



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Konsumentvaror | Sweden | 5 November 2020

ZetaDisplay

Stark kostnadskontroll och marginalexpansion kompenserar svag organisk tillväxt

Covid-19 och tuffa jämförelsetal straffar tillväxten

Omsättningen uppgick till 86,9 mkr vilket var långt under våra estimat. Siffran motsvarade en organisk tillväxt om -22%. Detta förklaras med återhållsamhet från kunder inom leverans. SaaS-intäkterna uppgick i kvartalet till 38,4 mkr, i linje med våra estimat. EBITDA uppgick till 13,5 mkr. EBITDA marginalen steg till 15,6% ifrån 13,2% till följd av hög andel SaaS-intäkter och kostnadskontroll.

Begränsad visibilitet kortsiktigt

Tongångarna i bolagets Q2-rapport bidrog till vår positiva syn på H2'20. Rapporten gör dock att vi sänker försäljningsestimaten för 2020 med 15%. Vi väljer att vara försiktiga i att tolka bolagets kommentarer om uppdämd efterfrågan vilket gör att vi halverar våra EPS estimat för 2021 och sänker estimaten med 30% 2022. För vi indikationer om att leverans börjar komma igång ser vi en betydande uppsida i estimaten.

Nedjustering av motiverat värde men investment case intakt

Baserat på de svaga siffrorna och svårtolkade utsikter inför 2021 sänker vi vårt motiverade värde till 20-22 kr ifrån 24-26 kr. Vi ser potentiella förvärv som en tydlig trigger i närtid. Vi bedömer att Zeta har en tydlig bild av hur potentiella förvärvsobjekt kommer att klara krisen och vi tror därför man befinner sig i långt framskridna planer kring förvärv.

Estimatändring (SEK)				Prognos (SEK)				Risk och Avkastning		
	Nu	Förr		19e	20e	21e	22e	Motiverat värde	20.00 - 22.00	
EPS, just 20e	-0.08	0.79	-109.5%	Sales,m	436	413	496	558	Current price	SEK15.10
EPS, just 21e	0.82	1.6	-48.4%	Sales Growth	7.9%	(5.4)%	20.3%	12.3%	Riskenivå	Low
EPS, just 22e	1.47	2.12	-30.4%	EBITDA, m	52	27	73	95		
				EBIT, m	3.4	(8.2)	37.7	60.1		
				EPS, adj	1.40	(0.08)	0.82	1.47		
				EPS Growth	1.2%	(105.4)%	(1,192.6)%	78.8%		
				Equity/Share	9.9	9.3	9.9	10.8		
				Dividend	0.00	0.25	0.50	0.50		
				EBIT Marginal	0.8%	(2.0)%	7.6%	10.8%		
				ROE (%)	5.6%	(6.1)%	8.4%	13.6%		
				ROCE	0.8%	(1.9)%	8.5%	12.6%		
				EV/Sales	1.37x	1.45x	1.20x	1.07x		
				EV/EBITDA	11.5x	22.4x	8.2x	6.3x		
				EV/EBIT	174.5x	(72.7)x	15.8x	10.0x		
				P/E, adj	10.8x	(200.1)x	18.3x	10.2x		
				P/Equity	1.5x	1.6x	1.5x	1.4x		
				Dividend yield	0.0%	1.5%	2.9%	2.9%		
				FCF yield	(16.4)%	1.0%	4.0%	9.0%		
				Net Debt/EBITDA	3.4g	8.0g	2.8g	1.8g		

Kommande händelser	
Q4'20 rapport	den 5 februari 2021

Bolagsfakta (mkr)	
Antal aktier	27.3m
Market cap	412
Nettoskuld	186
EV	598
Free Float	31.00%
Avg. No. of Daily Traded Sh.	50.0(k)
Reuters/Bloomberg	ZETA.ST/ ZETA SS

Kursutveckling 12 mån	

Analytiker	
	rikard.engberg@penser.se
	Analysavdelningen



Sammanfattning

Stark kostnadskontroll och marginalexpansion kompenserar svag organisk tillväxt

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 22-24kr 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 kommunikation 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



Sammanfattning

Stark kostnadskontroll och marginalexpansion kompenserar svag organisk tillväxt

marginalen pressas initialt, för att sedan på sikt medföra högre marginaler. Betydelsen av att fokusera på 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

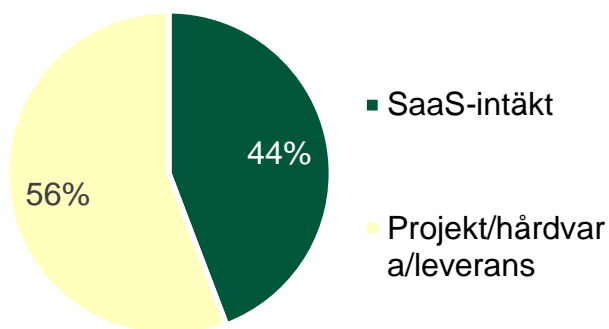
Övergången till mjukvarubolag innebär stor aktiepotential

Det tydliga sambandet mellan värdering och andel SaaS-intäkter bådar väg för en multiplexpansion för ZetaDisplay givet att SaaS-intäkternas del av helheten ökar. Vi bedömer detta möjligt och anser därför att Zeta ska handlas till EV/EBITDA 12x 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 20-22 kr.

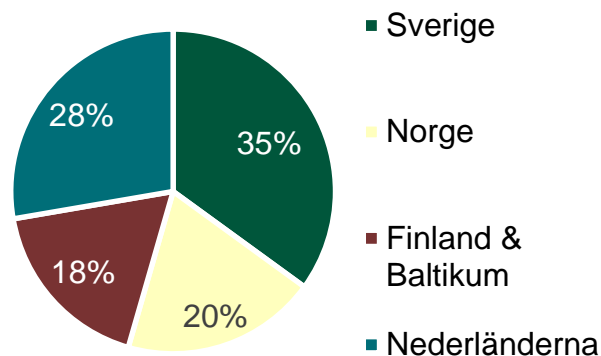
Motiverat värde

Resultatet från vår DCF stämmer väl överens med vår relativvärdering. Zeta handlas i dagsläget på en implicit WACC om ca 10,5%. Vi ser förvärv i framförallt DACH-regionen som en potentiell kurstrigger. Bolaget är välkapitaliserat med hög andel återkommande intäkter vilket gör att vi ser en låg risk i bolaget.

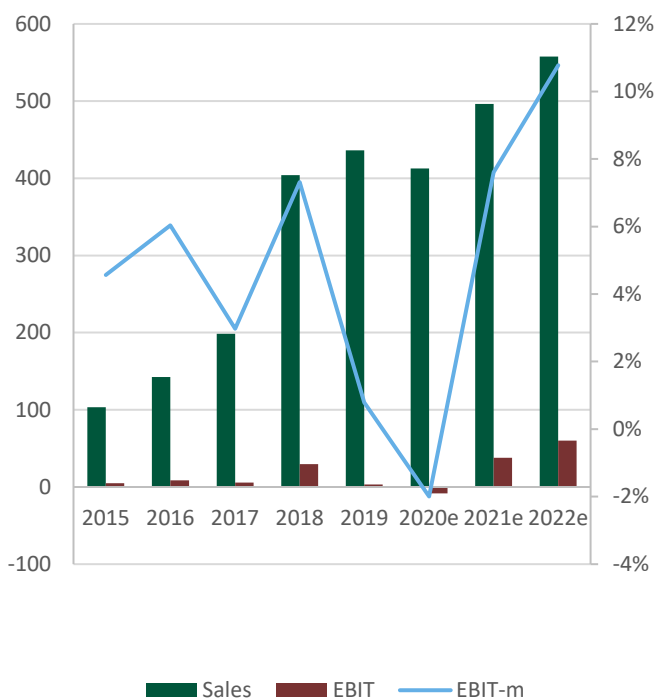
Operativa segment



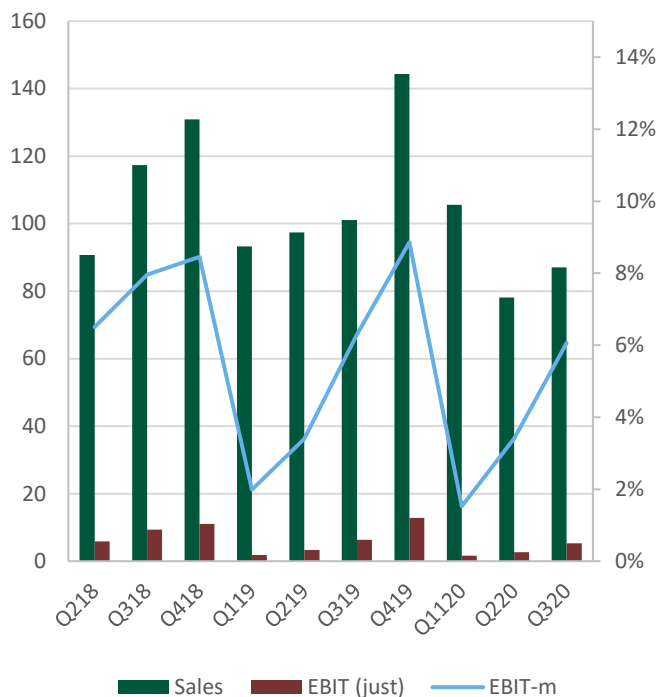
Geografiska segment



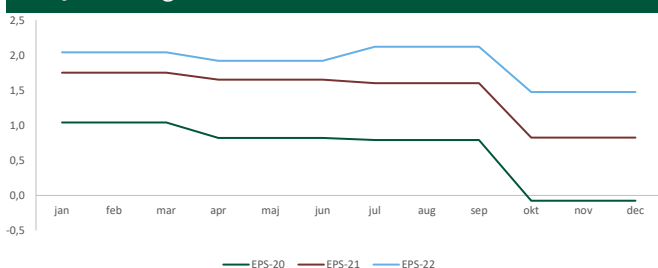
Sales and EBIT y/y



Sales and EBIT (q/q)



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/

Resultaträkning

	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
Nettoomsättning				103,4	142,4	198,7	404,1	436,1	412,7	496,3	557,5
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	-194,3	-218,4	-250,9
Bruttovinst				54,7	71,9	112,0	184,7	228,1	218,4	278,0	306,6
Personalkostnader				-30,1	-36,6	-54,3	-89,9	-122,6	-129,6	-141,6	-146,4
Övriga kostnader				-16,3	-21,4	-40,7	-46,6	-63,1	-62,0	-63,6	-65,2
Rörelseresultat (EBITDA)				8,3	13,9	17,0	48,2	52,2	26,8	72,7	95,1
Avskrivningar				-3,6	-5,3	-11,1	-18,6	-48,8	-35,0	-35,0	-35,0
Goodwillnedskrivningar											
Resultat (EBIT)				4,7	8,6	5,9	29,6	3,4	-8,2	37,7	60,1
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	-8,2	37,7	60,1
Finansiska intäkter				0,1	1,1	1,9	14,7	29,0	17,5	4,0	4,0
Finansiella kostnader				-2,3	-2,9	-6,1	-10,7	-15,8	-29,0	-13,4	-13,4
Resultat före skatt				2,4	6,8	1,7	33,5	39,2	-19,7	28,3	50,7
Skatter				0,6	2,9	-3,6	-8,0	-1,6	4,2	-5,8	-10,4
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	-15,5	22,5	40,2
Nettoresultat (just)				3,0	9,7	-1,9	25,6	37,5	-15,5	22,5	40,2

Kassaflödesanalys

	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
Nettoresultat Rapporterat				3,0	9,7	-1,9	25,6	37,5	-15,5	22,5	40,2
Icke kassaflödespåverkande poster				1,9	0,6	12,0	13,6	-0,9	35,0	35,0	35,0
Förändringar i rörelsekapital				-2,1	11,1	0,3	-13,1	-23,7	5,2	-18,9	-13,8
Kassaflöde från den operationella verksamheten				2,8	21,4	10,4	26,0	12,9	24,7	38,6	61,4
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	4,7	18,6	41,4
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	-33,3	11,8	27,8
Icke kassaflödespåverkande poster				0	0	0	0				
Nettoskuld (just)				57,5	89,8	265,4	73,4	179,5	212,9	201,1	173,4

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 tillgångar				31,4	135,0	349,6	411,6	474,3	459,4	444,4	429,4
Materiella anläggningstillgångar				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	491,7	476,7	461,7
Varulager				0,0	0,0	0	0	0	0,0	0,0	0,0
Kundfordringar				36,7	48,2	58,7	111,5	128,8	121,8	146,6	164,6
Övriga omsättningstillgångar				5,7	8,8	12,6	13,7	9,8	9,3	11,1	12,5
Likvida medel				12,5	29,7	58,8	83,4	128,1	94,7	106,5	134,3
Summa omsättningstillgångar				55,0	86,7	130,1	208,6	266,6	225,8	264,2	311,4
SUMMA TILLGÅNGAR				89,8	234,5	493,0	632,5	773,3	717,6	740,9	773,1
Eget Kapital och skulder											
Eget Kapital				19	88	169	271	269	253	269	296
Minoritetsintressen				0	0	0	0	0	0	0	0
Summa Eget Kapital				19,3	88,1	168,5	271,5	268,8	253,3	268,9	295,5
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 skatteskulder				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	38,0	45,7	51,3
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	136,5	144,2	149,8
Summa Eget Kapital och skulder				89,8	234,5	492,9	632,5	773,3	717,6	740,9	773,1

Finansiella 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	-0,57	0,82	1,47
EPS Justerad				0,25	0,31	-0,12	0,63	1,40	-0,08	0,82	1,47
FCF/aktie				-1,47	-7,35	0,45	-2,15	-2,82	0,17	0,68	1,52
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	9,28	9,86	10,83
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 aktierefer 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				68,5	54,2	nrf	26,8	12,1	-224,6	20,6	11,5
P/EK				10,7	2,5	1,9	1,5	1,7	1,8	1,7	1,6
P/FCF				-11,5	-2,3	37,6	-7,9	-6,0	98,4	24,9	11,2
Direktavkastning				0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	3%
Utdelningsandel, justerad				0%	0%	0%	0%	0%	-44%	61%	34%
EV/Sales				2,6	2,2	3,0	1,2	1,5	1,6	1,3	1,1
EV/EBITDA				31,8	22,6	34,7	10,0	12,3	25,2	9,1	6,7
EV/EBIT				56,1	36,5	99,9	16,3	24,8	-82,1	17,6	10,6
Aktiekurs, årets slut											
EV, årets slut				264,8	314,0	591,3	482,7	642,0	675,3	663,6	635,8
Tillväxt och marginaler											
	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
Omsättningstillväxt					38%	40%	103%	8%	-5%	20%	12%
EBIT, tillväxt					82%	-31%	399%	-12%	-132%	-559%	59%
EPS just, tillväxt					26%	-140%	-609%	121%	-105%	-1193%	79%
EBITDA marginal				8%	10%	9%	12%	12%	6%	15%	17%
EBIT marginal				5%	6%	3%	7%	1%	-2%	8%	11%
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%	-6%	8%	14%
ROCE						2%	6%	1%	-2%	8%	13%
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	212,88	201,11	173,35
Soliditet				22%	38%	34%	43%	35%	35%	36%	38%
Skuldsättningsgrad				64%	38%	54%	12%	23%	30%	27%	22%
Nettoskuld/EBITDA				6,9x	6,5x	15,6x	1,5x	3,4x	8,0x	2,8x	1,8x

kvartalsvis data

Resulträkning	Q317	Q417	Q118	Q218	Q318	Q418	Q119	Q219	Q319	Q419	Q1 20	Q2 20	Q3 20
Nettoomsättning	43,2	69,2	65,0	90,8	117,4	130,9	93,3	97,4	101,1	144,3	105,6	78,1	87,0
Övriga intäkter	0,0	0,0	2,5	0,0	0,0	0,0	2,5	2,2	2,1	3,0	2,9	3,1	4,0
Kostnad sålda varor	-17,6	-30,5	-25,6	-45,2	-73,3	-75,3	-44,4	-45,1	-49,7	-68,8	-48,4	-26,8	-40,0
Bruttovinst	25,6	38,7	39,4	45,6	44,1	55,6	48,9	52,4	51,4	75,5	57,1	51,3	47,0
Personalkostnader	-11,7	-19,4	-22,3	-22,2	-19,4	-26,0	-30,3	-29,7	-26,6	-36,0	-44,2	-29,6	-25,3
Övriga kostnader	-8,2	-14,5	-10,3	-12,3	-10,6	-13,5	-13,0	-15,2	-13,6	-21,2	-22,0	-13,9	-12,2
Rörelseresultat (EBITDA)	5,7	4,7	6,9	11,0	14,1	16,1	8,1	9,6	13,2	21,2	-6,2	11,1	13,6
Avskrivningar	-3,0	-3,6	-4,3	-4,4	-4,8	-5,0	-6,3	-6,3	-27,8	-8,4	-9,3	-8,4	-8,3
Goodwillnedskrivningar													
Resultat (EBIT)	2,7	1,1	2,5	6,6	9,3	11,1	1,9	3,3	-14,5	12,8	-15,5	2,7	5,3
Extraordinära Poster	1,6	5,8	0,5	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	20,9	0,0	17,1	0,0	0,0
Justerat Resultat (EBIT)	4,3	6,9	3,0	5,9	9,3	11,1	1,9	3,3	6,4	12,8	1,6	2,7	5,3
Finansiella intäkter	0,9	0,6	0,5	0,5	0,9	12,8	1,1	0,6	26,7	0,7	6,6	5,7	5,2
Finansiella kostnader	-2,5	-2,5	-5,4	-2,5	-1,2	-1,6	-3,2	-2,0	-2,3	-8,3	-7,6	-9,3	-8,7
Resultat före skatt	1,1	-0,8	-2,4	4,6	9,0	22,3	-0,3	2,0	9,9	5,1	-16,5	-1,0	1,7
Skatter	-1,5	0,0	-1,3	-2,4	-1,6	-2,7	-0,8	-1,8	4,3	-3,2	0,3	-0,7	-0,7
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat Rapporterat	-0,4	-0,8	-3,6	2,1	7,5	19,6	-1,1	0,1	14,1	1,9	-16,2	-1,6	1,0
Nettoresultat (just)	0,8	3,8	-3,2	2,7	7,5	19,6	-1,1	0,1	-2,2	1,9	-2,8	-1,6	1,0

Tillväxt och marginaler	Q317	Q417	Q118	Q218	Q318	Q418	Q119	Q219	Q319	Q419	Q1 20	Q2 20	Q3 20
Omsättningsstillväxt			#REF!	#REF!	172%	89%	43%	7%	-14%	10%	13%	-20%	-14%
EBIT, tillväxt			#REF!	#REF!	248%	nmf	-27%	-50%	nmf	15%	nmf	-20%	-136%
Bruttomarginal	59%	56%	61%	50%	38%	42%	52%	54%	51%	52%	54%	66%	54%
EBITDA marginal	13%	7%	11%	12%	12%	9%	10%	13%	15%	15%	nmf	8%	9%
EBIT marginal	2%	1%	2%	5%	6%	8%	1%	2%	nmf	9%	nmf	2%	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 fransäger 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

Motiverat värde och risk

Det motiverade värdet speglar ett värde för aktien per den dag analysen publicerats i ett intervall motsvarande ca 5-10%. Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument såsom till exempel kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler.

Värderingsmetod och ansats för att bestämma motiverat värde skall framgå av analysen och kan variera från bolag till bolag. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata och ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. Vad gäller risk klassificeras aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån 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%.

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. 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 fondhandlarförningens 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 Instrument 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