

Dlaboratory Sweden AB

Dlaboratory rustad för ökad marknadsaktivitet 2022

Johan Widmark & Magnus Brolin | 2022-02-25 08:00 | Detta är en uppdragsanalys framtagen enbart i informationssyfte. Analysen är inte en investeringsrekommendation eller investeringsrådgivning. För mer information, se disclaimer.

Rapporten för fjärde kvartalet visade en omsättning i linje med vår förväntan och något längre förlust. Med 35% tillväxt i ARR under 2021 och en nettokassa på över halva börsvärdet ser vi både stöd för vår långsiktiga prognos och en hög omvärderingspotential för aktien. Samtidigt undgår Dlaboratory inte den kontraktion av riskaptiten som just nu drabbar alla utvecklingsbolag med intjäningen långt i framtiden. Därför ser vi nu stöd för ett motiverat värde på 9-12 SEK (14-17) på två års sikt men noterar också att genomslag hos några befintliga kunder med tilltagande efterfrågan på större flexibilitet rymmer potential för affärer i hundramiljonersklassen som kan ändra bilden markant.

35% ökning av ARR under 2021 med 0% Churn

Dlaboratorys rapport för fjärde kvartalet 2021 var omsättningsmässigt i linje med våra förväntningar, medan rörelseförlusten för helåret mätt som EBITDA på -14 MSEK, inte blev fullt så djup som de -18 MSEK vi räknat med. En ökning av antal licenser under året på 15% och en ökning av ARR på 35% visar att bolaget rör sig i rätt riktning, men i en något låg takt, samtidigt som bolagets churn på 0% reflekterar en stabil kundnöjdhet med tjänsten. Nu väntas lättade restriktioner möjliggöra en utväxling på den förstärkning bolaget gjort av resurser, kompetens och erbjudande under 2021, genom ökad försäljning 2022, inte minst internationellt.

Ökad marknadsaktivitet 2022

För SLB ligger de säsongsmissigt starka kvartalen, med ett potentiellt genomslag för den nya tjänsten med koronadetektering, framför bolaget, varför vi räknar med starkare rapporter under sommarhalvåret. Medan det viktiga internationella pilotprojektet i Jakarta, som rymmer en långsiktig intäktspotential på ca 150 MSEK, går framåt i en något oroande långsam takt så räknar vi med en ökad bearbetning av den amerikanska marknaden under 2022, där genombrott hos enskilda kunder har potential att skala till intäkter på över 100 MSEK på några års sikt.

Hög långsiktig potential villkorad till ökat momentum

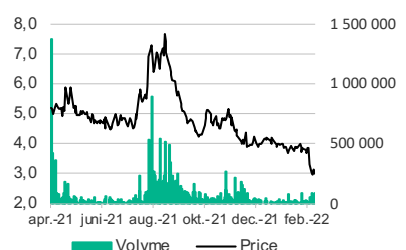
Långsiktig fortsätter vi se potential för 600 enheter anslutna på hemmamarknaderna och 800 enheter anslutna utanför hemmamarknaderna till slutet av 2025, vilket översätter till återkommande intäkter på 80 MSEK per år. Samtidigt undgår Dlaboratory inte den kontraktion av riskaptiten som just nu drabbar alla utvecklingsbolag inom tech med intjäningen långt i framtiden. Därför ser vi nu stöd för ett motiverat värde på 9-12 SEK (14-17) på två års sikt, som alltså är villkorat till att bolaget växer i kostymen lite mer. Vi fortsätter se en medelhög risk i dLab, där de viktigaste riskerna utgörs av långa ledtider och höga trösklar till adaption.

MSEK	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Revenue	5	18	69	110	152
EBITDA	-13	-14	-12	-4	10
EBIT	-13	-16	-14	-6	8
EPS Adjusted	-1,25	-0,96	-0,82	-0,38	0,47
Sales Growth, %	-17%	280%	284%	59%	38%
EBITDA Margin, %	-268%	-79%	-17%	-4%	7%
EBIT Margin, %	-283%	-90%	-20%	-6%	5%
EV/Sales	n.a.	0,62	0,30	0,19	0,14
EV/EBITDA	-	-0,8	-1,8	-4,7	2,1
EV/EBIT	-	-0,7	-1,5	-3,2	2,6
P/E	-	-2,8	-3,4	-7,3	6,0

Källa: Emergers

Dlaboratory AB

Fair Value, SEK (18-24 m)	9 - 12
Current Price, SEK	2,81
Number of Shares (Millions)	16,9
Market Capitalisation (MSEK)	48
Net Debt (MSEK)	-27
Enterprise Value (MSEK)	21
Market	First North



Kort om DLaboratory

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

DLaboratory 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 intäktsströmmar, 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 uppstartskostnader 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 abonnemangsinträder 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 20% ser vi ett sammantaget DCF-värde på 12 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 1,5x nästa års försäljning och 10x EBITDA om 18–24 månader ger stöd för ett motiverat värde motsvarande 9 SEK per aktie på den horisonten. Med stöd av en DCF och en multipelvärdering ser vi därför ett motiverat värde för aktien på 9–12 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	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Sales	5,8	4,8	18,1	69,4	110,0	152,3	263,3
Operating Costs	-13,3	-17,5	-32,4	-81,4	-114,5	-142,3	-221,4
EBITDA	-7,5	-12,7	-14,4	-11,9	-4,5	10,0	41,9
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	-16,2	-13,9	-6,5	8,0	39,9
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	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pre-tax Result	-8,2	-13,5	-16,2	-14,0	-6,5	8,0	39,9
Tax	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-4,8
Minority Interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Net Result	-8,2	-13,5	-16,2	-14,0	-6,5	8,0	35,1

Capital Expenditure

	2019	2020	2021	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	77,7	2,9	1,8	1,3	0,8
Depreciation Multiple	0,0	0,0	7,7	1,0	1,0	1,0	1,0

Key Ratios

Share Price: SEK 2,81

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Share Price at 31 Dec	n.a.	n.a.	2,65	2,81	2,81	2,81	2,81
Number of Shares (Millions)	10,75	10,75	16,94	16,94	16,94	16,94	29,44
Market Cap	n.a.	n.a.	44,8	47,5	47,5	47,5	82,6
Enterprise Value	n.a.	n.a.	18,2	38,1	45,1	37,4	40,3
EPS (Reported)	-0,76	-1,25	-0,96	-0,82	-0,38	0,47	1,19
EPS (Adjusted)	-0,76	-1,25	-0,96	-0,82	-0,38	0,47	1,19
CEPS	-0,76	-1,25	-0,96	-0,82	-0,38	0,47	1,19
P/CEPS	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	6,0	2,4
Book Value/Share	0,5	0,6	2,2	1,3	1,0	1,4	2,0
P/BV	n.a.	n.a.	1,2	2,1	2,9	2,0	1,4
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.	1,0	0,5	0,4	0,2	0,2
EV/EBITDA	n.a.	n.a.	-1,3	-3,2	-10,1	3,7	1,0
EV/EBIT	n.a.	n.a.	-1,1	-2,7	-7,0	4,7	1,0
P/E (Adjusted)	n.a.	n.a.	-2,8	-3,4	-7,3	6,0	2,4
Sales Growth, Y/Y (%)	n.a.	-17,5	279,9	284,4	58,5	38,4	72,9
EBIT Growth, Y/Y (%)	n.a.	67,0	20,1	-13,8	-53,5	-223,3	398,5
EPS Growth (Adjusted), Y/Y (%)	n.a.	65,1	-23,7	-13,8	-53,4	-222,7	152,9
EBITDA Margin (%)	-131,0	-267,9	-79,5	-17,2	-4,1	6,6	15,9
EBIT Margin (%)	-140,0	-283,2	-89,6	-20,1	-5,9	5,3	15,1
Return on Equity (%)	0,0	-223,2	-75,2	-46,8	-33,2	39,2	83,7
Tax Rate (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	12,0	20,6

Financial Position

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Interest-Bearing Net Debt	0	-5	-27	-9	-2	-10	-42
Net Debt/Equity	-0,1	-0,7	-0,7	-0,4	-0,1	-0,4	-0,7
Equity Ratio	0,5	0,6	0,8	0,6	0,5	0,5	0,7
Net Debt/EBITDA	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	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.