

ANALYTIKER	
Sebastian Hofstedt	Äger inte aktier i bolaget
Emil Erbing	Äger inte aktier i bolaget
Zeta Display	
Aktiekurs	25,8
52 v högsta / lägsta	27,1 / 10,4
Antal aktier	19 834 582
Börsvärde (MSEK)	499,9
Nettoskuld (MSEK)	-22,0
EV (MSEK)	477,9
Sektor	Informationsteknik
Lista / kortnamn	Stockholm Small Cap / ZETA
Nästa rapport	2018-02-22

UTVECKLING	
1 månad	34,4 %
3 månader	66,5 %
1 år	143,4 %
YTD	79,2 %



HUVUDÄGARE %	
Mats Johansson	14,50
Anders Pettersson	8,50
Martin Gullberg	7,20
Magare Venture AS	7,10
Anders Moberg	6,90

LEDNING	
Verkställande direktör	Leif Liljebrunn
Styrelseordförande	Mats Johansson

FINANCIAL FORECAST				
MSEK	2016A	2017E	2018E	2019E
Organisk tillväxt	11,60 %	3,90 %	5,00 %	4,00 %
Adj. EBITDA-marginal	13,2 %	18,0 %	18,4 %	18,4 %
EV/ Adj. EBITDA	18,32	8,80	6,39	6,07
EV/S	2,41	1,58	1,18	1,12
Net Debt/ Adj. EBITDA	-0,56	-0,56	-0,41	-0,39

### Strategiska förvärv och en gynnsam positionering på en växande marknad

Genom strategiska förvärv är Bolaget väl positionerade på en marknad vilken förväntas växa 7.4 % CAGR fram till 2023. Genom synergier mellan nyförvärvade bolagen och ZetaDisplay under 2017 förbättras Adj. EBITDA-marginal. Med dessa synergieffekter minskar kostnader i relation till nettoomsättning, med samtida tillväxt. Bolaget guidar om ett ökat fokus på organisk tillväxt och synergier i den närmaste framtiden men lär på sikt leta fler förvärv för att expandera till exempelvis resten av Europa.

### Starkt kundnät och återkommande intäkter skapar stabilitet och framtidstro

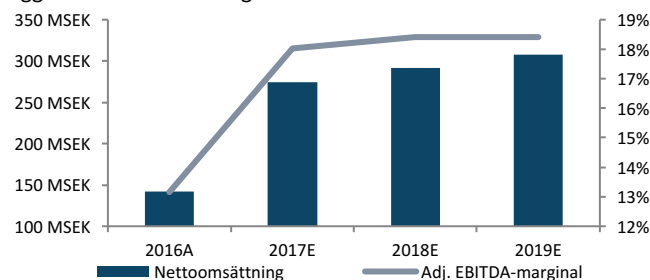
ZetaDisplay har ett gediget kundnät med såväl stora svenska som internationella koncerner vilka har börjat integrera Bolagets produkter i deras butiker. Potentialen för ytterligare integrering hos kunderna bedöms vara stor. ZetaDisplays produkter genererar återkommande intäkter genom licens, avtal och support. De återkommande intäkterna utgör i dagsläget 29.3 % av omsättningen och andelen förväntas öka i takt med att ZetaDisplay installerar fler system hos deras nuvarande kunder.

### Svag kassalikviditet och hög andel Goodwill

Bolaget har i dagsläget ett ansträngt kassaflöde och kassalikviditeten uppgick till 39 % under Q3 2017. Mot bakgrund av Bolagets guidade strategi om organisk tillväxt istället för förvärv estimeras kassalikviditeten växa under Q4 till 67 %. Ytterligare en risk är att 72 % av tillgångarna är immateriella och en hög andel av dessa är Goodwill då nedskrivningar kan göras ifall förvärv inte uppnår förväntat resultat. ZetaDisplays anser att deras förvärv har god lönsamhet och såväl norska LiveQube, som finska ProntoTV och nederländska Qyn är enligt Bolaget väl positionerade på sina respektive inhemska marknader.

### OCF/CAPEX dämpar den finansiella risken, skuldsättning är dock problematisk

Bolaget har ett OCF/CAPEX på 75 % LTM som effekt av minskade investeringar och lägre kundfordringar, detta stärker bolagets ansträngda finansiella position. ZetaDisplay finansierar sina investeringar genom externt kapital. Bolaget har i dagsläget en skuldsättningsgrad på 1.57 vilket är ett direkt resultat av en aggressiv förvärvsstrategi.



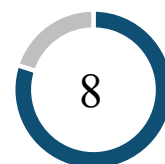
Värde drivare



Quality of earnings



Ledning & styrelse



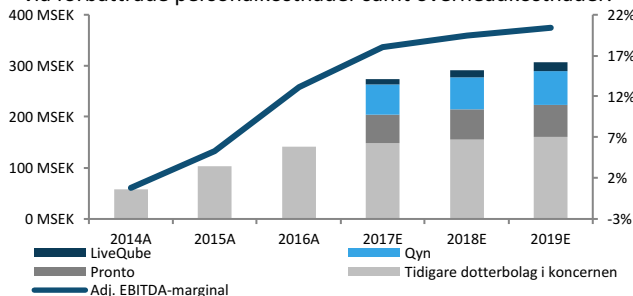
Riskenivå

## Bolaget är gynnsamt positionerat på den Globala Digitala Signagemarknaden som växer 7,4 % årligen

Till följd av ökad efterfrågan för skräddarsydda lösningar samt framsteg inom tekniska erbjudanden estimeras den globala digitala signagemarknaden växa 7,4 % CAGR fram till 2023. Huvudmarknaden för Bolaget är den europeiska som prognostiseras uppgå till 14,45 mdr USD.<sup>1</sup> Studier visar att, med hjälp av digitala displayer, kan kundens incitament till köp förstärkas.<sup>2</sup> Genom förvärvet av norska LiveQube bedöms ytterligare affärsmässiga möjligheter med ökad försäljning genom nya kunder. LiveQube är ledande leverantör av streamad och kundanpassad musik till butiker och publika möjligheter i Norge. Detta ökar möjligheterna för ZetaDisplay att komma in på fashion-marknaden, där Bolaget anser att deras produkter är högst relevanta och att det finns en hög potential för genomslag.

## Genom strategiska förvärv skapas tillväxt, komplement och skal fördelar inom koncernen

ZetaDisplay har uttryckt vilja att etablera Bolaget inom nya geografiska marknader, främst europeiska, genom strategiska förvärv av ledande lokala varumärken. Exempelvis förvärvades QYN, ProntoTV och LiveQube under Q3 2017. Även förvärvet av Marketmedia Oy och bidrog med 7 MSEK i EBIT 2015, samt bidrar 39 % av nettoomsättning i Q3 och har bevisat på tillväxt. Detta visar på Bolagets effektiva förvärvsstrategi, samt genom de synergier som påverkar andra dotterbolag positivt. Vidare guidar Bolaget att fokus framöver ligger på synergier mellan de nordiska dotterbolagen och organisk tillväxt, detta görs primärt via konsolidering av LiveQube som kommer hänföra dessa marginalförbättringar via förbättrade personalkostnader samt overheadkostnader.



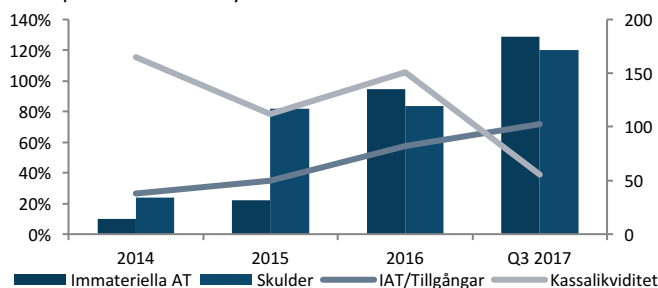
## Återkommande intäkter genom licenser och support skapar betydande stabilitet

Bolaget har återkommande intäkter såsom licens- och supportintäkter av årlig karaktär, med kontrakt som vanligtvis uppgår till 4-5 år. Till följd av förvärv har återkommande intäkter ökat under Q3 sekventiellt (25,9 %), och uppgår till 29,3 % av omsättning. Detta motiverar en högre värdering än vad som är in prisat idag och tidigare. I och med ZetaDisplays förvärv expanderar den mix av lösningar som Bolaget har. Genom att ha större återkommande intäkter och skapa annorlunda lösningar har det resulterat i förbättrade marginaler för ZetaDisplay. Bolagets förbättrade bruttomarginaler är kopplade till installeringsgraden av nya displayer, marginalförbättringar och en bruttomarginal om 59 % till skillnad från 57 %.

<sup>1</sup> Digital Signage market by Product, Offering, Software, and Service - Markets by Market. <sup>2</sup> Journal of Retailing

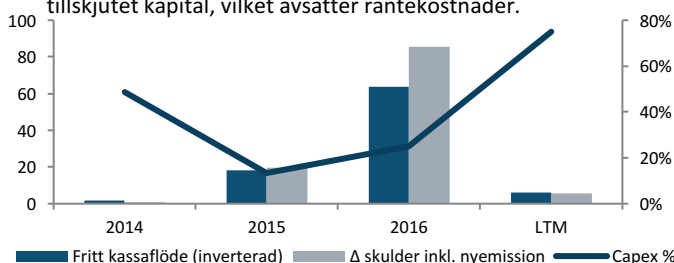
## Hög andel immateriella tillgångar ökar den finansiella risken i Bolaget

72 % av tillgångarna är immateriella och utav dessa utgör Goodwill den största andelen. Vidare har Bolaget en skuldsättningsgrad på 1,57 inte är speciellt högt i och med att finansieringen av förvärv kompletteras av nyemissioner. Bolagets kassaliquiditet uppgick under slutet av Q3 till 39 % och estimeras uppgå till 67 % under Q4 till följd av starkare kassa, som minskat till följd av förvärv. Detta har förrärrats under senaste tiden och ska ses som ett stort varningstecken. Att 72 % av tillgångarna för Q3 (dagsläget 59 %) är immateriella som effekt av förvärven av QYN och LiveQube, samt en osäker kassaliquiditet ska ses som betydande risker. Riskerna kan leda till brist på likvida medel och därmed problem med att täcka kortfristiga skulder, vilket skulle kunna skapa ett behov av nyemission.



## Ökad CAPEX och skuldsättning påverkar den finansiella ställningen negativt

Som en effekt av ansträngt kassaflöde, där operationellt kassaflöde är +/- 0 i Q3, och svagare balansräkning så är det inte lämpligt för Bolaget att i nuläget förvärva ytterligare bolag. ZetaDisplay guidar att fokus är på ett mer strategisk tänk, vilket innebär mindre förvärv och tydligare fokus på att öka den organiska tillväxten. Bolaget har ett OCF/CAPEX på 75 % LTM som ett resultat av minskade investeringar samt att operationellt kassaflöde förbättras under Q4, samt att man effektiviserat affärsverksamheten, vilket sedermera stärker den mindre attraktiva finansiella positionen. 2016 finansierade Bolaget även sina investeringar med 64 MSEK tillskjutet kapital, vilket avsätter räntekostnader.



Bolagets finansiella mål att uppnå en omsättning om 350 MSEK 2020, samt EBIT-marginal om 15 % är ambitiöst med tanke på den kapitalstyrkan ZetaDisplay har i dagläget. Dock är ledning erfarna inom strategiska beslut, från tidigare befattningar vilket kan hänföra till att Bolaget har relevant kunskap om organisk tillväxt och strategiska beslut vilket skapar denna målsättning som nåbar. Ännu ett incitament är att insiderägandet uppgår till 32,3 %, vilket inger förtroende.

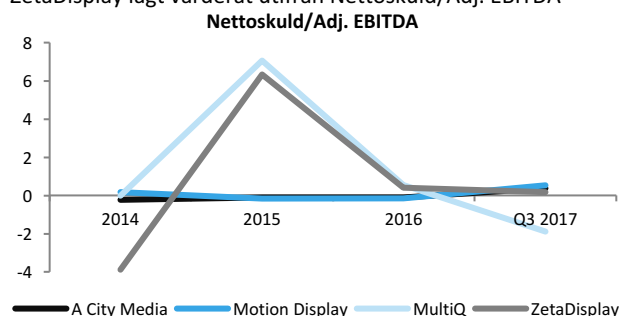
ZetaDisplay eller "Bolaget" är en helhetsleverantör av programvara och tjänster inom digital skyltning. Företaget levererar system för reklam, profilering och butikskommunikation på digitala bildskärmar som kan förmedla ljud och bild. Kunder är butikskedjor eller varumärkesleverantörer som visar sina reklambudskap på TV-skärmar i butik. ZetaDisplay sköter utformning och installation av bildskärmsnätverket, producerar löpande innehåll samt styr och övervakar systemet. Några kunder är Volkswagen Group i Sverige, Euromaster i Norden och ICA AB. Huvudkontoret finns i Sverige och försäljningskontor finns i Danmark, Norge, Finland, Estland och Holland.



**Metodologi:** ZetaDisplay värderas genom en relativ jämförelse gentemot relevanta peers. Dessa peers är verksamma inom samma marknader som Bolaget, med liknande typer av produkter och tjänster. Genom denna identifikation av peers erhålls en värdering utifrån en snitt multipel och därmed en motiverad värderingsmultipel. Estimat om base, bear och bull case har skapats för att illustrera olika framtida scenarion.

#### Bolagets skuldsättning relativt till peers är stabil över tid

ZetaDisplay har under åren skuldsatta sig i takt till följd av de förvärv som gjorts. Adj. EBITDA<sup>3</sup> har växt i samma takt som skuldsättningen (Nettoskuld/Adj. EBITDA om -0,39). ZetaDisplay ligger i samma spann som peers, exklusive MultiQ. Bolaget förbättrar kassan månaden efter Q3 vilket ger attraktivare multipel om -0,38, vilket är bättre gentemot A City Media samt Motion Display och därigenom är ZetaDisplay lågt värderat utifrån Nettoskuld/Adj. EBITDA



#### Base Case

I ett base case scenario genereras tillväxt från förvärv som gjorts under 2017, samt synergier mellan dotterbolag och moderbolag minskar kostnader. Vidare estimeras kostnader för nyförvärv minska i och med antagandet att Bolaget i dagsläget inte utför ytterligare förvärv. Vilket är rimligt då Bolaget guidat om ett större fokus mot organisk tillväxt samt att Goodwill tar upp stor andel av balansräkningen. En Adj. EBITDA-marginal estimeras till 20,4 % samt en organisk tillväxt om 5 % 2019E, som effekt av lägre overhead- och personalkostnader. Som Bolaget guidat estimeras en mindre aktivitet i investeringar och därmed som konsekvens i CAPEX.

BASE	2017E	2018E	2019E
Omsättning	216,64	291,75	307,42
EV/Adj. EBITDA	8,80	6,06	5,47
Bruttomarginal	56,8 %	58,0 %	59,0 %
Adj. EBITDA (%)	18,0 %	19,4 %	20,4 %

LTM	EV/ Adj. EBITDA <sup>3</sup>	Organisk Tillväxt	Immateriella tillgångar % <sup>4</sup>	Nettoskuld/Adj. EBITDA	Adj. EBITDA-marginal
A City Media	18,1	20,0 %	37,7%	0,37	10,7 %
Motion Display	19,4	32,0 %	34,2%	0,53	10,1 %
MultiQ	14,6	-0,3 %	38,6%	-1,89	15,2 %
<b>Snitt</b>	<b>17,4</b>	<b>17,2 %</b>	<b>36,8%</b>	<b>-0,33</b>	<b>12,0 %</b>
ZetaDisplay (2019E)	6,1	5,4 %	38,0%	-0,39	18,4 %

<sup>3</sup> Justeringar av EBITDA görs i åtanke av kostnader för förvärv av engångskaraktär <sup>4</sup> Immateriella tillgångar i % relation till balansomslutning

#### Bear Case

I ett bear case scenario motiveras en omsättningstillväxt om 21 % mellan 2017E och 2018E genom konsoliderade förvärv i Q4 2017E. Den organiska tillväxten estimeras samtidigt till CAGR om -3 % mot 2019E, som resultat av lägre efterfrågan på Bolagets produkter. Bolaget lyckas därmed inte nå marknadens förväntningar om att skapa nya avtal med större aktörer på marknaden. I ett bear scenario ökar även kostnader för handelsvaror i hög utsträckning till skillnad från tidigare i relation till nettoomsättning. Detta som en effekt av en kostsam integration av förvärv, vilket leder till en sämre lönsamhet än befarat. Bolaget lyckas därmed inte skapa de synergier som estimeras finnas mellan gjorda förvärv. På samma sätt blir även kostnader för personal högre i relation till de nivåer som funnits tidigare. Genom att beakta ovan estimeras en Adj. EBITDA-marginal om 8 % för 2019E.

BEAR	2017E	2018E	2019E
Omsättning	213,15	258,30	251,42
EV/Adj. EBITDA	9,75	10,46	17,71
Bruttomarginal	56,0 %	53,0 %	50,0 %
Adj. EBITDA (%)	16,5 %	12,7 %	7,7 %

#### Bull Case

I ett bull case scenario estimeras de nya förvärven generera tillväxt för koncernen samtidigt som Bolaget genererar en organisk tillväxt 2018E om 7 %, detta då Bolaget tidigare haft en svag organisk tillväxt (3,9% Q 2017). Tillväxten motiveras av nya avtal med nya stora kunder. Starka synergikrafter från förvärv estimeras minska kostnader för handelsvaror, vilket driver primärt lönsammare Adj. EBITDA marginaler. Genom lägre personalkostnader från konsolidering av förvärv estimeras en Adj. EBITDA-marginal om 26,2 % för 2019E.

BULL	2017E	2018E	2019E
Omsättning	219,54	305,94	332,79
EV/Adj. EBITDA	7,98	4,85	3,94
Bruttomarginal	57,6 %	60,0 %	61,0 %
Adj. EBITDA (%)	19,6 %	23,2 %	26,2 %

#### Motiverad värderingsmultipel gentemot peers

En peervärdering av A City Media, Motion Display och MultiQ har utförts. ZetaDisplay anses, med 2017E som benchmark, en värdering likt peers på EV/Adj. EBITDA (cirka 17,4) genom jämförelse av organisk tillväxt, immateriella tillgångarna (%), samt peers nettoskuld/Adj. EBITDA. ZetaDisplay har en skuldsättning i nära genomsnittet i jämförelse med peers men Bolagets höga andel Goodwill kan öka finansiell risk, detta ifall förvärven underpresterar.

## Strengths

- Starkt kundnät med kunder såsom Volkswagen Group i Sverige, Euromaster i Norden och ICA AB
- Återkommande intäkter genom licens, service och avtal
- Välpositionerade på en växande marknad med många potentiella kunder

## Weaknesses

- Svag balansräkning med mycket goodwill
- Begränsat kassaflöde
- Låg nettokassalikviditet om 59% i dagsläget hotar Bolaget finansiella situation på kort sikt

## Opportunities

- Bolaget är verksamma i en marknad som estimeras växa 7.4% CAGR till 2023

## Threats

- Ökad e-handel vilket minskar efterfrågan i fysiska butiker

## Bedömning av bolaget



Värde drivare

Synergieffekter, strategiska förvärv och konsolidering i kombination men Bolagets goda position på marknaden ger goda framtidsmöjligheter.



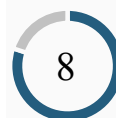
Quality of Earnings

Återkommande intäkter i form av licens, avtal och support tillsammans med synergier mellan förvärv skapar säkerhet i Bolagets intjäningsförmåga. Växande storlek av kundfordringar skapar större osäkerhet.



Ledning & styrelse

Högt insiderägande om ca. 32% inger förtroende i kombination med en större erfarenhet inom branschen. Ledning och styrelse har erfarenheter från ICA, IKEA och Visma inom högre positioner.



Riskenivå

Genom en sämre balansräkning givet högre kundfordringar, sämre kassalikviditet samt ökande Goodwill, ökar den finansiella risken inom Bolaget trots dess återkommande och stabila och återkommande intäkter.

**Ansvarsbegränsning**

Analys, dokument och all annan information som härrör från LINC Research & Analysis (LINC R&A) är framställt i informationssyfte och är inte avsett att vara rådgivande. LINC är en ideell organisation (organisationsnummer 845002-2259) och analys eller annan information som härrör från LINC R&A ska inte betraktas som investeringsrekommendationer.

Informationen i analysen är baserad på källor, uppgifter och personer som LINC R&A bedömer som tillförlitliga, men LINC R&A kan aldrig garantera riktigheten i informationen. Den framåtblickande informationen i analysen baseras på subjektiva bedömningar om framtiden, vilka alltid är osäkra och därför bör användas försiktigt. LINC R&A kan aldrig garantera att prognoser och framåtblickande estimat kommer att bli uppfyllda. Om ett investeringsbeslut baseras på information från LINC R&A eller person med koppling till LINC R&A, så fattas dessa alltid självständigt av investeraren. LINC R&A frånsäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det än må vara som grundar sig på användandet av analys, dokument och all annan information som härrör från LINC R&A.

**Intressekonflikter och opartiskhet**

För att säkerställa LINC R&A's oberoende har LINC R&A inrättat interna regler, utöver detta så är alla studenter som skriver för LINC R&A skyldiga att redovisa alla eventuella intressekonflikter. Dessa har utformats för att säkerställa att Finansinspektionens föreskrifter och allmänna råd om investeringsrekommendationer riktade till allmänheten samt hantering av intressekonflikter (FFFS 2005:9) efterlevs. Material från LINC R&A ska aldrig betraktas som investeringsrekommendationer.

Om skribent har ett innehav där en intressekonflikt kan anses föreligga, redovisas detta i informationsmaterialet.

**Övrigt**

LINC R&A har ej mottagit betalning eller annan ersättning för att göra analysen.

**Upphovsrätt**

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är LINC R&A's egendom (© LINC R&A 2017).