

Dlaboratory Sweden AB

Starkt genomslag från transformerande förvärv av SLB

Johan Widmark | 2021-11-12 08:00 | Detta är en uppdragsanalys framtagen enbart i informationssyfte. Analysen är inte en investeringsrekommendation eller investeringsrådgivning. För mer information, se disclaimer.

Det nyligen förvärvade SLB transformerar dLab från ett SaaS-bolag med uppbyggnad av återkommande intäkter långt i framtiden, till ett tjänstebolag med ett mer komplett erbjudande om tillståndsinformation i elnäten. Även om SLB visade ett starkt resultatbidrag i Q3 så är det ett säsongsmässigt starkt kvartal och inte representativt för helåret. Efter en mindre justering av vår prognos för 2021 behåller vi våra långsiktiga utsikter för bolaget, där enskilda storkunder i USA och Asien rymmer potential för affärer i hundramiljonersklassen, och ser stöd för ett motiverat värde på 14-17 SEK på 18-24 mån sikt, till medelhög risk.

Starkt bidrag från SLB i Q3

Dlabs första rapport med Svensk Linjebesiktning (SLB) i siffrorna (augusti och september) visade ett stabilt bidrag till omsättningen på 8,4 MSEK, samtidigt som den sekventiellt minskade rörelseförlusten för hela dLab på -1,9 MSEK i kvartalet ger en fingervisning om att resultatbidraget från SLB borde motsvara en god tvåsiffrig EBIT-marginal. Verksamheten i SLB bromsar dock in under vintern, varför siffrorna för Q3 inte är representativa för helåret och Q4 kan förväntas bli betydligt svagare. Samtidigt rapporterar bolaget om hur flera befintliga kunder utökar med övervakning av större delar av sina nät och fler funktioner. Uppskalningen, framför allt utanför Sverige, fortsätter dock kräva en del tålamod av investerare.

Blandad effekt på våra förväntningar

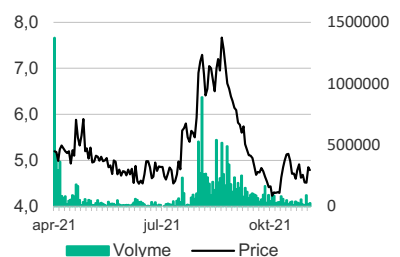
Som vi tidigare framhållit är dLabs ambition att skapa en världsomspännande ström av återkommande SaaS-intäkter förknippad med långa ledtider. Kombinationen av höjd tagen för en påtaglig säsongspåverkan i SLB och en något segare uppskalning av dLabs övervakningstjänst än vi tidigare räknat med, gör att vi sänker vår helårsprognos för omsättningen något samtidigt som den lägre än väntade rörelseförlusten motiverar en marginell uppjustering av vår resultatprognos (från -21 MSEK till -20 MSEK för 2021). Sammantaget fortsätter vi räkna med svarta siffror först 2024, vilket dock täcks av nettokassan på 34 MSEK.

Hög potential i enskilda avtal

Pilotprojektet i Jakarta förväntas löpa ut innan årsskiftet, varefter besked om eventuell vidare utrollning sannolikt dröjer in i 2022. Vi ser även fram emot besked om framsteg med bearbetningen av den amerikanska marknaden, där genombrott hos enskilda kunder på endera av dessa marknader har potential att skala till intäkter på över 100 MSEK på några års sikt. Vi fortsätter räkna med 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. Tillsammans med en del hårdvaruintäkter, SLBs verksamhet och ett starkt strukturellt stöd för efterfrågan på bolagets tjänster 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 höga trösklar till adaptation.

Dlaboratory AB

Fair Value, SEK (18-24 m)	14 - 17
Current Price, SEK	4,80
Number of Shares (Millions)	16,9
Market Capitalisation (MSEK)	81
Net Debt (MSEK)	-34
Enterprise Value (MSEK)	48
Market	First North



MSEK	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Revenue	5	18	69	110	152
EBITDA	-13	-18	-11	-3	12
EBIT	-13	-20	-13	-5	10
EPS Adjusted	-1,27	-1,16	-0,78	-0,30	0,58
Sales Growth, %	-17%	275%	290%	59%	38%
EBITDA Margin, %	-268%	-100%	-16%	-3%	8%
EBIT Margin, %	-283%	-110%	-19%	-5%	7%
EV/Sales	n.a.	2,68	0,69	0,43	0,31
EV/EBITDA	-	-2,7	-4,3	-15,9	4,0
EV/EBIT	-	-2,4	-3,7	-9,5	4,7
P/E	-	-4,1	-6,2	-15,8	8,2

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 starka 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 är 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.

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	2025E
Sales	5,8	4,8	17,8	69,4	110,0	152,3	263,3
Operating Costs	-13,3	-17,5	-35,6	-80,4	-113,0	-140,2	-217,9
EBITDA	-7,5	-12,7	-17,8	-11,0	-3,0	12,1	45,4
Depreciation	-0,5	-0,7	-1,8	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0
Amortisation of Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	-8,1	-13,5	-19,6	-13,0	-5,0	10,1	43,4
Non-recurring Items	0,0	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	0,0
Net Financial Items	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Pre-tax Result	-8,2	-13,6	-19,7	-13,2	-5,2	9,9	43,3
Tax	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-5,2
Minority Interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Net Result	-8,2	-13,6	-19,7	-13,2	-5,2	9,9	38,1

Capital Expenditure

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Capital Expenditure, Absolute	0,0	0,0	14,0	2,0	2,0	2,0	2,0
As a Pct of Sales	0,0	0,0	78,6	2,9	1,8	1,3	0,8
Depreciation Multiple	0,0	0,0	7,8	1,0	1,0	1,0	1,0

Key Ratios

Share Price: SEK 4,80

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Share Price at 31 Dec	n.a.	n.a.	4,80	4,80	4,80	4,80	4,80
Number of Shares (Millions)	10,75	10,75	16,94	16,94	16,94	16,94	29,44
Market Cap	n.a.	n.a.	81,3	81,3	81,3	81,3	141,3
Enterprise Value	n.a.	n.a.	58,5	72,1	76,5	65,6	87,9
EPS (Reported)	-0,76	-1,27	-1,16	-0,78	-0,30	0,58	1,29
EPS (Adjusted)	-0,76	-1,27	-1,16	-0,78	-0,30	0,58	1,29
CEPS	-0,76	-1,27	-1,16	-0,78	-0,30	0,58	1,29
P/CEPS	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	8,2	3,7
Book Value/Share	0,5	0,6	1,9	1,2	0,9	1,4	2,1
P/BV	n.a.	n.a.	2,5	4,1	5,6	3,3	2,3
Dividend	0,00	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	0,0
Dividend Payout Ratio (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Sales	n.a.	n.a.	3,3	1,0	0,7	0,4	0,3
EV/EBITDA	n.a.	n.a.	-3,3	-6,6	-25,5	5,4	1,9
EV/EBIT	n.a.	n.a.	-3,0	-5,5	-15,3	6,5	2,0
P/E (Adjusted)	n.a.	n.a.	-4,1	-6,2	-15,8	8,2	3,7
Sales Growth, Y/Y (%)	n.a.	-17,5	274,7	289,7	58,5	38,4	72,9
EBIT Growth, Y/Y (%)	n.a.	67,0	45,2	-33,5	-61,5	-301,1	331,9
EPS Growth (Adjusted), Y/Y (%)	n.a.	66,9	-8,1	-33,3	-60,8	-292,3	121,3
EBITDA Margin (%)	-131,0	-267,9	-99,7	-15,8	-2,7	7,9	17,3
EBIT Margin (%)	-140,0	-283,2	-109,8	-18,7	-4,5	6,6	16,5
Return on Equity (%)	0,0	-225,7	-100,6	-49,9	-30,0	50,6	87,4
Tax Rate (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	12,0	20,6

Financial Position

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Interest-Bearing Net Debt	0	-5	-23	-9	-5	-16	-53
Net Debt/Equity	-0,1	-0,7	-0,7	-0,5	-0,3	-0,6	-0,9
Equity Ratio	0,5	0,6	0,8	0,6	0,5	0,6	0,7
Net Debt/EBITDA	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	-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. 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.

Emergers
Incirrata AB
Enbacken 16
187 44 Täby

Tel: 0739 – 19 66 41
Email: johan@emergers.se
Org nr: 556815-7837,
företaget innehar F-skattsedel