

Dlaboratory Sweden AB

Inbromsning i kvartalet motverkas av momentum i aktivitet internationellt

Analys: Johan Widmark | **Datum:** 2021-08-27 | 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.

Rapporten för Q2'21 visar att dLabs sikte på en världsomspännande ström av återkommande SaaS-intäkter är förknippad med långa ledtider som kommer kräva en del tålamod. Samtidigt rapporterar bolaget om uppmuntrade aktivitet internationellt, parallellt med förvärvet av Svensk Linjebesiktning som vi räknar med kan bidra till att bolaget visar vinst redan 2024E. Trots en något svag adaption i kvartalet behåller vi våra långsiktiga utsikter för bolaget, och ser stöd för ett motiverat ett värde på 14-17 SEK på 18-24 mån sikt, till en medelhög risk.

Intäktsutveckling i Q2'21 svagare än förväntat

Rapporten för andra kvartalet speglade en långsammare adaption av dLabs erbjudande än vad vi ursprungligen räknat med, med totala intäkter på knappt 1 MSEK hittills i år. Halveringen jämfört med samma period förra året är dock inte så alarmerande som den kan verka, då bolaget sedan dess ändrat affärsmodellen mot ett kraftigt minskat påslag på hårdvarudelen vid installation och högre återkommande abonnemangsintäkter. Bolaget rapporterar dock om en hög sälj- och marknadsaktivitet, med räckvidd ända från USA till Indonesien, som vi räknar med ska kunna omsättas i affärer kommande året.

Förvärv av SLB förändrar profilen på dLab framöver

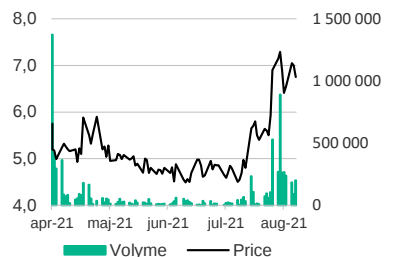
Från tredje kvartalet så räknar vi med att se en helt annan profil på resultaträkningen då Svensk Linjebesiktning (SLB) förvärvades 2 augusti i år, och bidrar med 50 MSEK i årstakt. Med förvärvet utökar dLab sitt erbjudande från övervakning och tidig varning om fel i näten till att exakt kunna peka ut fel och föreslå åtgärd, från fokus på fördelningsstationerna till hela elnäten, och från en helt digital tjänst till kompletterande fysisk närvaro. Med nya erbjudanden under utrullning räknar vi med att 2021 blir ett mellanår för SLB som sedan bör kunna prestera 8-10% EBIT-marginal från 2022 och även växa tvåsiffrigt drivet av en ökad kundnytta i erbjudandet. Sammantaget med uppbyggnaden av en bas av återkommande abonnemangsintäkter från dLabs digitala tjänst räknar vi med att förvärvet kommer bidra till lönsamhet redan 2024E och 14% EBIT-marginal 2025E.

Fortsatt förväntan om hög utrullningstakt till 2025

Sammantaget har vi justerat ner våra förväntningar i närtid på dLab efter rapporten och räknar nu med intäkter på ca 24 MSEK på helåret 2021, där SLB väntas bidra med 19 MSEK. Vi behåller dock vår långsiktiga förväntan på 600 enheter anslutna på hemmamarknaderna och 800 enheter anslutna utanför hemmamarknaderna till slutet av 2025, vilket översätter till återkommande intäkter på 80 MSEK per år för den ursprungliga kärnverksamheten. Tillsammans med en del hårdvaruintäkter och SLBs verksamhet ger det stöd för ett motiverat värde på 14-17 SEK på 18-24 månader, baserat på DCF och multiplar. Vi fortsätter se en medelhög risk i dLab, där de viktigaste riskerna utgörs av långa ledtider och trösklar till adaption, som Q2-rapporten gav ett litet prov på. En viktig potentiell trigger framöver är pilotprojektet hos jättekunden i Jakarta, som är igång, levererar data och befinner sig i utbildnings- och utvärderingsfas, med en långsiktig potential på 150 MSEK.

Dlaboratory AB

Fair Value, SEK (18-24 m)	14 - 17
Current Price, SEK	6,63
Number of Shares (Millions)	16,9
Market Capitalisation (MSEK)	112
Net Debt (MSEK)	-34
Enterprise Value (MSEK)	79
Market	First North



MSEK	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Revenue	5	24	69	113	158
EBITDA	-13	-19	-17	-8	7
EBIT	-13	-21	-19	-10	5
EPS Adjusted	-1,27	-1,26	-1,13	-0,61	0,26
Sales Growth, %	-17%	413%	184%	62%	40%
EBITDA Margin, %	-268%	-78%	-24%	-7%	4%
EBIT Margin, %	-283%	-87%	-27%	-9%	3%
EV/Sales	n.a.	3,22	1,13	0,70	0,50
EV/EBITDA	-	-4,1	-4,6	-9,6	11,9
EV/EBIT	-	-3,7	-4,1	-7,7	17,0
P/E	-	-5,3	-5,9	-10,9	25,1

Källa: Emergers

Kort om dLab

Dlaboratory Sweden AB (publ) erbjuder realtidsövervakning och optimering av elnät till operatörer och ägare. Genom förvärvet av Svensk Linjebesiktning erbjuder man även besiktning och kontroll av nät. 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.

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

Vid sidan av tjänstintäkterna från SLB så består dLabs intäkter av två huvudsakliga intäcksströmmar, 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 2024E.

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 17 SEK per aktie.

DCF Key Assumptions

WACC	12%
Long-term EBITDA-margin	26%
Long-term CAPEX as share of sales	1%
Terminal Value EBITDA-multiple	8x
Total NPV, MSEK	317
NPV per share, SEK	16,7

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 multipel på 2,5x nästa års försäljning och 15x EBITDA om 18-24 månader ger stöd för ett motiverat värde motsvarande 14 SEK per aktie på den horisonten. Med stöd av en DCF och en multipelvärdering ser vi därför ett motiverat värde för aktien på 14-17 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, 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 fortsätta göra 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	24,4	69,4	112,5	157,9
Operating Costs	-13,3	-17,5	-43,5	-86,4	-120,7	-151,3
EBITDA	-7,5	-12,7	-19,1	-17,0	-8,2	6,6
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	-21,1	-19,0	-10,2	4,6
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	-21,3	-19,1	-10,3	4,5
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	-21,3	-19,1	-10,3	4,5

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	8,2	2,9	1,8	1,3
Depreciation Multiple	0,0	0,0	1,0	1,0	1,0	1,0

Key Ratios

Share Price: SEK 6,63

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Share Price at 31 Dec	n.a.	n.a.	6,63	6,63	6,63	6,63
Number of Shares (Millions)	10,75	10,75	16,94	16,94	16,94	16,94
Market Cap	n.a.	n.a.	112,3	112,3	112,3	112,3
Enterprise Value	n.a.	n.a.	89,7	108,8	118,5	113,1
EPS (Reported)	-0,76	-1,27	-1,26	-1,13	-0,61	0,26
EPS (Adjusted)	-0,76	-1,27	-1,26	-1,13	-0,61	0,26
CEPS	-0,76	-1,27	-1,26	-1,13	-0,61	0,26
P/CEPS	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	25,1
Book Value/Share	0,5	0,6	1,1	0,0	-0,6	-0,3
P/BV	n.a.	n.a.	5,8	659,2	-11,1	-19,8
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.	3,7	1,6	1,1	0,7
EV/EBITDA	n.a.	n.a.	-4,7	-6,4	-14,5	17,1
EV/EBIT	n.a.	n.a.	-4,2	-5,7	-11,6	24,5
P/E (Adjusted)	n.a.	n.a.	-5,3	-5,9	-10,9	25,1
Sales Growth, Y/Y (%)	n.a.	-17,5	413,4	184,4	62,1	40,3
EBIT Growth, Y/Y (%)	n.a.	67,0	56,8	-10,2	-46,4	-145,5
EPS Growth (Adjusted), Y/Y (%)	n.a.	66,9	-0,9	-10,1	-46,0	-143,3
EBITDA Margin (%)	-131,0	-267,9	-78,3	-24,5	-7,3	4,2
EBIT Margin (%)	-140,0	-283,2	-86,5	-27,3	-9,0	2,9
Return on Equity (%)	0,0	-225,7	-166,5	-196,5	206,8	-56,5
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	-23	-3	6	1
Net Debt/Equity	-0,1	-0,7	-1,2	-20,5	-0,6	-0,1
Equity Ratio	0,5	0,6	0,6	0,0	-1,2	-0,4
Net Debt/EBITDA	0,0	0,1	0,1	1,2	0,1	0,0

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.