



Uppdragsanalys 2016-02-25, uppdatering

ANALYSGUIDEN

ZetaDisplay

ZetaDisplay®

Starkt år för ZetaDisplay

Under 2015 levererade ZetaDisplay både stark tillväxt och goda marginaler. Förväntningarna på fortsatt god tillväxt under 2016 är höga och ytterligare förvärv under året kan inte uteslutas.

ZetaDisplay är en helhetsleverantör inom digital signage, på svenska digital skyltning. Bolaget fokuserar på butikskommunikation främst inom detalj- och servicehandeln.

I helhetserbjudandet ingår rådgivningstjänster, projektledning, medieplattform samt programvara och andra löpande tjänster som innehållsproduktion, service och support.

Marginalerna ligger främst i tjänsterelaterade erbjudanden och tillhandahåller tillhörande teknik för att maximera helhetserbjudandets kundnytta.

Inkluderat förvärvet av finländska Marketmedia uppgick tillväxten för helåret 2015 till cirka 77 procent. Helårets EBITDA-marginal landade på cirka nio procent vilket kan jämföras med motsva-

rande siffra för 2014 som var endast en procent. Under det fjärde kvartalet fortsatte produktmixen att förskjutas mot leveranser med högre kostnader för handelsvaror. EBITDA-marginalen var därför lägre jämfört med 2014.

Detta är dock en naturlig effekt av tillväxt. Under perioden fick bolaget bland annat ytterligare beställningar från aktörer inom den viktiga spelbranschen till ett värde om elva miljoner kronor.

Vi har höga förväntningar på fortsatt tillväxt även under 2016 och gör bedömningen att rörelsemarginalerna kommer ligga kvar kring befintliga nivåer. Samtidigt utesluter vi inte möjligheten att bolaget genomför ytterligare förvärv, som en del av tillväxtstrategin.

Vi behåller vår köprekommandation och riktkurs om 8,9 kronor per aktie. ■

NYCKELTAL

| Miljoner kronor | 2014 | 2015 | P2016 | P2017 |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Summa intäkter | 58,5 | 103,4 | 115,2 | 126,8 |
| EBITDA | 0,5 | 9,1 | 10,1 | 11,1 |
| Rörelseresultat | -3,4 | 4,7 | 6,6 | 7,4 |
| Årets resultat | -3,7 | 1,8 | 4,2 | 4,9 |
| Resultat per aktie | -0,30 | 0,15 | 0,35 | 0,40 |
| Kassaflöde f. löp. verks. | 1,6 | 2,8 | 4,0 | 6,7 |
| Kassa | 5,4 | 12,5 | 16,5 | 23,2 |

Riktkurs: 8,90 kronor

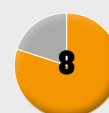
Analytiker: Markus Augustsson,
Jarl Securities

KORTA FAKTA

Vd: Leif Liljebrunn
Styrelseordförande: Mats Johansson
Största ägare: Mats Johansson (16,6%)
Börsvärde, mnkr: 86
Lista: First North Premier
Aktuell börskurs, kr: 7,05

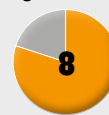
BÖRSTEMPERATUR

Ledning



Stark ledning med vd Leif Liljebrunn i spetsen som har erfarenhet av att skapa lönsamhet i teknikbolag. Styrelseordförande Mats Johansson är tidigare grundare och vd för MultiQ.

Ägare



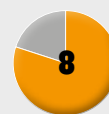
Bland de tio största ägarna finns flera av styrelsemedlemmarna. Styrelseordförande Mats Johansson är den största ägaren med ett innehav om 16,6 procent av aktiekapitalet.

Finansiell ställning



Bolagets tillväxtstrategi är kapitalkrävande och beroende av ett positivt kassaflöde vilket också levererades för helåret 2015. Vi anser att företagets finansiella ställning är stabil.

Potential



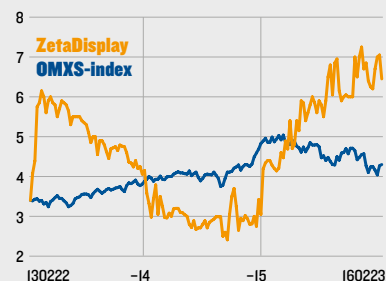
ZetaDisplay är verksamt på en relativt outvecklad marknad som spås fortsatt tillväxt. Vi anser att bolaget är väl positionerat för framtiden och har en bra strategi för fortsatt expansion.

Risk



Marknaden för digital skyltning är utvecklad och ger inget utrymme för misstag eller fördröjningar. För tillväxt genom förvärv krävs ytterligare finansiering som inte är säkrad.

AKTIEKURS



Generella bolagskriterier

Ledning (1-10)

Ledningen bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betygssättningen är ledningens erfarenhet, branschvana, företagsledarkompetens, förtroende hos aktiemarknaden och tidigare genomförda prestationer.

Ägare (1-10)

Ägarna bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betyget är ägarnas tidigare agerande i det aktuella bolaget, deras finansiella styrka, deras representation i styrelsen och tidigare resultat av investeringar i liknande företag eller branscher. Långsiktighet och ansvarstagande gentemot småaktieägare är också väsentliga kriterier.

Finansiell ställning (1-10)

Den finansiella ställningen bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. I detta beslutskriterium tas hänsyn till bolagets lönsamhet, dess finansiella situation, framtida investeringsåtaganden och andra ekonomiska åtaganden, eventuella övervärden respektive undervärden i balansräkningen samt andra faktorer som påverkar bolagets finansiella ställning.

Potential (1-10)

Bolagets potential bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betyget är storleken på bolagets potential i form av ökad vinst i förhållande till hur bolagets aktiekurs värderas i dag. Avgörande är också på vilken marknad företaget verkar och dess framtidsutsikter på denna marknad och lönsamhet. Ett bolag kan få högt betyg även om tillväxtutsikterna är låga, förutsatt att aktiens värdering i dag är ännu lägre än utsikterna. På samma sätt kan en högt värderad aktie anses ha hög potential, givet att dess tillväxtförutsättningar inte fullt ut redovisas i aktiekursen.

Risk (1-10)

Risken bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Risken är en sammantagen bedömning av alla de risker som ett företag kan utsättas för och som kan komma att påverka aktiekursen. Betyget grundas på en sammantagen bedömning av företagets allmänna risknivå, aktiens värdering, bolagets konkurrenssituation och bedömning av framtida omvärldshändelser som kan komma att påverka bolaget.



Om bolaget

ZetaDisplay är en leverantör av helhetslösningar inom digital signage (digital skyltning) med fokus på detalj- och servicehandeln. Bolaget har cirka 50 anställda med huvudkontor i Malmö. Bolaget har internationell närvaro i form av lokala försäljningskontor i Finland, Danmark, Norge, Estland och Nederländerna.

ZetaDisplays helhetslösning innefattar rådgivningstjänster, projektledning, medieplattform samt programvara och andra löpande tjänster såsom innehållsproduktion, service och support. Rådgivningen grundas på att ZetaDisplay med sitt kunnande inom digital butikskommunikation skräddarsyr och anpassar en butikskommunikationsplan för användarens specifika behov och situation. Tillhörande medieplattformen är digitala skärmar och en avancerad mjukvara för produktion och publicering av budskap på olika medier. ZetaDisplay installerar kommunikationsnätverket och tillhandahåller även löpande support.

Bolagets intäkter genereras genom en kombination av mjukvara och licenser samt tjänster och digitala system. För helåret 2014 hade ZetaDisplay en nettoomsättning på 58,5 miljoner kronor och ett nettoresultat om minus 3,7 miljoner kronor. Helåret 2015 var betydligt bättre med en nettoomsättning om 103,4 miljoner kronor, EBITDA resultat om nio miljoner kronor och nettoresultat om 1,8 miljoner. Effekter av genomfört besparingsprogram var en bidragande faktor till de klart förbättrade marginalerna i bokslutet 2015.

En attraktiv helhetslösning.

Stark ledning och en förtroendeingivande ägarbild

Vd

Leif Liljebrunn är ekonom från Lunds universitet med en bred erfarenhet från olika ledande positioner på ett antal teknikföretag. Bland annat var Leif vice vd och försäljningschef på programvaruföretaget XOR och därför högst delaktig i XOR:s uppbyggnad och framgång. Efter att XOR köpts upp av det norska bolaget Visma verkade Leif som försäljningschef och vice vd på Visma Software AB. 2009 tillträdde han rollen som vd på ZetaDisplay.

Mats Johansson är bolagets styrelseordförande och en av grundarna till ZetaDisplay. Mats har lång erfarenhet från teknikbranschen och var grundare och vd för bildskärmsutvecklaren Multi Q. Bland övriga styrelsemedlemmarna finns bland annat **Anders Moberg**, tidigare koncernchef på IKEA, **Ingrid Jonasson Blank**, tidigare vice vd på ICA Sverige AB samt **Anders Pettersson**, tidigare Koncernchef för Thule och Hilding Anders AB och som den senaste tiden ökat sitt ägande till 6,5 procent av aktiekapitalet.

Ägarbild

Ur ZetaDisplays ägarlista framgår det att stora aktieposter tillhör personer från bolagets styrelse. Vd Leif Liljebrunn ett aktieinnehav motsvarande 1,65 procent av aktiekapitalet och är bolagets nionde största ägare. Personer med beslutsfattande roller har betydande innehav i aktien vilket bör öka incitamentet att agera i aktieägarnas intresse.

Det interna optionsprogrammet löpte ut vid årsskiftet 2015/16 utan lösenförfarande. Beslut kring ett nytt program fattas under den extrainsatta stämman den 21 mars 2016.

DE TIO STÖRSTA ÄGARNA

| | Ägare | Kapital, % |
|----|---------------------------------------|------------|
| 1 | Mats Johansson | 16,6 |
| 2 | Martin Gullberg | 11,3 |
| 3 | Anders Pettersson genom bolag | 6,5 |
| 4 | Mats Leander genom bolag | 5,8 |
| 5 | Anders Moberg | 5,7 |
| 6 | Bernt Larsson | 5,0 |
| 7 | AMF fonder | 4,9 |
| 8 | Salvatore Grimaldi genom bolag | 2,9 |
| 9 | Leif Liljebrunn med familj | 1,7 |
| 10 | Mikael Hägg | 1,6 |

www.zetadisplay.se, 2016-02-25



Digital skyltning

Digital skyltning, eller digital signage är precis vad det låter som – digitala skärmar som används för att kommunicera budskap till dess åskådare. Inom detalj- och servicehandeln används digital skyltning främst i marknadsföringssyfte. När du befinner dig i en matbutik, klädaffär eller till och med en bilsalong möts du inte allt för sällan av digital skyltning. De digitala skärmarna (skyltarna) står utplacerade på strategiskt utvalda platser med avsikt att påverka dina val som konsument.

Vad tillför digital skyltning?

Rådande trend inom konsumentkommunikation i butiksmiljö är tydlig och går från tryckta medier till mer flexibla digitala skyltar.

Det finns flera fördelar med digital konsumentkommunikation. I grund och botten kan de flesta fördelarna härledas till den flexibilitet som digital skyltning erbjuder. (i) Dynamik – digital skyltning möjliggör en mer dynamisk kundkommunikation som kan anpassas efter till exempel tid, väder eller andra faktorer som påverkar konsumenten. (ii) Snabba uppdateringar – de budskap som förmedlas via digitala skyltar går snabbt att byta ut. (iii) Kommunikation i olika format – information kan presenteras som en videosekvens, rörliga animationer eller i textformat. (iv) Flertalet användningsområden – digitala skyltar kan användas för att marknadsföra en specifik produkt, för varumärkeskampanjer eller för att kommunicera information internt. Plats på skyltarna kan även säljas till andra varumärken som ingår i butikens sortiment. (v) Ökat intresse – digital skyltning får ökad uppmärksamhet från konsumenten, vilket påvisas i flertalet studier (bland annat Epinion, 2011).

Det finns också uppenbara nackdelar med digital skyltning. Kommunikation genom mediet fungerar endast då tekniken är felfri. Ett kommunikationsnätverk drivs på el och ökar därmed användarens elkonsumtion. Dessutom innebär övergången till ett digitalt kommunikationssystem ett betydande engångsutlägg samt löpande kostnad för underhåll.

Dynamisk kundkommunikation genom digital skyltning.

Last Meter Marketing skapar inflytande vid köptillfället

I maj 2012 publicerade The Point of Purchase Advertising International en studie på matvaruhandeln som visar att 76 procent av en konsuments köpbeslut fattas i butik.

Flertalet modeller har skapats för att bättre förstå den process som konsumenter genomgår för att fatta ett köpbeslut. En populär modell, som bland annat nämns i artikeln "The consumer decision journey" författad av Dave Elzinga et al. för konsultbolaget McKinsey & Company, delar upp beslutsprocessen i faser. Modellen bygger på att konsumenten har ett behov. För att tillgodose behovet samlar konsumenten information och analyserar denna. Analysen utgör sedan underlag för köpbeslutet.

ZetaDisplays erbjudande

ZetaDisplays verksamhet bygger på att erbjuda en digital plattform med tillhörande tjänster som optimerar användarens "Last Meter Marketing" och därmed styr konsumentens beslutprocess. Begreppet Last Meter Marketing är alltså ett koncept och varumärke för ZetaDisplay som innebär att konsumentens köpbeslut kan påverkas vid köptillfället i butiken.

Bolaget profilerar sig som ett mjukvaruföretag som tillhandahåller expertis och tjänster inom digital butikskommunikation. Tjänster tillsammans med programvara och det digitala systemet skapar ett helhetserbjudande som avser att stärka användarens profil och varumärke samt höja kundlojalitet och kundnöjdhet. Ställt på sin spets skall bolagets helhetserbjudande skapa en effektiv butiks-kommunikation och därigenom öka användarens intäkter. Bolagets helhetserbjudande kan delas upp i tre kategorier: tjänster, programvara och licenser samt digitala system.

Tjänster

Denna kategori innehåller (i) projektledning och kommunikativ rådgivning, (ii) innehållsproduktion och broadcasting samt studiodrift, (iii) övervakning, service och underhåll. Kommunikativ rådgivning innebär att användaren tillsammans med ZetaDisplay tar fram en kommunikationsplan; butiken delas in i zoner i vilka digitala skärmar strategiskt placeras ut och skapar ett kommunikationsnätverk. Innehållet som visas genom kommunikationsnätverket optimeras och produceras efter zonens specifika karaktär. Det kompletta kommunikationsnätverket övervakas centralt av ZetaDisplay. Nätverket servas och underhålls vid behov.

Programvara och licenser

Programvaran licensieras ut i perioder om fyra år och är en webbaserad applikation som fungerar som kommunikationsnätverkets kontrollpanel. Programvarans funktioner tillåter användaren att producera och publicera innehåll på det digitala kommunikationsnätverket eller andra medier, till exempel sociala medier.

Digitala system

Det digitala systemet innefattar de fysiska komponenterna i kommunikationsnätverket, till exempel bildskärmar, mediaspelare, telefoner och surfplattor. Användaren erbjuds ett bransch-anpassat system som kan skräddarsys efter användarspecifika krav och behov.

Ett helhetserbjudande med tjänster, programvara och hårdvara som avser att stärka användarens profil och varumärke.

ZetaDisplay på en växande och outvecklad marknad

I vår vardag exponeras vi för budskap förmedlade genom digitala skärmar i marknadsföringssyfte eller informationssyfte i klädbutiken, på restaurang, på bensinstationen eller när vi handlar mat. Den totala marknaden för digitala skärmar är därför bred. Den globala marknaden för programvara och digitala system uppskattas till cirka 14 miljarder USD. Det enskilt största segmentet är detaljhandeln som utgör cirka 40 procent av den totala marknaden. Enligt Invidis Consulting är motsvarande siffra för Europa 44 procent. Den finansiella sektorn, transportsektorn och hälsovården är tre växande segment av den totala marknaden.

ZetaDisplays affärsmodell riktar sig till en marknad direkt relaterad till den för programvara och digitala system i den bemärkelsen att bolaget erhåller licensintäkter för programvara. Samtidigt är marknaden för bolagets tjänsteerbjudande starkt positivt korrelerad med marknaden för programvara och digitala system, rörande både trender och tillväxt.

Trög marknad i behov av ytterligare bearbetning

Ett stort antal beslutsfattande marknadsansvariga saknar fortfarande ett ställningstagande kring hanteringen av digital butikskommunikation. En undersökning gjord av InfoTrends på den amerikanska marknaden visar att drygt tio procent av de tillfrågade använder digital skyltning idag. 27 procent har planer på att installera ett digitalt kommunikationssystem i framtiden. Drygt femton procent har beslutat att inte använda digital kommunikation. Drygt 47 procent saknar ställningstagande kring digital skyltning. Marknaden är därför i behov av ytterligare bearbetning.

En tröghet i utvecklingen och tillväxten av marknaden för digital skyltning skapas av långa och invecklade beslutsprocesser. Dessa beslutsprocesser påskyndas inte heller av det faktum att när tidigare tryckt kommunikationsmaterial skall bytas ut eller kombineras med digital kommunikation uppkommer större kapitalutgifter som kan vara svåra att motivera då det saknas ett tillförlitligt mått på digitala kommunikationsnätverkets förväntade avkastning.

Framtiden bringar tillväxt och nya tekniker

Enligt en studie genomförd av analys- och konsultbolaget Grand View Research, Inc. kommer den globala marknaden för programvara och digitala system år 2020 omsätta drygt 20 miljarder USD. Det innebär att den globala marknaden förväntas växa runt nio procent per år fram till 2020. Som tidigare nämnts väntas detaljhandeln, finans- och transportsektorn samt hälsovården agera draglok.

Ett digitalt system är uppbyggt av skärmar (LED, LCD eller plasma), mediaspelare och servrar. I takt med att nya tekniker åldras har marknaden för digitala skyltar utmärkts av en period med sjunkande hårdvarupriser. Utveckling av nya tekniker så som "near field communication" och pekskärm skapar nya möjligheter för både användare och leverantörer.

ZetaDisplay arbetar kontinuerligt med att utveckla sin programvara för att effektivisera användandet. Nyligen introducerades en applikation som möjliggör att ZetaDisplays potentiella och befintliga kunder kan dra nytta av ny teknik som reducerar behovet av externt minne och processorkapacitet. Applikationen gör det möjligt för bolaget att även framöver er-

Detaljhandeln utgör det största segmentet på marknaden.

En växande marknad där nya tekniker skapar nya möjligheter för både användare och leverantörer.

bjuda en konkurrenskraftig helhetslösning. Tekniken brukas idag av ett spelbolag som bolaget ingick avtal med under fjärde kvartalet 2015.

Dessutom har bolaget utvecklat ytterligare en ny applikation, Zeta Management Portal, som är en molnbaserad tjänst som underlättar arbetet för kunder/användare som säljer plats på sina digitala skyltar till externa varumärken. Att sälja annonsplatser på sina digitala skyltar kan vara aktuellt för till exempel en matbutikskedja vars sortiment av vara "X" består flera olika varumärken.

Vad driver marknaden?

Behovet av dynamisk butikskommunikation och ett ökat fokus på varumärkesetablering tillsammans med fallande priser på tekniken skapade marknaden för digital skyltning. Det faktum att marknaden är långt ifrån mogen och att nya tekniker utvecklas skapar nya behov och upprätthåller efterfrågan i marknaden.

Detalj- och servicehandeln liksom de andra segmenten på marknaden påverkas positivt av ett stabilt konjunkturläge med positiva framtidsutsikter. Marknaden för digital skyltning drivs därför framåt i en stark ekonomi med goda framtidsutsikter. En svag ekonomi med dystra utsikter håller tillbaka kapitalinvesteringar och påverkar marknaden negativt. Tillgången och priset på kapital är ytterligare en faktor som påverkar marknaden.

Även då senaste detaljhandels-siffran från Sverige var klart negativ var motsvarande siffra i Europa positiv. Dessutom gör vi bedömningen att räntorna i Europa sannolikt kommer att vara låga en längre tid framöver.

Konkurrenssituation

ZetaDisplay är aktivt på den nordiska marknaden samt i Baltikum och Benelux. Den europeiska marknaden har omfattande konkurrens med många mindre och ofta lokala leverantörer. Samtidigt finns det bara ett fåtal aktörer som omsätter över 10 miljoner kronor.

Leverantörsstrukturen på den europeiska marknaden skiljer sig från den amerikanska då den sistnämnda har flera stora leverantörer med ledande marknadspositioner. Till dessa hör till exempel Cisco Systems Inc., Adflow Networks och Hewlett-Packard Company. Den europeiska marknaden genomgår dock nu en konsolideringsfas.

Fokus på användare med högt ställda krav inom detalj- och servicehandeln

Detalj- och servicehandeln är det segment som ZetaDisplay fokuserar på. De mest lönsamma användarna är de som söker kommunikationsnätverk med hög komplexitet. Denna användare karaktäriseras av dess stora butiker med flera zoner, behov av hög flexibilitet i sin butiks-kommunikation och stor variation av budskap. Användaren bedriver verksamhet på en internationell nivå i flera olika länder och drar nytta av skalfördelar.

I **bolagets befintliga kundbas** finns över 100 butikskedjor, däribland välkända namn som Netonnet, Audi och Shell. Historiskt har den svenska marknaden varit bolagets största inkomstkälla och har tidigare bidragit med drygt 80 procent av bolagets omsättning. Efter förvärvet av finländska Marketmedia ser fördelningen annorlunda ut. Vi uppskattar att den finländska marknaden bidrar med 23 till 39 procent av bolagets omsättning och att den svenska marknaden bidrar med mellan 59 och 75 procent. Bilden kommer att förändras allt eftersom bolaget etablerar sig på marknader utanför Norden.

En konkurrensutsatt
marknad med många
mindre lokala leverantörer.

Bred kundbas som växer.

En växande organisation i linje med marknadens krav

ZetaDisplay har en stark och växande organisation bestående av en central ledning, egen produktionsbyrå och produktutveckling samt sex olika affärsområden indelade efter geografiskt område. De sex affärsområdena är Sverige, Norge, Danmark, Finland, Baltikum (Estland) och Benelux (Nederländerna). Varje affärsområde har sitt eget lokalt förankrade sälj-, projekt- och mediateam.

Under andra kvartalet 2015 tecknades avtal med Alko, som är Finlands motsvarighet till Systembolaget med 350 butiker utspridda över landet. Avtalets värde har inte kommunicerats men har potential att vara ett av bolagets mest värdefulla. ZetaDisplay har även tecknat ett fyraårigt avtal med en bank till ett värde av cirka fem miljoner kronor samt ytterligare ett avtal värt åtta miljoner kronor med en nordisk aktör inom kommunikations- och logistiklösningar.

Under det tredje kvartalet har bolaget tecknat avtal med en rikstäckande butikskedja i Finland. Kedjan har cirka 630 butiker och är en del av en internationell koncern. Avtalets värde beräknas av bolaget till tre miljoner kronor. Även ett befintligt avtal med en europeisk bilproducent har förnyats och utökats. Avtalets värde beräknas av bolaget till fem miljoner kronor.

Under fjärde kvartalet 2015 har ZetaDisplay tecknat ett ramavtal med en av Finlands ledande bageri- och restaurangkedjor. Avtalet omfattar kundens samtliga 1100 restauranger i Norden. Ett ramavtal har också tecknats med en internationell varumärkesleverantör med ett uppskattat ordervärde på 5,5 miljoner kr under en femårsperiod.

I början av december 2015 offentliggjorde ZetaDisplay en order till ett spelföretag värt 6 miljoner kronor avseende ZetaDisplays medieplattform där bolagets nya System-On-Chip-teknologi tillämpas.

Historiskt har det tredje kvartalet varit det svagaste kvartalet för bolaget, i termer av omsättning. Det andra kvartalet brukar vara ett "mellankvartal" och det fjärde det starkaste. Oavsett kvartal är fokus fortfarande på fortsatt tillväxt och ökad lönsamhet.

Förvärv – en strategi för tillväxt och expansion

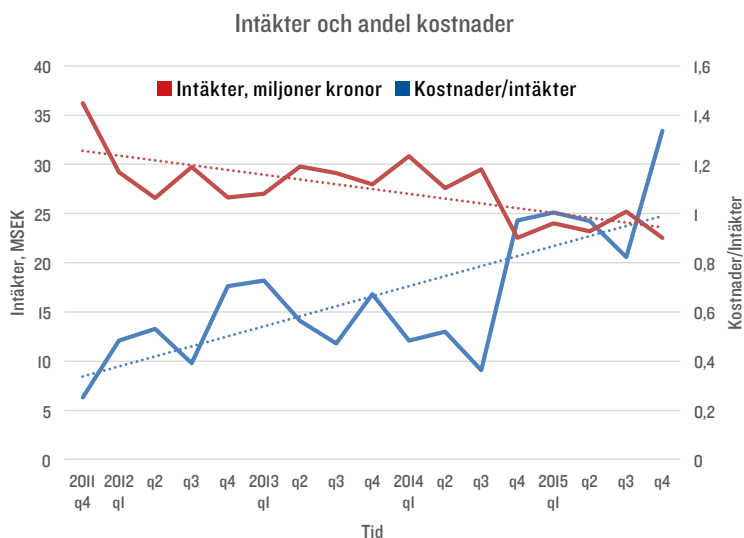
ZetaDisplay har under de senaste åren växt i snitt med cirka femton procent per år. För framtiden har bolaget för avsikt att fortsätta växa i samma hastighet genom organisk tillväxt och förvärv. Mellan 2005 och 2015 har ett antal företagsköp genomförts och samarbetsavtal tecknats. Bland annat förvärvades den Helsingforsbaserade leverantören Popcom 2008 vilket innebar ZetaDisplays etablering på den finländska marknaden. Ett partnerskap avtalades med Fujitsu sedan 2012.

I mars 2015 offentliggjordes förvärvet av den finländska leverantören Marketmedia. Förvärvet har i vår mening varit lyckat och har etablerat bolaget som en stark leverantör för den viktiga spelbranschen. ZetaDisplay söker aktivt efter potentiella uppköpskandidater med rätt profil och kundbas som på ett effektivt sätt kan integreras i den befintliga organisationen. Vi utesluter inte att bolaget genomför något förvärv under 2016. Sannolikt skulle ett sådant förvärv finansieras delvis eller till fullo med kontanter från nyemission.

Förvärvet av Marketmedia, en stark bidragande faktor till tillväxt.

Ökade intäkter och effekter från besparingsprogram

Grafen nedan illustrerar ZetaDisplays stigande intäkter med en fallande andel rörelsekostnader för perioden mellan det fjärde kvartalet 2011 och det fjärde kvartalet 2015. Nettoeffekten av pågående tillväxtstrategi och genomfört besparingsprogram har alltså gett resultat i linje med våra förväntningar.



Som tidigare nämnts förvärvades finländska Marketmedia under första kvartalet 2015, detta som en del av tillväxtstrategin. Förvärvet innebär breddning av totalerbjudandet vilket tillför nya möjligheter på samtliga marknader och cementerar ZetaDisplay som en ledande aktör på den nordiska marknaden. Inklusiv Marketmedia hade bolaget en tillväxt om 77 procent under 2015. Bolaget nämner själva att den organiska tillväxten för årets nio första månader uppgick till 27 procent. För helåret 2015 var motsvarande tillväxt 14 procent.

Under 2014 påbörjade bolaget ett effektiviseringsprogram med målet att årligen spara cirka åtta miljoner kronor. Effekten från besparingspaketet har till stora delar realiserats men delvis neutraliserats av engångskostnader relaterade till integrationen av Marketmedia.

Tillväxt hämmar marginalerna

Nya avtal har begränsade marginaler vilka hämmas av att nya system skall installeras. ZetaDisplays marginaler ligger istället i intäkter relaterad till användarlicenser och tjänsteerbjudandet. Som tidigare nämnts var tillväxten under 2015 mycket stark. En följd effekt av detta är att bolagets marginaler sannolikt kommer förbättras allt eftersom bolagets avtalsportfölj mognar och andelen intäkter från tjänster och licenser ökar.

Investment case

Vi gör bedömningen att dagens aktiekurs om 7,05 kronor inte avspeglar bolagets motiverade värde med hänseende till marknadens starka tillväxt som bolaget bevisligen kunnat kapitalisera på. Vi behåller vår köprekommandation med en riktkurs på 8,9 kronor. Riktkursen är aningen nedjusterat jämfört med senaste analystillfället. Det är en effekt av en högre diskonteringsränta och utspädningseffekter från planerat teckningsprogram. Höjningen av diskonteringsräntan motiveras av ökad marknadsrisk.

I vår mening har bolaget har en stark ledning med nödvändiga erfarenheter för att effektivt skapa tillväxt och lönsamhet. Förvävsstrategin har hittills varit lyckosam och bolagets helhetserbjudande är starkt med en programvara som kontinuerligt anpassas för dagens och framtidens behov. I enlighet med marknadens krav finns bolaget lokalt närvarande på flera platser i Norden och dess närområde. Bolaget har en väl inordnad strategi för framtida tillväxt och kan bevisligen dra nytta av skalbarheten i kundportföljen men även i verksamheten.

Marknaden visar tydligt vart den är på väg. Dock finns en viss tröghet i marknadens utveckling och tillväxt som orsakas av långa beslutsprocesser, konkurrerande medier och en generell aversion från kundernas sida till stora initiala kapitalutlägg. ZetaDisplay måste fortsätta agera smart utan fördröjningar för att behålla sin förmånliga marknadsposition.

Stark ledning för lyckad exekvering av tillväxtstrategi

Vårt investment case bygger på att bolaget fortsätter att växa snabbare än marknaden. Det innebär en genomsnittlig tillväxt överstigande nio procent per år de kommande fem åren. Tillväxt hämmar marginalerna men är ett måste för att på sikt öka värdet till aktieägarna. Vi gör bedömningen att när den genomsnittliga åldern på ZetaDisplays kontraktsportfölj ökar, stiger även marginalerna. Främst på grund av en mer marginalfylld produktmix men även på grund av att skalfördelar kan realiseras i en utsträckning som idag inte är möjligt.

Stark produkt som attraherar lönsamma användare

Bolaget har ett starkt erbjudande där den betalande användaren får tillgång till expertis inom butikskommunikation och en konkurrenskraftig programvara innehållande verktyg för egenproduktion av budskap. ZetaDisplays programvara kan integreras med olika konkurrerande medier som förenklar och samlar användarens totala kommunikationsstrategi på ett och samma ställe. Detta anser vi är vägen att gå då dynamisk kundkommunikation har fått ökat fokus och är möjligt på flertalet medier, så som sociala medier och annonsplatser på internet.

Vi har sett att bolagets helhetslösning attraherar framstående användare inom detaljhandeln, så som Kjell & Company, Thule och ett internationellt möbelvaruhus som ännu inte namngetts. Uppköpet av Marketmedia har även etablerat bolaget som leverantör inom spelmarknaden, som är ett mycket intressant segment. Bolagets kundbas fortsätter breddas vilket medför en reducerad exponering mot ett begränsat antal enskilda intäktskällor.

En produkt som säljer.

Trög marknad men med bra potential

Att addera digital skyltning till befintlig tryckt butikskommunikationen innebär stora kapitalutlägg som fördröjer marknadens tillväxt och utveckling. Vi tror dock att ett ökat behov hos användaren fortsätter göra marknaden som också gynnas av en hög konsumtion till följd av fortsatt låga räntor. Marknaden har också sett fallande priser för kommunikationsnätverkets ingående hårdvaru-komponenter. Detta ger ett utökat utrymme för inköp av tjänster relaterade till användarens butikskommunikationsplan. Effektiv butikskommunikation bör rimligtvis leda till bättre avkastning på kapitalutläggen vilket har positiva effekter på licensintäkter.

Risker

Vårt investment case baseras på ett optimistiskt scenario justerat för risker. Bolagets tillväxt och framgång har exponering mot flertalet risker som kan sätta käppar i hjulet.

Rådande konjunktur

Detalj- och servicehandeln påverkas mycket starkt av rådande konjunktur, framtida utsikter samt hushållens vilja och förmåga att konsumera. Därför är ZetaDisplays tillväxtstrategi beroende av goda och stabila ekonomiska förhållanden samt positiva förväntningar på framtida konjunktur. Sedan föregående analys har den globala ekonomin försvagats. Mindre bolag har fått det allt svårare att finansiera sig på obligationsmarknaden. Vidare kan de förhållandevis billiga pengarna som banker i viss mån fortfarande erbjuder snabbt försvinna. En fallande aktiemarknad gör finansiering via nyemissioner mer oattraktiva ur bolagens perspektiv. Sammantaget gör vi bedömningen att rådande marknadsturbulens utgör en allt mer överhängande risk för ZetaDisplays verksamhet och tillväxtstrategi. Vi har därför valt att justera upp diskonteringsräntan aningen från föregående analystillfälle.

Behov av extern finansiering

ZetaDisplays expansions- och tillväxtstrategi är kostsam och kräver ytterligare finansiella injektioner. Bolaget använde sig av bank och andra låneinstitut för sitt köp av Marketmedia. Denna form av finansiering kan i framtiden bli mer svårtillgänglig och dyr och är därför inte hållbar över en längre period. Tillväxtstrategin är därför i behov av ytterligare, ickesäkerställda källor för att täcka framtida kapitalbehov.

Konkurrens från andra medier kan rubba marknaden

Internet och sociala medier har under de senaste femton åren fått utökat utrymme i målgruppens marknadsföringsbudget. Hur marknadsansvariga väljer att nyttja sina resurser framöver är svårt att förutse. Än så länge är det svårt att mäta den avkastning som digital skyltning ger. Avkastning från annonser på internet är lättare att mäta i form av klick och annonsrelaterade avslut. Marknaden för digital skyltning kan alltså komma att utvecklas åt ett helt annat håll än tänkt beroende på vilken media som visar sig mest effektiv.

Etablering av en stor aktör med goda finansiella resurser

Leverantörstrukturen på den europeiska marknaden för digital skyltning genomgår nu en fas av konsolidering. Som en del av tillväxtstrategin har

bolaget för avsikt att vara aktiv under denna fas. Om bolaget inte finner attraktiva uppköpskandidater och cementerar den marknadsledande rollen på den europeiska marknaden (främst Benelux) finns risker att stora leverantörer med en större och finansiellt starkare organisation som till exempel Cisco Systems etablerar sig och åter upp marknaden.

Aktiens likviditet

En investerare bör vara medveten om aktiens likviditet. ZetaDisplay är noterat på First North under Bloomborgsymbolen "ZETA SS Equity". I snitt omsätts cirka 10 150 aktier per dag. Vidare är den "genomsnittliga spreaden" mellan köp- och säljkurs förhållandevis stor. Den tunna likviditeten i aktien kan alltså försvåra exekveringen av köp- och säljordrar av önskat antal aktier till önskat pris.

Värderingsansats för ZetaDisplay-aktien

I skrivande stund har bolaget cirka 12,23 miljoner aktier utestående. Vidare gör vi antagandet att det nya optionsprogrammet godkänns och att lösenpriset på teckningsoptionerna blir 20 procent över dagens kurs på 7,05 kronor. Historiskt handlas ZetaDisplays aktie till en volatilitet om cirka 80 procent. Black and Scholes värderar således en option med det antagna lösenpriset på 8,45 till cirka 3,7 kronor och beräknar en sannolikhet/delta om cirka 75 procent att teckningsoptionerna förfaller till lösenpris och att lösenförfarande inträffar. Styrelsen förslag är att ta upp högst 600 000, varav 500 000 skall säljas i ett första skede. Resterande 100 000 optioner kan vara aktuellt att använda som betalningsmedel vid eventuella framtida förvärv.

Varje teckningsoption där en teckningsoption ger rätten att teckna en aktie. Det gör att antalet utestående aktier efter en utspädning justerat för sannolikheten om lösenförfarande uppgår till cirka 12,6 miljoner aktier. Genom försäljning av 500 000 teckningsoptioner till bolagets nyckelpersoner gör vi antagandet att ZetaDisplay erhåller cirka 2 miljoner. Bolagets nettoskuld uppskattas därmed till cirka 22,3 miljoner kronor.

Det diskonterade bolagsvärdet inkluderat en uppjusterad diskonteringsränta och utspädning är 8,9 kronor per aktie. Värderingen motsvarar ett P/S-tal om cirka 0,9 mot våra intäktsprognoser för 2016. Med våra prognoser rörande resultat för 2016 motsvarar riktkursen ett P/E-tal om cirka 25, vilket är högst rimligt för ett bolag med hög förväntad tillväxt.

BOLAGSVÄRDERING

| | |
|---|--------|
| Nuvärde prognostiserad period, 2015–2020 | 23,5 |
| Nuvärde prognostiserad period, 2021–2029 | 45,8 |
| Nuvärde restvärde (terminal value) | 65,6 |
| Bolagsvärde (Enterprise value) | 134,9 |
| Nettoskuld | 22,3 |
| Antal utestående aktier (Miljoner) | 12,6 |
| Motiverat pris per aktie | 8,9 kr |

Birger Jarl Securities AB, nedan benämnt Jarl Securities, publicerar information om bolag och däribland analyser. Informationen har sammanställts utifrån källor som Jarl Securities bedömer som tillförlitliga. Jarl Securities kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något som helst finansiellt instrument, option eller liknande. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren.

Innehållet får inte kopieras, reproduceras eller distribueras till annan person utan skriftligt godkännande av Jarl Securities. Jarl Securities ska inte hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys. Investeringar i finansiella instrument ger möjligheter till värdestegringar och vinster. Alla sådana investeringar är också förenade med risker. Riskerna varierar mellan olika typer av finansiella instrument och kombinationer av dessa. Historisk avkastning ska inte betraktas som en indikation för framtida avkastning.

Analysen riktar sig inte till U.S. Persons (så som detta begrepp definieras i Regulation S i United States Securities Act och tolkas i United States Investment Companies Act 1940) och får inte heller spridas till sådana personer. Analysen riktar sig inte heller till sådana fysiska och juridiska personer där distributionen av analysen till sådana personer skulle innebära eller medföra risk för överträdelse av svensk eller utländsk lag eller författning.

Jarl Securities har inget ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Jarl Securities har rutiner för hantering av intressekonflikter, vilket säkerställer objektivitet och oberoende.