramavtal med Bergendahls Group för leverans av Digital Signage till Citygross i Sverige.
2019	•Bolaget antar uppdaterade finansiellamål. •Bolaget ingår ett globalt ramavtal gällande Digital Signage med norska Ekornes AS. •Bolaget ingår ett globalt ramavtal med Ingka Group. •Bolaget vinner förstapris som ledande nordiska spelare inom Digital Signage.

För att bättre förstå hur ett typiskt projekt ser ut för ZetaDisplay följer här en kort sammanfattning av de olika stadierna i en affär, med de olika tjänsterna och hur ZetaDisplay tar betalt. ZetaDisplay har en relativt lång försäljningscykel om 9-18 månader. Under denna period brukar kunden inleda med 4-5 pilotprojekt som utvärderas under ett par månader. Kontraktslängden brukar typiskt variera mellan 4-5 år. När ett kontrakt löper ut byts hårdvaran oftas ut och en ny försäljningscykel inleds. Då Digital Signage är ett affärskritiskt system upplever Zeta att man har en låg churn (kundbortfall)bland sina kunder. Nedan följer en tabell över hur intäkterna var fördelade under ett tidigare projekt med ordervärde på ca 35 mkr, som omfattade 50 butiker.

Exempel projekt



Vi bedömer att livslängden på hårdvaran är ca 4-5 år vilket gör att avtalen ofta förnyas. Vi bedömer dock att hårdvarukomponenten på sikt kommer att bli mindre på grund av den ständiga erosionen av priser på hårdvara och datakraft. Vi bedömer även att det värde ZetaDisplays produkter tillför primärt ligger i mjukvaran.

Vi bedömer att de investeringar som Zeta har gjort under senare tid för att uppgradera mjukvaran gör att Digital Signage rör sig mot att bli en del av ett affärssystem vilket gör systemen mer affärskritiska. Detta bedömer vi bidrar till lägre churn, och bidrar även till att man kan ta ut ett högre pris. Vi bedömer även att ZetaDisplay kan uppvisa tydliga indikationer om en ROI, vilket gör att potentiella kunder enklare kan göra lönsamhetskalkyler (ROI) för ZetaDisplays mjukvara.

Ett bra exempel på hur pass hög ROI:n är för ZetaDisplays produkter är det case man gjorde för mäss- och eventcentret RAI Amsterdam. Mässan behövde ett dynamiskt system för att hjälpa besökare att navigera på mässan. ZetaDisplay installerade ca 790 skärmar och två stora LED-väggar samt bolagets mjukvara för att styra installationerna. Kunden lyckades reducera antalet anställda med ansvar för Digital Signage till endast 5 personer mot ett tidigare betydligt större team.

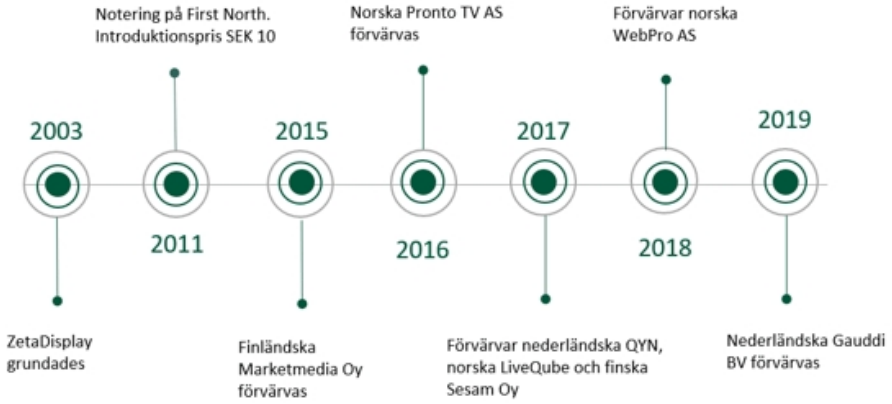
Drivkrafter framöver

Vi bedömer att en av de främsta drivkrafterna för ZetaDisplay framöver är M&A. Nedan följer en tidslinje över de senaste förvärven bolaget har gjort. ZetaDisplay är tydliga med att man har tre kriterier för att utvärdera potentiella förvärv. Utöver dessa tre aspekter har Zeta historiskt visat en stark förmåga att skapa synergier genom att b.la. integrera mjukvaruplattformar och andra effektiviseringsåtgärder.

- **Intressant kundstock**: ZetaDisplay vill genom förvärvet ta över en intressant kundstock inom marknaden där man gör förvärvet. Ett exempel kan vara att bolaget har en ledande detaljhandelskedja som kund eller är ledande inom en specifik industri. (Se nedan för exempel på båda).
- **Ny marknad**: ZetaDisplay har som ambition att bli en paneuropeisk aktör. Denna resa började med förvärv i de övriga nordiska länderna och har fortsatt med förvärv på den nederländska marknaden.
- **Ny teknologi**: Genom förvärv kan ZetaDisplay bredda sitt erbjudande till slutkund och på detta vis höja ARPU (intäkt per aktiv kund).

Vidare bedömer vi och branschkännare att det finns en utbredd kundvilja att branchen konsolideras. Kunderna finns i flertalet europeiska länder och söker en partner snarare än flera lokala partners inom Digital Signage. ZetaDisplays avtal med IKEA belyser detta.

Tidslinje för M&A



Nedan följer en kort beskrivning av de förvärv som Zeta gjort sedan bolaget kom till börsen:

Marketmedia (2015): Marketmedia köptes 2015. Bolaget var aktivt i Finland och hade en intressant kundstock med bolag som Veikkaus (finska statliga spelmonopolet). Affären gjorde att Zeta slog sig in på den finska marknaden samt etablerade sig i spel/bettingsektorn. Vi bedömer att det var via den branschkunskap man fick via förvärvet som det stora kontraktet med ATG kunde vinnas i Sverige. Då både Veikkaus och ATG är kunder bedömer vi det som sannolikt att Svenska Spel är en potentiell kund inom kommande 2 år. Nedan följer en tabell som visar de två bolagens resultaträkning för 2014. Bolaget förvärvades för ca 18,6 mkr och finansierades med befintlig kassa ochbanklån. Värderingen motsvarade EV/EBITDA 5x. ZetaDisplay såg tydliga synergier i affären då Marketmedia inte hade egenutvecklad mjukvara. Genom att byta till ZetaDisplays system kunde lönsamheten öka.

2014	ZetaDisplay (mkr)	Marketmedia (mkr)
Omsättning	58,5	32
EBITDA	0,5	3,7
EBITDA-marginal	1%	12%
EBIT	-3,4	2,4

2015	ZetaDisplay (mkr)	ProntoTV (mNOK)
Omsättning	103,4	50,7
EBITDA	9,1	11,6
EBITDA-marginal	9%	23%
EBIT	4,7	8,6

Pronto TV (2016): Förvärvet gjorde att Zeta tog ett steg in på den norska marknaden. ProntoTV hade kontrakt med flera norska storbolag, t.ex. XXL och SevenEleven. Förvärvet belyser den förvärvsstrategi som ZetaDisplay har, som innebär expansion på nya marknader samt ta över kontrakt med marknadsledare. Värderingen ink. tillägsköpeskillingen uppgick till EV/EBITDA 11,6x.

2017 förvärvade Zeta tre bolag, nederländska Qyn, finska Sesam och norska LiveQube. Nedan följer en kort beskrivning av varje bolag samt finansiella siffor för bolagen året innan Zeta förvärvade dem. Vi presenterar även de förvärv som Zeta gjorde 2018 och 2019.

2016	ZetaDisplay (mkr)	LiveQube (mNOK)
Omsättning	142	11
EBITDA (just)	38,8	2,8
EBITDA-marginal	27%	25%
EBIT	8,6	?

2016	ZetaDisplay (mkr)	Sesam Oy (mkr)
Omsättning	142	33,8
EBITDA (just)	38,8	4,4
EBITDA-marginal	27%	13%
EBIT	8,6	2,6

2016	ZetaDisplay (mkr)	Webpro (mNOK)
Omsättning	142	24
EBITDA (just)	38,8	-
EBITDA-marginal	27%	-
EBIT	8,6	4,1

2016	ZetaDisplay (mkr)	QYN (mkr)
Omsättning	142	55
EBITDA (just)	38,8	10,4
EBITDA-marginal	27%	19%
EBIT	8,6	-

2018	ZetaDisplay (mkr)	Gauddi (mSEK)
Omsättning	404	49
EBITDA (just)	48,155	8,2
EBITDA-marginal	12%	17%
EBIT	29,551	n/a

QYN (2015): Qyn var ZetaDisplays första förvärv utanför norden och etablerade bolaget på Beneluxmarknaden. Bolaget har flertalet paneuropeiska kunder likt ING, KPN, PWC och Intersport. Förvärvet belyser hur ZetaDisplays kan växa på internationella marknader och vikten av att välja rätt bolag att förvärva då det ofta finns intressanta kundkontrakt att ta över. Förvärvet finansierades av befintlig kassa samt en nyemission. Räknat på full tilläggsköpeskilling uppgick värderingen på QYN till EV/EBITDA 12,9x.

Sesam (2015): Sesam var vid förvärvstilfället ZetaDisplays främsta konkurrent på den finska marknaden. Genom förvärvet tog man över kundkontrakt som Burger King, Neste och O'learys. Vi anser att förvärvet befäster bolagets starka ställning på den finska marknaden. Förvärvet finansierades av lån, befintlig kassa och en mindre nyemission. Sesam förvärvades till en multipel om EV/EBITDA 10x.

LiveQube (2015): Förvärvet av LiveQube är annorlunda jämfört med bolagen ovan. Det norska bolaget är specialiserat på att erbjuda lösningar för att spela upp musik i butiker. ZetaDisplay lyckades därmed komma över ett bolag med en teknologi som möjliggör högre intäkter per kund genom ett bredare produktutbud. Förvärvet finansierades av befintliga likvida medel.

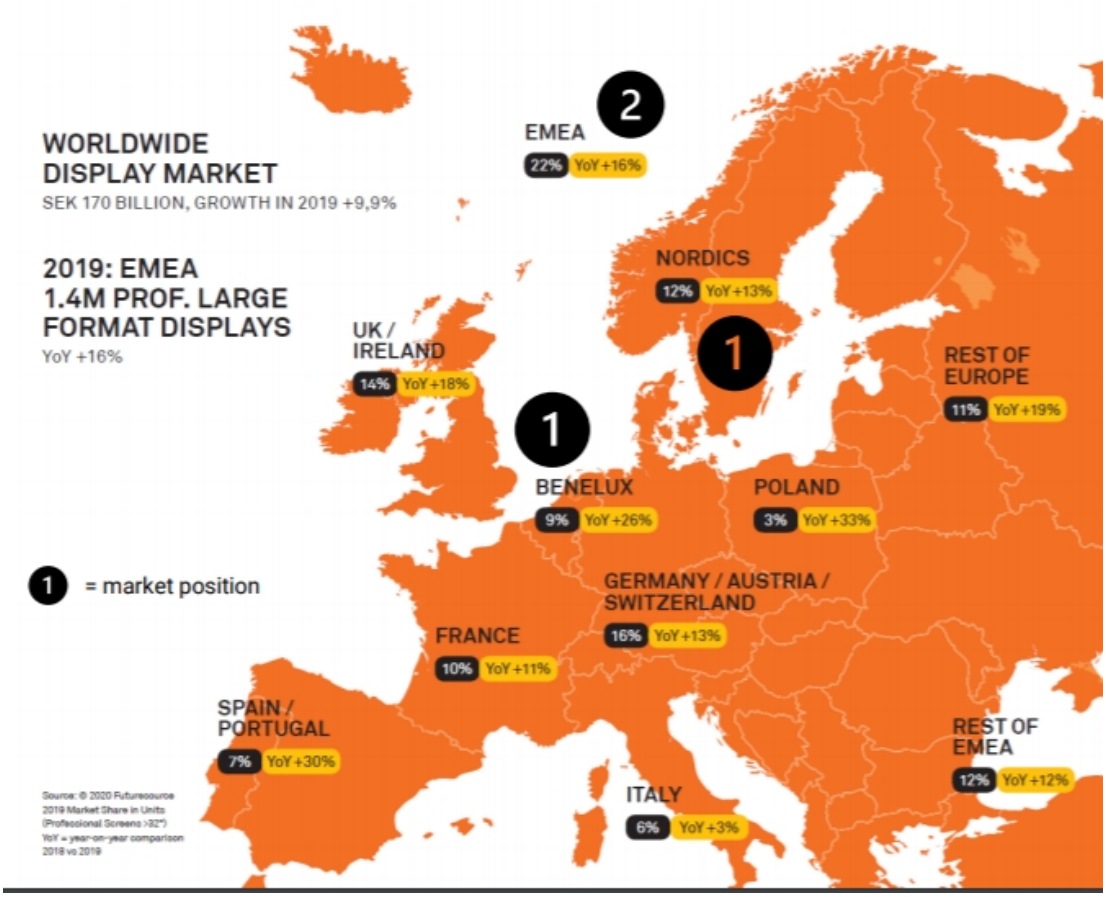
Webpro (2018): Webpro liknar förvärvet av Sesam då det stärkte ZetaDisplays närvaro på en kärnmarknad. Förvärvet gjorde även att ZetaDisplay tog över viktiga kundkontrakt som IKEA, Statoil och McDonald's i Ryssland. Webpro hade en något starkare marginal än ZetaDisplay vilket går att härleda till högre andel mjukvaruintäkter än ZetaDisplay. Förvärvet finansierades av en garanterad nyemission. Inklusive full tilläggsköpeskilling betalade ZetaDisplay 11,9x rörelseresultatet för Webpro.

Gauddi (2019): Genom förvärvet av Gauddi stärke ZetaDisplay sin position som den ledande leverantören av Digital Signage-lösningar inom Benelux-regionen. Gauddi hade en något högre andel SaaS-intäkter än Zeta hade vid tidpunkten av förvärvet vilket ledde till en marginalexpansion för ZetaDisplay. Förvärvet finansierades med befintlig kassa. Zeta betalade 8,7x EBITDA ink full tilläggsköpeskilling för bolaget.

Vi bedömer att förvärv är den starkaste katalysatorn i Zetas utveckling framöver och ser det som sannolikt att bolaget kommer att försöka nå en nya marknad under H2'20. Vi bedömer att DACH-regionen är prioriterad då Digital Signage-penetrationen är relativt låg i denna region. Sammanfattningsvis bedömer vi att Zeta kommer att fortsätta söka och genomföra förvärv och expandera till övriga Europa.

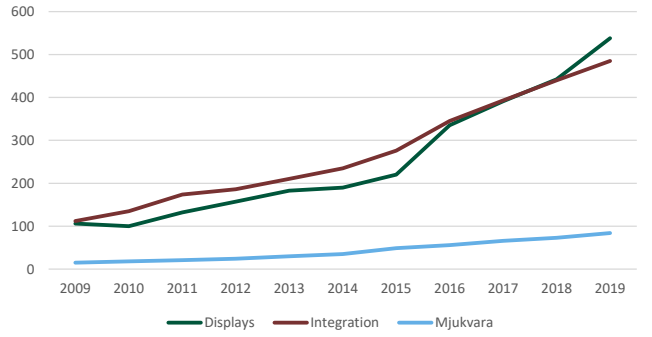
Digital Signage är en industri i kraftig tillväxt. Nedan följer en översikt av de olika Europeiska marknaderna. Bilden ger dock inte en komplett bild av marknadsstorleken då siffrorna endast återger värdet av hårdvaran. Bilden visar även ZetaDisplays ställning på den europeiska marknaden samt olika del marknader.

Den europeiska marknaden

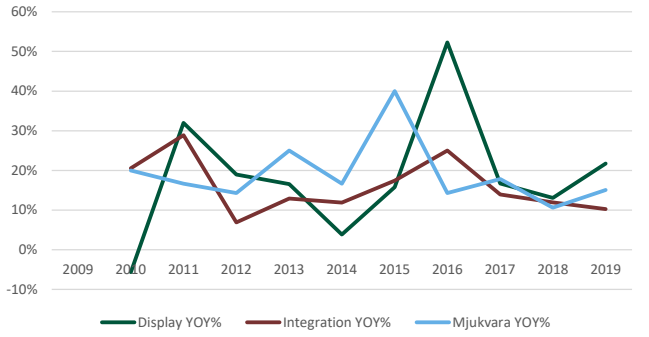


Enligt det tyska konsultbolaget Invidis går Digital Signage att dela upp i tre olika områden, hårdvara, integration och mjukvara. Nedan följer ett diagram på hur de olika intäktsströmmarna har varit fördelade på den Tyska marknaden. Historiskt har marknaden dominerats av hårdvara och integration, men tillväxten är stark i de mjukvarurelaterade intäkterna.

Marknadsstorlek EURm



Tillväxt marknadskomponenter



Historiskt sett har Digital Signage marknaden varit fragmenterad. Den främsta anledningen till detta är att hårdvara har köpts in från stora internationella aktörer t.ex. Samsung, Panasonic, LG etc. Mjukvaran har varit relativt enkel och enligt konsultbolaget Invidis endast motsvarat ca 3-5% av omsättningen i ett typiskt projekt. Marknaden har därför blivit fragmenterad på länderbasis och har dominerats av lokala systemintegratörer, t.ex. ZetaDisplay. Ett exempel på fragmenteringen är att IKEA hade kring 40 leverantörer innan ramavtalet med ZetaDisplay tecknades.

EPB tillsammans med flertalet marknadskännare bedömer att dynamiken i industrin kommer att förändras under kommande 2-3 år. Vår bedömning är att mjukvaran blir en mer dominerande komponent i erbjudandet. Detta eftersom vi har sett en utveckling där Digital Signage-mjukvaran integreras via APIs i kunders befintliga BI/ERP-system. Ett exempel på detta är tidigare nämnda Kesko, som har integrerat sitt POS-system med ZetaDisplays mjukvara för displayer, vilket möjliggör att matcha annonsering med vad som säljs för dagen. Då mjukvaran blir mer affärskritisk höjs priserna samtidigt som bolagets churn rate minskar. Vi bedömer även att ARPU kan stiga eftersom tilläggstjänster och integrationer kan säljas till befintliga kunder.

Konkurrentsanalys

Enligt konsultbolaget Invidis är ZetaDisplay det näst största bolaget inom Digital Signage på den Europeiska marknaden. Nedan följer en kort beskrivning av några av de största konkurrenterna på den Europeiska marknaden samt varför vi tror att ZetaDisplay inom kort kommer att expandera via förvärv till den tyska marknaden.

Trison: Trison är ett spanskt bolag som omsätter ca EUR 50-100m. Bolaget är stort i södra Europa och är global partner inom Digital Signage till Inditex (ägare till bl.a. Zara och Massimo Dutti). Bolaget har genom förvärv breddat sina tjänster till att även omfatta produkter för ljud- och doftspridning i butik. Trison har bidragit till konsolideringen av den europeiska marknaden, genom förvärv i UK och Frankrike.

M-cube: M-cube är ett italienskt bolag med ca 18 000 installerade system och 130 varumärken på sin klientlista. Bolaget är i samma storleksklass som ZetaDisplay. Kunder inkluderar McDonald's, Pirelli, Unicredit och Vodaphone. Bolaget har flertalet kunder inom mode vilket är naturligt då man är baserade i Milano. Bolaget har genom förvärv vuxit geografiskt, bl.a. i Frankrike.

Stratacache: Stratacache är ett amerikanskt bolag med kunder som t.ex. AT&T och Luxottica. Bolaget är något mindre än ZetaDisplay.
Nedan följer även ett antal tabeller över de största bolagen på den europeiska, tyska och nordiska marknaden.

DACH 10 största bolag inom Digital Signage			
Företag	Land	Category	MEUR
Cancom	DE	Technical Service Integrator	30-50
Xplace	DE	Technical Service Integrator	20-30
Umdasch Digital	AT	Full Service Integrator	20-30
Radio P.O.S	DE	Full Service Integrator	20-30
JLS	CH	Full Service Integrator	10-20
Heineking Media	DE	Technical Service Integrator	10-20
ICT AG	DE	Technical Service Integrator	10-20
Scala	DE	Full Service Integrator	5-10
PMS Perfect Media Solution	DE	Technical Service Integrator	5-10
Nordland Systems	DE	Technical Service Integrator	5-10

Nordics			
Företag	COUNTRY	FOKUS	MEUR
Zeta Display	Sweden	Full Service Integrator	40-50
MultiQ	Sweden	Full Service Integrator	20-40
ATEA	Nordic	IT Integrator	20-40
Visual Art	Sweden	Full Service Integrator	15-20
Vertiseit	Sweden	Full Service Integrator	5-10
EWQ	Finland	Full Service Integrator	5-10
AdCityMedia	Sweden	DooH	5-10
Craneworks	Finland	Full Service Integrator	5-10
ITAB	Sweden	Shopfitter	5-10
SmartSign	Sweden	Software	0-3

EUROPA top-3		
Namn	Land	M EUR
Trison	ES	50-100
Zeta Display	SE	40-50
M-Cube	IT	20-50

Digital Signage-marknaden i Dach-regionen domineras av det tyska IT-bolaget Cancom som har stor verksamhet i Tyskland. Bolaget är dock inte en renodlad aktör inom Digital Signage, dessa lösningar utgör endast 3% av omsättningen. Den näst största aktören är Xplace som ägs av de tyska detaljshandelsbolagen Media Market/Saturn. Vi bedömer att marknadssituationen med en marknadsledare som inte har sitt fokus på området samt en industriägd aktör gör det möjligt för en utmanare att etablera sig på marknaden via förvärv. Detta hade varit svårare på exempelvis den spanska marknaden som domineras av en renodlad aktör.

Vi bedömer att Digital Signage-marknaden kommer att domineras av två trender under de kommande 5 åren. Den första är en "mjukvarufiering" av industrin där en växande andel av värdet utgörs av mjukvarubaserade produkter. Vi bedömer att mjukvaran inom Digital Signage kommer att bli mer affärskritisk för slutkund då den genom APIs kopplas samman med BI- och ERP-mjukvara. Denna trend har redan börjat enligt Invidis och vi tror därför att systemintigratörer likt Zeta på sikt kommer bli mer renodlade mjukvarubolag.

Den andra stora trenden som vi förutspår är konsolidering. Den europeiska marknaden är fragmenterad med många mindre, lokala aktörer. Anledningarna till detta har beskrivits ovan. Vi bedömer att marknaden kommer att konsolideras av två anledningar. Den första är att kunderna efterfrågar det, den andra är att en mer komplex mjukvara med fler APIs gör det svårare för mindre aktörer att etablera sig på marknaden. Vi bedömer det som sannolikt att några av de större bolagen i Europa, bland andra ZetaDisplay, kommer att leda konsolideringen. Industrin kan potentiellt även generera intresse hos Private Equity-bolag.

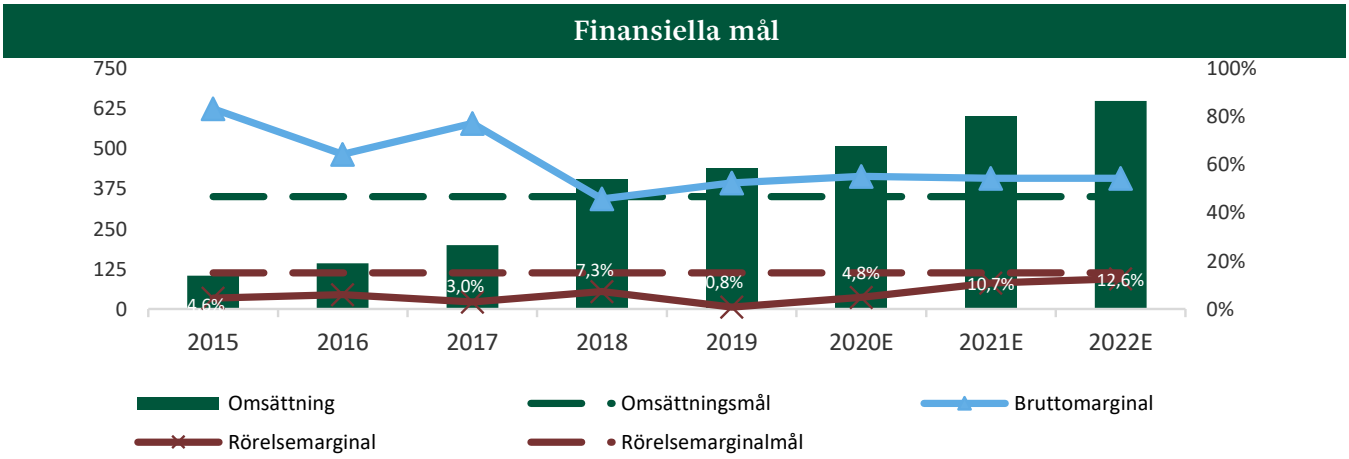
Estimat

Finansiella mål

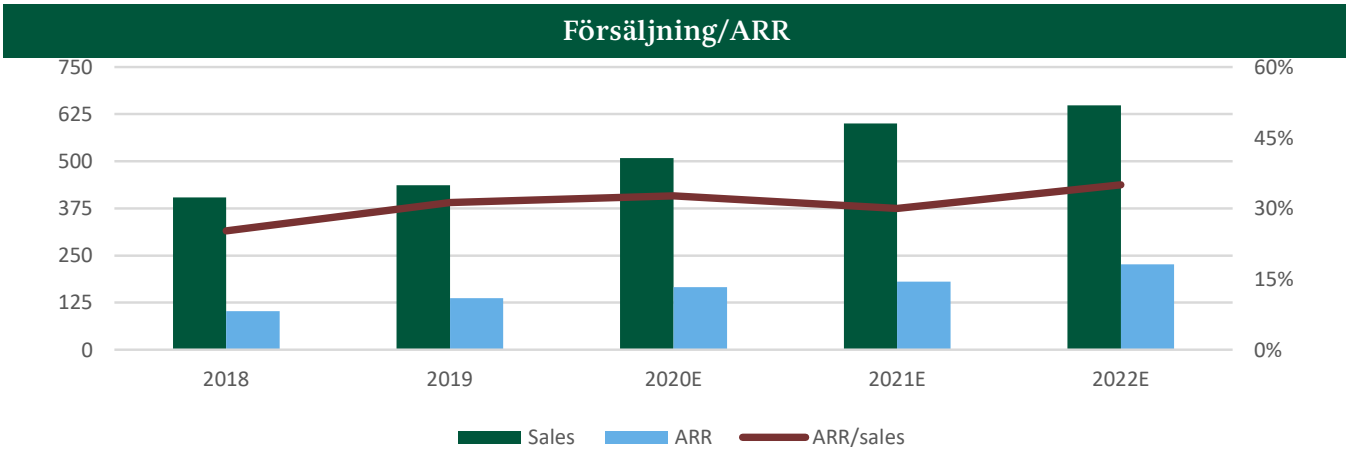
Vi använder ZetaDisplays finansiella mål som grund för våra estimat under prognosperioden. Nedan följer en tabell med dessa.

KPIs	2022
Kontrakterade tjänster (ARR)	>200 mkr
EBIT	>100 mkr
Soliditet	30-50%
Utdelning	Soliditet < 50%

ZetaDisplay har historiskt lyckats uppnå sina finansiella mål. Nedan följer en graf som visar ZetaDisplays utveckling i förhållande till de tidigare finansiella målen. De nuvarande finansiella målen kommunicerades 2019. Sammanfattningsvis bedömer vi att bolaget har en hög trovärdighet gällande sina finansiella mål.



Nedan följer en graf över våra estimat om försäljning och ARR (annual recurring revenue). Vi har antagit att andelen ARR av total försäljning är relativt konstant kommande år. Antaganden om andelen kan dock justeras om bolaget gör förvärv eller vinner större kontrakt, då kontrakten som vi beskriver ovan är relativt hårdvarutunga de första åren. Vi bedömer att IKEA-avtalet kommer att vara hårdvaruintensivt 2020-2022 varför ARR-utvecklingen endast är marginellt positiv under prognosperioden.



Vi anser att följande drivkrafter kommer att ha inverkan på försäljningstillväxten:

- Fortsatt utrullning av den sedan tidigare annonserade IKEA-affären
- Ökade investeringar inom Digital Signage (Se sektion om marknad för varför vi tror detta är rimligt)
- Utöver våra estimat för organisk tillväxt bedömer vi att ett förvärv är troligt inom 6-9 månader. Förvärvsmultiplarna har sjunkit i industrin, vilket ger ZetaDisplay en god möjlighet att ZetaDispl etablera sig i DACH-regionen.

ZetaDisplays bruttoresultat är beroende av mixen mellan leveransintäkter. Vi har antagit att mjukvaruintäkterna har en bruttomarginal kring 80% samt att hårdvara och installation ligger har kring 20%. Nedan följer en känslighetstabell som visar bruttomarginalen på koncernnivå som en funktion av bruttomarginalen för bolagets hårdvara (X-axel) och andel mjukvaruintäkter (SaaS-intäkter, Y-axel).

Bruttomarginal 2021					
	Bruttomarginal hårdvara 2021 och andelen SaaS				
	14%	**16%**	**18%**	**20%**	**22%**
27,5%	42%	43%	45%	46%	48%
30,0%	45%	46%	47%	49%	50%
32,5%	47%	49%	50%	51%	53%
35,0%	50%	51%	52%	54%	55%
37,5%	52%	54%	55%	56%	58%
40,0%	55%	56%	58%	59%	60%
42,5%	58%	59%	60%	61%	62%
45,0%	60%	62%	63%	64%	65%

Bruttomarginal 2022					
	Bruttomarginal hårdvara 2022 och andelen SaaS				
	14%	**16%**	**18%**	**20%**	**22%**
27,5%	42%	43%	45%	46%	48%
30,0%	45%	46%	47%	49%	50%
32,5%	47%	49%	50%	51%	53%
35,0%	50%	51%	53%	54%	55%
37,5%	53%	54%	55%	56%	58%
40,0%	55%	56%	58%	59%	60%
42,5%	58%	59%	60%	61%	63%
45,0%	61%	62%	63%	64%	65%

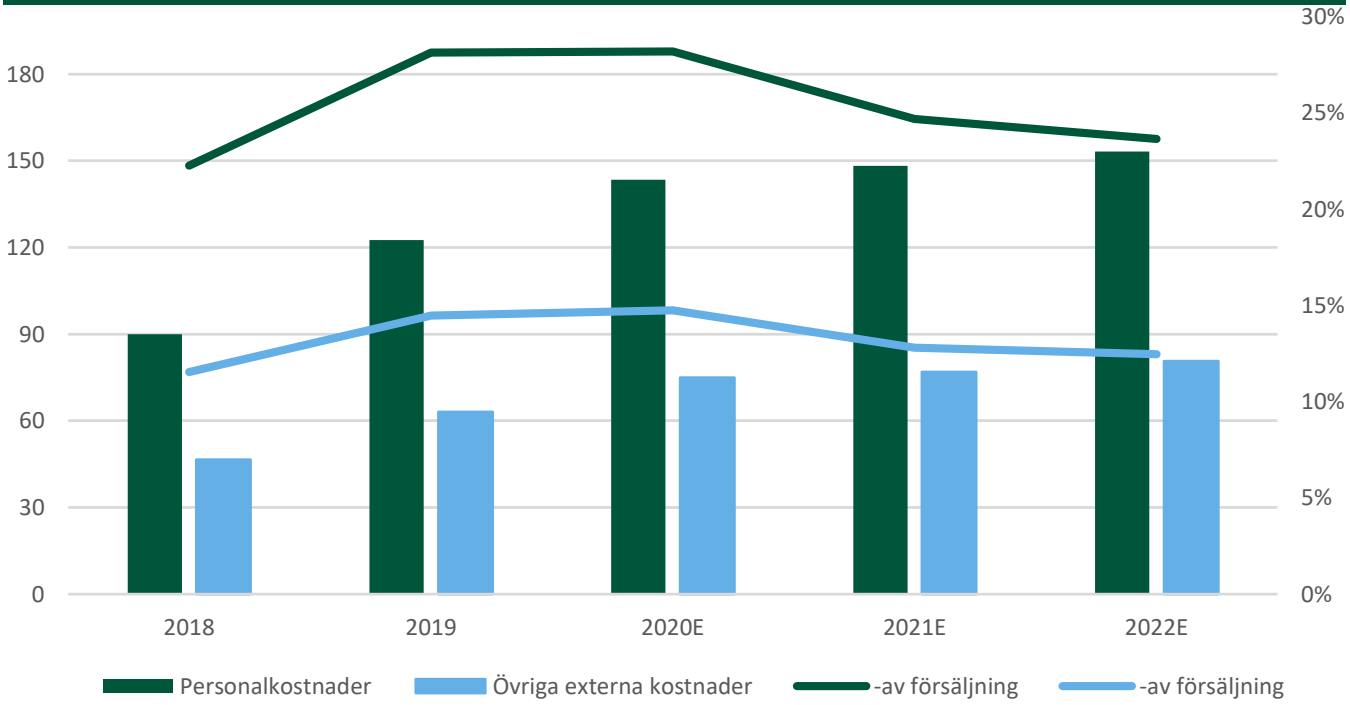
Fördelningen mellan mjukvara, hårdvara och leveransintäkter är den viktigaste drivaren för lönsamhet. Vi bedömer att andelen SaaS-intäkter kommer att fortsätta stiga, av två anledningar:

- Priserosion för hårdvara: Historiskt sett har datakraft halverats i pris vartannat år. Vi bedömer att detta gör att SaaS-intäkterna som andel av totala intäkter kommer att stiga. På sikt blir dessutom den adresserbara marknaden större när hårdvarukomponenter minskar i pris.
- Fokus för ledningen/bolaget: Bolaget har varit tydliga i sin kommunikation va gäller marknad/finansiella mål att tillväxten av ARR är prioriterad. Vi bedömer därför att det är trovärdigt att SaaS-andelen kommer att öka.

Nedan följer en graf med tidsserier över personalkostnader och övriga externa kostnader. Drivkraften för personalkostnader är antalet anställda där vi bedömer att ZetaDisplay kommer ha en relativt konstant personalstyrka. Övriga externa kostnader bedömer vi vara till viss mån en funktion av omsättningen. Den främsta anledningen till detta är kostnadsprogrammet som lanserades i samband med ZetaDisplays Q1 rapport.

- För att mitigera effekterna av Covid-19 valde bolaget att lansera ett kostnadsbesparingsprogram om minst 20 mkr på årsbasis
- I Q1 belastades resultatet av engångsposter relaterade till besparingar om 17,1 mkr. Vi bedömer att dessa var kopplade till att b.la. minska personalstyrkan.

Kostnadsbas



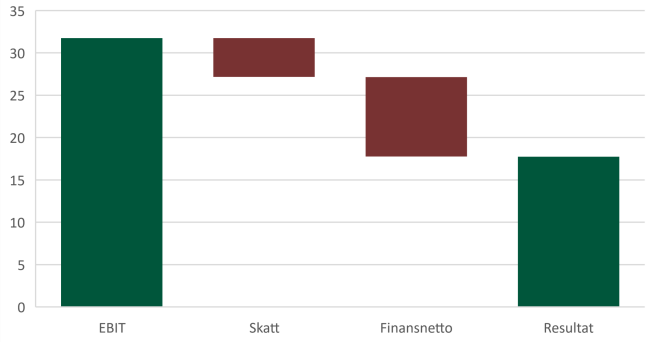
Vi bedömer att den viktigaste prioriteringen för att nå målet om en EBIT över 200 mkr 2022 är att öka mjukvaruförsäljningen och växa i en takt strax över marknaden. Nedan följer en känslighetstabell där vi visar bruttomarginalen på koncernnivå som en funktion av andelen mjukvaruintäkter (SaaS, Y-axel) samt genomsnittlig försäljningstillväxt för de kommande två åren (X-axel).

EBIT 2021					
	Tillväxt 2020-2021 andelen SaaS				
32	**12%**	**14%**	**16%**	**18%**	**20%**
27,5%	17	17	17	17	17
30,0%	32	32	32	32	32
32,5%	47	47	47	47	47
35,0%	62	62	62	62	62
37,5%	77	77	77	77	77
40,0%	92	92	92	92	92
42,5%	107	107	107	107	107

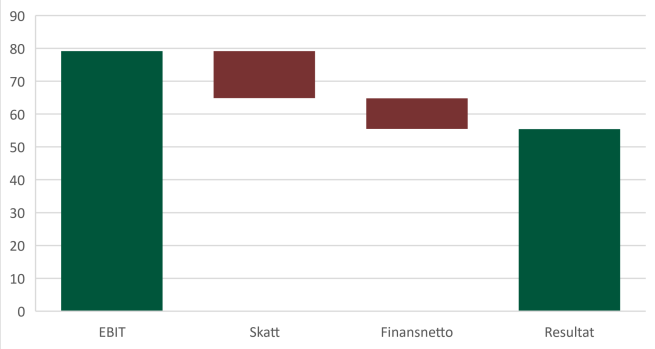
EBIT 2022					
	Tillväxt 2021-2022 andelen SaaS				
88	**12%**	**14%**	**16%**	**18%**	**20%**
27,5%	51	57	63	68	74
30,0%	68	74	80	86	92
32,5%	85	91	97	104	110
35,0%	102	108	115	121	128
37,5%	118	125	132	139	146
40,0%	135	142	150	157	164
42,5%	152	160	167	175	182

Bryggan mellan EBIT och EPS är relativt lättöverskådlig. Vi räknar med att de finansiella kostnaderna är fortsatt på samma nivå då bolaget i dagsläget inte har möjlighet att utnyttja mer av sitt obligationsprogram. Nedan följer en brygga mellan EBIT och resultat för 2021 och 2022. Vi bedömer att marknadsräntorna kommer vara konstanta kommande år vilket gör att finansnettot också är konstant.

EBIT-brygga 2021



EBIT-brygga 2022



En komponent att bedöma är ZetaDisplays förvärvsförmåga. I dagsläget har bolaget en kassa om ca 136 mkr. Under H2'19 emitterade en 3,5-årig icke säkerställd obligation om 300 mkr vilket bidrar till den välfyllda kassan. Vi bedömer att bolaget kommer vara kassaflödespositivt för helåret 2020, så en stor del av kassan skulle kunna användas till förvärv. Bolaget har möjlighet att inom ramen för obligationsvillkoren emittera ytterligare 200 mkr. Nedan följer en känslighetstabell som visar förvärvad tillväxt som en funktion av förvärvsmultipel (EV/Sales, Y-axel) och hur mycket Zeta Display väljer att investera i förvärv kommande 12 månader (X-axel). Vi bedömer att Covid-19 har medfört att förvärv inom marknaden kan genomföras till multiplar strax under 2x EV/Sales.

Förvärvad Tillväxt					
Investerat kapital och förvärvsmultipel (EV/Sales)					
	50	65	75	85	100
1,0x	50	65	75	85	100
1,5x	33	43	50	57	67
2,0x	25	33	38	43	50
2,5x	20	26	30	34	40
3,0x	17	22	25	28	33
3,5x	14	19	21	24	29

Sammanfattningsvis ser vi flera triggers som kan medföra estimatjusteringar under kommande 6-12 månader. Den främsta triggern är förvärv inom DACH-regionen. Vi bedömer att osäkerheten på marknaden är fortsatt hög men, våra estimat för innevarande år kan komma att revideras upp då aktiviteten har varit högre än vi trott under Q3.

Värdering

Vi har valt två metoder för att värdera ZetaDisplay. Den första är en relativvärdering och det andra är en diskonterad kassaflödesvärdering. För relativvärderingen har vi valt att titta på nordiska mjukvarubolag för en relevant grupp av jämförelsebolag. Se nedan för en kort beskrivning av peers.

IAR Systems: IAR Systems är världsledande inom utveckling av mjukvara för att designa embedded software. Detta innebär att bolagets mjukvara är en viktig del i utbyggnaden av 5G och IoT.

Basware: Bolaget är en leverantör av ERP (enterprise resource planning) system. Bolaget säljer både sin mjukvara on-Prem samt via en SaaS-betalmodell.

SimCorp: SimCorp utvecklar mjukvara för portföljhantering inom finansindustrin.

Formpipe: Bolaget utvecklar mjukvara för ECM (Enterprise Content Management). Mjukvaran används b.la. av offentlig sektor för att dokumentera och hantera data och dokument på ett GDPR-kompatibelt vis. Bolaget säljer sin mjukvara on-prem men har övergått till att fokusera på SaaS.

Sinch: En plattform för SMS-kommunikation.

Lime: Bolaget utvecklar CRM-mjukvara åt SMEs i Sverige och Norge. Mjukvaran säljs främst som en SaaS-tjänst men vissa on-Premise kontrakt finns fortfarande.

Admicom: Utvecklar mjukvara för bokföring samt annan ERP-mjukvara för små och medelstora företag i Finland.

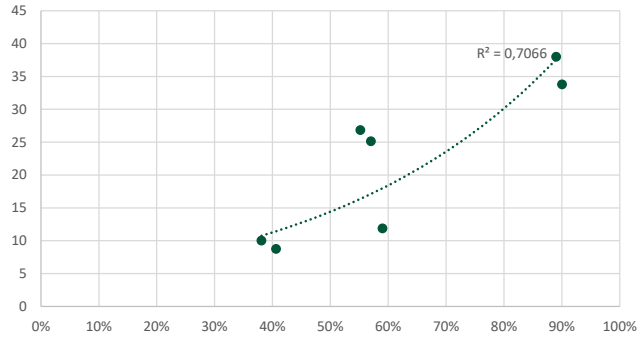
Fortnox: Bolaget tillhandahåller en SaaS-baserad mjukvara för bokföring. Bolaget har främst SMEs som kunder. Utöver bokföring kompletterar Fortnox erbjudandet med andra tjänster likt försäkringsärenden och fakturering.

Vitec: Bolaget är ett mjukvarukonglomerat specialiserat på att förvärva nischmjukvarubolag och vertikal mjukvara i Norden.

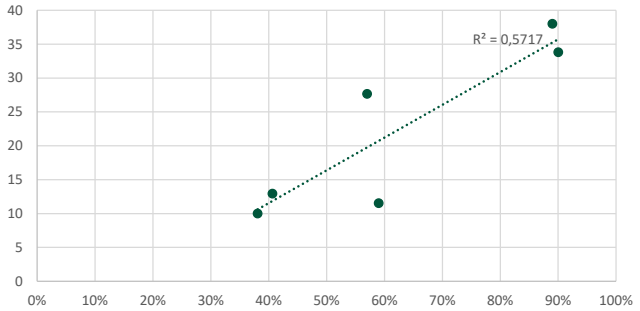
Vi bedömer att den främsta faktorn bakom värderingen av mjukvarubolag är andelen återkommande intäkter/SaaS-intäkter. Nedan följer två grafer som visar förhållandet mellan EV/EBITDA (Y-axel) och andelen SaaS-intäkter (X-axel) för svenska noterade mjukvarubolag.

Zeta Peers	Kurs (lokal)		MV (mdkr)	EV/Sales			EV/EBITDA			EBITDA-marg.			ROE			Kursutveckling		Rec. Rev
				20e	21e	22e	20e	21e	22e	20e	21e	22e	20e	21e	22e	1mån	6mån	
Norden Saas/Techbolag																		
IAR Systems Group	115	SEK	2	4,0	3,4	3,2	11,9	8,8	8,2	33,4%	38,8%	39,0%	14%	10%	13%	-6%	-38%	n/a
Basware	30	EUR	4	3,3	2,9	2,5	n.m.	20,0	14,4	11,3%	14,0%	17,2%	-23%	-12%	-4%	-4%	23%	63%
SimCorp	711	EUR	41	8,5	7,5	6,8	32,7	25,1	21,8	25,9%	29,7%	30,6%	40%	31%	35%	-4%	-8%	~50%
Formpipe	25	SEK	1	3,4	3,1	2,9	13,3	11,9	10,8	25,6%	26,4%	26,9%	9%	9%	10%	3%	13%	55%
CLX (Sinch)	788	SEK	46	6,7	4,3	3,6	57,5	40,1	31,8	11,9%	10,2%	n/a	18%	13%	16%	23%	171%	n/a
Lime	243	SEK	3	9,8	8,2	7,0	31,7	26,8	23,1	30,8%	30,7%	n/a	70%	62%	54%	9%	65%	58%
Admicom Oyj	85	EUR	4	18,0	14,1	n/a	45,5	38,0	n/a	n/a	n/a	n/a	33%	33%	39%	-1%	33%	87%
Fortnox	252	SEK	15	21,3	17,1	13,9	48,7	33,8	32,3	n/a	n/a	n/a	48%	40%	37%	-3%	54%	n/a
Vitec Software Group	213	SEK	7	5,7	5,3	4,7	18,3	15,9	13,9	31,4%	33,3%	33,9%	19%	22%	23%	3%	14%	73%
Medel				**9,0**	**7,3**	**5,6**	**32,4**	**24,5**	**19,5**	**24,3%**	**26,2%**	**29,5%**	**25,3%**	**23,1%**	**24,7%**			
Median				**6,7**	**5,3**	**4,2**	**32,2**	**25,1**	**18,1**	**25,9%**	**29,7%**	**30,6%**	**18,8%**	**22,4%**	**23,3%**			
Zeta	15	SEK	0,4															~90%

Andelen SaaS-intäkter och EV/EBITDA (2021)



Andelen SaaS-intäkter och EV/EBITDA (2021)



Det tydliga sambandet mellan värdering och andel SaaS-intäkter bådar väg för en multipelexpansion för ZetaDisplay givet att andelen SaaS-intäkter stiger. Vi bedömer att andelen kan komma att stiga, och anser därför att ZetaDisplay ska handlas till EV/EBITDA 15x på 2021 års estimat. Denna värdering är dock villkorad att bolaget lyckas växa andelen SaaS-intäkter till kring 50%. Den bedömda multipeln motsvarar ett motiverat värde per aktie om 24-26 kr.

DCF

För att stämma av vår relativvärdering har vi valt att komplettera med en DCF-analys. Nedan följer vår utökade prognosperiod samt antaganden för vår DCF-modell.

DCF	Estimate period						Calculation of terminal Value					
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Sales	**509**	**601**	**648**	700	756	817	866	918	964	1 012	1 052	1 084
Sales growth	4%	18%	8%	8%	8%	8%	6%	6%	5%	5%	4%	3%
EBIT	**4,6**	**31,8**	**79,2**	**56,0**	**48,0**	**85,8**	**90,9**	**83,6**	**96,7**	**100,0**	**101,8**	**106,9**
EBIT margin	0,9%	5,3%	5,7%	8,0%	6,3%	10,5%	10,5%	9,1%	10,0%	9,9%	9,7%	9,9%
tax rate	22,0%	20,4%	20,4%	20,4%	20,4%	20,4%	20,4%	20,4%	20,4%	20,4%	20,4%	20,4%
Capex (-)	-20	-20	-20	-20	-20	-20	-20	-20	-20	-20	-20	-20
Depr&Amort	36	36	36	20	17	17	18	20	20	20	20	20
Net WC to sales	-10,0%	-11,9%	-12,7%	-11,6%	-12,1%	-12,1%	-11,9%	-12,0%	-12,0%	-12,0%	-12,0%	-12,0%
Change in WC (-)	-16,5	-20,7	-10,8	-6,0	-6,8	-7,3	-5,8	-6,3	-5,5	-5,8	-4,9	-3,8
NPV factor	1,000	0,920	0,846	0,778	0,715	0,657	0,605	0,556	0,511	0,470	0,432	0,397
PV of FCF	**19,9**	**38,2**	**67,1**	**34,7**	**25,2**	**42,9**	**42,5**	**37,0**	**39,4**	**37,4**	**35,0**	**33,8**

Nedan följer de antaganden som använts för vår diskonterade kassaflödesanalys samt resultatet av värderingen.

DCF amtaganden och slutsats			
Calculation of WACC		**Output**	
Used WACC	**8,75%**	Terminal Value	1 327
Extra Risk	4,2%	PV terminal	446
Calculated WACC	**4,5%**	% in terminal value	46%
ROE		PV forecast	514
BETA	1,5x	*% in forecast*	*54%*
Risk free rate	**2,0%**	Less current net debt	-226
Expected market return	**7,0%**	Equity value	734
Beta (market risk)	**1,00**	Adjustments	**0,0**
Beta (operational risk)	**1,00**	**Per share**	**25,5**
Cost of equity	7,0%		
Weight of equity	51%		
Cost of debt			
Tax rate	**23,0%**		
After-tax cost of debt	3,7%		
		Input	
Capital Structure		NPV base	**2020**
No. Shares (m)	**28,7**	Terminal period	
Price	**16,6**	NOPLAT 1	90
Market Cap	477	Terminal growth	**2,0%**
Net interest bearing debt	**226**	ROIC	**8,8%**
Enterprise Value	**703**	WACC	**8,75%**

Värderingen är ca 25,5 kr per aktie vilket stämmer väl överens med vår relativvärdering. ZetaDisplay handlas i dagsläget till en implicit WACC om ca 11%. Vi ser således en hög potential i aktien till en låg risk. Vi ser potential till förvärv i framförallt DACH-regionen. Bolaget är välkapitaliserat med hög andel återkommande intäkter. Vi bedömer även att bolaget kommer att komma stärkta ur Covid-19-krisen.

Resultaträkning

	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
Nettoomsättning				103,4	142,4	198,7	404,1	436,1	487,8	560,6	615,5
Övriga intäkter							0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Extraordinära intäkter											
Kostnad sålda varor				-48,7	-70,6	-86,7	-219,4	-208,0	-230,6	-246,7	-277,0
Bruttovinst				**54,7**	**71,9**	**112,0**	**184,7**	**228,1**	**257,2**	**314,0**	**338,5**
Personalkostnader				-30,1	-36,6	-54,3	-89,9	-122,6	-135,9	-148,5	-153,5
Övriga kostnader				-16,3	-21,4	-40,7	-46,6	-63,1	-63,9	-65,5	-67,1
Rörelseresultat (EBITDA)				**8,3**	**13,9**	**17,0**	**48,2**	**52,2**	**57,4**	**100,0**	**117,9**
Avskrivningar				-3,6	-5,3	-11,1	-18,6	-48,8	-35,7	-35,7	-35,7
Goodwillnedskrivningar											
Resultat (EBIT)				**4,7**	**8,6**	**5,9**	**29,6**	**3,4**	**21,7**	**64,3**	**82,2**
Extraordinära Poster				0,0	0,0	0,0	0,0	-22,5	0,0	0,0	0,0
Justerat Resultat (EBIT)				**4,7**	**8,6**	**5,9**	**29,6**	**25,9**	**21,7**	**64,3**	**82,2**
Finanisella intäkter				0,1	1,1	1,9	14,7	29,0	12,3	4,0	4,0
Finasniella kostnader				-2,3	-2,9	-6,1	-10,7	-15,8	-23,6	-13,4	-13,4
Resultat före skatt				**2,4**	**6,8**	**1,7**	**33,5**	**39,2**	**10,4**	**54,9**	**72,8**
Skatter				0,6	2,9	-3,6	-8,0	-1,6	-2,2	-11,3	-15,0
Minoritetsintressen				0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoresultat Rapporterat				**3,0**	**9,7**	**-1,9**	**25,6**	**37,5**	**8,2**	**43,6**	**57,8**
Nettoresultat (just)				**3,0**	**9,7**	**-1,9**	**25,6**	**37,5**	**8,2**	**43,6**	**57,8**

Kassaflödesanalys

	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
Nettoresultat Rapporterat				3,0	9,7	-1,9	25,6	37,5	8,2	43,6	57,8
Icke kassaflödespåverkande poster				1,9	0,6	12,0	13,6	-0,9	35,7	35,7	35,7
Förändringar i rörelsekapital				-2,1	11,1	0,3	-13,1	-23,7	-11,7	-16,4	-12,4
Kassaflöde från den operationella verksamheten				**2,8**	**21,4**	**10,4**	**26,0**	**12,9**	**32,2**	**62,8**	**81,1**
Investeringar				0,0	0,0	0,0	0,0	-20,8	-20,0	-20,0	-20,0
Avyttringar				0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Fritt Kassaflöde				**2,8**	**21,4**	**10,4**	**26,0**	**-7,9**	**12,2**	**42,8**	**61,1**
Utdelningar				0	-1	-5	-5	-3	0	-7	-14
Nyemission/återköp				0	59	76	72	-27	0	0	0
Förvärv				0	0	0	0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lånefinansiering och övriga justeringar				25,1	22,0	64,1	-21,7	149,1	-38,0	0,0	0,0
Kassaflöde				28	101,5	145	71	111,5	-25,9	36,0	47,5
Icke kassaflödespåverkande poster				0	0	0	0				
Nettoskuld (just)				**57,5**	**89,8**	**265,4**	**73,4**	**179,5**	**205,4**	**169,4**	**121,9**

Balansräkning

	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
TILLGÅNGAR											
Goodwill				0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0	0	0
Övriga immateriella tillgängar				31,4	135,0	349,6	411,6	474,3	458,6	442,9	427,2
Materiella anläggningstillgängar				1,2	6,3	7,7	7,5	28,9	28,9	28,9	28,9
Räntebärande anläggningstillgångar				0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Innehav i intresseföretag och andelar				0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga anläggningstillgångar				2,2	6,5	5,6	4,9	3,5	3,5	3,5	3,5
Summa anläggningstillgångar				**34,9**	**147,8**	**362,9**	**424,0**	**506,7**	**491,0**	**475,3**	**459,6**
Varulager				0,0	0,0	0	0	0	0,0	0,0	0,0
Kundfodringar				36,7	48,2	58,7	111,5	128,8	144,0	165,5	181,7
Övriga omsättningstillgångar				5,7	8,8	12,6	13,7	9,8	10,9	12,6	13,8
Likvida medel				12,5	29,7	58,8	83,4	128,1	102,2	138,2	185,7
Summa omsättningstillgängar				**55,0**	**86,7**	**130,1**	**208,6**	**266,6**	**257,2**	**316,3**	**381,2**
SUMMA TILLGÅNGAR				**89,8**	**234,5**	**493,0**	**632,5**	**773,3**	**748,2**	**791,6**	**840,8**
Eget Kapital och skulder											
Eget Kapital				19	88	169	271	269	277	314	358
Minoritetsintressen				0	0	0	0	0	0	0	0
Summa Eget Kapital				**19,3**	**88,1**	**168,5**	**271,5**	**268,8**	**277,0**	**313,7**	**357,9**
Långfristiga finansiella skulder				23,0	37,2	164,4	115,8	294,5	294,5	294,5	294,5
Pensionsavsättningar				0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uppskjutna skatteslunder				0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga långfristiga skulder				0,4	26,9	0,3	67,1	33,3	33,3	33,3	33,3
Summa Långfristiga skulder				**23,4**	**64,0**	**164,7**	**183,0**	**327,8**	**327,8**	**327,8**	**327,8**
Kortfristiga finansiella skulder				47,1	82,3	159,7	41,0	13,1	13,1	13,1	13,1
Leverantörsskulder				0,0	0,0	0,0	37,2	40,2	44,9	51,6	56,6
Skatteskulder				0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga Kortfristiga skulder				0,0	0,0	0,0	99,9	123,5	85,4	85,4	85,4
Summa kortfristiga skulder				**47,1**	**82,3**	**159,7**	**178,1**	**176,8**	**143,4**	**150,1**	**155,2**
Summa Eget Kapital och skulder				**89,8**	**234,5**	**492,9**	**632,5**	**773,3**	**748,2**	**791,6**	**840,8**

Nyckeltal

Aktiedata

	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
EPS, rapporterad				0,25	0,31	-0,12	1,06	0,56	0,30	1,60	2,12
EPS Justerad				0,25	0,31	-0,12	0,63	1,40	0,79	1,60	2,12
FCF/aktie				-1,47	-7,35	0,45	-2,15	-2,82	0,45	1,57	2,24
Utdelning/aktie				0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25	0,50	0,50
EK/Aktie				1,58	6,66	8,76	11,24	9,85	10,15	11,50	13,12
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (m)				12,23	13,23	19,23	24,14	27,28	27,28	27,28	27,28
Snitt antal aktierefter utspädning					12,73	16,23	21,69	25,71	27,28	27,28	27,28

Värdering

	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
P/E, justerat				67,1	53,1	nmf	26,2	11,9	20,9	10,4	7,8
P/EK				10,5	2,5	1,9	1,5	1,7	1,6	1,4	1,3
P/FCF				-11,3	-2,3	36,8	-7,7	-5,9	37,2	10,6	7,4
Direktavkastning				0%	0%	0%	0%	0%	0%	2%	3%
Utdelningsandel, justerad				0%	0%	0%	0%	0%	83%	31%	24%
EV/Sales				2,5	2,2	2,9	1,2	1,5	1,3	1,1	0,9
EV/EBITDA				31,3	22,3	34,3	9,8	12,1	11,5	6,2	4,9
EV/EBIT				55,2	36,0	98,8	16,0	24,4	30,3	9,7	7,0
Aktiekurs, årets slut											
EV, årets slut				260,5	309,4	584,6	474,2	632,4	658,3	622,3	574,8

Tillväxt och marginaler

	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
Omsättningstillväxt					38%	40%	103%	8%	12%	15%	10%
EBIT, tillväxt					82%	-31%	399%	-12%	-16%	196%	28%
EPS just, tillväxt					26%	-140%	-609%	121%	-43%	101%	33%
EBITDA marginal				8%	10%	9%	12%	12%	12%	18%	19%
EBIT marginal				5%	6%	3%	7%	1%	4%	11%	13%
Skattesats				-25%	-42%	214%	24%	4%	21%	21%	21%

Lönsamhet

	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
ROE					4%	-1%	9%	6%	3%	14%	16%
ROCE						2%	6%	1%	5%	13%	15%

Finansiell ställning

	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
Nettoskuld, rapporterad				57,55	89,81	265,38	73,43	179,54	205,40	169,41	121,92
Soliditet				22%	38%	34%	43%	35%	37%	40%	43%
Skuldsättningsgrad				64%	38%	54%	12%	23%	27%	21%	14%
Nettoskuld/EBITDA				6,9x	6,5x	15,6x	1,5x	3,4x	3,6x	1,7x	1,0x

Kvartalsvis data

Resultaträkning

	Q117	Q217	Q317	Q417	Q118	Q218	Q318	Q418	Q119	Q219	Q319	Q419	Q1120
Nettoomsättning	44,7	41,6	43,2	69,2	65,0	90,8	117,4	130,9	93,3	97,4	101,1	144,3	105,6
Övriga intäkter													
Kostnad sålda varor	-20,0	-18,5	-17,6	-30,5	-25,6	-45,2	-73,3	-75,3	-44,4	-45,1	-49,7	-68,8	-48,4
Bruttovinst	**24,6**	**23,1**	**25,6**	**38,7**	**39,4**	**45,6**	**44,1**	**55,6**	**48,9**	**52,4**	**51,4**	**75,5**	**57,1**
Personalkostnader	-10,2	-13,0	-11,7	-19,4	-22,3	-22,2	-19,4	-26,0	-30,3	-29,7	-26,6	-36,0	-44,2
Övriga kostnader	-9,6	-8,3	-8,2	-14,5	-10,3	-12,3	-10,6	-13,5	-13,0	-15,2	-13,6	-21,2	-22,0
Rörelseresultat (EBITDA)	4,8	1,8	5,7	4,7	6,9	11,0	14,1	16,1	8,1	9,6	13,2	21,2	-6,2
Avskrivningar	-2,2	-2,3	-3,0	-3,6	-4,3	-4,4	-4,8	-5,0	-6,3	-6,3	-27,8	-8,4	-9,3
Goodwillnedskrivningar													
Resultat (EBIT)	**2,6**	**-0,5**	**2,7**	**1,1**	**2,5**	**6,6**	**9,3**	**11,1**	**1,9**	**3,3**	**-14,5**	**12,8**	**-15,5**
Extraordinära Poster	1,8	4,6	1,6	5,8	0,5	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	20,9	0,0	17,1
Justerat Resultat (EBIT)	**4,4**	**4,1**	**4,3**	**6,9**	**3,0**	**5,9**	**9,3**	**11,1**	**1,9**	**3,3**	**6,4**	**12,8**	**1,6**
Finansiella intäkter	0,3	0,1	0,9	0,6	0,5	0,5	0,9	12,8	1,1	0,6	26,7	0,7	6,6
Finansiella kostnader	-1,0	-0,1	-2,5	-2,5	-5,4	-2,5	-1,2	-1,6	-3,2	-2,0	-2,3	-8,3	-7,6
Resultat före skatt	**4,7**	**4,2**	**5,2**	**7,6**	**3,5**	**6,4**	**10,3**	**23,9**	**3,0**	**3,9**	**33,0**	**13,5**	**8,2**
Skatter	-1,2	0,9	-1,5	0,0	-1,3	-2,4	-1,6	-2,7	-0,8	-1,8	4,3	-3,2	0,3
Minoritetsintressen	0,0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat Rapporterat	3,5	5,1	3,7	7,6	2,3	4,0	8,7	21,2	2,1	2,1	37,3	10,2	8,5
Nettoresultat (just)	**4,9**	**8,7**	**4,9**	**12,1**	**2,6**	**4,5**	**8,7**	**21,2**	**2,1**	**2,1**	**21,0**	**10,2**	**-4,8**

Tillväxt och marginaler

	Q117	Q217	Q317	Q417	Q118	Q218	Q318	Q418	Q119	Q219	Q319	Q419	Q419
Omsättningstillväxt					46%	118%	172%	89%	43%	7%	-14%	10%	13%
EBIT, tillväxt					-2%	nmf	248%	nmf	-27%	-50%	nmf	15%	nmf
Bruttomarginal	55%	56%	59%	56%	61%	50%	38%	42%	52%	54%	51%	52%	54%
EBITDA marginal	11%	4%	13%	7%	11%	12%	12%	12%	9%	10%	13%	15%	nmf
EBIT marginal	2%	nmf	2%	1%	2%	5%	6%	8%	1%	2%	nmf	9%	nmf
Skattesats	26%	-22%	29%	0%	36%	38%	15%	11%	28%	47%	-13%	24%	-4%

Denna publikation (nedan ”Publikationen” har sammanställts av Erik Penser Bank (nedan ”Banken”) exklusivt för bankens kunder. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan således inte garanteras. Banken kan låta medarbetare från annan avdelning eller analyserat bolag (nedan ”bolaget”) läsa fakta eller serier av fakta för att få dessa verifierade. Banken lämnar inte i förväg ut slutsatser eller omdömen i Publikationen. Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns åsikter vid tillfället för upprättandet av Publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer att vara i enlighet med åsikter framförda i Publikationen.
Informationen i Publikationen ska inte uppfattas som en uppmaning eller råd att ingå transaktioner. Informationen tar inte sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Informationen är därmed ingen personlig rekommendation eller ett investeringsråd.
Banken frånsäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grunda sig på denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Placeringen kan öka eller minska i värde eller bli helt värdelös. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden.

Potential och risk
Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument. Bland dessa finns kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata.
Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten ”Penser Access” som Banken utför åt analyserat bolag. Banken erhåller ersättning för nämnda tjänst från det analyserade bolaget.
Vi klassificerar aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån en tvådimensionell modell bestående av potential och risk.
Banken relaterar potentialen till vedertagna värderingsmetoder givet ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. I det här sammanhanget definierar vi låg potential som maximalt 10% förväntad totalavkastning den kommande tolvmånadersperioden. För att aktien skall erhålla klassificeringen Hög potential krävs det att vi ser en totalavkastning på minst 50%. Denna kan dock ligga ett par år bort i tiden.
Vad gäller risk analyserar vi ett antal kända parametrar som är relevanta för bolaget. En generell riktlinje för att klassificeras som låg risk är att bolaget har positivt kassaflöde och att ingen enskild faktor påverkar omsättningen mer än 20%. Motsvarande generella beskrivning av hög risk är att bolaget inte nått positivt kassaflöde alternativt att en enskild faktor påverkar omsättningen mer än 50%.
Potential- och riskklassificeringen uppdateras kontinuerligt.
Klicka https://www.penser.se/historiska-analysrekommendationer/ för att se historik över investeringsrekommendationer från Banken.

Allmänt
Bankens medgivande krävs om hela eller delar av denna Publikation mångfaldigas eller sprids. Publikationen får inte spridas till eller göras tillgänglig för någon fysisk eller juridisk person i USA (med undantag av vad som framgår av Rule 15a – 16, Securities Exchange Act of 1934), Kanada eller något annat land som i lag fastställt begränsningar för spridning och tillgänglighet av materialets innehåll.
Banken har utarbetat en Etikpolicy samt en Intressekonfliktpolicy. Dessa syftar till att förebygga och förhindra intressekonflikter mellan kunders intressen och avdelningar inom Banken. Sättet som Banken använder för att förebygga intressekonflikter är bl. a. restriktiva kommunikationer (Chinese Walls). Analysavdelningen är fysiskt belägen avskild från Corporate Finance-avdelningen, som sitter i egen lokal. Corporate Finance-avdelningen får inte delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Det kan dock, från tid till annan, föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan ett bolag som förekommer i en Publikation och någon annan avdelning i Banken än Analysavdelningen. Banken har utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för Investeringsrekommendation.
Från tid till annan utför Banken uppdrag för ett bolag som är omnämnt i en publikation. Banken kan bl. a. vara rådgivare eller emissionsinstitut, till bolaget eller likviditetsgarant i ett av bolagets värdepapper. Om så är fallet har det angivits i Publikationen. Banken, dess ägare, styrelseledamöter eller anställda kan äga aktier i omnämnt bolag. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Banken och dess anställda följer svenska fondhandlarföreningens riktlinjer för anställdas affärer. Den analytiker som har utarbetat en Investeringsanalys som avses i 11 kap. 8 § FFFS 2007:16 och andra som medverkat i detta arbete får inte för egen räkning handla i be¬rörda Finansiella Instrument eller med därtill relaterade Finansiella Instru¬ment i strid med gällande rekommendation. Bankens Compliance-avdelning övervakar anställdas transaktioner.
Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat. Varken Banken eller de personer som sammanställt denna publikation har innehav (varken långa eller korta) i analyserat bolags emitterade finansiella instrument överstigande 0,5 % av det analyserade bolagets aktiekapital.
För det aktuella bolaget utför Banken även analys i enlighet med villkoren för den kostnadsbelagda tjänsten ”Penser Access”. Klicka här https://epaccess.penser.se/ för mer information om tjänsten.
Erik Penser Bank har tillstånd att bedriva värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn.

Erik Penser Bank (*publ.*)

Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM

tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 www.penser.se