



ZETADISPLAY

TECKNAR GLOBALT DIGITAL SIGNAGE-AVTAL MED
VÄRLDENS STÖRSTA MÖBELFÖRETAG

2019-07-02

BULL & BEAR-ANALYS

ANALYTIKER:
JACOB EDLER



ept. Oct. July. June. Aug. 5



Analyst Group grundades 2014, en tid då informationen att tillgå gällande små- och medelstora bolag ansågs vara bristfällig. Därför valde Analyst Groups grundare att starta upp en analystjänst med visionen att belysa och sprida korrekt information för att ge bättre stöd i investeringsbeslut.

Idag är Analyst Group ett snabbväxande analyshus med huvudsäte i Stockholm och med filial i Lund. Vi arbetar utifrån värdeorden engagemang, passion och förtroende, med ambitionen att skriva korrekta och objektiva analyser. Därför erbjuder vi två typer av analys. Vi erbjuder dels bolag som vi anser intressanta, att på uppdrag, utföra analyser mot ersättning. Samtidigt tillhandahåller vi oberoende analyser på bolag som vi anser har särskilt intressant investeringsidé.

Vår vision är att vara en digital plattform vilken presenterar djupgående information och investeringsidéer för att bidra till ökad transparens.

Som länk mellan investerare och företag ger vi stöd i investeringsbeslut, kapitalallokering och kommunikationsvägar.

Vår filosofi bygger på vår bakgrund som investerare och analytiker.

Vi skriver analyser såsom vi skulle vilja läsa dem.

Vi tycker att det är viktigt med full transparens och är noga med att belysa eventuella intresSEKonflikter. Dessutom är ersättningen på förhand avtalad och är inte beroende av innehållet i analysen.

Läs vår policy [här](#)

INNEHÅLL

ZetaDisplay AB ("ZetaDisplay") är ett svenskt företag som erbjuder en komplett medieplattform för Digital Signage som omfattar mjukvaror, tjänster samt digitala system. I helhetslösningen ingår även analys, rådgivning, licenser och projektledning samt installation av digitala bildskärmar och kommunikationsutrustning på plats hos kund. Ytterst verkar ZetaDisplay för att skapa värden för kunderna genom att möjliggöra en effektiv kommunikation i butik med hjälp av digitala medier. ZetaDisplay är verksamma, och har en marknadsledande position, i hela Skandinavien, Finland, Baltikum samt Nederländerna. Bolaget är listat på Stockholmsbörsen Small Cap sedan December 2017 och dessförinnan på Nasdaq First North sedan April 2011.

Innehållsförteckning

Introduktion	3-4
Investeringsidé	5
Bolagsbeskrivning	6
Marknadsanalys	7
Finansiell prognos	8-10
Värdering	11
Bull & Bear	12-13
Ledning & styrelse	14-16
Appendix	17
Disclaimer	18

Digital Signage är en specialiserad form av silvercasting där video eller multimedieinnehåll visas på offentliga platser för informations- eller reklamändamål. Dessa förmedlas vanligen av en uppspelningsenhet som är ansluten till en större, ljus, digital skärm, såsom en LCD- eller plasmaskärm.



Värde drivare

ZetaDisplay har ett välfungerande system och en marknadsledande position inom marknaden för Digital Signage i ett flertal länder. Affärsmodellen är skalbar och kan appliceras på många marknader. Nytecknade avtalet med ATG, med ett initialt värde om 100 MSEK, och avtalet med IKEA, visar att ZetaDisplay tillhandahåller en attraktiv tjänst. Fler förvärv, nya förväntade stororders och en ökad bas repetitiva intäkter antas driva värderingen framgent.



Historisk Lönsamhet

ZetaDisplay har historiskt sett varit ett olönsamt bolag, men har sedan 2015 lyckats vända på bladet genom förvärv och en stabil ökning i antal tecknade avtal som lett till en hög tillväxt. Med fokus på att öka repetitiva intäkter estimeras tillväxten att fortsätta. Det givna betyget är därför enbart tillbakablickande och tar inte hänsyn till att Bolaget har genomfört förändringar som resultat i att Bolaget åter är lönsamma.



Riskprofil

Digital Signage-marknaden är konjunkturkänslig. Ett sämre ekonomiskt klimat hade påverkat Bolaget negativt. Givet att tillväxtutsikterna för Digital Signage-marknaden ser goda ut, så finns det också risk att flera aktörer lockas till marknaden, vilket kan påverka ZetaDisplays marknadsledande position negativt. Med fokus på att öka de repetitiva intäkterna estimeras risken i ZetaDisplays verksamhet att minska framgent.



Ledning & Styrelse

ZetaDisplay består av ett erfaret team och nyvalde VD Per Mandorf har mångårig erfarenhet inom strategisk affärsutveckling samt att bygga mjukvarubolag med repetitiva intäkter, vilket ses som två viktiga faktorer för att kunna ta ZetaDisplay till nästa nivå för att uppnå uttalade mål. Resterande del av styrelsen är meriterad och har lämpliga kompetenser. Insynsägandet uppgår till 30 %, vilket bidrar till det höga betyget.



Analyst Groups betygsättande i form av Bull eller Bear syftar till att förmedla en övergripande betygsskala baserat på vad som framkommit i och med analysen. Betyget är noggrant framtaget ur en process vilket innefattar en omfattande kvalitativ analys samt invägning av flera analytiker. Bull är en metafor för en positiv inställning. Beroende på kategori kan betyget baseras på en framåtblickande, bakåtblickande eller en kombination av båda två i förhållande till Bolaget. Bear är en metafor för en negativ inställning. Beroende på kategori kan betyget baseras på en framåtblickande, bakåtblickande eller en kombination av båda två i förhållande till Bolaget.

ZETADISPLAY (ZETA)

TECKNAR GLOBALT DIGITAL SIGNAGE-AVTAL MED VÄRLDENS STÖRSTA MÖBELFÖRETAG



Efter intensiva år med förvärv och effektivitetsförbättringar har ZetaDisplay etablerat en god position för fortsatt tillväxt. Konkurrenskraftiga produkter, god skalbarhet i affärsmodellen och högre återkommande intäkter i form av ökad kontraktbaserad licensförsäljning gör att framtiden ser ljus ut för ZetaDisplay. I ett Base scenario prognostiseras ZetaDisplay nå en omsättning om 432 MSEK 2019, med ett EBIT-resultat om 39,5 MSEK, motsvarande en marginal om 9,2 %. Baserat på gjort multipelvärdering, motiveras ett värde per aktie om 26,4 kr i ett Base scenario.

▪ Tecknat avtal med världens största möbelföretag

ZetaDisplay har tecknat ett globalt Digital Signage-ramavtal med Ingka Group, världens största möbelföretag. Avtalet omfattar IKEA varuhus och kontor som drivs av Ingka Group. Kontraktet har en giltighetstid på fem år och inleds den 1 juli 2019. Något ordervärde framgår inte ännu, men avtalet omfattar uppgradering av befintliga Digital Signage installationer vid 80 IKEA varuhus. Värdet kan antas vara av betydande karaktär, samtidigt som ordern i sig för ZetaDisplay innebär ett starkt signalvärde mot marknaden.

▪ Förbättrade bruttomarginaler förväntas fortsätta framgent

Under Q1-19 ökade ZetaDisplay omsättningen till ca 96 MSEK (65), vilket motsvarar en tillväxt om cirka 47 %. Bruttomarginalerna förbättrades också under året, vilket i huvudsak förklaras av en starkare tillväxt inom mjukvaror och kontraktbaserade segment och en marginell inbromsning i segmentet hårdvaror, som historiskt sett innefattat högre kostnader. För helåret 2019 estimeras tillväxten inom kontraktbaserade segment att fortsätta vilket hade motiverat en bruttomarginal om 50,4 %, en klar förbättring från 2018 då bruttomarginalen uppgick till 45,7 %.

▪ Marknaden för Digital Signage fortsätter att växa

Nypublicerad barometerdata från 2019 visar att efterfrågan på och kostnadsallokering för Digital Signage-produkter ökar. Med anledning av detta förväntas marknaden att växa med 16,2% CAGR fram till 2024. Orsaken till den förväntade tillväxten är den generella nedgången inom retail, som ställer krav på att företag måste öka sin försäljning per kvadratmeter i syfte att bevara kostnadseffektivitet. Digital Signage-produkter blir därigenom ett bra alternativ för att kunna kommunicera effektivt i butik och marknadsföra andra företagssegment och därigenom höja *brand value*.

▪ Värderingen anses ännu vara attraktiv

EV/S för 2018 uppgår till 1,4x, vilket kan jämföras med snittet bland peers om 3,8x, Bolaget handlas dessutom till EV/EBIT 18,6x, jämfört med snittet på 22,2x. En relativvärdering på 2019 års prognos visar på ett potentiellt nuvärde om 26,4 SEK per aktie i ett Base scenario, samtidigt som Bolaget guidar för marginalexpansion framgent.

AKTIEKURS | 21,7 kr

VÄRDERINGSINTERVALL 2019 ÅRS PROGNOSE

BEAR 11,8 kr	BASE 26,4 kr	BULL 32,2 kr
------------------------	------------------------	------------------------

Värderingen baseras på flera antaganden och både prognoser och en förändrad kapitalstruktur kan komma att påverka värderingen.

ZETADISPLAY			
Stängningskurs (2019-07-02)	22,3		
Antal Aktier	24 143 717		
Market Cap (MSEK)	523,9		
Nettoskuld (MSEK)	97,2		
Enterprise Value (EV) (MSEK)	621,1		
V.52 prisintervall (SEK)	16,1–23,5		
UTVECKLING			
1 månad	+11,3 %		
3 månader	+11,3 %		
1 år	+29,1 %		
YTD	+32,5 %		
HUVUDÄGARE (KÄLLA: MODULAR FINANCE PER 2019-03-31)			
Virala Oy AB	12,1 %		
Mats Johansson	10,6 %		
Anders Pettersson	10,0 %		
Prioritet Capital AB	4,9 %		
Anders Moberg	4,5 %		
VD OCH ORDFÖRANDE			
Verkställande Direktör (*)	Per Mandorf		
Styrelseordförande	Anders Pettersson		
FINANSIELL KALENDER			
Delårsrapport 2 2019	2019-08-15		
PROGNOS (BASE), MSEK	2018A	2019E	2020E
Nettoomsättning	404,1	432,0	481,2
Omsättningstillväxt	n.a	7,0 %	7,0 %
EBIT	29,6	39,5	58,6
EBIT-marginal %	7,3 %	9,2 %	11,9 %
Nettoresultat	25,6	28,3	38,6
Nettomarginal %	6,3 %	6,6 %	7,8 %
P/S	1,3	1,5	1,6
EV/EBITDA	11,4	12,0	12,4
P/E	20,3	23,1	23,5

* Tillträder som CEO 1 September 2019 och tar över efter Leif Liljebrunn

INVESTERINGSIDÉ

Efter intensiva år med förvärv och effektivitetsförbättringar har ZetaDisplay etablerat en god position för fortsatt tillväxt. Konkurrenskraftiga produkter, god skalbarhet i företagsmodellen och högre återkommande intäkter i form av ökad kontraktbaserad licensförsäljning, gör att framtiden ser ljus ut för ZetaDisplay. I ett Base scenario prognostiseras ZetaDisplay nå en omsättning om 432 MSEK 2019, med ett EBIT-resultat om 39,5 MSEK, motsvarande en marginal om 9,2 %. Baserat på genomförd multipelvärdering motiveras ett värde per aktie om 26,4 kr i ett Base scenario.

Digital Signage förväntas växa

Marknaden för Digital Signage har historiskt växt långsamt, men på senare år har marknaden tagit fart. Retailbranschen har tidigare inte uppskattat värdet av digitala kommunikationslösningar, men på grund av att tillväxten inom retail för närvarande är negativ och fysiska butiker minskar i antal, så visar nypublicerad barometerdata att företag har börjat investera mer i sina befintliga butiker och därigenom ökat sin allokering för digitala kommunikationslösningar som bland annat ZetaDisplay erbjuder. Digital Signage används i syfte att bevara kostnadseffektivitet och öka försäljningen per kvadratmeter. Digital Signage blir därigenom ett bra alternativ för dessa ändamål då det möjliggör effektiv butikskommunikation och marknadsföring av andra företagssegment som kan höja försäljningen. I och med detta förväntas Digital Signage-marknaden att växa med en CAGR om 16,2% till och med 2024.

ZetaDisplay fortsätter att expandera och inriktar sig på att förbättra andelen repetitiva intäkter

ZetaDisplay har under de senaste 3 åren bedrivit en effektiv förvärvsstrategi som har ökat Bolagets geografiska spridning samt exponering mot nya marknader, vilket ökat möjligheter för skalbarheter i företagsmodellen. I augusti 2016 förvärvades norska ProntoTV med en skuldfri köpeskilling om cirka 75 MNOK (som finansierades genom bl.a. en emission). ProntoTV är Norges ledande och största aktör inom Digital Signage och har historiskt haft en stark position inom retail och allmän annonsering. När Pronto förvärvades omsatte bolaget 50,7 MNOK med en positiv EBITDA om 11,6 MNOK (2015). Sedan förvärvet har ProntoTV överträffat förväntningarna och varit en viktig beståndsdel i ZetaDisplay omsättningstillväxt. Pronto har bland annat sedan Q1-17 tecknat nya avtal med ett summerat värde om ca 89 MSEK (DNB, Specsavers NO, LOCO, Statoil NO & Hurtigruten AS m.m). ZetaDisplay förvärvade under Q4-17 det Holländska företaget QYN, verksamma inom Digital Signage, med ledande marknadsposition i Beneluxområdet. Köpeskilling uppgick till 53,2 MSEK (som finansierades genom bl.a. en emission riktad till svenska och institutionella ägare). QYN omsatte år 2016 55 MSEK med en EBITDA om 10,6 MSEK och har sedan förvärvet tecknat avtal med ett uppskattat värde om ca 12 MSEK (främst inom telekom). Baserat på ett ledningsuttalande om att företaget vill uppnå en större marknadspenetration i Europa samt på att resultat från tidigare förvärv överträffat förväntningar och förbättrat ZetaDisplays *pricing power*, så är det rimligt att anta att fler förvärv kommer att genomföras i framtiden. Under 2019 och 2020 antas således fortsatt penetration på befintliga och nya marknader.

Ledning och styrelse har erfarenhet inom Digital Signage branschen och har ett högt gemensamt insynsägande

Per Mandrorf utsågs till ny VD under Q2-19, och tar över efter Leif Liljebrunn som tillträder en ny roll i bolaget som VP *Merger and Acquisitions*. Per tar med sig gedigen erfarenhet från strategisk affärsutveckling med digitalisering från hela värdekedjan samt att bygga mjukvarubolag med repetitiva intäkter. ZetaDisplays styrelseordförande Anders Petterson har lång erfarenhet och har en bakgrund inom främst säkerhet, produktutveckling och logistik/transport. Resterande ledning & styrelse består av kompletterande relevanta kompetenser. Insynsägandet uppgår till ca 30 %, vilket är ett positivt tecken med anledning av att det ger nyckelpersonerna starka incitament för att fortsatt driva tillväxt och skapa aktieägarvärde.

Prognos och värdering

Genom ZetaDisplays förvärvsintensiva strategier som ökat Bolagets geografiska spridning samt exponering mot nya marknader, nytecknade storavtal samt förbättrade repetitiva intäkter motiveras en högre värdering framgent. I ett Base scenario prognostiseras en omsättning om cirka 432 MSEK med ett EBIT-resultat om 39,5 MSEK 2019E. Baserat på en målmultipel om EV/EBIT 20,1x på 2019 års prognos, härledd från en relativvärdering, erhålls ett potentiellt värde per aktie om 26,4 SEK.

DIGITAL SIGNAGE
HAR POSITIVA
UTSIKTER
FRAMGENT

FÖRVÄRV
ÖVERTRÄFFAR
FÖRVÄNTNINGAR

KOMPETENT
LEDNING OCH
HÖGT
INSIDER-
ÄGANDE

BOLAGSBESKRIVNING

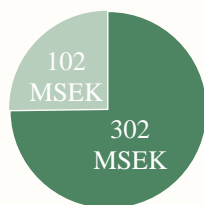
ZetaDisplay är ett svenskt företag som erbjuder en komplett medieplattform för Digital Signage som omfattar mjukvara, tjänster samt digitala system. I helhetslösningen ingår även analys, rådgivning och projektledning samt att svara för installation av digitala bildskärmar och kommunikationsutrustning på plats hos kund. Ytterst verkar ZetaDisplay för att skapa värden för kunderna genom att möjliggöra effektiv kommunikation i butik med hjälp av digitala medier. ZetaDisplay är verksamma i sex länder (Sverige, Danmark, Finland (även Baltikum), Norge och Holland) och har en marknadsledande position på Digital Signage-marknaden i verksamhetsländerna.

Primär produktportfölj

ZetaDisplays primära produktportfölj består av Digital Signage CMS (*Content Management System*) som förser en omfattande upplevelse av digitala strategier. Upplevelsen och den primära produktportföljen är bestående av olika delar och sker i olika steg. Efter ett avtal har tecknats så hjälper ZetaDisplay till med installation av digitala bildskärmar och kommunikationsutrustning på plats hos kund (med hjälp av Bolagets samarbetspartner Visma) och ser till så att bildskärmsnätverket blir sammanhängande. Utöver detta så produceras löpande innehåll som anpassas till kunden efter behov. Den tredje beståndsdelen i produktportföljen är övervakning och drift av plattformen som kunderna har tillgång till.

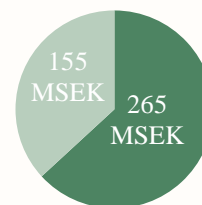
AFFÄRSMODELL
SOM ÄR GLOBALT
SKALBAR

2018: Hårdvara och Övrigt & Kontrakterade Tjänster



■ Hårdvara & Övrigt ■ Kontrakterade Tjänster

2019E: Hårdvara och Övrigt & Kontrakterade Tjänster



■ Hårdvara & Övrigt ■ Kontrakterade Tjänster

Intäktsmodell

- **Licensförsäljning (kontraktbaserad):** ZetaDisplays licensmodell är en kontraktbaserad avtalsmodell som tecknas mellan ZetaDisplay och kund. Avtalen är anpassningsbara utefter kundens behov och tecknas generellt för 3-5 år i taget. Återkommande kunder är vanliga och majoriteten av kunderna väljer att knyta nya avtal efter licensen löpt ut. Licensförsäljningen utgjorde 25 % av total omsättning under 2018. Under 2019 estimeras kontraktbaserade intäkter att öka.
- **Hårdvara och övrigt:** ZetaDisplays största intäktskälla (ca 75 % av omsättningen) härrör från nyteckning av avtal. Intäkterna består av installation, bildskärmsnätverket samt produktion av det löpande innehållet som anpassas till kunden. Den övriga delen av denna intäktspost består av support, där Bolaget tar ansvar för drift och övervakning av plattformen som kunden har tillgång till. Intäkterna för dessa tjänster beror på vilken servicenivå kunden väljer. Under 2019 estimeras hårdvara och övrigt att bromsa in och utgöra 64 % av intäkterna, i och med att 2018 anses vara ett undantagsfall, relaterade till engångsintäkter från installationer hos ATGs 2000 samtliga butiker och inte förväntas kunna växa i samma takt framgent.

Kostnadsdrivare

ZetaDisplays huvudsakliga kostnader är kostnader för personal och handelsvaror. Detta syns i redovisningen delvis som personalkostnader, men även i posten ”övriga externa kostnader” som i huvudsak består av kostnader för konsulter inom bl.a. mjukvaruutveckling. De övriga externa kostnaderna är framförallt relaterade till Vismas installationsarbete hos kund.

Strategiska utmaningar

Bolaget är verksamma på en historiskt trögväxande marknad, vilket ur ett tillväxtperspektiv innebär en utmaning. Trots att ZetaDisplays system medför betydande direkta fördelar på marknaden så anses närvaron av medelstora konkurrenter med liknande förvävsstrategier som en utmaning och en risk som skulle kunna hämma tillväxten. En annan utmaning är att ca 75 % av intäkterna kommer från *signoffs* (intäkter för installation och utveckling etc.) vilket medför att ZetaDisplay är beroende av att regelbundet teckna nya avtal för att bibehålla omsättnings- och lönsamhetsnivåer.

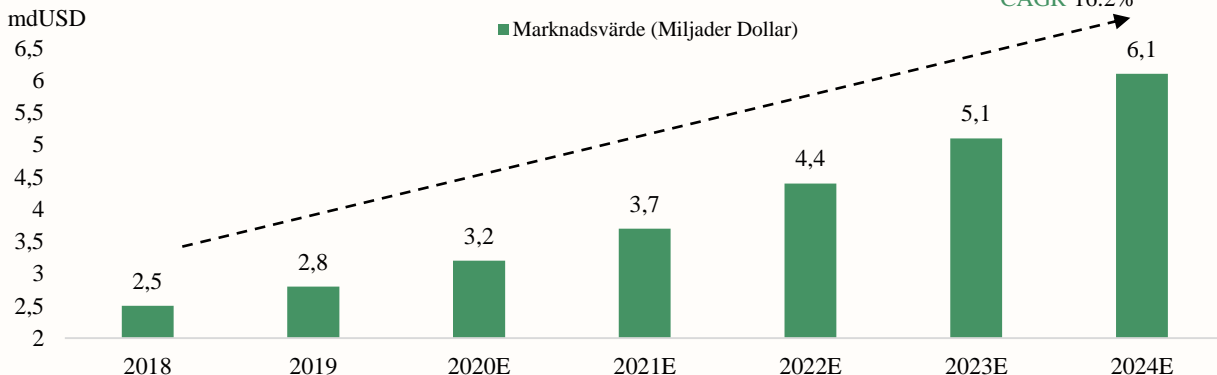
MARKNADSANALYS

Digital Signage en växande marknad

ZetaDisplay är verksamma på en marknad som globalt värderades till 2,5 miljarder USD år 2018 och förväntas växa med en genomsnittlig årlig tillväxttakt om 16,2 %, till 6,1 miljarder USD år 2024. Tillväxten förväntas främst drivas av ett ökat antal digitala displayer och mjukvaruprodukter i kommersiella applikationer samt förbättrade innovationer inom displayteknik. Dessa tillväxtfaktorer drivs av att efterfrågan på Digital Signage-lösningar ökar. Retail och antalet fysiska butiker bromsar in, i och med övergången från fysisk handel till mer internetbaserad handel, vilket skapar nya behov av en sammanhållen sömlös kundupplevelse. För att lyckas med detta behöver aktörer inom retail förändra sin affär. Det blir viktigare för butikskedjor och varumärkesleverantörer att satsa mer på existerande butiker genom att integrera helhetslösningar som t.ex. Digital Signage och ZetaDisplay kan erbjuda. Digital Signage möjliggör tydligare kommunikation ut till kund med möjligheter att marknadsföra andra företagssegment för att höja brand value. Digital Signage skapar möjligheter för verksamheter att öka sin omsättning per kvadratmeter vilket kommer bli viktigt i framtiden då kostnaden för att bedriva butiksverksamheter i metropoler ständigt ökar.

Globalt marknadsvärde för Digital Signage (2018-2024)

Tillväxtprognos Digital Signage för hela världen



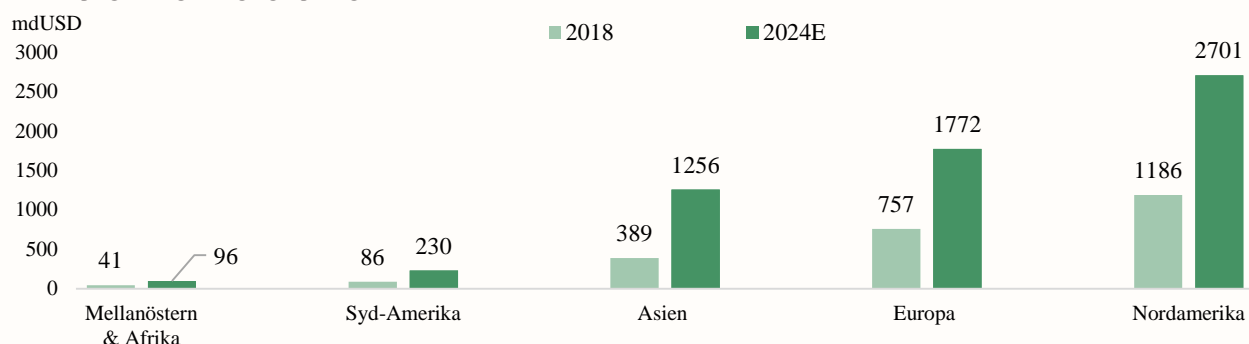
Källa: Vertiseit Prospekt

Globala marknaden för Digital Signage

Digital Signage är idag förekommande på världens samtliga kontinenter. Den största marknaden är Nordamerika, följt av i storleksordning; Europa, Asien, Sydamerika samt Mellanöstern och Afrika ("MEA"). ZetaDisplay är främst aktiva på den Europeiska marknaden vilket är den nästa största regionen inom Digital Signage och värderas till 757,2 miljarder USD. År 2024 förväntas den Europeiska marknaden att värderas till ca 1772 mdUSD och utgöra ca 29 % av världsmarknaden.

Digital Signage-marknaden (2018-2024) per region

Tillväxt prognos Digital Signage (per region)



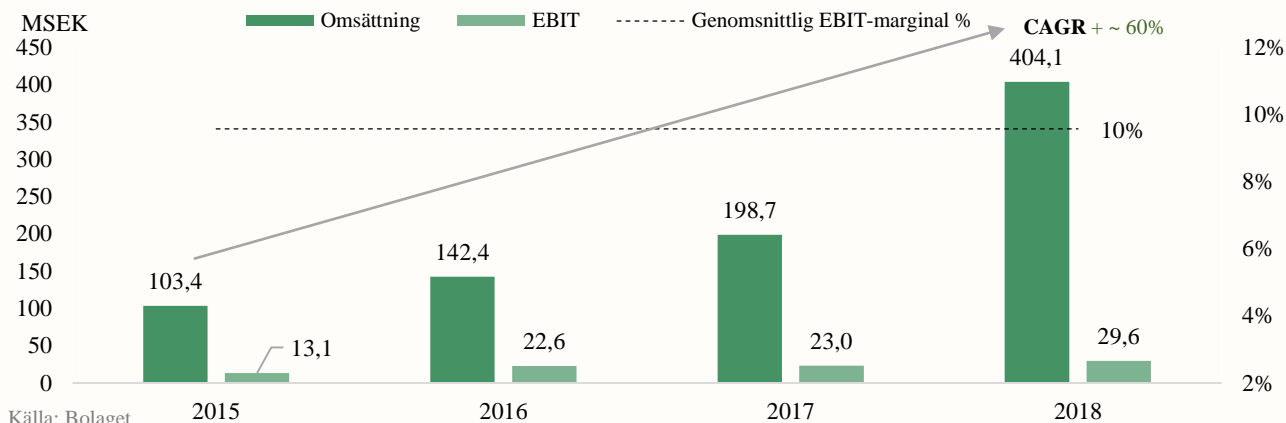
Källa: Vertiseit Prospekt

FINANSIELL PROGNOSS

ZetaDisplay har visat god tillväxt historiskt och under 2018 uppgick Bolagets omsättningstillväxt till cirka 103 % (inkl. förvärv). Framöver förväntas ZetaDisplay kunna fortsätta öka sin försäljning drivet av underliggande marknadstillväxt, högre andel återkommande kunder och exponering mot outnyttjade marknader. ZetaDisplay har även ett onyttjat försäljningsutrymme och ett antal redan kommunicerade affärer som kommer bidra till 2019 års omsättning.

Årlig tillväxt om ca 60 % med genomsnittlig EBIT-marginal om ca 10 %.

Omsättning och EBIT-resultat



Prognos 2019 och 2020

Under perioden 2019-2020 förväntas koncernen ZetaDisplay att fortsätta växa. Då ZetaDisplay har en intensiv förvärvsstrategi bedöms det inte osannolikt att Bolaget under kommande år fortsätter förvärva. Nettoskulden tyder dock på att ett eventuellt förvärv sannolikt hade skett genom en emission.

För 2019 antas en omsättningstillväxt om 6,9 %. Prognosen motiveras av att 2018 anses vara en stark avvikelse i förhållande Bolagets historiska omsättning. 2018 var ett år då ZetaDisplay bl.a. tecknade ett avtal med ATG till ett värde om 100 MSEK (varav 80 MSEK fakturerades under 2018). Med detta sagt bedöms det osannolikt att ZetaDisplay under 2019 kommer att ha möjlighet att teckna avtal av samma omfattning. ZetaDisplay har emellertid genom förvärven av Pronto TV & QYN etablerat sig på den norska och nederländska marknaden och växer stadigt inom Sverige (en marknad de redan är marknadsledande på), genom detta förväntas nya avtal tecknas under 2019. Högre omsättning för segmentet ”kontrakterade tjänster och övrigt”, samt fler återkommande kunder motiverar också en tillväxt prognos. Intäkter från ett antal kommunicerade affärer under 2018 uttalas också att ingå i 2019 resultat och bokföring vilket kommer att bidra till den prognoserade omsättningen om ca 432 MSEK.

För 2020 framåt antas en CAGR om 7,2 %, vilket motiveras av en stark tillväxtstrend inom kontrakterade tjänster som bör kvarstå och fortsätta driva försäljning. Intäkterna för samtligt segment estimeras att uppnå ca 157 MSEK 2020. Den relativa ökningen i förhållande till segmentet ”hårdvara” borgar samtidigt för vinsttillväxt, vilket förklaras av att segmentet ”kontrakterade tjänster” är mer lönsamt. Förbättringar av marginalen inom kontrakterade tjänster hade dessutom inneburit att ZetaDisplay hade blivit mindre beroende av signoff intäkter. Tillväxtprognosen antar dessutom att nya avtal tecknas samt att Bolaget ökar sin exponering på befintliga samt nya marknader enligt ledningens uttalanden.

Period	Q1-19A	Q2-19E	Q3-19E	Q4-19E	2019E	2020E
Omsättning (MSEK)	95,8	109,3	92,5	134,5	432,0	462,2
Andel av årsomsättning	20 %	26 %	22 %	32 %	Na	Na

FINANSIELL PROGNOIS

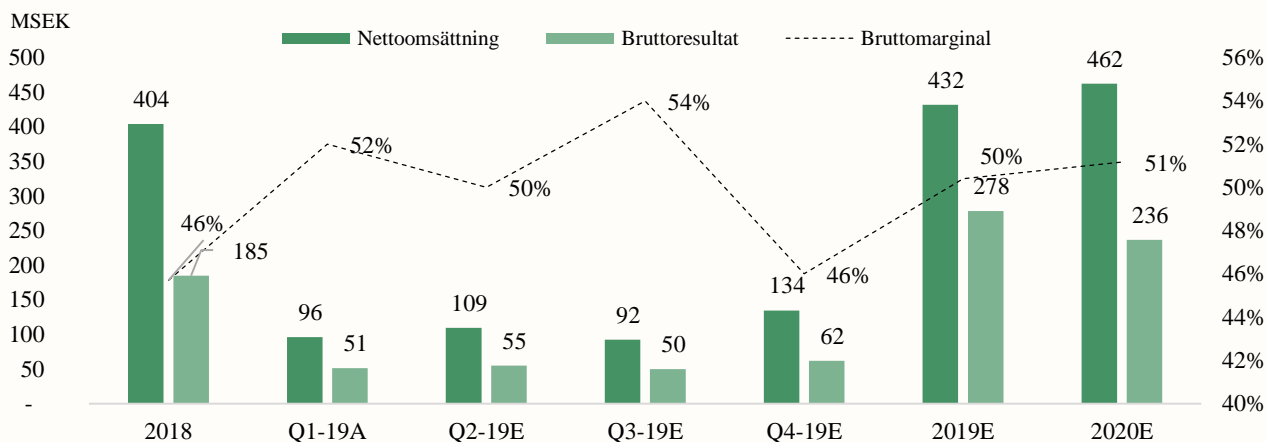
Brutto- och rörelsekostnader 2019 och 2020

~50 %
BRUTTO-
MARGINAL

Vid försäljning av ZetaDisplay produkter återfinns kostnader för ”handelsvaror”, dessa kostnader är höga vid avtal med nya kunder. Detta beror på att ZetaDisplay måste leverera den nödvändiga teknologin (hårdvara och mjukvara) till sina kunder. Detta medför att bruttomarginalen vid nytecknade avtal uppgick till ca 46% (2018). En förbättring inom kontrakterade tjänster och en ökning i antalet återkommande kunder hade dock medfört lägre kostnader för hårdvara och installationer, en kostnad som i dagsläget hämmar bruttoresultatet. Med ett sådant scenario inräknat estimeras bruttomarginalen att uppnå 50,4% 2019E och 51,9% 2020E.

Förbättrade bruttomarginaler förväntas framåt, i och med ökningarna inom kontrakterade tjänster

ZetaDisplay: Omsättning, Bruttoresultat och Bruttomarginal

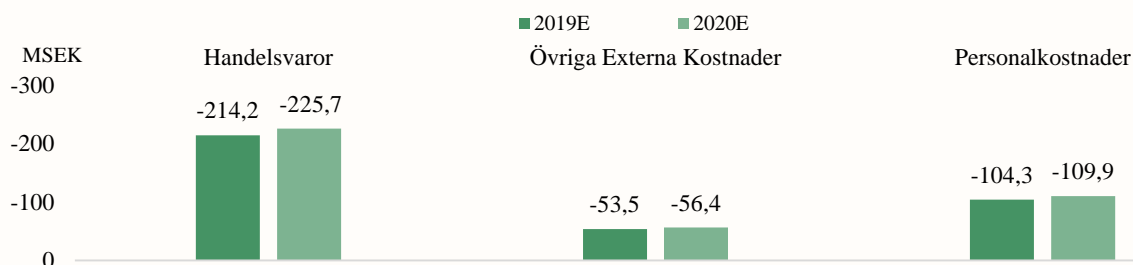


Analyst Groups Prognos

Kostnader för personal är ZetaDisplays näst största kostnadspost. Dessa kostnader återfinns delvis i posten ”personalkostnader”, men även i ”övriga externa kostnader” och består till stor del av kostnader för ZetaDisplays befintliga personal samt kostnader till Visma för utförandet av installationsarbeten. Personalkostnaderna ökade ca 65 % under 2018. Ökningen är hänförlig till att ZetaDisplay genomförde omfattande rekryteringar under året, där Bolaget ökade antalet anställda från 88 i (genomsnitt under 2017) till 131 (i genomsnitt under 2018). Övriga externa kostnader ökade med ca 14 %, vilket främst motiveras av installationsarbetet Visma utfört genom ATG-avtalet, vilket innefattar 2000 butiker. Framgent estimeras personalkostnaderna att öka något, på grund av potentiella nyförvärv. ZetaDisplays aggressiva förvärvsstrategi har historiskt inneburit ökade personalkostnader då man valt behålla befintlig personal. Värt att påpeka är att vissa nya avtal som tecknades under slutet av 2018 också kommer ge upphov till ökade personalkostnader av engångskaraktär under 2019. Sammanräknat estimeras personalkostnaderna att uppgå till 100,0 MSEK 2019E och 104,4 MSEK 2020E. Övriga externa kostnader estimeras under motsvarande period till 53,0 MSEK 2019E och 55,9 MSEK 2020E.

Kostnader förväntas öka mindre än omsättningen framgent.

Kostnader 2019E & 2020E

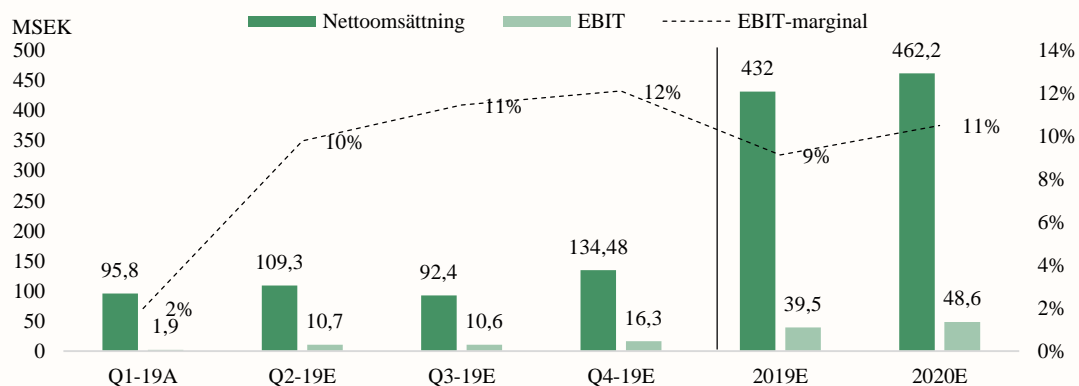


Analyst Groups Prognos

FINANSIELL PROGNOIS

Följande sektion summerar gjorda prognoser på kvartals- och årsbasis mellan 2019 och 2020.

Base scenario, MSEK	Q1-19A	Q2-19E	Q3-19E	Q4-19E	2019E	2020E
Nettoomsättning	95,8	109,3	92,4	134,5	432,0	462,2
Övriga rörelseintäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa rörelseintäkter	95,8	109,3	92,4	134,5	432,0	462,2
Rörelsekostnader						
Handelsvaror	-44,4	-54,6	-42,5	-72,6	-214,2	-225,8
Övriga externa kostnader	-13,0	-13,5	-12,0	-14,5	-53,5	-56,4
Personalkostnader	-30,3	-26,0	-22	-26,0	-104,3	-109,9
Avskrivningar	-6,3	-4,4	-4,8	-5,0	-20,5	-21,6
Summa rörelsekostnader	-87,7	-98,6	-77,0	-113,1	-392,5	-413,7
EBIT	1,9	10,7	10,6	16,3	39,5	48,6
Finansiella poster						
Finansiella intäkter	1,1	3,2	2,7	4,0	11,1	11,7
Finansiella kostnader	-3,2	-3,6	-3,1	-4,5	-14,4	-15,2
<i>Finansiella poster netto</i>	<i>-2,2</i>	<i>-0,4</i>	<i>-0,4</i>	<i>-0,5</i>	<i>-3,4</i>	<i>-3,56</i>
EBT	-0,3	10,3	10,6	16,3	36,1	45,0
Skatt	-0,8	-1,1	-1,1	-0,9	-7,6	-8,9
Periodens resultat	-1,1	8,1	8,4	13,2	28,6	36,1



Base scenario, nyckeltal	2017	2018E	2019E	2020E
Omsättning	198,70	404,1	432	449,7
EBITDA	17,0	48,2	60,0	68,7
EBITDA-marginal %	8,6 %	11,9 %	13,90 %	15,3 %
EBIT	5,9	29,6	39,5	48,6
EBIT-marginal %	3,0%	7,3%	9,2 %	10,9%
Nettoresultat	-1,9	25,6	28,6	38,6
Nettomarginal %	-0,9 %	6,3 %	6,6 %	7,8%

VÄRDERING

Relativvärdering

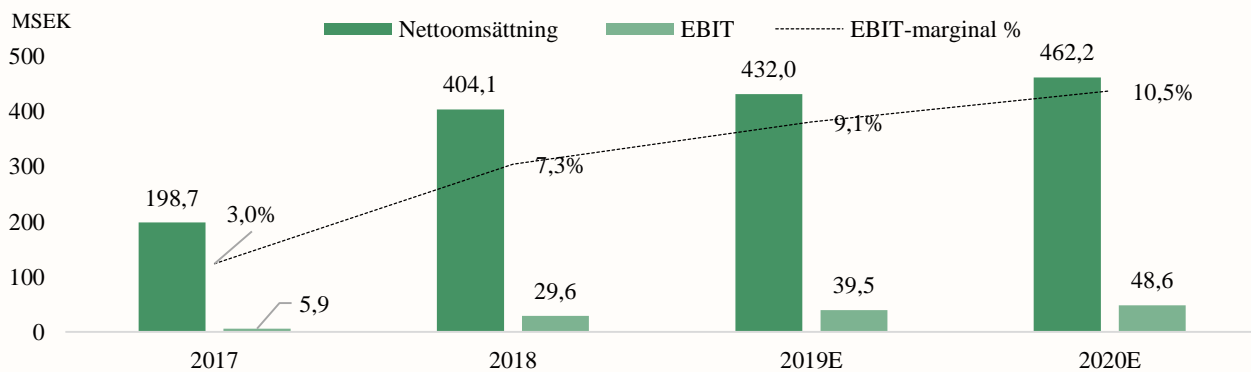
	ZetaDisplay	Addnode	Formpipe	Fortnox	ACM	Genomsnitt
Omsättning	404,1	2942,0	406,4	374,4	176,0	974,7
Tillväxt	103,4%	16,8%	1,3%	37,5%	44,0%	24,9%
EBITDA (MSEK)	48,2	314,0	96,8	126,8	25,0	140,7
EBIT (MSEK)	29,6	215,0	40,2	104,5	18,0	94,4
EBITDA-marginal	11,9%	11,3%	23,0%	33,9%	14,1%	20,6%
EBIT-marginal	7,3%	7,3%	9,9%	27,9%	9,8%	13,7%
P/S	1,3	1,1	2,6	10,7	1,1	3,9
EV/S	1,4	1,2	2,4	10,3	1,3	3,8
EV/EBITDA	11,4	11,5	10,1	30,9	9,2	15,4
EV/EBIT	18,6	17,8	20,2	37,6	13,0	22,2

I ovanstående tabell sammanställs Peers värdering i jämförelse med ZetaDisplay. Med EV/EBIT som värderingsmultipl är ZetaDisplay något lägre värderat för kommande år i jämförelse med snittet. ZetaDisplays kontrakterade intäkter består av licensbaserade intäkter samt övriga avtalsintäkter. Vid en jämförelse med t.ex. Formpipe eller Fortnox som har en intäktsmodell som är baserad runt abonnemangsförsäljning omfattat av en stor kundbas så är ZetaDisplays relativt sett mindre kundkrets mer effektiv i att generera omsättning. Detta beror på att de repetitiva kontrakten löper under 3-5 år vilket är längre än den genomsnittliga konkurrenten, vilket också ger en intäktsstabilitet som de flesta konkurrenterna saknar. Den genomsnittliga konkurrenten har emellertid en högre andel återkommande intäkter. Ur en EV/S synvinkel värderas ZetaDisplay också lägre än konkurrenter med en multipl på 1,4x jämfört med snittet på 3,8x. Anledningen till att ZetaDisplay övergripligt värderas till en lägre multipl motiveras då Bolaget haft en historisk bakgrund av olönsamhet.

26,4 KR
PER AKTIE
PÅ 2019
ÅRS
PROGNOS
(BASE)

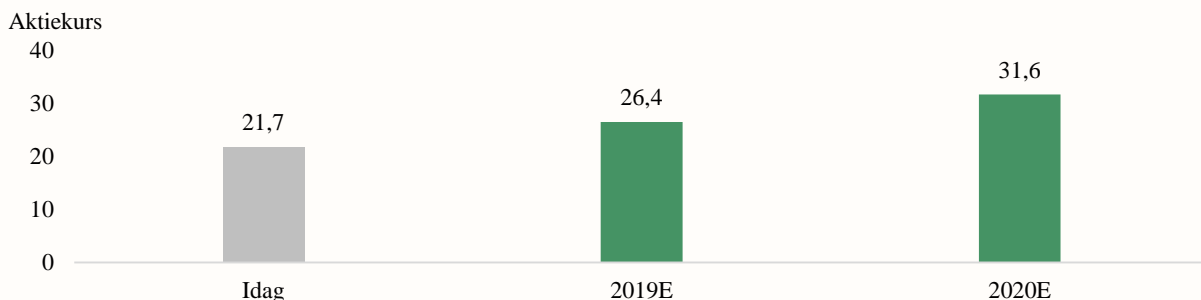
Omsättning, EBIT och EBIT-marginal, Base Scenario

Värdering givet tillämpad EV/EBIT-multipl



Analyst Groups Prognos

Följande är en illustration av potentiell uppvärdering perioden 2019-2020.



BULL & BEAR

Bull scenario

ZetaDisplay är verksamma på en marknad med goda tillväxtutsikter framåt. Retailbranschen är generellt nedåtgående i och med övergången från fysisk handel till mer internet baserad handel, vilket skapar nya behov för sömlösa kundupplevelser för den resterade retailmarknaden. Givet ZetaDisplays starka marknadsposition och fortsatt expansion på internationella marknader, så är ZetaDisplay väl positionerade för att kunna öka sin omsättning och uppnå CAGR tillväxt om 10,1 % 2019-2024.

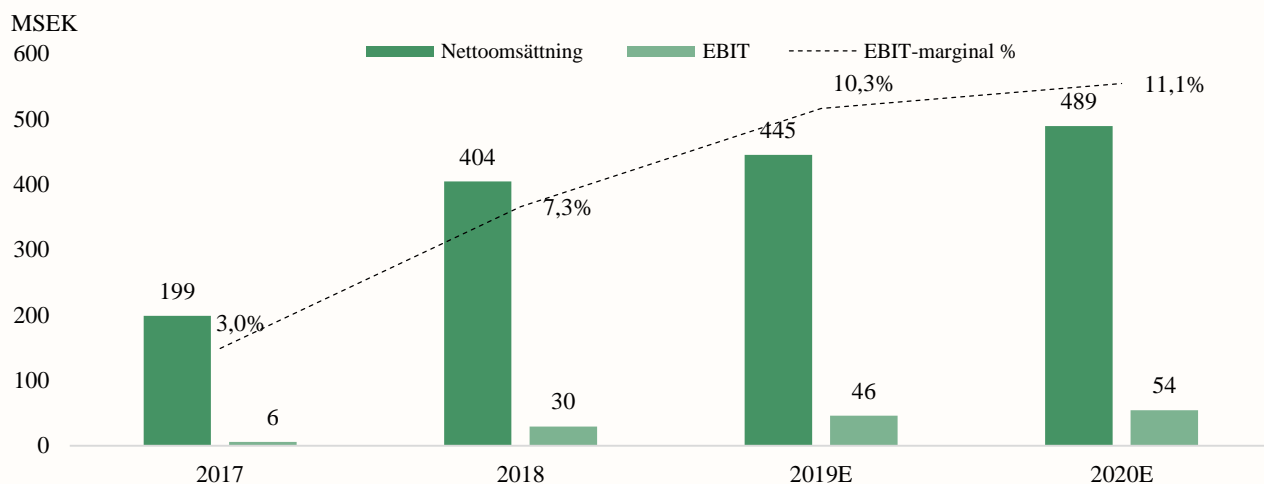
I ett Bull scenario förväntas vidare en utlandsexpansion inom befintliga verksamhetsdelar (ProntoTV, Sesam och QYN), samt eventuell expansion genom nya lönsamma förvärv. Med en sådan prognos räknas EBIT-marginalen att kunna uppnå 10,3 % 2019 samt 11,1 % 2020. Högre lönsamhet estimeras också i ett Bull scenario, som förklaras av att merförsäljningen av kontrakterade tjänster slår förväntningar om en estimerade ökning om 60% under 2019 (som prognosticerats i Base) .

I ett Bull scenario med givna prognosutsikter erhålls estimaten på följande sätt med EV/EBIT som värderingsmultipel.

29,4 KR
PER AKTIE
PÅ 2019
ÅRS
PROGNOS
(BULL)

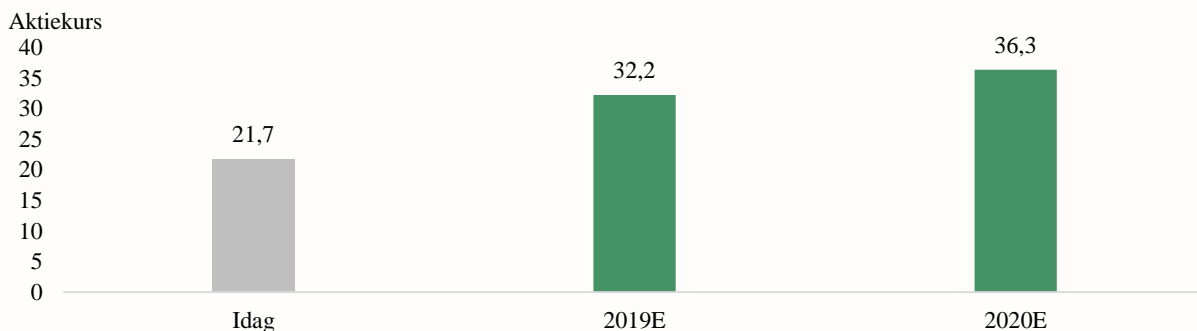
Omsättning, EBIT och EBIT-marginal, Bull Scenario.

Värdering givet tillämpad EV/EBIT-multipel



Analyst Groups Prognos

Följande är en illustration av potentiell uppvärdering i ett Bull scenario perioden 2019-2020.



BULL & BEAR

Bear scenario

Givet att tillväxutsikterna för Digital Signage-marknaden ser goda ut, så finns det risk att flera svenska och internationella aktörer lockas till marknaden, och nya aktörer kan innebära förlust av viktiga marknadsandelar för ZetaDisplay, där det i värsta fall kan komma in en stor internationell aktör med större finansiell flexibilitet på marknaderna där ZetaDisplay verkar. Denne aktör skulle kunna driva ner priserna till en nivå som i längden kan påverka ZetaDisplays marginaler och omsättning negativt. I ett Bear scenario förväntas det även att bli svårare för ZetaDisplay att öka antalet nya och befintliga (återkommande) kunder.

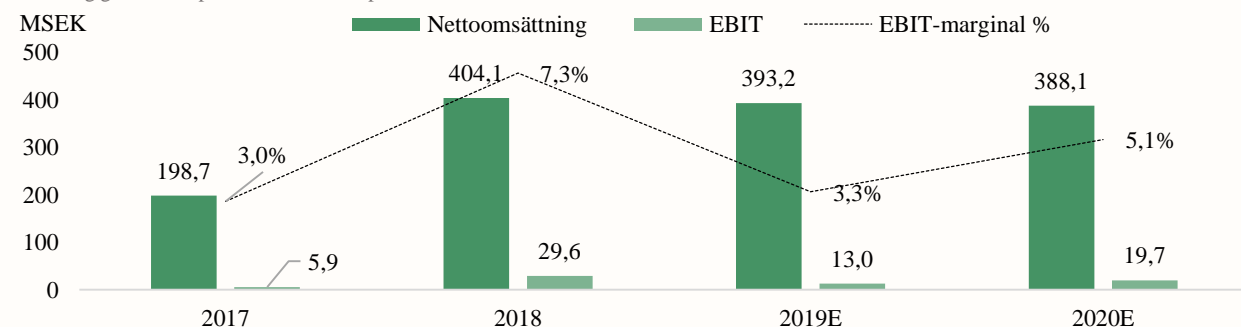
ZetaDisplay har en hög exponering mot Digital Signage branschen på de marknader där man verkar, det vill säga främst Norden, Benelux och, i mindre utsträckning, Baltikum. Efterfrågan på ZetaDisplays produkter och tjänster är beroende av bland annat makroekonomiska förhållanden, utvecklingen av marknaden för Digital Signage och förändringar i kundernas köpkraft.

Negativa förändringar i dessa avseenden kan få en negativ inverkan på koncernens verksamhet, finansiella ställning och resultat. Osäkerhet rörande ekonomiska framtidsutsikter kan påverka kundernas köpvanor negativt och därmed få en negativ effekt på koncernens försäljning och resultat. Med tanke på att den svenska ekonomin befunnit sig i en högkonjunktur, så kan ett sämre marknadsklimat leda till investeringsåtstramningar, som i så fall kan påverkat ZetaDisplay negativt. Till följd av detta skulle eventuellt Bolaget besluta sig för att avvakta med ytterligare satsningar och utbredningar utanför Sverige vilket i så fall får en effekt på marginalerna. I ett Bear scenario antas ZetaDisplay växa i en lägre takt och därigenom motiveras en lägre värderingsmultipl. Summerat estimeras i ett Bear scenario omsättningstillväxt om 3,3 % 2019 respektive 5,1 % 2020. Givet EV/EBIT som värderingsmultipl och prognosutsikter erhålls nedan presenterad värdering.

11,9 KR
PER AKTIE
PÅ 2019
ÅRS
PROGNOS
(BEAR)

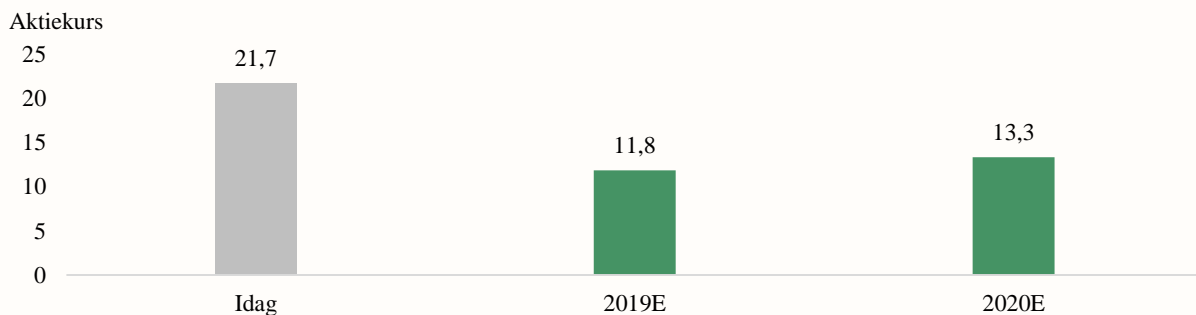
Omsättning, EBIT och EBIT-marginal, Bear Scenario

Värdering givet tillämpad EV/EBIT-multipl



Analyst Groups prognos

Följande är en illustration av potentiell nedvärdering i ett Bear scenario perioden 2019-2020.



LEDNING & STYRELSE

Källa innehav: ZetaDisplays hemsida



Per Mandorf – CEO (*)

CEO - Ekonomistudier vid IMH Business School & Executive MBA [Stockholm – London Ashridge Business School – Boston (MIT)] Erfarenhet: VD och försäljningschef för programvaruföretaget Visma Retail AB och tidigare roller som Retail/Region chefer på (Nilsongroup, Coop, Siba & JC) Pågående uppdrag: Styrelseledamot i Extenda Retail AB.

Innehav i Bolaget: 0 aktier



Oscar Arp - Vice VD

Vice VD och affärsområdeschef Sverige sedan 2017. Civilekonom Lunds Universitet. Erfarenhet: Affärsområdeschef Däckia AB, Försäljningschef Swereco Group AB, Produktchef Thule Sweden AB, Controller Thule Holding AB samt affärsutvecklare Thule Trailers AB.

Innehav i Bolaget: 87 039 stamaktier.



Ola Burmark - CFO & IR

CFO och IR ansvarig sedan juni 2018. Civilekonom Mittuniversitet. Erfarenhet: CFO Medivir (publ.), OneMed och Aditro samt SVP Finance Thule Group. Finansierings- och företagsförvärv Cell Network (publ) och SCA (publ), revisor på EY.

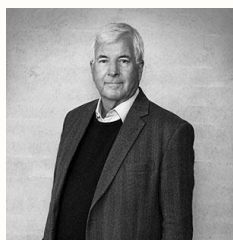
Innehav i Bolaget: 3 750 stamaktier. 50 000 personaloptioner (teckningsoptioner via incitamentsprogram 2018/21).



Mats Johansson - Styrelseordförande

Styrelseordförande sedan 2013, styrelseledamot sedan 2003, en av grundarna till ZetaDisplay. Erfarenhet: Grundare och tidigare VD för MultiQ International AB och även grundare KlaraBo Sverige AB samt medgrundare Iconovo AB. Pågående uppdrag: Styrelseordförande Iconovo AB (publ) samt styrelseledamot i KlaraBo Sverige AB med dotterbolag, SiB Solutions AB, Abrax As Holding AB och Zenit Design Group AB.

Innehav i Bolaget: 2 563 468 stamaktier, 2 628 preferensaktier och 2 628 teckningsoptioner



Anders Moberg, Styrelseledamot

Styrelseledamot sedan 2009. Erfarenhet: Koncernchef för MAF Group Dubai, 2007–2008. Koncernchef Royal Ahold 2003–2007. Divisionschef Home Depot 1999–2002. Koncernchef IKEA 1986–1999. Adjungerad professor vid Copenhagen Business School. Pågående uppdrag: Styrelseordförande i Byggmax Group AB. Styrelseledamot i Itab Shop Concept AB, Bergendahl & Son AB och Boconcept A/S.

Innehav i Bolaget: 1 056 251 stamaktier, 106 521 preferensaktier, 112 832 teckningsoptioner

* Tillträder som CEO 1 september 2019 och tar över efter Leif Liljebrunn

LEDNING & STYRELSE

Källa innehav: ZetaDisplays hemsida



Anders Pettersson - Styrelseledamot

Styrelseledamot sedan 2014. Civilingenjör och civilekonom. Erfarenhet: Koncernchef i Hilding Anders AB, Capital Safety Group och Thule AB. Tidigare affärsområdeschef Gunnebo AB, Trelleborg AB och Nobel Industrier. Pågående uppdrag: Styrelseordförande Brink BV. Styrelseledamot i PS Enterprise AB, Skabholmen Invest AB, PSIW Enterprise AB, KlaraBo Sverige AB, Pure Power Technologies Inc., Pure Safety Group Inc.

Innehav i Bolaget: 2 573 551 stamaktier, 58 114 preferensaktier, 56 114 teckningsoptioner.



Ingrid Jonasson Blank - Styrelseledamot

Styrelseledamot sedan 2010. Civilekonomexamen från Göteborgs Universitet. Erfarenhet: ICA-koncernen mellan 1986–2010, senast vice VD ICA Sverige AB med ansvar för marknadsfunktionen. Pågående uppdrag: Styrelseledamot i Bilia AB, Fiskars Oyj, Musti ja Murri Group Oy, Orkla ASA, Nordic Morning Group Oy, Ingrid Jonasson Blank AB, Ambea AB (publ), Kjell&Co AB, Styrelseordförande i SnusBolaget AB, Bygghemma Group AB, Astrid Lindgren AB, Forenom Oy.

Innehav i Bolaget: 185 500 stamaktier (varav 62 500 innehas genom kapitalförsäkring), 20 000 preferensaktier och 20 000 teckningsoptioner.



Mats Leander- Styrelseledamot

Styrelseledamot sedan 2010. Examen i FastighetSEkonomi från KungligaTekniska Högskolan. Erfarenhet: Founding partner i Sterling Equity partners A.A., Luxemburg. Pågående uppdrag: Styrelseledamot i Neveken Service AB och Oscarshem Fastigheter AB. President Vistajet Ltd, Director UDC Retail Fund III, styrelseordförande i Covenant Capital Ltd och Senior Adviser SE A.S.

Innehav i Bolaget: 988 817 stamaktier, 6 612 preferensaktier, 6 612 teckningsoptioner.



Mia Alholm - Styrelseledamot

Styrelseledamot sedan 2019. M.Sc. (Economics and Business Administration) vid Svenska Handelshögskolan i Helsingfors. Erfarenhet: CFO för Virala Oy, samt dess dotterbolag Atine Group Oy sedan 2004. Grundare och entreprenör AdvanceVPN Oy, revisor, PwC, (Helsingfors samt London). Pågående uppdrag: CFO Virala Oy. Styrelsemedlem i Barium AB samt ett flertal av Virala koncernens dotterbolag.



Finn Følling- Styrelseledamot

Styrelseledamot sedan 2019. Civilekonom vid Mittuniversitetet i Sundsvall. Erfarenhet: Tidigare CEO för Unit4 Nordic East (Sverige / Finland) samt CEO för Unit4 Nordic West. Pågående uppdrag: CPM Director Nordics för Unit4. Bolag som personen arbetar i och äger eller är delägare i: Unit4, ägare för Galibier AS och Konsulenthuset Følling.

LEDNING & STYRELSE

Källa innehav: ZetaDisplays hemsida

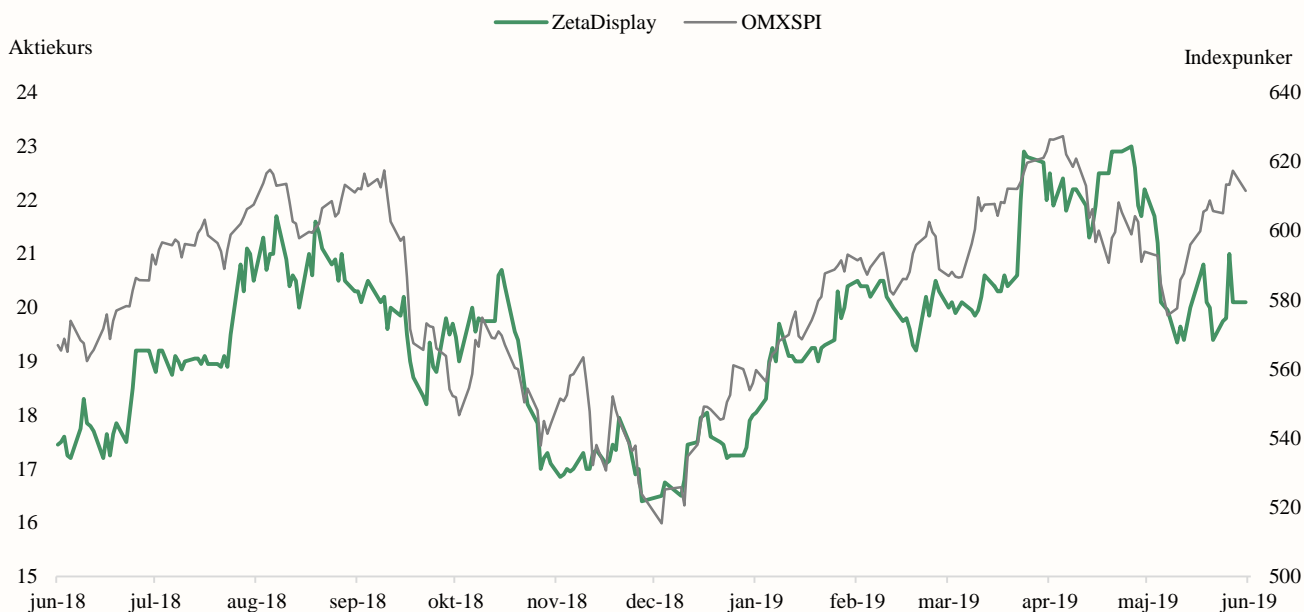


Trond Gunnar Christensen – Styrelseledamot

Styrelseledamot sedan 2019. Civilekonom vid Handelshögskolan i Oslo. Erfarenhet: CEO och grundare Bravo Group AS, grundare och styrelseledamot Urban Infrastructure Partner samt grundare och styrelseordförande för APT Properties AS. Pågående uppdrag: CEO för Bravo Group och styrelseledamot i UIP Holding AS Bolag som personen arbetar i och äger eller är delägare i: G. Christensen AS.

APPENDIX

Aktiekursens utveckling



MSEK	Q1-18	Q2-18	Q3-18	Q4-18	2018	Q1-19	Q2-19E	Q3-19E	Q4-19E	2019E	2020E
Nettoomsättning	65,0	90,8	117,4	130,9	404,1	95,8	109,3	92,5	134,5	432,0	462,2
Övriga rörelseintäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa rörelseintäkter	65,0	90,8	117,4	130,9	401,1	95,8	109,3	92,5	134,5	432,0	462,2
Rörelsekostnader											
Handelsvaror	-25,6	-45,2	-73,3	-75,3	-219,4	-44,4	-54,6	-42,5	-72,6	-214,2	-225,8
Övriga externa kostnader	-10,3	-12,3	-10,6	-13,5	-46,6	-13,0	-13,5	-12,5	-14,5	-53,5	-56,4
Personalkostnader	-22,3	-22,2	-19,4	-26,0	-89,9	-30,3	-26,0	-22,0	-26,0	-104,3	-109,9
Av- och nedskrivningar	-4,3	-4,4	-4,8	-5,0	-18,6	-6,3	-4,4	-4,8	-5,0	-20,5	-21,6
Summa rörelsekostnader	-62,5	-84,2	-108,0	-120,0	-374,6	-93,9	-98,6	-81,8	-118,2	-392,5	-413,7
EBIT	2,5	6,6	9,4	11,1	29,6	1,9	10,7	10,6	16,3	39,5	48,6
Finansiella poster											
Finansiella intäkter	0,5	0,5	0,9	12,8	14,7	1,1	3,2	2,7	4,0	11,1	11,7
Finansiella kostnader	-5,4	-2,5	-1,2	-1,6	-10,7	-3,2	-3,6	-3,1	-4,5	-14,4	-15,2
Finansiella poster netto	-4,9	-2,0	-0,3	11,2	4,0	-2,1	-0,4	-0,4	-0,5	-4,3	-3,5
EBT	-2,4	4,6	9,1	22,3	33,5	-0,3	10,3	10,3	15,9	36,1	45,0
Skatt	-1,3	-2,4	-1,6	-2,7	-8,0	-1,1	-1,1	-1,1	-0,9	-4,2	-8,2
Periodens resultat	-3,6	2,1	-0,9	-0,9	-6,0	3,9	4,0	4,1	3,2	15,3	30,3

DISCLAIMER

Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument eller annan information härrörande AG Equity Research AB (vidare AG) är framställt i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analyserna är baserade på källor och uppgifter samt utlåtanden från personer som AG bedömer tillförlitliga. AG kan dock aldrig garantera riktigheten i informationen. Alla estimat i analyserna är subjektiva bedömningar, vilka alltid innehåller viss osäkerhet och bör användas varsamt. AG kan därmed aldrig garantera att prognoser och/eller estimat uppfylls. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på information från AG eller personer med koppling till AG, alltid fattas självständigt av investeraren. Dessa analyser, dokument och information härrörande AG är avsett att vara ett av flera redskap vid investeringsbeslut. Investerare uppmanas att komplettera med ytterligare material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. AG fransäger sig allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av material härrörande AG.

Intressekonflikter och opartiskhet

För att säkerställa Analyst Groups oberoende har Analyst Group inrättat interna regler för analytiker, utöver detta så har alla analytiker undertecknat avtal i vilket de är skyldiga att redovisa alla eventuella intressekonflikter.

Dessa har utformats för att säkerställa att *KOMMISSIONENS DELEGERADE FÖRORDNING (EU) 2016/958 av den 9 mars 2016 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 vad gäller tekniska standarder för tillsyn för de tekniska villkoren för en objektiv presentation av investeringsrekommendationer eller annan information som rekommenderar eller föreslår en investeringsstrategi och för uppgivande av särskilda intressen och intressekonflikter* efterlevs.

Bull and Bear- Rekommendationer

Rekommendationerna i form av bull alternativt bear syftar till att förmedla en övergripande bild av Analyst Groups åsikt. Rekommendationerna är utarbetade genom noggranna processer bestående av kvalitativ research och övervägning samt diskussion med andra kvalificerade analytiker.

Definition Bull

Bull är en metafor för en positivt inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en positiv framtidsutveckling för Bolaget.

Definition Bear

Bear är en metafor för en pessimistisk inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en negativ framtidsutveckling för Bolaget.

Övrigt

Analyst Group har inte mottagit betalning eller annan ersättning för att göra analysen.

Innehavsredovisning

Analytikern äger inga aktier i Bolaget.

För fullständiga regler för våra analytiker se: <https://analystgroup.se/interna-regler-ansvarsbegransning/>
Analysen har ingen planerad uppdatering.

Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2019). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.

Ag

Analyst Group

AG EQUITY RESEARCH AB

RIDDARGATAN 35
114 57 STOCKHOLM

© AG Equity Research AB 2014-2019
WWW.ANALYSTGROUP.SE