

Dlaboratory Sweden AB

Samlar kraft för acceleration H2'21 och framåt

Analys: Johan Widmark | **Datum:** 2021-05-28 | Denna analys är enbart i informationssyfte. Analysen är inte investeringsrådgivning och detta är inte ett erbjudande om att köpa aktier. För mer information, se disclaimer på emergers.se.

9 av 10 elavbrott uppstår i distributionsnätens fördelningsstationer där dLabs patenterade SaaS-lösning erbjuder en proaktiv övervakning som kan förebygga kostsamma avbrott. Med stärkta muskler efter vårens emission räknar vi med att bolagets expansion ska bygga en bas av återkommande intäkter som motiverar ett värde för aktien på 15-17 SEK på 18-24 månaders sikt, till en medelhög risk.

Fokus på partnerdriven internationell uttrullning

Under kvartalet har en första pilotinstallation av dAnalyzer utan hårdvaruinstallation genomförts, vilket är en lösning som ökar effektiviteten, skalbarheten och räckvidden på bolagets tjänst. Samtidigt noterar vi en blandad utveckling i bolagets internationella expansion. Medan pilotprojektet hos den potentiella jättekunden i Jakarta har försenats då man inte fått igång alla mätpunkter än, så har dLab också genomfört introduktion och utbildning med bolagets samarbetspartner i Nordamerika, som är en marknad där vi ser hög potential. Vid sidan av dessa marknader ligger fokus nu på internationell expansion även i Östeuropa, norra Europa, Sydostasien och Australien.

Utväxling på vårens emission senare under året

Även om omsättningen i första kvartalet var något i underkant, på 0,44 MSEK, jämfört med vår prognos för helåret på ca 12 MSEK, så ökade återkommande intäkter med 19% i kvartalet. Dessutom kan vårens förstärkning av de finansiella musklerna på 47 MSEK väntas göra avtryck i nya affärer först från Q2'21 och framför allt under andra halvåret. Med stöd av att nya affärer innehåller en ansenlig hårdvarukomponent som lyfter omsättningen men pressar marginalen initialt, så behåller vi vår prognos för helåret oförändrad efter rapporten. I dagsläget har dLab 76 olika installationer ute hos kund, varav 19 är i pilotfas och vi fortsätter förvänta oss 100 installationer totalt vid årets slut.

Hög potential efter sur start, motiverat värde 15-17 SEK

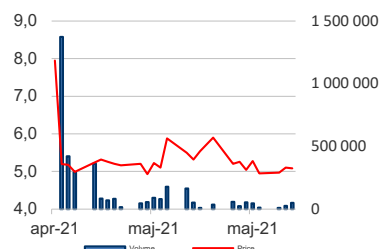
Med en etablerad plattform för internationell partnerdriven expansion räknar vi med 111% CAGR 2020-2025E, till 1400 installerade enheter och 17% EBITDA-marginal 2025E. dLabs unika erbjudande, obefintliga churn och defensiva kundbas erbjuder också goda chanser för genombrott hos enskilda storkunder som helt kan transformera bolagets profil. Aktien rasade något förvånande 35% på noteringsdagen, till nivåer där den blivit kvar sedan dess. Men baserat på DCF och multiplar fortsätter vi se ett motiverat värde på 15-17 SEK på 18-24 månader, till en medelhög risk, där de viktigaste riskerna utgörs av långa ledder och trösklar till adaptation.

MSEK	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Revenue	5	12	26	49	92
EBITDA	-13	-18	-18	-13	1
EBIT	-13	-20	-20	-15	-1
EPS Adjusted	-1,27	-1,19	-1,19	-0,87	-0,09
Sales Growth, %	-17%	149%	117%	89%	89%
EBITDA Margin, %	-268%	-152%	-70%	-26%	1%
EBIT Margin, %	-283%	-169%	-78%	-30%	-1%
EV/Sales	n.a.	2,89	1,33	0,70	0,37
EV/EBITDA	-	-1,9	-1,9	-2,7	50,9
EV/EBIT	-	-1,7	-1,7	-2,3	-25,8
P/E	-	-4,2	-4,2	-5,7	-57,1

Källa: Emergers

Dlaboratory AB

Fair Value, SEK (18-24 m)	15 - 17
Current Price, SEK	4,98
Number of Shares (Millions)	16,9
Market Capitalisation (MSEK)	84
Net Debt (MSEK)	-50
Enterprise Value (MSEK)	34
Market	First North



Kort om dLab

DLaboratory Sweden AB (publ) erbjuder realtidsövervakning och optimering av elnät till operatörer och ägare. Med installationer ute hos över 24 kunder i Sverige, hos välrenommerade elnätsföretag såsom E.ON, Ellevio och Kraftringen, har bolaget en stark plattform för den internationella expansion man påbörjat med pilotprojekt i Finland och Indonesien, samt initiala diskussioner i ett antal ytterligare länder.

dLab erbjuder en plattform för insamling, analys och presentation av tillståndsinformation för att driva och utveckla framtidens elnät som möjliggör ett proaktivt underhållsarbete, förbättrat kapacitetsutnyttjande och en ökad leveranssäkerhet med färre avbrott. Tjänsten är baserad på en patenterad algoritm som gör elnätsdata användbar inför både operativ och strategisk verksamhet. Bolaget är sprunget ur forskning vid den tekniska institutionen på Lunds universitet, bolagiserades 2010 och har bedrivit kommersiell verksamhet sedan 2015. Idag arbetar 13 personer på dLab.

Prognos

Mål till 2025 översätter till 1400 installationer i vår prognos

dLab har kommunicerat ett antal mål till 2025, formulerade i termer av marknadspenetration. Dessa är

- 20% marknadsandel i Sverige
- 10% marknadsandel på hemmamarknaderna utanför Sverige, vilka är Norge, Finland och Danmark.
- Inträde på 10 länder globalt.

Detta ska ske med en årlig churn på under 3%.

Med stöd av den etablerade basen av kunder och pilotinstallationer i Sverige, bolagets stärkta finansiella muskler och partnerdrivna expansionsstrategi så räknar vi sammantaget med att bolaget ska hinna nå 600 installationer i Sverige och 800 i utlandet till slutet av 2025.

Intäkter och kostnader

dLabs intäkter består av två huvudsakliga intäkter, en uppstartsintäkt i form av den hårdvara som installeras i distributionsnätens fördelningsstationer, och återkommande licensintäkter för abonnemang på dLabs plattform, vilket gör affären mycket skalbar.

Även om den exakta kostanden för hårdvaran varierar så har vi i vår modell antagit en genomsnittlig intäkt på 165 000 SEK per fördelningsstation i hårdvara där vi har antagit en lägre marginal på 10%.

För licensintäkter räknar vi med en årligt återkommande intäkt på 75 000 SEK per installation. Efter en del mindre uppstartkostnader guidar bolaget för att licensintäkterna ska ge ett bruttomarginalbidrag på över 85%. Vi bedömer att den siffran kan bli ännu högre i takt med att dLab kommer upp i skala på affärerna.

Därtill räknar vi med att den internationella expansionen till stor del kommer att drivas genom partners, där vi räknar med att dLab kommer behöva avstå minst 15% av affärernas bruttointäkt. Sammantaget innebär det här att

- a) att bolagets bruttomarginal kommer pressas av lågmarginalintäkter så länge bolaget växer med nya installationer.
- b) hemmamarknaden som bearbetas av bolaget direkt kommer ge ett högre bidrag per installation än den internationella verksamheten som kommer belastas av partnernas ersättning. Sammantaget räknar

vi med drygt 45-50% bruttomarginal för de svenska affärerna 2021-2025E, och omkring 26-39% bruttomarginal för de internationella installationerna 2021-2025E efter partnernas ersättning.

- c) Potentialen för en ökande andel helt digital on-boarding, utan hårdvaruförsäljning kan komma att lyfta bruttomarginalen i verksamheten markant, men det kommer bero på vilka marknader bolaget går in på och hur den tekniska mognaden ser ut hos varje enskild kund.

Med avseende på rörelsekostnader är utsikterna svåra att uppskatta, men då bolaget stärkt kassan rejält just för att finansiera en internationell expansion så räknar vi med utdragna investeringar i utrullning det kommande året och att bolaget visar tydligt svarta siffror på rörelsenivå först 2025E.

Enheter, intäkter och marginal

MSEK

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Installationer totalt						
Sverige	60	90	150	240	360	600
Utlandet		10	40	120	320	800
Intäkter						
Sverige	5	11	19	29	42	76
Utlandet		1	7	19	49	121
Intäkter totalt	5	12	26	49	92	197
COGS	-2	-6	-15	-28	-53	-119
<i>Bruttomarginal</i>	<i>55%</i>	<i>49%</i>	<i>42%</i>	<i>42%</i>	<i>42%</i>	<i>40%</i>
OPEX	-16	-24	-29	-33	-38	-45
EBITDA	-13	-18	-18	-13	1	33
<i>EBITDA-marginal</i>	<i>-268%</i>	<i>-152%</i>	<i>-70%</i>	<i>-26%</i>	<i>1%</i>	<i>17%</i>

Källa: Emergers

Värdering

Den utdragna profilen på bolagets abonnemangsinntäkter gör att en DCF-värdering är särskilt passande för att bedöma det motiverade värdet på dLabs aktie. Som beskrivits tidigare väntas alla vinster återinvesteras i expansion, varför bolagets vinster ligger långt fram tiden, till största del bortanför vår prognoshorisont. Med en stabilt hög EBITDA-marginal bortanför 2025, låga investeringsbehov och en diskonteringsränta på 12% ser vi ett sammantaget DCF-värde på 15 SEK per aktie.

DCF Key Assumptions

WACC	12%
Long-term EBITDA-margin	35%
Long-term CAPEX as share of sales	1%
Terminal Value EBITDA-multiple	8x
Total NPV, MSEK	302
NPV per share, SEK	14,8

Source: Emergers

Som en del i den nyliga unit-emissionen ingick teckningsoptioner av serie TO1. Dessa har teckningstid 1-30 september 2022 där två optioner ger rätt att teckna en ny aktie till en teckningskurs om 11,10 SEK per aktie, vilket kan inbringa 36,4 MSEK före kostnader.

Då bolaget saknar relevanta peers i Sverige tvingas man gå bredare för att göra en relativvärdering. Den starkt defensiva karaktären på verksamheten och förutsättningarna för mycket långa kundrelationer ger stöd för höga värderingsmultiplar. Samtidigt väntas bolaget fortsätta visa förluster de närmaste åren, under den tidiga expansionsfasen. En inte särskilt aggressiv

multipl på 2,5x nästa års försäljning om 18-24 månader ger stöd för ett motiverat värde motsvarande 17 SEK per aktie på den horisonten. Med stöd av en DCF och en multiplvärdering ser vi därför ett motiverat värde för aktien på 15-17 SEK på 18-24 månaders sikt.

När man räknar på den långsiktiga intäktpotentialen för dLab är det svårt att komma fram till något annat än att affären har hög intäktpotential och därmed potentiellt värde. Trots stabiliteten i intäkterna och det goda mottagandet från kunder, där inga kunder ännu sagt upp något kontrakt, så finns det risker och osäkerheter förknippade med takten på utrullningen och bolagets förutsättningar att skala upp, både i partnerledet och vad gäller tröghet i beslutsvägar mm bland bolagets kunder. Vi ser dock goda förutsättningar för att bolaget ska lyckas överkomma dessa osäkerheter och frågetecken under kommande år, och visa stabila framsteg mot att realisera den långsiktiga potentialen. Sammantaget ser vi därför en medelhög risk.

Dlaboratory Sweden AB

Income Statement

MSEK	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Sales	5,8	4,8	11,8	25,7	48,7	91,8
Operating Costs	-13,3	-17,5	-29,8	-43,8	-61,2	-91,1
EBITDA	-7,5	-12,7	-18,0	-18,1	-12,6	0,7
Depreciation	-0,5	-0,7	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0
Amortisation of Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	-8,1	-13,5	-20,0	-20,1	-14,6	-1,3
Non-recurring Items	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Associated Companies	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Net Financial Items	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Pre-tax Result	-8,2	-13,6	-20,1	-20,2	-14,7	-1,5
Tax	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Minority Interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Net Result	-8,2	-13,6	-20,1	-20,2	-14,7	-1,5

Capital Expenditure

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Capital Expenditure, Absolute	0,0	0,0	2,0	2,0	2,0	2,0
As a Pct of Sales	0,0	0,0	16,9	7,8	4,1	2,2
Depreciation Multiple	0,0	0,0	1,0	1,0	1,0	1,0

Key Ratios

Share Price: SEK 4,98

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Share Price at 31 Dec	n.a.	n.a.	4,98	4,98	4,98	4,98
Number of Shares (Millions)	10,75	10,75	16,94	16,94	16,94	16,94
Market Cap	n.a.	n.a.	84,4	84,4	84,4	84,4
Enterprise Value	n.a.	n.a.	52,3	72,6	88,8	94,8
EPS (Reported)	-0,76	-1,27	-1,19	-1,19	-0,87	-0,09
EPS (Adjusted)	-0,76	-1,27	-1,19	-1,19	-0,87	-0,09
CEPS	-0,76	-1,27	-1,19	-1,19	-0,87	-0,09
P/CEPS	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Book Value/Share	0,5	0,6	1,8	0,6	-0,3	-0,3
P/BV	n.a.	n.a.	2,8	8,1	-19,6	-14,6
Dividend	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividend Yield (%)	n.a.	n.a.	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividend Payout Ratio (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Sales	n.a.	n.a.	4,4	2,8	1,8	1,0
EV/EBITDA	n.a.	n.a.	-2,9	-4,0	-7,1	141,0
EV/EBIT	n.a.	n.a.	-2,6	-3,6	-6,1	-71,4
P/E (Adjusted)	n.a.	n.a.	-4,2	-4,2	-5,7	-57,1
Sales Growth, Y/Y (%)	n.a.	-17,5	148,9	117,3	89,2	88,6
EBIT Growth, Y/Y (%)	n.a.	67,0	48,4	0,5	-27,5	-90,9
EPS Growth (Adjusted), Y/Y (%)	n.a.	66,9	-6,1	0,5	-27,3	-90,0
EBITDA Margin (%)	-131,0	-267,9	-152,0	-70,4	-25,8	0,7
EBIT Margin (%)	-140,0	-283,2	-168,9	-78,1	-29,9	-1,4
Return on Equity (%)	0,0	-225,7	-109,1	-98,6	-481,7	29,3
Tax Rate (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	12,0

Financial Position

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Interest-Bearing Net Debt	0	-5	-32	-12	4	10
Net Debt/Equity	-0,1	-0,7	-1,0	-1,1	-1,0	-1,8
Equity Ratio	0,5	0,6	0,8	0,4	-0,3	-0,3
Net Debt/EBITDA	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	-2,7

Source: Emergers, Company reports

Johan Widmark | Tel: 0739196641 | Mail: johan@emergers.se

DISCLAIMER

Information som tillhandahålls här eller på Emergers webbplats emergers.se är inte avsedd att vara finansiell rådgivning. Emergers mottar ersättning för att skriva om bolaget på den här sidan. Bolaget har givits möjlighet att påverka faktapåståenden före publicering, men prognoser, slutsatser och värderingsresonemang är Emergers egna. För att undvika intressekonflikter har Emergers skribenter inga innehav i de noterade bolag vi skriver om. Analysartiklar skall ej betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i bolagen som det skrivs om. Emergers kan ej garantera att de slutsatser som presenteras i analysen kommer att uppfyllas. Emergers kan ej hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys. Investerare uppmanas att komplettera med ytterligare material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. För fullständiga villkor se emergers.se.