

UPPDRAGSANALYS  
9 november 2018

# D&Company

## ANALYSGUIDEN

# Innehåll

<b>Synligt digitalt stöd en styrka</b> .....	2
Temperatur .....	3
Ledning och styrelse.....	3
Ägare.....	3
Finansiell ställning.....	3
Potential.....	3
Risk .....	3
Investment Case .....	4
<b>Affärsområden</b> .....	5
Produktbolaget.....	5
Tiger of Sweden .....	5
IDUN – skalbar digital plattform .....	6
Marknad .....	7
Marknaden för digitala plattformen .....	7
Marknaden för produktbolaget .....	7
Rörelsekapital:.....	8
Kortfristiga skulder:.....	8
Balansräkningen:.....	9
Noteringsrisk: .....	9
Personberoende:.....	9
Generella affärsrisker:.....	9
Erbjudandet.....	9
Prognoser & Utsikter .....	10
<b>Produktbolaget</b> .....	10
<b>Den digitala plattformen – IDUN</b> .....	10
Finansiellt .....	12
DCF - värdering.....	12
<b>Ledning och ägare i D&amp;Company</b> .....	14
Ledande befattningshavare.....	14
Vd.....	14
Vice Vd/Styrelseledamot .....	14
CFO.....	14
Styrelseordförande .....	14
Styrelseledamöter.....	15
Ägare.....	15
Disclaimer .....	16

# Synligt digitalt stöd en styrka

**D&Company har investerat stort i digitalutveckling för optikerbranschen. Digitaliseringen i optikerbranschen är eftersatt och det finns en stor marknadspotential. Den utvecklade plattformen ger optikerna ett stort steg till att börja kommunicera effektivt med både kunder och leverantörer.**



D&Company startades i slutet av 2014. Bolaget består av två delar där produktbolaget än så länge är den del som har genererat omsättning. Den utvecklade digitala plattformen (den andra delen) har lanserats efter investeringar om drygt 50 miljoner i utveckling.

Den digitala skalbara plattformen är utvecklad för att digitalisera optikerbranschen och är tänkt att ge optikerna ett effektivt sätt att kommunicera med både kunder och leverantörer. Plattformen finns redan installerad hos ett 20 tal kunder och ytterligare installationer är schemalagda. En stor drivkraft för digitalisering är konkurrensen från online dit optikerna förlorar omsättning, främst inom linser på nätet. Intresset från leverantörerna är också det stort då de ser möjligheten för deras kunder att öka försäljningen av deras produkter. Samarbetet med Essilor rörande IDUN måste ses som ett stort steg framåt och visar på bärigheten i konceptet. Produktbolaget har vuxit snabbt med tillverkning av egna glasögonbågar och licensierade märken som sedan lanseras på marknaden. Det är troligt att produktbolaget kommer att börja generera positiva resultat under 2018/2019. Inom produktbolaget finns fortfarande potential att växa, flera av de licensierade märkena har goda möjligheter att lyckas på den internationella marknaden. Särskilt värda att nämna här är Tiger of Sweden och Blåkläder som har starka varumärken bland annat i Tyskland och Beneluxländerna. Givet att nyemissionen lyckas förväntar vi oss att bolaget har goda förutsättningar att fortsätta att växa, särskilt för den digitala plattformen. Bolaget har investerat stort i sin plattform som också har kostnadsfört löpande vilket i stort förklarar den negativa resultatutvecklingen. Bolaget är beroende av nyemissionen på 20,8 miljoner kronor för att driva bolaget vidare enligt kommunicerad strategi. Vi har tagit fram två olika scenarion, ett så kallat bull-scenarion och ett bear-scenarion där värdet med våra prognoser beräknas till 3,6 respektive 9,7 kronor per aktie. **Observera att alla prognoser och antaganden förutsätter en fullteknad nyemission och godkännande av Nasdaq för notering.**

## Utfall och prognoser,

MSEK	2018P	2019P	2020P	2021P
Nettointäkter Bull	40	79	98	122
Nettointäkter Bear	40	50	57	69
EBIT Bull	-27	2	7	20
EBIT Bear	-27	-13	0	7,5

Källa: D&Company och Jarl Securities

Datum: 9 november 2018  
Analytiker: Mats Hyttinge, Jarl Securities

Företagsnamn: D&Company Nordic AB  
Lista: Före IPO (First North)  
Vd: Ralph Dahlin  
Styrelseordförande: Stefan Vilhelmsson  
Introduktionskurs: 6,5 SEK  
Kort om D&C: D&C har två affärsdelar. Den ena innefattar en egenutvecklad plattform som har möjlighet att digitalisera optikersektorn i Norden och Europa till en början. Sektorn har generellt en låg grad av digitalisering. Den andra affärsdelen tillverkar och säljer bolaget egna glasögonbågar och andra märken på licens vilket idag utgör den största delen av bolaget.

**Möjligheter och styrkor:** D&Company har identifierat att det finns en potential i att vara först att digitalisera optikerbranschen som ligger efter i digitaliseringen. Det finns förstas aktörer som e-handlare som säljer både glasögon och linser primärt på nätet, men den största andelen optiker på marknaden är fysiska butiker. Optiker har fördelen att kunden måste göra ett fysiskt besök för att undersöka ögonen för att få glasögon eller linser. Detta gör att optikern har ett unikt tillfälle att bygga en relation liknande den kunden har med sin tandläkare eller frisör. I dagsläget har de flesta optiker, vare sig det är kedjor eller fristående butiker ett otillfredsställande digitalt stöd. Det gör att butikerna riskerar att förlora kunder till e-handel om de inte kan använda nya lösningar för marknadsföring och kundvård.

Bolaget har samarbete med Essilor som är den största tillverkaren av glas till glasögon vilket är en stor fördel i införsäljningen till optiker. För att få ett försprång mot eventuella konkurrenter har bolaget tagit stora investeringar.

**Risker och svagheter:** Den största risken på kort/medellång sikt är den svaga balansräkningen där det egna kapitalet är förbrukat och begränsade likvida medel.

D&Company har vuxit fort från starten 2014 men har gått med underskott. Det är inte säkert att tillväxten utvecklas så starkt som förväntas då optiker är en konservativ bransch som hittills inte anammade digitalisering. Bolaget har gått från att vara ett utvecklingsbolag till att gå in i kommersialiseringssfasen för den digitala delen. I denna fas finns risken att införsäljningen tar längre tid än förväntat.

**BEAR**  
3,6

**BULL**  
9,7

## Temperatur

### Ledning och styrelse



Ralph Dahlin har varit vd sedan 2015. Han har bakgrund från sälj inom dagligvaruhandeln och IT-sektorn. Ralph har mer än 20 års erfarenhet i optikbranschen som vd för Polaroid Eyewear AB och Safilo Nordic AB. Vice vd Peder Gyllenberg, vice vd och ansvarig för den digitala affären, har arbetat med marknadsföring och försäljning via internet i mer än 15 år. Peder sitter som styrelseledamot i Sveriges Optikerleverantörers Förening.

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



De fyra största ägarna i D&Company kontrollerar över 50 procent av rösterna i bolaget. Två av de största ägarna är representerade i styrelsen genom SO Stefan Vilhelmsson och Joakim Engvall. De största ägarna har tidigare deltagit i emissionerna samt kommer att teckna sig i den uppkommande emissionen.

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 samt tidigare resultat av investeringar i liknande företag eller branscher. Långsiktighet och ansvarstagande gentemot mindre aktieägare är också väsentliga kriterier.

### Finansiell ställning



D&Company genomför en emission inför en planerad notering av aktierna på First North. Bolaget har genom ett konvertibelt lån på 10 miljoner kronor täckt upp det kortsiktiga rörelsekapitalbehovet. Bolaget inbringar 20,8 miljoner kronor (före avdrag för emissionskostnader) vid full teckning i nyemissionen och eventuellt mellan 10,4 och 15,6 miljoner ytterligare vid fullt utnyttjande av teckningsoptionerna i emissionen. Bolaget är beroende av en lyckad emission för att driva bolaget vidare och för att kunna expandera verksamheten. Bolaget har upprättat kontrollbalansräkning i juni 2018 som då uppvisade övervärden i varumärket Norr. Emissionen ska återställa det egna kapitalet.

Den finansiella ställningen bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. I detta beslutsriterium 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



D&Company har med sin digitala lösning hittat en intressant och adresserbar marknad bland optiker med ett initialt fokus på Norden och i utvalda länder i Europa. Tillväxten i optikerbranschen drivs av flera faktorer däribland demografi och ett ökat utnyttjande av dataskärmar som påverkar synen negativt. Optikerbranschen utmanas av online handel precis som annan handel. Dock kan inte ögonundersökningar göras online vilket gör att optiker har en initial direktkontakt med kund, vilket är positivt.

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 tillväxutsikterna 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



Bolaget har genom produktdelen genererat intäkter och växt kraftigt sedan starten 2014. Utvecklingen av det digitala systemet IDUN har samtidigt kostat stora pengar och har gjort att bolaget har generat förluster. Det finns flera risker att ta i beaktande däribland att emissionen bör vara lyckad samt att bolaget blir godkänt i noteringsfasen. Det finns också risker relaterat till verksamheten då bolaget fortfarande är i tidigt i sin lansering av IDUN och det finns osäkerhet om bärigheten för systemet gentemot kund. Det finns även en risk att bolaget behöver ytterligare finansiering givet nuvarande kostnadsbas.

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.



## Investment Case

D&Company Nordic AB (D&C, koncernen eller bolaget) har sedan starten 2014 haft en stark tillväxt. Denna tillväxt har hittills kommit från produktbolaget som tillverkar, marknadsför och säljer en varumärkesportfölj av glasögon från det egna varumärket Norr samt licensförsäljning av andra intressanta varumärken. Bolaget har även under dessa år haft en egenutveckling av en unik och molnbaserad plattform (IDUN) som hjälper optiker och synbutiker att få en mer effektiv digital närvaro men som även gör det möjligt för optikerna att kommunicera med alla deras konsumenter.

Den digitala försäljningen är ännu begränsad men det finns tydliga synergier då produktdelen har gett bolaget access till ett stort antal butiker och optiker. Med en säljkår har det givit möjligheter att demonstrera nyttan och möjligheterna med systemet.

Bolaget har idag IDUN installerat i över 20 butiker men upplever en ökande efterfrågan på plattformen. Det finns i Norden och Baltikum cirka 3500 optikerbutiker, som uppskattningsvis har ungefär 5000 kunder vardera. Dessa optikerbutiker har under senare år upplevt en allt mer utmanande konkurrens från e-handeln och varje butik har tappat mellan 8 - 10 procent av sin årsomsättning till e-handeln, primärt inom kontaktlinser. Om trenden fortsätter som den har gjort i både USA och Kina för online handel för optiska glasögon, kommer ytterligare tapp i omsättning att ske. Optikerbutiker och kedjor har därmed incitament att se till att bli närvarande på den digitala marknaden då de kunderna i de flesta fall gör en synundersökning hos optikern. De måste hitta sätt att behålla kunderna i större utsträckning genom kommunikation och närvaro hos kunden. Vi tror att D&Company har goda förutsättningar att med sin produkt IDUN skapa dessa förutsättningar hos optikerna. Samarbetet med Essilor som är den största glastillverkaren vittnar om att det finns substans i produkten.

## Affärsområden

Bolagets verksamhet är fördelat på två affärsområden. Produktbolaget och plattformen IDUN.

### Produktbolaget

Produktdelen av D&Company startades i början av 2015 då basen för bolaget etablerades genom bland annat att varumärket Norr skapades samt att arbetet med att finna licensvarumärken initierades. Redan under det första året tecknades ett fem - årsavtal med Efva Attling om licens för varumärket inom glasögon. Under 2016 tecknades även ett tre - års avtal med Tiger of Sweden som sedan förlängs under 2018 och gäller till 2022. Under 2018 har även avtalet med Blåkläder som signerades 2016 förlängts till 2022. Innan förlängningarna av dessa två avtal med Tiger of Sweden och Blåkläder har bolaget under 2017 tecknat ett distributionsavtal med FGX/Essilor rörande distribution av Levis och Disney.

För de flesta av licenserna har bolaget normalt ansvar för både design och tillverkning samt försäljning. Affärsmodellen gör det möjligt för bolaget att tidigt i sin process veta hur mycket som ska tillverkas och levereras till respektive kund. Det gör att bolaget i stort sett tillverkar glasögon efter bindande order vilket gör att bolagets egna prognoser för försäljning och bruttomarginaler blir relativt säkra.

*Tiger of Sweden* är det varumärke som har upplevt störst efterfrågan. Förlängningen av licensavtalet under 2018 bekräftar att licensgivaren är nöjd med utvecklingen. Förlängningen till 2022 innebär potentiellt avtals värde mellan 75 till 100 miljoner kronor. Testförsäljning i utvalda butiker i Storbritannien kommer att ske under 2018 för nämnda varumärke.

Blåkläder som även de har förlängt sitt avtal, tillverkar förutom skyddskläder även skyddsglasögon. D&Company kommer under slutet av 2018 att lansera moderiktiga skyddsglasögon med styrka för distribution på den optiska marknaden. Det finns även diskussioner med en ledande leverantör att gemensamt marknadsföra och sälja Blåkläder på de nordiska marknaderna samt eventuellt även i Europa under 2018.

Bolagets intäkter har till stor del kommit från produktbolaget även om synergier med IDUN försäljningen kan identifieras. Både Tiger of Sweden och Blåkläder har starka positioner i Tyskland, England och Beneluxländerna. Detta ger en potential att växa på dessa marknader i framtiden även om marknaden för produktbolaget primärt är Norden. Omsättningen för produktbolaget har gått från en låg försäljning 2015 till uppskattningsvis 38 miljoner kronor 2018. Vi tror att produktdelen har goda förutsättningar att fortsätta att växa. Den har en viktig del som inkörsport för den digitala plattformen IDUN hos optikerna både i Norden och Europa på sikt.

## IDUN – skalbar digital plattform

I samband med bolaget start under 2015 skapas en plan och beskrivning vad den digitala plattformen IDUN skulle innehålla. IDUN är helt utvecklat för optikerbutiker och har i stora drag tre syften. Det första och primära är att digitalisera och effektivisera relationen mellan leverantörerna, optikerbutiken och dess kunder, där varje butik uppskattningsvis har cirka 5000 kunder i genomsnitt (källa D&C). Genom att leverantörerna är en aktiv del i IDUN-strukturen ges leverantören, med optikerns godkännande, möjlighet att nå slutkonsumenten med riktade och anpassade erbjudanden. Genom digitalisering kommer även produktiviteten och effektiviteten att öka genom att manuella arbetsinsatser minskar kraftigt. Det tredje syftet är att ge varje optiker sin egen e-handelslösning med en unik och kraftfull profil. Som exempel ingår en mobilapp med recept, påminnelser och direktbeställning av till exempel linser.

Affärsmodellen bygger på licensiering till optikerbutiken med en fast månadsavgift som succesivt kan höjas i takt med ett ökat utnyttjande av de olika funktionaliteterna. Enligt uppgift ska grundabonnemanget kosta cirka 5 000 kronor i månaden och upp till 10 000 kronor i månaden inklusive tilläggstjänster.

Genom bolagets produkt del har det funnits en naturlig väg att sälja den digitala plattformen genom bolagets erfarna säljare. Produktsäljarna har två till sex kundkontakter varje dag. I varje besök hos optiker tar säljarna upp funktion och affärsnytta med IDUN. Detta samarbete har i nuläget resulterat i avtal med tre inköpsgrupper som representerar 180 butiker samt ett flertal fristående aktörer. IDUN har installerats med framgång i ett 20 tal butiker och ytterligare butiker installeras löpande. Den digitala försäljningen uppgår till cirka 70 000 per månad i nuläget.

Bolagets mål är att installera IDUN hos över 300 butiker inom fem år vilket är cirka 10 procent av marknadspotentialen i Norden. I övriga Europa är målet att nå 1 200 butiker vilket representerar cirka 2 procent av marknadspotentialen.

I nuläget är den primära marknaden Norden även om den stora potentialen antagligen är utanför Norden. Detta då optikerbranschens arbetssätt är i stort sett samma i hela världen och med samma stora leverantörer som tex Essilor. Då tekniklösningar hos leverantörerna diskuteras blir det oftast på en europeisk nivå vilket i förlängningen kan ge positiva effekter för en framtida internationalisering av försäljningen av IDUN. Bolaget har i Q3 2018 skrivit sitt första avtal med en butik utanför Norden. Avtalet med Bespoke Eyewear i England är en viktig indikation på att affärsmodellen och IDUN är skalbar även utanför Norden.

## Marknad

Optikerbranschen hade när D&Company startades 2014 en låg grad av digitalt stöd vilket bara marginellt har förbättrats sedan dess. Optikerbranschen är delvis en komplex bransch med olika kundbehov från ögonundersökningar till mode-accessoarer. Det finns en underliggande kundtillväxt då den demografiska utvecklingen leder till en mer ålderstigen befolkning samt att ett ständigt ökande läsande av skärmar av olika slag. Dessutom är glasögon idag för många en mode-accessoar vilket gör att människor byter glasögon oftare.

Drygt 60 procent av befolkningen mellan 11 och 55 år har glasögon eller linser. I Sverige finns det cirka 2,7 miljoner glasögonbärare.

Optikerbranschen i Sverige omsätter idag cirka 6,8 miljarder kronor per år. Det finns omkring 1 000 butiker i Sverige med runt 3 500 anställda. I ett större perspektiv så finns det cirka 94 000 optikerbutiker i Europa vars digitalisering är lika litet utvecklade som i Norden.

### Marknaden för digitala plattformen

Marknaden som D&Company riktar in sig på och har skapat sig en position på är en digitalisering av optikerbranschen. Det är en digitalisering som ger enskilda optikerföretag en plattform som ger dem nya och bättre möjligheter att kommunicera med sina kunder och leverantörer. Marknadspotentialen är omfattande givet det stora antalet optiker som finns på den Nordiska och övriga Europeiska marknaden. Bolagets mål är att i Norden inom en fem års period sälja in och installera IDUN i över 300 butiker. Det representerar drygt 10 procent av marknadspotentialen. I Europa är samma målsättning att nå över 1200 butiker vilket motsvarar mellan 1 - 2 procent av marknadspotentialen.

D&Company har än så länge endast nått en mindre del av marknaden men ser att potentialen för digitaliseringstjänster inom sektorn som stor. Då flertalet butiker i snitt har förlorat motsvarande 500 tusen kronor i omsättning till e-handelskonkurrenter vill optikerna investera för att stoppa denna utveckling. Detta då denna riskerar att ytterligare sänka omsättningen. Det är troligt att kunderna kommer att omfördela en del av sin marknadsföringsbudget för detta ändamål. Det kan delvis underlätta införsäljningen då en del av denna budget även kommer från leverantörerna. Bolagets uppskattning är att varje butik kommer behöva spendera mellan 35 – 65 tusen kronor eller runt 1 procent av omsättningen för digitala lösningar.

Ett samarbetsavtal med Essilor som är en av världens största leverantörer inom optikbranschen ingicks i början av 2018. Detta har möjlighet att ge positiva effekter för försäljningen i Norden. Totalt kommer 650 av Essilors viktigaste kunder i Norden att få möjlighet att prova IDUN under slutet av 2018 och 2019 vilket om det blir lyckosamt kommer att förändra marknaden radikalt.

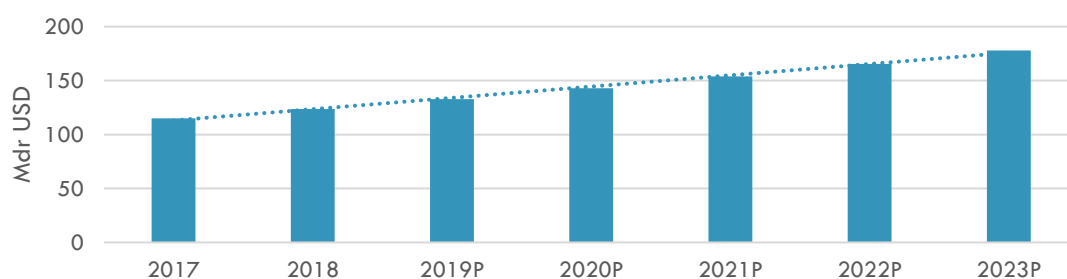
### Marknaden för produktbolaget

Marknaden för produktbolaget riktar sig till samma kunder som för den digitala plattformen, nämligen optikerbutiker eller kedjor. Det är förstås en mer traditionell marknad som bygger på marknadsföring och försäljning. Bolaget



har med sina varumärken lyckats driva tillväxt och har ökat försäljningen kraftigt från år till år. Bolaget har än så länge fokuserat på Norden, där det dock finns ett intresse att expandera till exempel Tiger of Sweden till utvalda marknader i Europa. Den generella tillväxten för glasögon i Europa förväntas ligga runt en procent per år fram till 2021. Samtidigt är den globala glasögonmarknaden fortsatt i tillväxt drivet av både en åldrade befolkning samt ändrade vanor både rörande skärmtid samt även ökad medvetenhet om behovet av regelbundna kontroller av ögonen/synen. Enligt Statista kommer den globala glasögon marknaden 2023 vara värd nästan 178 miljarder US-dollar.

### Värde av den globala glasögonmarknaden i Mdr USD



Källa: Statista, Jarl Securities

## Risker

Det finns ett antal risker förknippade med en investering i D&Company. De kan grovt delas i in i två kategorier dels hänförligt till bolaget och dels värdepapprets risk. De mest framträdande riskerna på kort sikt är:

**Rörelsekapital:** Den risk som är mest påtaglig i det korta perspektivet är främst finansieringsbehovet då bolaget behöver ytterligare kapital för att driva verksamheten vidare. Bolaget har tagit upp ett konvertibelt lån om 10 miljoner kronor för att stärka upp det befintliga rörelsekapitalet. Det kommer att krävas att emissionen blir tecknad till åtminstone 77 procent för att bolaget ska kunna växa vidare enligt plan. Även om det inte det primära utfallet finns det en viss risk för ytterligare en nyemission för att täcka rörelsekapitalet kan det inte uteslutas under 2019 (då given fullteckning av pågående emission).

**Kortfristiga skulder:** Vidare har bolaget uppskattningsvis vid utgången av september 2018 kortfristiga skulder om totalt mellan 35 - 40 miljoner kronor, varav uppskattningsvis 30 till 40 procent är hänförliga till leverantörer. Enligt prospektet skall 5,2 miljoner betalas i december rörande gjord utveckling IDUN inkluderat i leverantörsskulden. Denna post på 5,2 miljoner är en stor del av leverantörsskulden och det är tänkt att en del av emissionsbeloppet ska täcka denna kostnad. Med tanke på att 17 miljoner är lån relaterat till ägare varav 10 miljoner är från konvertibeln som troligen kommer konverteras till aktier under hösten 2019 så är den posten att anse som långsiktig och därmed inget som kommer att behöva betalas kortsiktigt.

**Balansräkningen:** En kontrollbalansräkning (KBR) gjordes i slutet av juni 2018 och med denna återställdes bolagets egna kapital med hänsyn till bedömda övervärden. Eftersom vi förväntar oss ett svagt resultat för perioden juli till september är bolagets egna kapital negativt vid bokslutet för 2017/18, dock är tanken att det egna kapitalet kommer återställas om emissionen tecknas till fullo.

Vidare tror vi att det finns risk att egna kapitalet kommer fortsätta försvagas efter emissionen med det negativa resultatet som vi prognostiserar för året även det finns en potentiell uppsida i prognoserna då bolaget har skurit i kostnaderna under innevarande kvartal. Vi räknar dock med att teckningsoptionerna kommer utnyttjas till åtminstone 50 procent vilket gör att det egna kapitalet ändå bör vara positivt. Då vi tror att det finns övervärden i den digitala plattformen IDUN, utöver det som identifierats i varumärket Norr finns det möjlighet för bolaget att stärka balansräkningen med detta värde.

**Noteringsrisk:** Det finns även en riskfaktor relaterat till att noteringen kommer att ske efter emissionen. Bolaget har för avsikt att ansöka om upptagande av handel av bolagets aktier och teckningsoptioner på First Norths börslista. First North kommer att ställa vissa villkor för ett godkännande. Om dessa villkor inte uppfylls kan ansökan komma att avslås vilket utgör en risk. Samtidigt när bolaget fått godkänt av Finansinspektionen för prospektet för emissionen av units innebär det en viss säkerhet kring den vidare noteringsprocessen.

**Personberoende:** D&Companys verksamhet är till stor del beroende av de nyckelpersoner som driver bolaget och främst då VD och Vice VD samt styrelseledamöter med ett stort ägarintresse, då de är tätt förknippade med bolagets framväxt och dess affärsidé.

**Generella affärsrisker:** Det finns som i alla affärsdrivande bolag en del generella bolagsrisker. Det finns vad vi erfar i nuläget inga konkurrenter men givetvis finns det en risk att ett lyckosamt kommersiellt genombrott för IDUN kan locka någon annan utvecklare att börja konkurrera på marknaden. Inom produktbolaget finns det ett beroende av licensgivarna där eventuella avtal kan sägas upp vilket kan leda till en negativ utveckling. Bolaget har avtal med utvecklarna av IDUN så att bolaget erhåller full äganderätt till källkoden vid användande inom optik. Detta förutsätter att bolaget har erlagt full betalning av utförda tjänster. Då den största delen av utvecklingen är gjord bör det vara en mindre risk men utveckling kommer att fortgå även framöver även om det blir i mindre skala än tidigare.

## Erbjudandet

D&Company har beslutat om en emission av units inför en planerad notering av aktierna och teckningsoptionerna på Nasdaq First North. Syftet med emissionen är att finansiera den fortsatta utvecklingen av IDUN samt marknadsföring och försäljning. Enligt bolagets prospekt förväntas företaget behöva cirka 20 miljoner kronor för de närmaste tolv månaderna. Detta belopp ska användas i en prioriterad ranking där 70 procent går till ett antal punkter. Här hittar vi en fortsatt utveckling av IDUN, bland annat prenumeration på produkter, en utökad funktionalitet, "glaskonfigurator", integration till journalsystem samt implementation av IDUNs kund kö.

Emissionen av units representerar 2 aktier och 1 teckningsoption för 13 kronor per unit vilket innebär 6,5 kronor per aktie. Teckningsoptionen som är vederlagsfri ger rätt till teckning av en ny aktie under april 2019 till ett lösenpris motsvarande sjuttio procent av genomsnittliga aktiekursen 10 dagar innan utnyttjande perioden börjar, men lägst samma som introduktionskursen 6,50. Vid full teckning i emissionen av 1,6 miljoner units vilket innebär att 3,2 miljoner aktier tecknas, tillförs bolaget initialt 20,8 miljoner kronor före emissionskostnader, 18,6 miljoner inkluderat emissionskostnader. Lägsta nivå för att genomföra nyemissionen ligger vid 16 miljoner kronor.

Teckningsperioden pågår mellan den 31 oktober till den 15 november, besked om nyemissionens utfall och eventuell tilldelning kommer offentliggöras runt den 16 november.

Vid ett eventuellt övertecknande finns det möjlighet att ge ut ytterligare units vilket motsvarar högst 512 820 aktier utöver de tidigare emitterade aktierna. Vid fullt utnyttjande av teckningsoptionerna under 2019 kan bolaget tillföras ytterligare mellan 10,4 och 15,6 miljoner kronor och ytterligare 1,6 miljoner aktier. Vi har inte inkluderat överteckning i våra antaganden.

Det finns även två teckningsoptionsprogram från 2016 och 2018. Dessa berättigar fyra olika personer verksamma i bolaget att teckna nyemitterade aktier i bolaget under respektive 2021 och 2022. Totalt sett kan utspädningen för dessa två program uppgå till 2,9 procent av aktiekapitalet.

Under juni månad har bolaget även tagit upp ett konvertibelt lån om 10 miljoner kronor för att täcka upp rörelsekapitalbehovet som har uppstått innan emissionen har genomförts. Dessa kan konverteras till aktier under det andra halvåret 2019 vilket kan ge ytterligare utspädning vid konvertering. Vi räknar med att dessa konverteras och ger ytterligare cirka 1,8 miljoner aktier.

## Prognoser & Utsikter

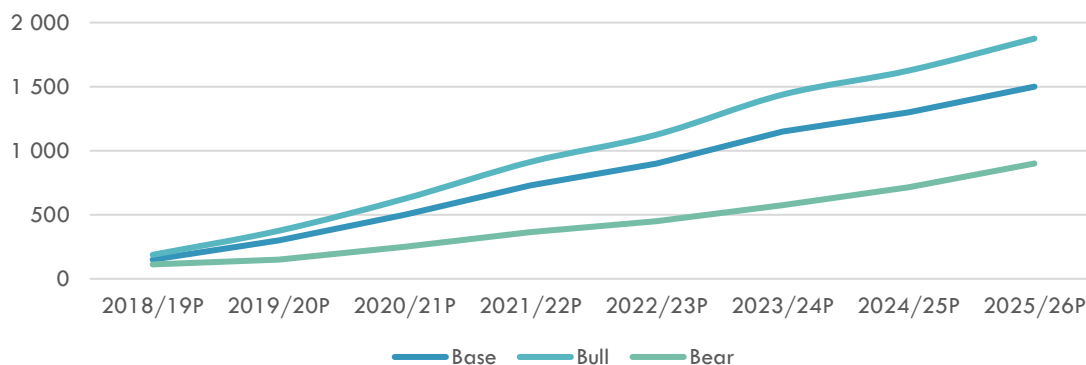
Bolaget har inte uppgivit några direkta prognoser för framtiden men har satt upp mål för vad de olika affärsområdena förväntas uppnå. De två affärsområdena har olika förutsättningar och även potential.

*Produktbolaget* har uppvisat kraftig tillväxt sedan starten. Den är en traditionell rörelse i så mening att bolaget säljer till produkter på licens eller produkter under eget märke. Bolaget tillverkar även glasögon till dessa varumärken. Tillväxten i produktbolaget kan fortsatt vara god då ett flertal av märkena har goda förutsättningar att växa utomlands. D&Company har indikerat att produktbolaget eventuellt kan delas ut till aktieägarna framöver. Vi räknar med att produktbolaget kan leverera en tillväxt på cirka 10 procent per år under de närmaste fem åren. Det är troligt att produktbolaget uppvisar en vinst under nästa räkenskapsår åtminstone på rörelsemarginalnivå.

*Den digitala plattformen – IDUN* har än så länge inte genererat några större intäkter då den endast är installerad i drygt 20 butiker. Vi uppskattar att intäkten under 2017/18 understeg 1 miljon kronor. D&Company identifierade tidigt genom de erfarenheter ledningsgruppen hade från optikbranschen möjligheterna med att kunna digitalisera denna bransch. Bolaget har därför investerat stort i utvecklingen

av den digitala plattformen IDUN. Uppskattningsvis har 50miljoner investerats i denna utveckling. Även om det fortsatt kommer investeras i utveckling borde den största delen av investeringen nu vara gjord. Se grafen nedan för våra prognoser för antalet optikerbutiker i våra olika scenarion.

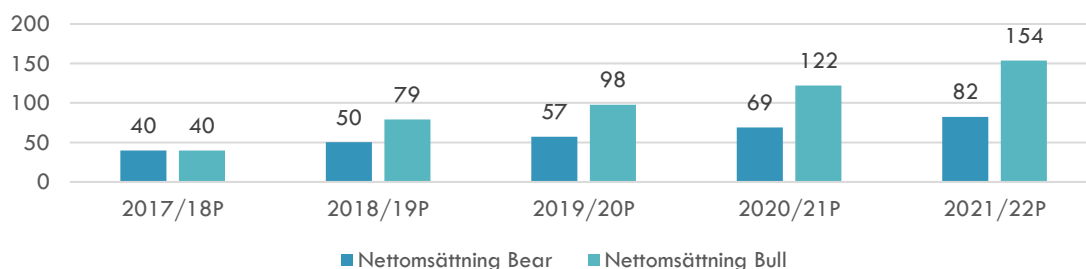
### IDUN antaganden antal butiker



Källa: Jarl Securities

Som synes av grafen ovan så har vi antagit antalet licenser för vårt bullscenarion till strax under 1900 licenser och i vårt bear-scenarion något över 900 licenser, båda vid slutet av prognosperioden totalt för den nordiska och övriga Europeiska marknaden. För IDUN har vi antagit som utgångspunkt från 2018/19 ett pris per licens och månad som uppgår till 5200 kronor och som räknas upp med 6 procent per år. Vårt antagande ligger i nedre delen av intervallet av vad som bör vara ett rimligt pris för plattformen. Detta ligger 5000 till 10 000 per månad och licens. Det finns därför en möjlighet att detta i längden är för lågt då adderade funktioner kommer att öka priset mot kund.

### Intäktsutveckling för Bear & Bull scenarios



Källa: Jarl Securities

Med tanke på samarbetet med Essilor ser vi stora möjligheter att snabbt komma ut på relevanta marknader i Europa. Detta återspeglas i våra antaganden för IDUN.

För produktbolaget är utvecklingen lugnare men det finns även potential för denna del vilket den goda försäljningsutvecklingen på en relativt begränsad geografisk marknad har visat. Det är viktigt att betona att alla prognoser och antaganden bygger på ett lyckat utfall av nyemissionen och även ett godkännande av noteringen av Nasdaq. Nyemissionen är enligt prospektet garanterad till 55 procent, vilket innebär nästan 11,5 miljoner av nyemissionen. Det krävs minst 16 miljoner för att emissionen ska gå igenom och bolaget ska senast den 15 november meddela eventuell förlängning. Tilldelning kommer att offentliggöras omkring den 16 november.

Den 14 juni 2018 vid ett styrelsemöte noterades att det förelåg krav enligt aktiebolagslagen att upprätta en kontrollbalansräkning varav en sådan upprättades. Bolagets revisor granskade den och visade att bolagets aktiekapital var intakt med hänsyn tagen till bedömda övervärden.

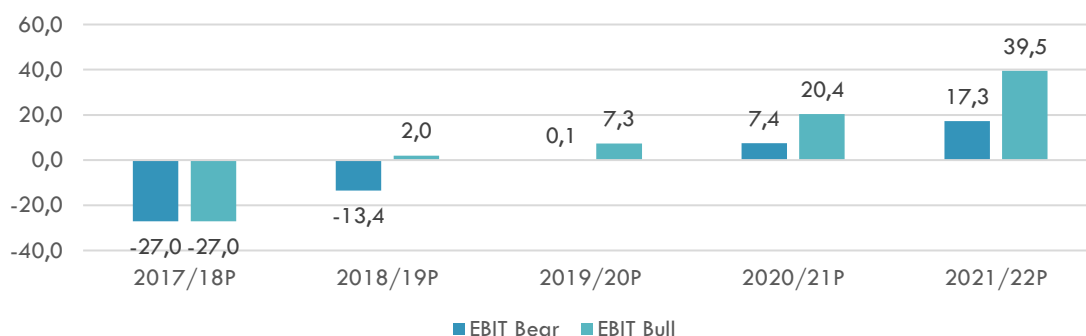
## Finansiellt

Bolaget har växt kraftigt sedan starten genom produktbolaget. Samtidigt har bolaget investerat tungt i utveckling av sin digitala plattform IDUN. Dessa investeringar givit bolaget en bra plattform för framtida tillväxt samtidigt har detta kostnadsförts direkt vilket tillsammans med den övriga kostnadsbasen genererat kraftiga minusresultat. Den finansiella ställningen är ansträngd med ett negativt eget kapital och samtidigt ökade skulder även om det enligt bolaget är under kontroll och åtgärder är vidtagna för att hålla kostnaderna nere. Kontrollbalansräkningen i juni visade på att det egna kapitalet inte understeg hälften av det registrerade aktiekapitalet. Med utvecklingen sedan halvårsrapporten bör det egna kapitalet nu vara kraftigt negativt innan emissionen.

## DCF - värdering

Nedan framgår våra prognoser enligt våra olika scenarion. Detta är möjliga utfall för olika utfall givet ett positivt och negativt scenario enligt våra bedömningar givet nu tillgänglig information från bolaget i prospekt och hur marknadspotentialen för dess produkter och tjänster ser ut i dagsläget och givet en lyckosam emission.

Graf rörelseresultat Bull & Bear



Källa: Jarl Securities

Vi räknar med att bolaget kommer att göra vinst på EBIT nivå år 2018/19 för bullscenariot och ett noll resultat 2019/20 för bear-scenariot. Därefter bör marginalerna förbättras relativt snabbt då tillväxten för den digitala plattformen får ett större genomslag med dess högre bruttomarginaler. Prognoserna är dock något osäkra då det bygger på hur snabbt bolaget får genomslag för sin digitala produkt. Det fysiska produktbolaget bör inte generera några överraskningar utan bör utvecklas i relativt lugn takt.

### Scenarion

	BEAR	BULL
Försäljning 2026P	143	302
Wacc	16,3%	16,3%
CAGR, 2018E - 2026E	17,3%	28,9%
Tillväxt, evighet	1,0%	3,0%
Rörelsevärde (EV)	75	182
Restvärde, %	90%	73%
Aktievärde	58	142
Antal aktier, miljoner	15,5	15,5
Motiverat värde per aktie, SEK	3,6	9,7

Källa: Jarl Securities

I det negativa scenariot har vi räknat med ett långsammare utfall av försäljningsansträngningarna för IDUN. Givet färre antal licenser/butiker blir intäkterna lägre. I bullscenariot blir utvecklingen mer positiv med fler licenser/butiker. I detta fall väntas intäkterna år 2026 hamna runt 170 miljoner kronor för IDUN.

Den samlade bilden är att bolaget definitivt har potential att utvecklas positivt givet stor marknadspotential och stora investeringar i utvecklingen av IDUN. På kort sikt är bolaget beroende av nytt kapital för att drivas vidare vilket emissionen är tänkt att täcka. Det av oss antagna negativa egna kapitalet kommer återställas men det är troligt att ytterligare kapital kan behövas under kommande räkenskapsår. Detta kan komma från teckningsoptionerna som kan tecknas i april till minst 10,4 miljoner kronor, dock krävs att aktiekursen är över teckningskursen för introduktionen. Vi har i våra prognoser antagit att 50% av beloppet tecknas.

Balansräkningen är nu ansträngd vilket kontrollbalansräkningen i juni bekräftar, dock finns det troligen värden på tillgångssidan som inte åsatts något värde. I kontrollbalansräkningen uppskattades värdet på varumärket Norr till 11,2 miljoner kronor. Den digitala plattformen IDUN är inte heller åsatt något värde i balansräkningen, värdet där är svårt att uppskatta men investeringen för detta uppgår till cirka 50 miljoner kronor.

I vårt bear-scenario blir det motiverade aktievärdet 3,6 kronor och i bullscenariot 9,7 kronor per aktie.

## Ledning och ägare i D&Company

### Ledande befattningshavare

#### Vd

Ralph Dahlin, född 1968. Anställd sedan 2015. Ralph har utbildning i marknadsekonomi och ledarskap. Han har säljbakgrund inom dagligvaruhandeln samt IT-sektorn. Utöver detta har han dessutom mer än 20 års erfarenhet från optikbranschen som VD för Polaroid Eyewear AB och Safilo Nordic AB. Ralph har 145 640 aktier i bolaget.

#### Vice Vd/Styrelseledamot

Peder Gyllenberg, född 1973. Vice VD sedan 2015 och styrelseledamot sedan 2016. Peder är utbildad civilekonom. Han har lång erfarenhet från entreprenörskap och företagsledning. Han har arbetat med marknadsföring och internet under en lång tid främst i egna företag. Peder är VD och grundare av Yourlenses Scandinavia AB och WatchOnWatch AB. Peder sitter som styrelsemedlem i Sveriges Optikleverantörers Förening. Även VD för Golden Hill Holding AB. Peder äger 300 720 aktier i bolaget.

#### CFO

Peter Wergens, född 1964. Anställd sedan augusti 2018. Peter är utbildad civilekonom. Han har mer än 20 års erfarenhet som CFO i både noterade och onoterade bolag inom industri, tech, detaljhandel och life science. Han är VD och styrelseledamot i Capriole Advisors AB samt CFO och partner på Levant Captial.

#### Styrelseordförande

Stefan Vilhelmsson, född 1961. Han har haft ledande positioner som bland annat VD för investmentbolaget Falvir AB. Han har varit verksam på CGI – Data och Fujitsu Sverige. Utöver detta har han varit förbundskapten för Svenska herrlandslaget i volleyboll. Nuvarande uppdrag inbegriper bland annat styrelseledamot i Falvir AB, e37 System Lindstrand Investment AB, Future Gaming Group International AB samt Bangerhead AB liksom ytterligare uppdrag.

## Styrelseledamöter

Thomas Gidlund, född 1966, utbildad industriell ekonom. Thomas har haft ledande positioner som försäljnings- och affärsutvecklingschef på Spotlight Stock Exchange samt Burgundy. Thomas är idag investment manager på Sciety samt affärsutvecklingskonsult.

Tommy Sunesson, född 1961, utbildad marknadsekonom och har lång erfarenhet som entreprenör och företagsbyggare med fokus på affärsutveckling. Han är utöver styrelseledamot i D&Company även styrelseordförande i K.W.Karlberg AB, styrelseledamot i Åre Continental Inn AB samt i Brandskills i Stockholm AB, StarAttraction AB, Right Track AB och Vikdalen Invest AB. Tommy har 187 500 aktier i bolaget.

Eugen Wikström, född 1958, har utbildning inom medie- och kommunikationsvetenskap, liksom en lång erfarenhet inom musik och eventbranschen. Han är idag verksam som affärsutvecklare. Eugen har 336 110 aktier i bolaget.

Joakim Engwall, född 1960. Lång erfarenhet av styrelseuppdrag i ett stort antal bolag inom IT, Bank och internet – handel. Han har även haft ledande positioner i tidiga skeenden i olika bolag men även i större bolag som SEB. Förnärvarande VD i investmentbolaget UTN-Holding, som är största ägare i D&Company samt i Consign. Han sitter i styrelsen i ett flertal bolag.

## Ägare

Nedan följer de fem största ägarna per den 30 juni 2018.

	% av kapital/röster
UTN Holding AB	21,5
Falvir AB	15,7
Nils Wikström	7,0
Hammarby Storgård AB	6,9
Övriga	48,9

Källa: D&Company Nordic AB

Uppställningen ovan representerar ägarförhållandet innan emission och eventuell utspädning.



## Disclaimer

Birger Jarl Securities AB, [www.jarlsecurities.se](http://www.jarlsecurities.se), 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.

Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal med Aktiespararna och där Aktiespararna i sin tur lagt ut uppdraget att skriva analysen på Jarl Securities. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning.

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

Analytikern Mats Hyttinge äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.