



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Teknik | Sverige | 16 November 2021

Irisity

Nytt motiverat värde till följd av kommersialiseringsplan

Starka siffror ifrån kärnaffären

Nettoomsättningen i kvartalet uppgick till 17,2 mkr jämfört med våra estimat om 16,9 mkr. Det motsvarar en tillväxt om 146% y/y. MRR uppgick till 4,2 mkr vilket motsvarar en tillväxt q/q om 40%. EBITDA uppgick till 0,9 mkr trots att bruttomarginalen uppgick till 58,7%, vilket var lägre än våra estimat om 73%. Bolaget ser en acceleration av tillväxten i kommande perioder.

Ny fas för bolaget innebär ny take på estimaten

Vi har tidigare fokuserat våra estimat på att förstå och förklara potentialen och se skalbarheten i affärsmodellen. Då bolaget nu befinner sig i den kommersialiseringsfas vi har förutsett i våra tidigare analyser tar vi ett omtag för att reflektera den nya fas bolaget befinner sig i. Detta leder till signifikanta förändringar, men stärker snarare vår positiva syn på bolaget.

Höjt motiverat värde

Vi höjer vårt motiverade värde till 98–102 från 95–100 kr. Då bolaget befinner sig i ett nytt skede av kommersialiseringen ändrar vi vår metodik till en DCF kombinerat med en multipelvärdering i närtid. Bolaget handlas till en implicit WACC om strax över 15% vilket indikerar en riskbild för ett bolag före kommersialisering. Vi bedömer detta vara fel då bolaget i dagsläget befinner sig i en accelererande kommersialiseringsfas.

Estimatändring (kr)				Prognos (kr)				Värde och risk		
	Nu	Förr		20	21e	22e	23e	Motiverat värde	98.0 - 102.0	
EPS, just 21e	-0.56	-0.06	-912.1%	Sales, mkr	37	100	319	502	Aktiekurs	SEK67.1
EPS, just 22e	0.5	3.17	-84.2%	Tillväxt	4%	172%	219%	57%	Riskenivå	Medium
EPS, just 23e	2.62	8	-67.2%	EBITDA, mkr	(5.9)	(9.1)	44	151		
				EBIT, mkr	(19)	(22)	24	127		
				EPS, justerad	(0.6)	(0.6)	0.5	2.6		
				EPS tillväxt	NA%	NA%	(190)%	423%		
				EK/aktie	3.1	18.1	18.6	21.2		
				Utdelning/aktie	0.0	0.0	0.0	0.0		
				EBIT-marginal	NA%	(22.4)%	7.6%	25.2%		
				ROE	(22.4)%	(18.2)%	2.8%	14.1%		
				ROCE	(22.0)%	(0.4)%	19.7%	44.6%		
				EV/Sales	65.6x	24.1x	7.6x	4.8x		
				EV/EBITDA	(405.9)x	(265.6)x	54.6x	16.0x		
				EV/EBIT	(125.2)x	(107.6)x	99.7x	19.1x		
				P/E, justerad	(117.6)x	(120.2)x	133.9x	25.6x		
				P/EK	21.9x	3.7x	3.6x	3.2x		
				Direktavkastning	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
				Nettosk./EBITDA	10.6g	6.4g	(3.4)g	(1.3)g		

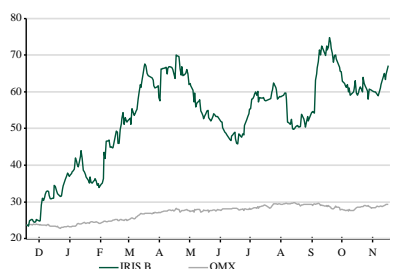
Kommande händelser

Q4'21 rapport 18/02/2022

Bolagsfakta (mkr)

Antal aktier	38m
Börsvärde	2,574
Nettoskuld	(161)
EV	2,413
Free float	31%
Daglig handelsvolym, snitt	73(k)
Reuters/Bloomberg	IRIS.ST/IRIS.SS

Kursutveckling 12 mån



Analytiker

rikard.engberg@penser.se



Sammanfattning

Nytt motiverat värde till följd av kommersialiseringsplan

Investment Case

Irisity är ett mjukvarubolag som utvecklar algoritmer för IP-kameror. Dessa algoritmer har möjlighet att på egen hand larma vid intrång på ett skyddsobjekt. Det minskade personalbehovet detta innebär möjliggör kostnadsbesparingar på 50–70% för ett bevakningsbolag. Irisity har nyligen slutit avtal om kommersiell utrullning med G4S och förhandlar i dagsläget om kommersiell utrullning hos ytterligare tre internationella bevakningsbolag. Utöver att ha de globala säkerhetsbolagen som kunder har Irisity slutit avtal med Axis, den ledande kameratillverkaren i västvärlden. Dessa två försäljningskanaler gör att vi ser ett motiverat värde om 98–102 kr.

Bolagsprofil

Säkerhetsindustrin omsatte 2019 ca USD 161bn och har historiskt sett en tillväxt i linje med BNP. Denna industri har historiskt varit personalintensiv med rörelsemarginaler kring 5%. En av de snabbast växande nischerna inom säkerhetsindustrin är videoövervakning, en marknad som enligt IHS Markit väntas omsätta USD 20bn 2020 och väntas växa med ca 10,5% per år (i värde) kommande år. Konsultbolaget Mordor Intelligence bedömer att 60% av omsättningen i dagsläget utgörs av hårdvaruförsäljning och 10–15% av service. Mjukvara står således för ca 15–20% av omsättningen. Anledningen till att videoövervakning växer snabbare än säkerhetsindustrin är de stora effektiviseringsvinster bevakningsbolagen kan göra genom att ersätta patrullerande väktare med kameror. Den amerikanska organisationen IPVM bedömer att 2020 kommer att bli året VSaaS (Video Surveillance as a Service) kommer att se en signifikant ökad kommersialiseringsgrad. Vi har noterat att branschbedömare anser att en majoritet av nyförsäljningen inom videoövervakning kommer att vara molnbaserad inom 3 år.

Irisity har i över 10 års tid tränat och utvecklat sina algoritmer på att upptäcka mänsklig aktivitet. Den tid och den data som Irisity samlat under bolagets livstid är en av bolagets främsta konkurrensfördelar då mängden data som processas är svår att replikera vilket gör algoritmen stark. Vi räknar med att ett bevakningsbolag kan sänka kostnaderna vid ett bevakningsobjekt med 40–60% om Irisitys mjukvara används. För ett bevakningsbolag skulle det innebära att rörelsemarginalerna vid ett bevakningsuppdrag kan stiga från 5% vid fullt manuell övervakning till 8–10% om denna ersätts fullt ut med videoövervakning. Vi bedömer att de internationella bevakningsbolagen kommer att accelerera investeringarna i marginalhöjningar post covid-19.

Irisity har slutit ett avtal med Axis, den ledande tillverkaren av IP-kameror i västvärlden. Avtalet innebär att Irisitys mjukvara ska säljas integrerad i Axis nya generation IP-kameror. Dessa kameror har processorer specialutvecklade för att hantera AI-mjukvara. Vi bedömer att detta avtal kan komma att generera ~500 mkr i intäkter för Irisity kommande 4 åren då Axis kommer sälja Irisitys mjukvara globalt i sitt återförsäljarnät. Under Q1 har Irisity även inlett ett samarbete med Mobotix, en tysk tillverkare av IP-kameror.



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Teknik | Sverige | 16 November 2021

Sammanfattning

Nytt motiverat värde till följd av kommersialiseringsplan

Värdering

I dagsläget handlas bolaget på en implicit WACC kring 15%. Väger vi vår DCF och multipelvärdering får vi ett motiverat värde i spannet 98–102 kr. På vårt motiverade värde värderar vi Irisity till EV/EBITDA 25x vilket är något lägre än svenska SaaS-bolag i ett mer moget stadium.

Kvartalet i detalj

Irisity har under kvartalet sett en kraftig tillväxt i samtliga intäktsben. Försäljningen till G4S överträffar vår förväntan och MRR-tillväxten uppgick till 40% q/q. Bolaget nämner i rapporten att denna tillväxt kan komma att accelerera framöver. Vi har tidigare flaggat för att Axis har sett förseningar kopplat till komponentbrist. I kvartalet kompenseras detta med att försäljningen till Mobotix har varit stark.

Bruttomarginalen uppgick 58%. Avvikelsen från tidigare högre nivåer förklaras av att när bolaget rullar ut sin försäljning hos större kunder likt G4S erbjuds initiala rabatter. Vi har således ingen oro för att bolaget inte kommer att nå en bruttomarginal i paritet med mjukvarubolag på sikt.

Den övriga kostnadsbasen för bolaget har utvecklats i linje med våra förväntningar.

Efter kvartalets utgång har följande affärer annonserats:

- Affär i Singapore till ett ordervärde om USD 0,35m
- Affär i Nederländerna till ett värde av EUR 0,5m
- Affär i Förenade Arabemiraten till ett värde om USD 0,9m
- Nya samarbetsavtal med den baltiska integratören Altas och nederländska Gold IP. Bolagen väntas sälja 1 000–2 000 licenser årligen.

Affärerna ovan visar att Irisity tillsammans med Agent VI har möjlighet att nå en global marknad med sin gemensamma säljkår. Vi förväntar oss fler nya affärer i närtid.

Estimatförändringar

Vi har efter rapporten justerat våra estimat baserat på att bolaget nu befinner sig i en accelererad kommersialiseringsfas. Detta har medfört signifikanta förändringar i estimaten, men har höjt vår tilltro till både estimat och bolag. På innevarande år har vi tidigare konsoliderat Agent VI ifrån halvårsskiftet, men gör det nu ifrån Q4 och framåt. Vi har även slutjusterat för antalet aktier efter Agent VI-transaktionen.

	2021	2022	2023	2024
Δ Sales	-25%	-29,9%	-38,5%	-33,9%
Δ EBITDA	-125%	-66%	-52%	-47%
Δ EBIT	-178%	-78%	-57%	-49%
Δ EPS	n.m	-84%	-67%	-52%
Sales	-32,8	-136,1	-314,0	-372,1
EBITDA	-46,1	-86,0	-165,5	-221,6
EBIT	-51,1	-86,0	-165,5	-221,6

Antaganden kommersialisering

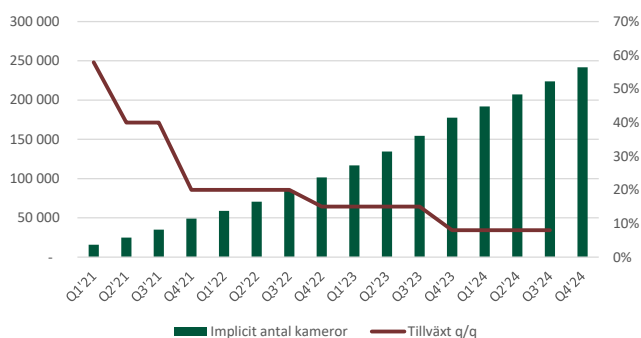
Vi gör följande antaganden i våra estimat gällande utrollningen av G4S-avtalet kommande år:

- På de fem marknaderna finns det ca 8 miljoner kameror. De marknader där avtalet ska börja rullas ut är Grekland, Belgien, Danmark, Storbritannien och Holland
- G4S har en marknadsandel om ca 15% på dessa marknader
- Varje kamera genererar 12,5 EUR/månad/algorithm och i snitt en algorithm installeras per kamera

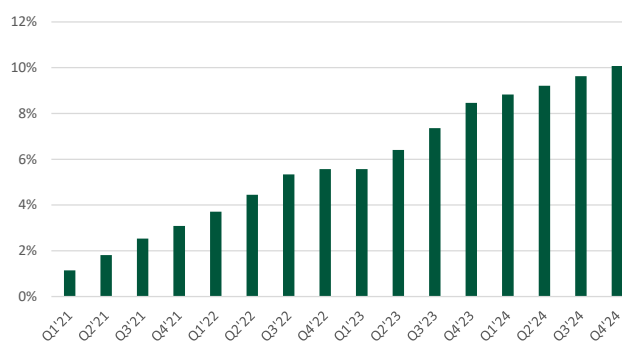
Vi bedömer att Irisity måste nå ca 12% av de berörda kamerorna år 2024 för att våra estimat ska nås. Dessa estimat och siffrorna i grafen nedan tar inte hänsyn till andra säkerhetsbolag som Irisity förhandlar med.

Intäkterna kan vara volatila då Irisity installerar sin mjukvara centralt på G4S olika Security Operations Centres (SOC). Irisity får då en licensintäkt för samtliga kameror kopplade till ett sådant center när installationen är klar. Vi bedömer att det är dessa tillpassningar som pressar bruttomarginalen i dagsläget.

Implicit antal kameror samt tillväxt q/q



Andel av kamerastock hos G4S



Vi bedömer att Irisity utöver det nuvarande G4S-avtalet förhandlar med 4–5 andra globala aktörer om liknande avtal. Den aktör där vi tror en affär är närmast är det spanska bolaget Prosegur, ett bolag med ca 300 000 säkerhetsobjekt globalt. Prosegur har som uttalat mål att öka digitaliseringsgraden i sin verksamhet och installerar över 10 000 nya kameror per år. Nedan följer några korta antaganden för att beräkna den totala adresserbara marknaden:

- De bolag Irisity förhandlar med har ca 2,5 miljoner bevakningsobjekt
- Endast 10% av de aktiva objekten har kameror och dessa har i snitt 15 kameror
- Detta ger ca 3,6 miljoner kameror som total marknad

Vi bedömer således att Irisity befinner sig i upphandlingar som motsvarar ca 5 mdr årligen i återkommande intäkter. Antalet IP-kameror ökar med ca 10–12% årligen vilket gör att den totalt nåbara marknaden ökar i en liknande takt.

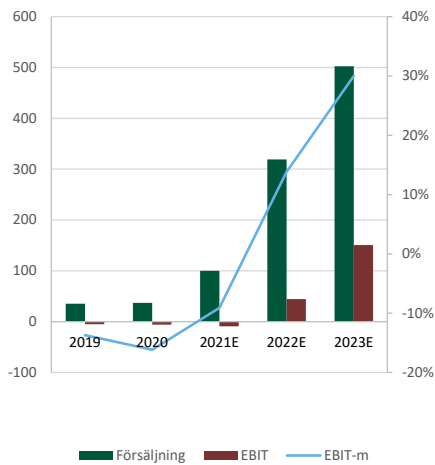
Antaganden Axis

Vi bedömer att det 2024 kommer att säljas ca 100 miljoner IP-kameror globalt. Av dessa kommer ca 50% återfinnas i Kina, en marknad som domineras av inhemska bolag. Axis är ledande i västvärlden och har en marknadsandel strax under 10% globalt. Nedan följer våra antaganden för att beräkna Irisityts försäljning ifrån detta samarbete.

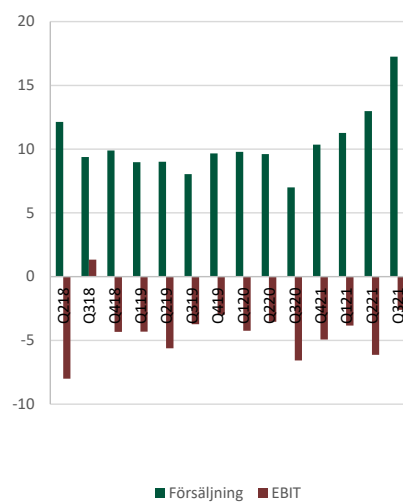
- 2024: 100 miljoner kameror
- Axis marknadsandel: ~10%
- Andelen av Axis sålda kameror som är kompatibla med Irisityts mjukvara utgör 10–15% mot slutet av prognosperioden

De kameror som Irisityts mjukvara kommer att vara kompatibel med är klassade som premiummodeller som vi bedömer utgör 10–15% av sålda kameror kommande år. Vi bedömer att detta avtal kan addera strax under 300 mkr under vår prognosperiod där merparten ligger i slutet av prognosperioden.

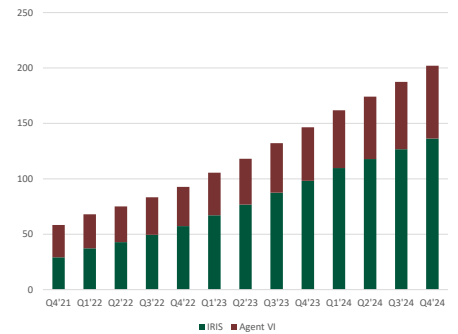
Försäljning och EBIT (y/y), mkr



Försäljning och EBIT (q/q), mkr



Försäljning (Irisity och Agnet VI), mkr



Peers

Valuation	MCAP (sek)	EV (sek)	EV / Sales			EV / EBITDA			EV / EBIT			Price / Earnings		
			LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023
Kahoot	24 973	21 230	72,45x	14,16x	10,81x	-	48,4x	24,6x	-	50,7x	25,5x	-	98,5x	40,7x
Admicom	4 321	4 164	17,68x	14,20x	12,13x	37,0x	30,2x	25,5x	42,5x	31,1x	26,0x	56,2x	40,6x	34,0x
Fortnox	38 109	37 822	44,32x	30,11x	23,02x	102,8x	66,6x	48,7x	132,3x	79,5x	55,7x	163,3x	103,4x	75,0x
Vitec Software Group	19 479	21 890	14,53x	12,27x	11,13x	39,2x	32,1x	28,2x	75,6x	60,1x	50,8x	95,9x	54,9x	48,3x
SimCorp A/S	42 490	41 362	8,69x	7,75x	7,21x	27,6x	25,7x	23,2x	30,8x	28,9x	25,7x	42,4x	36,9x	32,5x
Sinch	91 554	80 676	5,78x	3,19x	2,81x	72,4x	23,3x	18,3x	116,2x	24,3x	20,5x	122,3x	39,8x	33,1x
Lime Technologies	4 633	4 857	12,67x	10,28x	8,91x	39,9x	30,4x	25,9x	59,6x	48,3x	38,5x	75,5x	47,9x	39,0x
Kahoot	24 973	21 230	72,45x	14,16x	10,81x	-	48,4x	24,6x	-	50,7x	25,5x	-	98,5x	40,7x
			31,07x	13,27x	10,85x	53,1x	38,1x	27,4x	76,2x	46,7x	33,5x	92,6x	65,1x	42,9x
			16,10x	13,22x	10,81x	39,6x	31,2x	25,1x	67,6x	49,5x	25,8x	85,7x	51,4x	39,9x

Margins	Gross Income			EBITDA			EBIT			Net Income		
	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023
Kahoot	-	93,0%	91,0%	-	29,2%	43,9%	-	27,9%	42,3%	-	17,5%	30,6%
Admicom	52,8%	95,2%	95,3%	47,7%	47,1%	47,5%	41,6%	45,7%	46,6%	32,3%	33,1%	35,0%
Fortnox	33,5%	90,7%	88,1%	43,1%	45,2%	47,3%	33,5%	37,9%	41,3%	27,2%	29,3%	32,1%
Vitec Software Group	19,2%	-	-	37,1%	38,2%	39,5%	19,2%	20,4%	21,9%	13,1%	15,2%	16,4%
SimCorp A/S	62,6%	60,1%	60,2%	31,5%	30,2%	31,1%	28,2%	26,8%	28,1%	20,7%	20,5%	21,5%
Sinch	5,0%	32,5%	33,9%	8,0%	13,7%	15,3%	5,0%	13,1%	13,7%	4,8%	5,1%	8,0%
Kahoot	-	93,0%	91,0%	-	29,2%	43,9%	-	27,9%	42,3%	-	17,5%	30,6%
	34,6%	77,4%	76,6%	33,5%	33,3%	38,4%	25,5%	28,5%	33,8%	19,6%	19,8%	24,9%
	33,5%	91,8%	89,6%	37,1%	30,2%	43,9%	28,2%	27,9%	41,3%	20,7%	17,5%	30,6%

Growth	Sales			EBITDA			EBIT			Net Income		
	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023
Kahoot	-	83,9%	31,1%	114,1%	146,7%	96,8%	94,0%	297,7%	98,8%	357,0%	500,0%	128,8%
Admicom	25,8%	17,7%	17,1%	35,7%	15,0%	18,1%	32,1%	15,5%	19,4%	30,1%	18,3%	23,7%
Fortnox	29,6%	34,3%	30,8%	30,2%	37,2%	36,8%	25,3%	44,8%	42,6%	23,1%	43,9%	43,1%
Vitec Software Group	20,7%	12,3%	10,2%	30,1%	13,5%	14,0%	45,2%	16,3%	18,4%	52,0%	21,9%	18,9%
SimCorp A/S	4,1%	9,0%	7,5%	27,9%	10,7%	10,7%	33,1%	10,0%	12,6%	39,8%	9,0%	12,8%
Sinch	112,8%	63,9%	13,6%	51,8%	212,8%	27,2%	36,5%	215,0%	18,4%	105,4%	127,6%	79,6%
Kahoot	-	83,9%	31,1%	114,1%	146,7%	96,8%	94,0%	nm	98,8%	357,0%	nm	128,8%
	38,6%	43,6%	20,2%	57,7%	83,2%	42,9%	51,5%	99,9%	44,1%	137,8%	120,1%	62,2%
	25,8%	34,3%	17,1%	35,7%	37,2%	27,2%	36,5%	30,5%	19,4%	52,0%	32,9%	43,1%

Antaganden DCF

Valuation output			
Sum of PV of FCF (explicit period)	2 243		
PV of terminal value (perpetuity formula)	1 712		
Enterprise value	3 955		
Latest net debt	-49		
Minority interests & other	0		
Equity value	4 005		
No. of shares outstanding (millions)	38		
Equity value per share (SEK)	104		
Implicit multipl.			
	2021	2022	2023
EV/Sales	39.6	12.4	7.9
EV/EBITDA	-435.4	89.5	26.3
EV/EBIT	-176.3	163.4	31.2
EV/NOPLAT	-226.1	209.5	40.1
P/E			
ROIC/WACC			
Current Share price		52.4	

WACC assumptions	
Risk free nominal rate	0.4%
Risk premium	7.0%
Extra risk premium	2.5%
Beta	1.2
Cost of equity	11.8%
Cost of debt (pre-tax)	3.0%
Tax rate	22%
Target debt/(debt + equity)	0%
WACC	11.8%
Terminal value assumptions	
Long term growth rate	2.0%
Long term EBIT margin	20.0%
Depreciation (% of sales)	2.0%
Capex (% of sales)	2.0%
Working cap. (% of sales)	-2.6%
Tax rate	22%

Sensitivity analysis						
		Long-term growth rate				
		1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
WACC	10.0%	123	128	134	140	148
	10.5%	115	119	124	130	136
	11.0%	108	112	116	121	126
	11.5%	101	105	108	113	118
12.0%	95	98	102	106	110	
		Long-term EBIT margin				
		15.0%	17.5%	20.0%	22.5%	25.0%
WACC	10.0%	112	123	134	145	156
	10.5%	104	114	124	134	144
	11.0%	98	107	116	125	134
	11.5%	92	100	108	117	125
12.0%	87	94	102	109	117	

	2021-11-15	dec-19	dec-20	dec-21	dec-22	dec-23	dec-24	dec-25	dec-26	dec-27	dec-28	dec-29	dec-30	dec-31	dec-32	dec-33
DCF (SEKm)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	
Sales	35	37	100	319	502	726	1 011	1 359	1 758	2 185	2 635	3 079	3 484	3 813	4 031	
EBITDA	-5	-6	-9	44	151	248	338	445	563	683	783	868	928	957	949	
- Depreciation	-12	-13	-13	-20	-24	-20	-25	-31	-35	-38	-47	-56	-65	-73	-79	
= EBIT	-17	-19	-22	24	127	228	313	414	527	645	736	811	863	884	870	
- Tax on EBIT	4	4	5	-5	-28	-50	-69	-91	-116	-142	-162	-179	-190	-194	-191	
= NOPLAT	-13	-15	-17	19	99	178	244	323	411	503	574	633	673	689	679	
+ Depreciation	12	13	13	20	24	20	25	31	35	38	47	56	65	73	79	
= Gross cash flow	-1	-2	-4	39	123	198	270	354	447	541	621	689	738	762	758	
- Capex	27	47	0	0	0	0	-2	-5	-10	-16	-25	-35	-48	-60	-72	
= Increase (decrease) in WC	0	0	2	8	3	6	8	9	11	11	12	12	11	9	6	
= Free cash flow from operations	26	45	-2	47	125	204	275	358	447	537	609	666	701	711	691	
PV of cash flow				-2	42	100	145	175	204	228	245	248	243	229	207	180
% of Enterprise value				0%	1%	3%	4%	4%	5%	6%	6%	6%	6%	6%	5%	5%
Accumulated % of Enterprise value				0%	1%	4%	7%	12%	17%	23%	29%	35%	41%	47%	52%	57%

Key figures	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Sales growth	3.9%	171.8%	219.3%	57.4%	44.4%	39.4%	34.4%	29.3%	24.3%	20.6%	16.9%	13.2%	9.4%	5.7%	
EBITDA margin	-16%	-9%	14%	30%	34.2%	33.5%	32.7%	32.0%	31.3%	29.7%	28.2%	26.6%	25.1%	23.5%	
EBITDA growth	23%	53%	-587%	241%	64.7%	36.5%	31.5%	26.5%	21.5%	14.6%	10.8%	6.9%	3.1%	-0.8%	
EBIT margin	-52%	-22%	8%	25%	31.4%	31.0%	30.5%	30.0%	29.5%	27.9%	26.4%	24.8%	23.2%	21.6%	
Depreciation (% of sales)	36.3%	13.4%	6.3%	4.8%	2.8%	2.5%	2.3%	2.0%	1.7%	1.8%	1.8%	1.9%	1.9%	2.0%	
Capex (% of sales)	-126.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.4%	0.5%	0.7%	0.9%	1.2%	1.4%	1.6%	1.8%	
Capex (% of depreciation)	-350%	0%	0%	0%	0%	7%	16%	27%	42%	53%	63%	73%	82%	91%	
Working capital (% of sales)	0%	-2%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	
Tax rate	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	

Resultaträkning

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E
Intäkter	35,3	45,4	35,4	36,8	99,9	319,1	502,3	725,5
Extraordinära intäkter			16,3	12,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Kostnad sålda varor	-7,9	-9,3	-13,1	-14,8	-36,1	-111,7	-125,6	-145,1
Bruttovinst	27,4	36,1	38,6	34,7	63,9	207,4	376,7	580,4
Personalkostnader	-18,2	-25,8	-28,5	-31,6	-35,5	-41,8	-47,1	-56,1
Övriga kostnader	-8,5	-18,2	-15,0	-9,1	-37,4	-121,4	-179,0	-276,3
Extraordinära kostnader								
Rörelseresultat (EBITDA)	0,7	-8,0	-4,8	-5,9	-9,1	44,2	150,6	248,0
Avskrivningar	-3,7	-5,6	-11,8	-13,3	-13,3	-20,0	-24,0	-20,0
Goodwillnedskrivningar								
Resultat (EBIT)	-2,9	-13,6	-16,7	-19,3	-22,4	24,2	126,6	228,0
Extraordinära Poster	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Justerat Resultat (EBIT)	-2,9	-13,6	-16,7	-19,3	-22,4	24,2	126,6	228,0
Finansiella intäkter	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finansiella kostnader	-0,5	-0,7	-0,6	-0,3	-0,1	0,0	0,0	0,0
Resultat före skatt	-3,6	-14,3	-17,3	-19,6	-22,5	24,2	126,6	228,0
Skatter	0,1	0,0	-0,4	0,0	1,1	-5,0	-26,1	-47,0
Minoritetsintressen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoresultat Rapporterat	-3,5	-14,3	-17,6	-19,6	-21,4	19,2	100,5	181,0
Nettoresultat (just)	-3,5	-14,3	-17,6	-19,6	-21,4	19,2	100,5	181,0

Balansräkning

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E
TILLGÅNGAR								
Övriga immateriella tillgångar	12	25	59	59	637	623	599	579
Materiella anläggningstillgångar	7	8	5	2	2	2	2	2
Räntebärande anläggningstillgångar	0	0	0	0	0	0	0	0
Innehav i intresseföretag och andelar	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga anläggningstillgångar	0	0	0	0	0	0	0	0
Summa anläggningstillgångar	0	19	33	61	640	626	602	581
Varulager	0	0	0	0	0	0	0	0
Kundfordringar	8	9	6	8	14	60	95	131
Övriga omsättningstillgångar	37	3	2	4	9	9	9	9
Likvida medel	6	32	40	65	62	66	172	354
Summa omsättningstillgångar	51	44	48	77	85	136	276	494
SUMMA TILLGÅNGAR	70	77	112	138	725	761	878	1 075

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E
Eget Kapital och skulder								
Eget Kapital	0	0	0	118	694	713	813	994
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0
Summa Eget Kapital	36	47	87	118	694	713	813	994
Långfristiga finansiella skulder	8	6	3	1	1	1	1	1
Pensionsavsättningar	0	0	0	0	0	0	0	0
Uppskjutna skatteskulder	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga långfristiga skulder	0	0	0	0	0	0	0	0
Summa Långfristiga skulder	8	6	3	1	1	1	1	1
Kortfristiga finansiella skulder	6	5	3	1	1	1	1	1
Leverantörsskulder	4	4	4	4	11	28	44	61
Skatteskulder	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga Kortfristiga skulder	16	14	14	14	19	19	19	19
Summa kortfristiga skulder	25	24	22	19	31	48	64	80
Summa Eget Kapital och skulder	69	77	112	138	725	761	878	1 075

Kassaflödesanalys

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E
Nettoresultat Rapporterat	-3,5	-14,3	-17,6	-19,6	-21,4	19,2	100,5	181,0
Icke kassaflödespåverkande poster	-2,9	5,6	12,7	12,6	32,7	-9,2	11,7	7,6
Förändringar i rörelsekapital	2,1	1,7	2,7	-4,2	-5,5	-6,0	-6,5	-7,0
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-4,4	-7,0	-2,2	-11,1	5,8	4,0	105,7	181,6
Investeringar	-11,3	-20,4	-17,7	-10,0	-588,7	0,0	0,0	0,0
Avyttringar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Fritt Kassaflöde	-16	-27	-20	-21	-583	4	106	182
Utdelningar	0	0	0	0	0	0	0	0
Nyemission/återköp	0	54	27	47	0	0	0	0
Förvärv	0	0	0	0	0	0	0	0
Lånefinansiering och övriga justeringar	0	0	0	0	0	0	0	0
Kassaflöde	-18	26	7,5	25,4	-582,9	4,0	105,7	181,6
Icke kassaflödespåverkande poster								
Nettoskuld (just)	8	-21	-34	-63	-60	-65	-170	-352

Nyckeltal

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E
EPS, rapporterad	-0,26	-0,81	-0,96	-0,51	-0,56	0,50	2,62	4,72
EPS Justerad	-0,26	-0,39	-0,96	-0,57	-0,06	2,78	7,01	4,72
FCF/aktie	-0,41	-0,71	-0,52	-0,55	-15,20	0,11	2,76	4,73
Utdelning/aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EK/Aktie	0,95	1,22	2,28	3,07	18,08	18,58	21,20	25,92
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (m)	15,99	17,58	23,16	25,84	38,36	38,36	38,36	38,36
Snitt antal aktier efter utspädning								

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E
P/E, justerat	-238,9	-78,0	-66,0	-123,8	-113,2	126,1	24,1	13,4	
P/EK	66,6	51,7	27,8	20,6	3,5	3,4	3,0	2,4	
P/FCF	-154,8	-88,6	-121,6	-114,8	-4,2	599,2	22,9	13,4	
Direktavkastning	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
Utdelningsandel, justerad	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
EV/Sales	67,3	52,3	67,1	64,6	24,8	7,8	4,9	3,4	
EV/EBITDA	3262,4	-296,5	-490,0	-399,6	-272,3	56,0	16,4	10,0	
EV/EBIT	-807,3	-174,5	-142,6	-123,2	-110,3	102,2	19,5	10,8	
Aktiekurs, årets slut									
EV, årets slut	2432,1	2403,2	2390,8	2361,5	2365,8	2274,3	2235,8	2187,6	

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2022E
Omsättningstillväxt			29%	-22%	4%	172%	219%	57%	44%
EBIT, tillväxt			32%	23%	nmf	nmf	nmf	138%	41%
EPS just, tillväxt			nmf	nmf	nmf	nmf	nmf	152%	41%
EBITDA-marginal			-18%	-9%	-7%	8%	34%	42%	43%
EBIT-marginal			-30%	-32%	-39%	-2%	30%	39%	41%
Skattesats			0%	1%	21%	21%	21%	21%	21%

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2022E
ROE		nmf	nmf	nmf	nmf	nmf	14%	33%	44%
ROCE		nmf	nmf	nmf	nmf	0%	20%	45%	61%

Kvartalsvis data

Resultaträkning															
	Q118	Q218	Q318	Q418	Q119	Q219	Q319	Q419	Q120	Q220	Q320	Q420	Q121	Q221	Q321
Nettoomsättning	6,7	12,1	9,4	9,9	9,0	9,0	8,0	9,7	9,8	9,6	7,0	10,4	11,3	13,0	17,2
Aktiveringar	2,8		4,5		4,5	4,5	3,5	3,5	3,1	3,1	3,0	3,6	4,1	2,8	3,5
Kostnad sålda varor	-2,4	-2,1	-2,3	-2,6	-3,6	-3,8	-3,0	-2,7	-3,5	-3,1	-3,6	-4,5	-3,1	-5,5	-7,1
Bruttovinst	7,2	10,0	11,6	7,3	9,9	9,7	8,5	10,4	9,4	9,6	6,4	9,4	12,2	10,3	13,7
Personalkostnader	-5,0	-11,4	-4,9	-4,7	-6,4	-7,8	-6,0	-3,3	-7,8	-7,6	-7,2	-8,9	-9,5	-10,3	-8,0
Övriga kostnader	-3,5	-5,4	-4,2	-5,3	-5,1	-4,3	-3,1	-2,5	-2,3	-2,0	-2,3	-2,4	-3,2	-2,6	-4,7
Rörelseresultat (EBITDA)	-1,2	-6,7	-2,6	-2,6	-1,5	-2,4	-0,6	-0,4	-0,8	-0,1	-3,2	-1,9	-0,5	-2,6	0,9
Avskrivningar	-1,4	-1,3	-1,2	-1,7	-2,8	-3,2	-3,1	-2,6	-3,4	-3,4	-3,4	-3,1	-3,3	-3,5	-3,5
Goodwillnedskrivningar															
Resultat (EBIT)	-2,6	-8,0	1,3	-4,3	-4,3	-5,6	-3,7	-3,0	-4,2	-3,5	-6,6	-4,9	-3,8	-6,1	-2,6
Extraordinära Poster	0,0	-6,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Justerat Resultat (EBIT)	-2,6	-1,7	1,3	-4,3	-4,3	-5,6	-3,7	-3,0	-4,2	-3,5	-6,6	-4,9	-3,8	-6,1	-2,6
Finansiella intäkter	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	0,0	-0,2	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finansiella kostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,0	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
Resultat före skatt	-2,8	-8,2	1,2	-4,5	-4,5	-5,8	-3,9	-3,1	-4,3	-3,6	-6,6	-5,0	-3,9	-6,1	-2,6
Skatter	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,4	0,1	0,1	0,1	-0,4	0,1	0,1	0,1
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat Rapporterat	-2,8	-8,2	1,2	-4,4	-4,4	-5,8	-3,9	-3,5	-4,2	-3,5	-6,5	-5,4	-3,7	-6,0	-2,5
Nettoresultat (just)	-2,8	-3,3	1,2	-4,4	-4,4	-5,8	-3,9	-3,5	-4,2	-3,5	-6,5	-5,4	-3,7	-6,0	-2,5

Tillväxt och marginaler															
	Q118	Q218	Q318	Q418	Q119	Q219	Q319	Q419	Q120	Q220	Q320	Q420	Q121	Q221	Q321
Omsättningstillväxt								-2%	9%	7%	-13%	7%	15%	35%	146%
EBIT, tillväxt								na	na	na	na	na	na	na	na
Bruttomarginal				74%	74%	72%	74%	72%	64%	68%	48%	56%	72%	58%	59%
EBITDA-marginal	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na
EBIT-marginal	na	na	14%	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na
Skattesats	na	na	0%	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na

Denna publikation (nedan "Publikationen" har sammanställts av Erik Penser Bank (nedan "Banken") exklusivt för bankens kunder. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan således inte garanteras. Banken kan låta medarbetare från annan avdelning eller analyserat bolag (nedan "bolaget") läsa fakta eller serier av fakta för att få dessa verifierade. Banken lämnar inte i förväg ut slutsatser eller omdömen i Publikationen. Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns åsikter vid tillfället för upprättandet av Publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer att vara i enlighet med åsikter framförda i Publikationen.

Informationen i Publikationen ska inte uppfattas som en uppmaning eller råd att ingå transaktioner. Informationen tar inte sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Informationen är därmed ingen personlig rekommendation eller ett investeringsråd.

Banken fransäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grunda sig på denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Placeringen kan öka eller minska i värde eller bli helt värdelös. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden

Motiverat värde och risk

Det motiverade värdet speglar ett värde för aktien per den dag analysen publicerats i ett intervall motsvarande ca 5-10%. Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument såsom till exempel kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler.

Värderingsmetod och ansats för att bestämma motiverat värde skall framgå av analysen och kan variera från bolag till bolag. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata och ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. Vad gäller risk klassificeras aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån ett antal kända parametrar som är relevanta för bolaget. En generell riktlinje för att klassificeras som låg risk är att bolaget har positivt kassaflöde och att ingen enskild faktor påverkar omsättningen mer än 20%. Motsvarande generella beskrivning av hög risk är att bolaget inte nått positivt kassaflöde alternativt att en enskild faktor påverkar omsättningen mer än 50%.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt analyserat bolag. Banken erhåller ersättning för nämnda tjänst från det analyserade bolaget. Potential- och riskklassificeringen uppdateras kontinuerligt. Klicka <https://www.penser.se/historiska-analysrekommendationer/> för att se historik över investeringsrekommendationer från Banken

Allmänt

Bankens medgivande krävs om hela eller delar av denna Publikation mångfaldigas eller sprids. Publikationen får inte spridas till eller göras tillgänglig för någon fysisk eller juridisk person i USA (med undantag av vad som framgår av Rule 15a – 16, Securities Exchange Act of 1934), Kanada eller något annat land som i lag fastställt begränsningar för spridning och tillgänglighet av materialets innehåll.

Banken har utarbetat en Etikpolicy samt en Intressekonfliktpolicy. Dessa syftar till att förebygga och förhindra intressekonflikter mellan kunders intressen och avdelningar inom Banken. Sättet som Banken använder för att förebygga intressekonflikter är bl. a. restriktiva kommunikationer (Chinese Walls). Analysavdelningen är fysiskt belägen avskild från Corporate Finance-avdelningen, som sitter i egen lokal. Corporate Finance-avdelningen får inte delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Det kan dock, från tid till annan, föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan ett bolag som förekommer i en Publikation och någon annan avdelning i Banken än Analysavdelningen. Banken har utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för Investeringsrekommendation.

Från tid till annan utför Banken uppdrag för ett bolag som är omnämnt i en publikation. Banken kan bl. a. vara rådgivare eller emissionsinstitut, till bolaget eller likviditetsgarant i ett av bolagets värdepapper. Om så är fallet har det angivits i Publikationen. Banken, dess ägare, styrelseledamöter eller anställda kan äga aktier i omnämnt bolag. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Banken och dess anställda följer svenska fondhandlarförningens riktlinjer för anställdas affärer. Den analytiker som har utarbetat en Investeringsanalys som avses i 11 kap. 8 § FFFS 2007:16 och andra som medverkat i detta arbete får inte för egen räkning handla i be-rörda Finansiella Instrument eller med därtill relaterade Finansiella Instrument i strid med gällande rekommendation. Bankens Compliance-avdelning övervakar anställdas transaktioner.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat. Varken Banken eller de personer som sammanställt denna publikation har innehav (varken långa eller korta) i analyserat bolags emitterade finansiella instrument överstigande 0,5 % av det analyserade bolagets aktiekapital.

För det aktuella bolaget utför Banken även analys i enlighet med villkoren för den kostnadsbelagda tjänsten "Penser Access". Klicka här <https://epaccess.penser.se/> för mer information om tjänsten.

Erik Penser Bank har tillstånd att bedriva värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn

Erik Penser Bank (*publ.*)

Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM

tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 www.penser.se