



## ERIK PENSER BANK

Penser Access | Teknik | Sverige | 21 Februari 2022

# Irisity

## MRR-tillväxt och bruttomarginal når rekordnivåer

### MRR växer med 57% q/q

Nettoomsättningen för 2021 uppgick till 77,3 mkr vs vårt estimat om 100 mkr. Avvikelsen förklaras med lägre försäljning från Agent Vi samt lägre up-front försäljning. EBITDA på helåret uppgick till 6,4 mkr vs vårt estimat om -9,1 mkr. Avvikelsen går att förklara med en väsentligt högre bruttomarginal i kvartalet, 83% vs vårt estimat om 65%. Vi bedömer att förklaringen ligger i att vi har underskattat Agent Vis lönsamhet.

### Höjer bruttomarginalen

Då vi räknat med att Agent Vi skulle bidra med en högre försäljning under Q4'21 sänker vi våra intäktsestimat med i snitt 14% under prognosperioden. Denna intäktjustering kompenseras med att bruttomarginalen var väsentligt högre än våra estimat vilket gör att vi endast sänker EBITDA med 8% under prognosperioden. Vi bedömer att MRR tillväxten kommer sjunka q/q kommande år och ligga på i snitt 30% q/q under 2022.

### Justerar motiverat värde för att reflektera marknadsklimat

Vi har sedan Q3 sett en multipelkontraktion om ca 40% i vårt peer-set. Mot bakgrund av detta sänker vi vårt motiverade värde till 64-66 kr (98-102 kr). På dessa nivåer värderas Irisity till en rabatt om 30% mot vårt peer-set. Vi bedömer att denna rabatt kan minska givet att bolaget bibehåller marknadens starkaste tillväxt i återkommande intäkter samt den höga lönsamheten.

Estimatändring (kr)				Prognos (kr)					Värde och risk	
	Nu	Förr		21	22e	23e	24e	Motiverat värde	64.0 - 66.0	
EBITDA, mkr 22e	47.1	44.2	6.6%	Omsättning, mkr	77	254	447	643	Aktiekurs	SEK42.0
EBITDA, mkr 23e	132.3	150.6	-12.2%	Tillväxt	110%	228%	76%	44%	Riskenivå	Medium
EBITDA, mkr 24e	202.1	202.1	0.0%	EBITDA, mkr	6.4	47	132	202		
				EBIT, mkr	(22)	(42)	51	125		
				EPS, justerad	0.2	0.5	-	-		
				EPS tillväxt	0%	0%	(2)%	1%		
				EK/aktie	19.9	18.3	19.3	21.9		
				Utdelning/aktie	0.0	0.0	0.0	0.0		
				EBIT-marginal	(29.0)%	(16.4)%	11.4%	19.4%		
				ROE	(3.1)%	(4.1)%	5.4%	11.8%		
				ROCE	(3.0)%	(5.3)%	6.1%	13.5%		
				EV/Sales	19.9x	6.1x	3.4x	2.4x		
				EV/EBITDA	240.8x	32.7x	11.7x	7.6x		
				EV/EBIT	(68.7)x	(37.1)x	30.3x	12.4x		
				P/E, justerad	210.0x	84.0x	-x	-x		
				P/EK	2.1x	2.3x	2.2x	1.9x		
				Direktavkastning	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
				Nettosk./EBITDA	(11.0)g	(1.4)g	(1.0)g	(1.2)g		

Kommande händelser	
Q1'22 rapport	12/05/2022

Bolagsfakta (mkr)	
Antal aktier	38m
Börsvärde	1,611
Nettoskuld	(70)
EV	1,541
Free float	31%
Daglig handelsvolym, snitt	73(k)
Reuters/Bloomberg	IRIST.ST/IRIS:SS

Kursutveckling 12 mån	
IRIS B	OMX

Analytiker	
rikard.engberg@penser.se	



# Sammanfattning

## MRR-tillväxt och bruttomarginal når rekordnivåer

### 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 64–66 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. 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 Q1'21 har Irisity även inlett ett samarbete med Mobotix, en tysk tillverkare av IP-kameror.

### Värdering

I dagsläget handlas bolaget på en implicit WACC kring 20%. Vi bedömer att i rådande marknadsläge passar en relativvärdering bättre. Vi har valt att titta på en EV/sales multipel 2023 och 2024. På dessa multiplar har vi applicerat en rabatt om 30% för att reflektera att risken i Irisitys estimat är högre. Vägs värderingen 2023 och 2024 får vi ett motiverat värde om 64–66 kr. Vi bedömer att rabatten i Irisity kan komma att minska under året givet att bolaget har den högsta tillväxten i återkommande intäkter av vårt peer set samt att bolagets starka potentiella lönsamhet.

## Kvartalet i detalj

---

Irisity har under kvartalet sett en kraftig tillväxt. MRR vid kvartalets utgång uppgick till 6,6 mkr, en ökning med 57% på kvartalsbasis. Vi hade räknat med en tillväxt om 40% q/q. Vi hade dock inte räknat med några Agent Vi siffror i vår MRR vilket gör nyckeltalet svårt att jämföra över kvartalen. Vi bedömer dock att en stor del av MRR tillväxten är organisk. Siffran visar att bolaget försätter att se tillväxt från de partneravtal man har med internationella bevakningsbolag.

Delas Irisitys organiska försäljning upp i försäljning kopplat till MRR (SaaS-intäkter) och up-front betalningar uppgår tillväxten till +562% vs ca -50% y/y vilket visar på att omställningen till ett SaaS-bolag nu är fullbordad. Dessa siffror bygger dock på en skattning av att SaaS-försäljning på innevarande kvartal uppgår till MRRx3 för föregående kvartal samt en viss del av MRR-tillväxten på innevarande kvartal.

Agent Vi stod för ca 50% av omsättningen under Q4 trots att bolaget konsoliderades i mitten på oktober. Vi hade räknat med att bolaget skulle bidra med en högre försäljning under kvartalet, ca 29,3 mkr. Vi bedömer att avvikelsen går till stor del att härleda till att Irisity och Agent Vi har haft försäljning på samma kunder, intäkter som nu har rentsats.

Bruttomarginalen i kvartalet uppgick till 83% vs vårt estimat om 65%. Skillnaden går att förklara i Agent Vis högre bruttomarginaler samt att bolaget nu börjar se stora skalfördelar i de kommersiella utrullningarna hos storkunder. Den konsoliderade kostnadsbasen var lägre än vi räknat med. Här sticker framför allt övriga externa kostnader ut.

## Estimatförändringar

---

Baserat på den något lägre konsoliderade omsättningen sänker vi våra intäktsestimater med i snitt 14% över prognosperioden. Då vi höjer våra estimat för bruttomarginalen kommande år sjunker endast EBITDA med 8% över prognosperioden. Vi anser att man i dagsläget endast bör fokusera på dessa två parametrar då bolaget under nuvarande redovisning kommer ha höga goodwillavskrivningar. Vi bedömer att bolaget på sikt kan komma att byta redovisning principer.

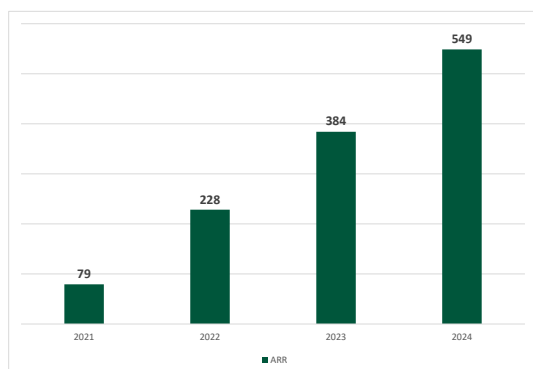
På innevarande år antar vi att MRR-tillväxten sjunker till i snitt 30% q/q från att ha varit i snitt 45% q/q och stigande under andra halvan av 2021. För kommande år antar vi att MRR-tillväxten uppgår till i snitt 13% q/q under 2023 och 8% 2024.

För att bättre få en överblick av estimaten för 2022 har vi gjort följande intäktsbrygga:

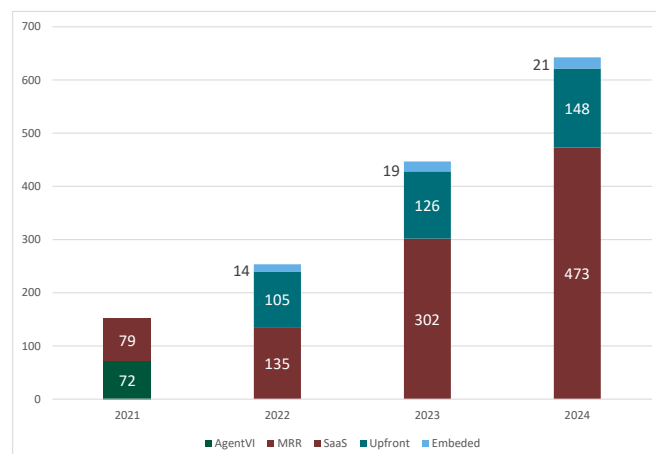
- MRR växer med i snitt 30% q/q
- Bolagets försäljning som sker med up-front betalningar som vi skattar till ca 22 mkr i q4'21 växer med i snitt 7% q/q. Vi bedömer att detta segment kommer att ha en hög volatilitet kommande kvartal och år vilket gör att vi är relativt försiktiga i skattningen av tillväxten. Vi bedömer att en stor del av försäljningen från Agent Vi kommer att falla i denna kategori av försäljning.
- Bolagets försäljning till kameratillverkare uppgår på helåret 2022 till 9 mkr. Här noterar vi att Axis har lanserat sin senaste kamera med egenutvecklad processor anpassad för AI och machine learning sent i Q4, en försening på närmare ett år. Då vi har noterat att internationella kamerabolag och integratörer har sett problem i leveranskedjan är vi konservativa i skattningarna från detta segment.

Vi har även valt att analysera hur bolagets intäkter i dagsläget är fördelade mellan MRR dvs återkommande intäkter och Agent Vis försäljning. Vid årets utgång hade Irisity en återkommande intäktbas om ca 80 mkr och Agent Vi hade en försäljning som på årstakt indikerar 85 mkr i försäljning vilket motsvarar en tillväxt om ca 30% ifrån 2020 då bolaget omsatte ca 55 mkr. Givet att tillväxttakten är konstant bör man avsluta 2022 på ca 93 mkr eller ca 90% av våra estimat för up-front intäkter.

## Översikt ARR (mkr) (MRRx12 vid varje års utgång)



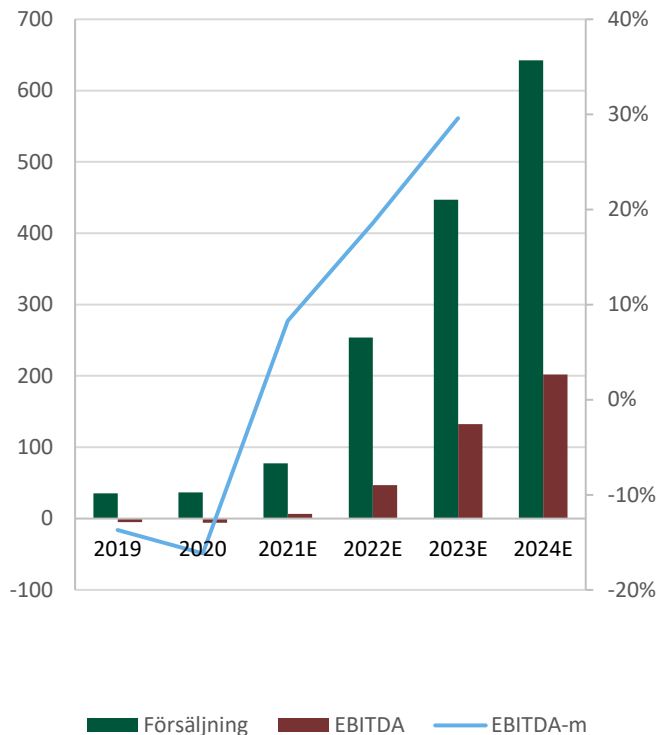
## Intäktsbrygga under prognosperioden (mkr)



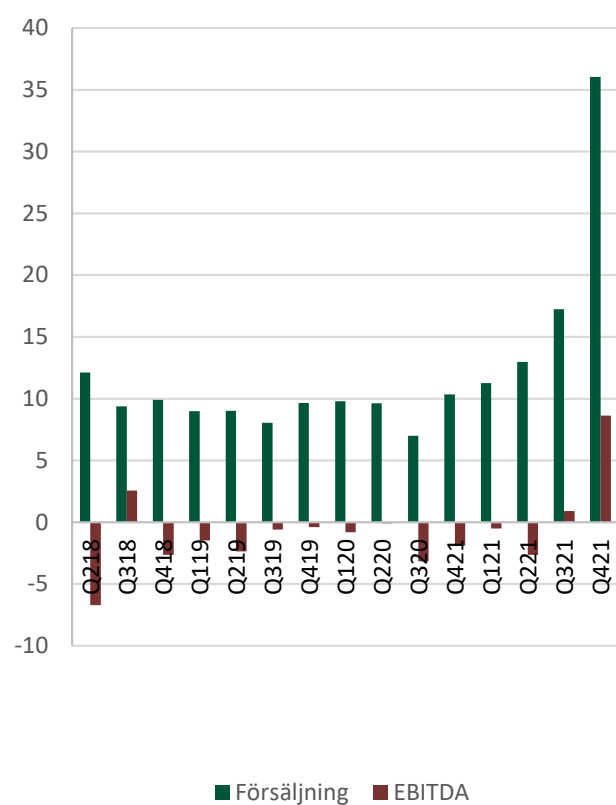
## Estimatförändringar

	2022	2023	2024
Δ Sales	-20,5%	-11,0%	-11,4%
Δ EBITDA	7%	-12%	-18%
Sales	-65,4	-55,3	-82,9
EBITDA	2,9	-18,3	-45,8

## Försäljning och EBIT (y/y), mkr



## Försäljning och EBIT (q/q), mkr



## Peers

Valuation	MCAP (sek)	EV (sek)	EV / Sales			EV / EBITDA			EV / EBIT			Price / Earnings		
			LTM	2023	2024	LTM	2023	2024	LTM	2023	2024	LTM	2023	2024
Admicom	3 506	3 319	12,56x	9,00x	7,88x	26,9x	18,9x	16,4x	30,2x	20,8x	17,8x	40,5x	26,9x	23,1x
Fortnox	20 902	20 615	24,15x	12,60x	9,55x	56,0x	27,6x	20,3x	72,1x	33,2x	23,9x	89,6x	42,8x	30,9x
Vitec Software Group	14 299	13 976	8,89x	6,89x	6,21x	24,0x	17,6x	15,3x	46,9x	33,6x	27,8x	68,2x	36,3x	31,0x
SimCorp A/S	33 986	33 015	6,27x	5,33x	4,87x	21,1x	18,5x	16,5x	23,6x	20,3x	17,9x	28,4x	26,4x	23,0x
Sinch	60 568	71 230	4,40x	2,32x	2,00x	67,6x	16,5x	13,0x	183,1x	24,7x	20,6x	62,4x	29,1x	24,6x
Lime Technologies	3 640	3 839	9,51x	6,91x	-	32,0x	21,2x	-	50,5x	31,6x	-	64,5x	32,0x	-
Kahoot	15 122	13 344	43,61x	6,31x	4,65x	-	15,9x	10,6x	-	18,2x	12,6x	-	25,6x	13,3x
Twilio	283 334	239 723	8,99x	5,16x	3,92x	-	59,6x	51,8x	-	346,2x	116,0x	(31,3x)	810,1x	220,2x
Adobe	2 015 918	2 005 709	13,59x	10,42x	9,35x	32,1x	21,3x	18,6x	36,8x	23,0x	20,0x	45,7x	28,3x	24,4x
HubSpot	225 449	221 058	18,19x	10,75x	8,69x	-	79,3x	56,1x	-	107,8x	71,9x	(305,4x)	151,1x	107,8x
salesforce.com	1 839 704	1 882 020	8,08x	5,38x	4,65x	36,5x	17,5x	16,3x	216,5x	25,6x	20,6x	110,3x	34,9x	-
Dropbox	86 484	91 317	4,54x	3,86x	-	19,9x	10,8x	-	29,7x	13,0x	-	(75,7x)	13,5x	-
Upsales Technology	1 011	945	10,14x	5,91x	4,77x	47,7x	21,6x	17,8x	75,0x	28,0x	23,0x	104,0x	38,7x	31,7x
Pexip Holding	4 046	3 330	3,93x	2,31x	1,75x	-	235,8x	13,3x	-	(32,5x)	24,4x	(24,5x)	-	19,2x
Irisity	1 758	1 596	nm	3,40x	2,20x	nm	10,6x	6,1x	nm	nm	nm	nm	nm	nm
<b>Mean</b>			<b>14,70x</b>	<b>6,63x</b>	<b>5,61x</b>	<b>36,37x</b>	<b>39,88x</b>	<b>21,28x</b>	<b>76,44x</b>	<b>47,45x</b>	<b>31,47x</b>	<b>13,6x</b>	<b>94,4x</b>	<b>46,9x</b>
<b>Median</b>			<b>12,63x</b>	<b>6,44x</b>	<b>5,42x</b>	<b>36,37x</b>	<b>39,52x</b>	<b>20,93x</b>	<b>76,44x</b>	<b>49,54x</b>	<b>33,05x</b>	<b>13,6x</b>	<b>99,7x</b>	<b>49,9x</b>
<b>Irisity vs Peers</b>				<b>-47%</b>	<b>-59%</b>		<b>-73%</b>	<b>-71%</b>						

## Antaganden Implicit WACC

Vi anser att en traditionell DCF blir för känslig vid värdering av tillväxtbolag för att kunna ligga som stöd för en värdering. Vi har istället använt vår DCF för att räkna ut vad för implicit WACC nuvarande aktiekurs motsvarar givet våra estimat.

DCF - GROWING FCF PERPETUITY FORMULA																																																			
<b>Valuation output</b>				<b>WACC assumptions</b>				<b>Sensitivity analysis</b>																																											
Sum of PV of FCF (explicit period)	1 176			Risk free nominal rate	0.4%	<table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="2"></th> <th colspan="5">Long-term growth rate</th> </tr> <tr> <th colspan="2"></th> <th>1.0%</th> <th>1.5%</th> <th>2.0%</th> <th>2.5%</th> <th>3.0%</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>19.0%</td> <td>43</td> <td>44</td> <td>45</td> <td>45</td> <td>46</td> </tr> <tr> <td>19.5%</td> <td>42</td> <td>43</td> <td>43</td> <td>44</td> <td>45</td> </tr> <tr> <td>20.0%</td> <td>41</td> <td>41</td> <td>42</td> <td>42</td> <td>43</td> </tr> <tr> <td>20.5%</td> <td>39</td> <td>40</td> <td>40</td> <td>41</td> <td>41</td> </tr> <tr> <td>21.0%</td> <td>38</td> <td>39</td> <td>39</td> <td>40</td> <td>40</td> </tr> </tbody> </table>				Long-term growth rate							1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	19.0%	43	44	45	45	46	19.5%	42	43	43	44	45	20.0%	41	41	42	42	43	20.5%	39	40	40	41	41	21.0%	38	39	39	40	40
		Long-term growth rate																																																	
		1.0%	1.5%	2.0%	2.5%			3.0%																																											
19.0%	43	44	45	45	46																																														
19.5%	42	43	43	44	45																																														
20.0%	41	41	42	42	43																																														
20.5%	39	40	40	41	41																																														
21.0%	38	39	39	40	40																																														
PV of terminal value (perpetuity formula)	313			Risk premium	7.0%																																														
Enterprise value	1 488			Extra risk premium	13.0%																																														
Latest net debt	-70			Beta	1.0																																														
Minority interests & other	0			Cost of equity	20.4%																																														
Equity value	1 559			Cost of debt (pre-tax)	3.0%																																														
No. of shares outstanding (millions)	38			Tax rate	22%																																														
Equity value per share (SEK)	41			Target debt/(debt + equity)	0%																																														
				<b>Implicit WACC</b>	<b>20.4%</b>																																														
<b>Implicit multipl.</b>				<b>Terminal value assumptions</b>																																															
EV/Sales	19.3	5.9	3.3	Long term growth rate	2.0%	<table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="2"></th> <th colspan="5">Long-term EBIT margin</th> </tr> <tr> <th colspan="2"></th> <th>20.0%</th> <th>22.5%</th> <th>25.0%</th> <th>27.5%</th> <th>30.0%</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>19.0%</td> <td>41</td> <td>43</td> <td>45</td> <td>47</td> <td>49</td> </tr> <tr> <td>19.5%</td> <td>39</td> <td>41</td> <td>43</td> <td>45</td> <td>47</td> </tr> <tr> <td>20.0%</td> <td>38</td> <td>40</td> <td>42</td> <td>43</td> <td>45</td> </tr> <tr> <td>20.5%</td> <td>37</td> <td>39</td> <td>40</td> <td>42</td> <td>44</td> </tr> <tr> <td>21.0%</td> <td>36</td> <td>38</td> <td>39</td> <td>41</td> <td>42</td> </tr> </tbody> </table>				Long-term EBIT margin							20.0%	22.5%	25.0%	27.5%	30.0%	19.0%	41	43	45	47	49	19.5%	39	41	43	45	47	20.0%	38	40	42	43	45	20.5%	37	39	40	42	44	21.0%	36	38	39	41	42
		Long-term EBIT margin																																																	
		20.0%	22.5%	25.0%	27.5%			30.0%																																											
19.0%	41	43	45	47	49																																														
19.5%	39	41	43	45	47																																														
20.0%	38	40	42	43	45																																														
20.5%	37	39	40	42	44																																														
21.0%	36	38	39	41	42																																														
EV/EBITDA	232.1	31.6	11.3	Long term EBIT margin	25.0%																																														
EV/EBIT	-57.7	-35.8	29.3	Depreciation (% of sales)	2.0%																																														
EV/NOPLAT	-73.9	-45.9	37.5	Capex (% of sales)	2.0%																																														
P/E				Working cap. (% of sales)	2.5%																																														
ROIC/WACC				Tax rate	22%																																														
Current Share price	52.4																																																		

DCF (SEKm)	2022-02-20	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
Sales	35	37	77	254	447	643	881	1 148	1 418	1 657	1 894	2 120	2 319	2 480	2 591	
EBITDA	-5	-6	6	47	132	202	275	356	436	505	567	622	667	699	715	
- Depreciation	-12	-13	-32	-89	-81	-77	-93	-104	-108	-102	-103	-101	-94	-84	-70	
+ EBIT	-17	-19	-26	-42	51	125	182	251	328	404	464	521	572	615	645	
- Tax on EBIT	4	4	6	9	-11	-27	-40	-55	-72	-89	-102	-115	-126	-135	-142	
+ NOPLAT	-13	-15	-20	-32	40	97	142	196	256	315	362	406	446	480	503	
+ Depreciation	12	13	32	89	81	77	93	104	108	102	103	101	94	84	70	
+ Gross cash flow	-1	-2	12	56	121	175	235	300	364	417	465	507	541	563	573	
- Capex	27	47	124	0	0	0	-2	-4	-8	-12	-18	-24	-32	-39	-46	
+ Increase (decrease) in WC	3	-4	-18	-17	-26	-28	-10	-11	-12	-10	-10	-10	-9	-7	-5	
+ Free cash flow from operations	29	41	118	39	95	147	223	285	345	394	437	473	501	517	522	
PV of cash flow			123	34	68	88	111	117	118	112	103	93	81	70	58	
% of Enterprise value			8%	2%	5%	6%	7%	8%	8%	8%	8%	7%	6%	5%	4%	
Accumulated % of Enterprise value			8%	11%	15%	21%	28%	36%	44%	52%	59%	65%	70%	75%	79%	

Key figures	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Sales growth		3.9%	110.2%	228.2%	76.2%	43.8%	37.1%	30.3%	23.6%	16.8%	14.4%	11.9%	9.4%	6.9%	4.5%
EBITDA margin		-16%	8%	19%	30%	31.5%	31.2%	31.0%	30.7%	30.5%	29.9%	29.3%	28.8%	28.2%	27.6%
EBITDA growth		23%	-208%	635%	181%	52.8%	36.0%	29.3%	22.6%	15.9%	12.2%	9.7%	7.2%	4.8%	2.3%
EBIT margin		-52%	-33%	-16%	11%	19.4%	20.7%	21.9%	23.1%	24.4%	24.5%	24.6%	24.7%	24.8%	24.9%
Depreciation (% of sales)		36.3%	41.7%	35.0%	18.2%	12.0%	10.6%	9.1%	7.6%	6.1%	5.5%	4.8%	4.1%	3.4%	2.7%
Capex (% of sales)		-126.9%	-160.1%	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%	-384%	0%	0%	0%	2%	4%	7%	12%	17%	24%	33%	47%	66%
Working capital (% of sales)		11%	23%	7%	6%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
Tax rate		22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%

## Resultaträkning

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
Intäkter	35,3	45,4	35,4	36,8	77,3	253,7	446,9	642,6	843,6
Aktiveringar			16,3	12,7	15,8	20,0	0,0	0,0	0,0
Kostnad sålda varor	-7,9	-9,3	-13,1	-14,8	-21,7	-52,8	-84,9	-122,1	-168,7
Bruttovinst	27,4	36,1	38,6	34,7	71,3	220,9	362,0	520,5	674,9
Personalkostnader	-18,2	-25,8	-28,5	-31,6	-49,6	-92,4	-108,3	-124,7	-140,0
Övriga kostnader	-8,5	-18,2	-15,0	-9,1	-15,3	-81,4	-121,4	-193,7	-257,9
Extraordinära kostnader									
<b>Rörelseresultat (EBITDA)</b>	<b>0,7</b>	<b>-8,0</b>	<b>-4,8</b>	<b>-5,9</b>	<b>6,4</b>	<b>47,1</b>	<b>132,3</b>	<b>202,1</b>	<b>277,0</b>
Avskrivningar	-3,7	-5,6	-11,8	-13,3	-32,2	-88,7	-81,4	-77,4	-76,2
Goodwillnedskrivningar									
<b>Resultat (EBIT)</b>	<b>-2,9</b>	<b>-13,6</b>	<b>-16,7</b>	<b>-19,3</b>	<b>-25,8</b>	<b>-41,6</b>	<b>50,9</b>	<b>124,8</b>	<b>200,8</b>
Extraordinära Poster	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Justerat Resultat (EBIT)</b>	<b>-2,9</b>	<b>-13,6</b>	<b>-16,7</b>	<b>-19,3</b>	<b>-25,8</b>	<b>-41,6</b>	<b>50,9</b>	<b>124,8</b>	<b>200,8</b>
Finansiella intäkter	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finansiella kostnader	-0,5	-0,7	-0,6	-0,3	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-3,6</b>	<b>-14,3</b>	<b>-17,3</b>	<b>-19,6</b>	<b>-26,4</b>	<b>-41,6</b>	<b>50,9</b>	<b>124,8</b>	<b>200,8</b>
Skatter	0,1	0,0	-0,4	0,0	2,5	12,7	-10,5	-25,7	-41,4
Minoritetsintressen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoreultat Rapporterat</b>	<b>-3,5</b>	<b>-14,3</b>	<b>-17,6</b>	<b>-19,6</b>	<b>-23,9</b>	<b>-28,9</b>	<b>40,4</b>	<b>99,1</b>	<b>159,4</b>
<b>Nettoreultat (just)</b>	<b>-3,5</b>	<b>-14,3</b>	<b>-17,6</b>	<b>-19,6</b>	<b>-23,9</b>	<b>-28,9</b>	<b>40,4</b>	<b>99,1</b>	<b>159,4</b>

## Balansräkning

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
<b>TILLGÅNGAR</b>									
Övriga immateriella tillgångar	12	25	59	59	425	356	315	297	301
Materiella anläggningstillgångar	7	8	5	2	311	311	311	311	311
Räntebärande anläggningstillgångar	0	0	0	0	36	36	36	36	36
Innehav i intresseföretag och andelar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga anläggningstillgångar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>19</b>	<b>33</b>	<b>64</b>	<b>61</b>	<b>772</b>	<b>704</b>	<b>662</b>	<b>645</b>	<b>648</b>
Varulager	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kundfordringar	8	9	6	8	40	69	110	152	196
Övriga omsättningstillgångar	37	3	2	4	15	15	15	15	15
Likvida medel	6	32	40	65	71	61	118	207	334
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>51</b>	<b>44</b>	<b>48</b>	<b>77</b>	<b>127</b>	<b>146</b>	<b>243</b>	<b>374</b>	<b>545</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>70</b>	<b>77</b>	<b>112</b>	<b>138</b>	<b>899</b>	<b>850</b>	<b>905</b>	<b>1 019</b>	<b>1 194</b>

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
<b>Eget Kapital och skulder</b>									
Eget Kapital	0	0	0	118	762	700	742	841	1 000
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Summa Eget Kapital</b>	<b>36</b>	<b>47</b>	<b>87</b>	<b>118</b>	<b>762</b>	<b>700</b>	<b>742</b>	<b>841</b>	<b>1 000</b>
Långfristiga finansiella skulder	8	6	3	1	9	9	9	9	9
Pensionsavsättningar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Uppskjutna skatteskulder	0	0	0	0	77	77	77	77	77
Övriga långfristiga skulder	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Summa Långfristiga skulder</b>	<b>8</b>	<b>6</b>	<b>3</b>	<b>1</b>	<b>85</b>	<b>85</b>	<b>85</b>	<b>85</b>	<b>85</b>
Kortfristiga finansiella skulder	6	5	3	1	1	1	1	1	1
Leverantörsskulder	4	4	4	4	12	24	39	54	69
Skatteskulder	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga Kortfristiga skulder	16	14	14	14	38	38	38	38	38
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>25</b>	<b>24</b>	<b>22</b>	<b>19</b>	<b>52</b>	<b>64</b>	<b>78</b>	<b>93</b>	<b>108</b>
<b>Summa Eget Kapital och skulder</b>	<b>69</b>	<b>77</b>	<b>112</b>	<b>138</b>	<b>899</b>	<b>850</b>	<b>905</b>	<b>1 019</b>	<b>1 194</b>

## Kassaflödesanalys

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoreultat Rapporterat	-3,5	-14,3	-17,6	-19,6	-23,9	-28,9	40,4	99,1	159,4
Icke kassaflödespåverkande poster	-2,9	5,6	12,7	12,6	14,4	56,0	82,1	77,4	76,2
Förändringar i rörelsekapital	2,1	1,7	2,7	-4,2	-17,9	-17,0	-26,2	-27,6	-27,9
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>-4,4</b>	<b>-7,0</b>	<b>-2,2</b>	<b>-11,1</b>	<b>-27,4</b>	<b>10,1</b>	<b>96,3</b>	<b>148,8</b>	<b>207,8</b>
Investeringar	-11,3	-20,4	-17,7	-10,0	-90,2	-20,0	-40,0	-60,0	-80,0
Avyttringar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Fritt Kassaflöde</b>	<b>-16</b>	<b>-27</b>	<b>-20</b>	<b>-21</b>	<b>-118</b>	<b>-10</b>	<b>56</b>	<b>89</b>	<b>128</b>
Utdelningar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nyemission/återköp	0	54	27	47	124	0	0	0	0
Förvärv	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Lånefinansiering och övriga justeringar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Kassaflöde</b>	<b>-18</b>	<b>26</b>	<b>7,5</b>	<b>25,4</b>	<b>6,2</b>	<b>-9,9</b>	<b>56,3</b>	<b>88,8</b>	<b>127,8</b>
Icke kassaflödespåverkande poster									
<b>Nettoskuld (just)</b>	<b>8</b>	<b>-21</b>	<b>-34</b>	<b>-63</b>	<b>-62</b>	<b>-52</b>	<b>-108</b>	<b>-197</b>	<b>-325</b>

## Nyckeltal

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
EPS, rapporterad	-0,26	-0,81	-0,96	-0,51	-0,62	-0,75	1,05	2,58	2,58
EPS Justerad	-0,26	-0,39	-0,96	-0,57	-0,06	2,78	7,01	2,58	2,58
FCF/aktie	-0,41	-0,71	-0,52	-0,55	-3,07	-0,26	1,47	2,32	3,33
Utdelning/aktie	0,00	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	19,87	18,26	19,33	21,92	26,07
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (m)	15,99	17,58	23,16	25,84	38,36	38,36	38,36	38,36	38,36
Snitt antal aktier efter utspädning									

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
P/E, justerat	-155,0	-50,6	-42,8	-80,3	-65,7	-54,5	38,9	15,9	15,9
P/EK	43,2	33,6	18,0	13,4	2,1	2,2	2,1	1,9	1,6
P/FCF	-100,4	-57,5	-78,9	-74,5	-13,4	-158,4	27,9	17,7	12,3
Direktavkastning	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Utdelningsandel, justerad	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
EV/Sales	42,6	33,1	42,4	40,9	21,3	6,5	3,7	2,6	1,9
EV/EBITDA	2064,0	-187,6	-310,0	-252,8	256,2	34,9	12,4	8,1	5,9
EV/EBIT	-510,7	-110,4	-90,2	-78,0	-63,6	-39,5	32,3	13,2	8,2
Aktiekurs, årets slut									
EV, årets slut	1580,5	1551,6	1539,2	1510,0	1502,6	1521,1	1464,8	1376,0	1572,8

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2022E
Omsättningstillväxt	29%	-22%	4%	110%	228%	76%	44%	31%
EBIT, tillväxt	32%	23%	nmf	nmf	nmf	-122%	245%	161%
EPS just, tillväxt	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf	152%	41%	61%
EBITDA-marginal	-18%	-9%	-7%	8%	19%	30%	31%	33%
EBIT-marginal	-30%	-47%	-52%	-33%	-16%	11%	19%	24%
Skattesats	0%	1%	21%	21%	21%	21%	21%	21%

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2022E	2022E
ROE	nmf	nmf	nmf	nmf	-3%	-4%	5%	12%	16%



## Kvartalsvis data

Resultaträkning	Q118	Q218	Q318	Q418	Q119	Q219	Q319	Q419	Q120	Q220	Q320	Q420	Q121	Q221	Q321	Q421
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	36,0
Aktiveringar	2,8		4,5	9,9	4,5	4,5	3,5	3,5	3,1	3,1	3,0	3,6	4,1	2,8	3,5	5,1
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	-6,1
<b>Bruttovinst</b>	<b>7,2</b>	<b>10,0</b>	<b>11,6</b>	<b>7,3</b>	<b>9,9</b>	<b>9,7</b>	<b>8,5</b>	<b>10,4</b>	<b>9,4</b>	<b>9,6</b>	<b>6,4</b>	<b>9,4</b>	<b>12,2</b>	<b>10,3</b>	<b>13,7</b>	<b>35,1</b>
Personalkostnader	-5,0	-11,4	-4,9	-4,7	-6,4	-7,8	-6,0	-8,3	-7,8	-7,6	-7,2	-8,9	-9,5	-10,3	-8,0	-21,7
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	-4,7
<b>Rörelseresultat (EBITDA)</b>	<b>-1,2</b>	<b>-6,7</b>	<b>2,6</b>	<b>-2,6</b>	<b>-1,5</b>	<b>-2,4</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,1</b>	<b>-3,2</b>	<b>-1,9</b>	<b>-0,5</b>	<b>-2,6</b>	<b>0,9</b>	<b>8,6</b>
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	-21,9
Goodwillnedskrivningar																
<b>Resultat (EBIT)</b>	<b>-2,6</b>	<b>-8,0</b>	<b>1,3</b>	<b>-4,3</b>	<b>-4,3</b>	<b>-5,6</b>	<b>-3,7</b>	<b>-3,0</b>	<b>-4,2</b>	<b>-3,5</b>	<b>-6,6</b>	<b>-4,9</b>	<b>-3,8</b>	<b>-6,1</b>	<b>-2,6</b>	<b>-13,2</b>
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	0,0
<b>Justerat Resultat (EBIT)</b>	<b>-2,6</b>	<b>-1,7</b>	<b>1,3</b>	<b>-4,3</b>	<b>-4,3</b>	<b>-5,6</b>	<b>-3,7</b>	<b>-3,0</b>	<b>-4,2</b>	<b>-3,5</b>	<b>-6,6</b>	<b>-4,9</b>	<b>-3,8</b>	<b>-6,1</b>	<b>-2,6</b>	<b>-13,2</b>
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	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	-0,5
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-2,8</b>	<b>-2,2</b>	<b>1,2</b>	<b>-4,5</b>	<b>-4,5</b>	<b>-5,8</b>	<b>-3,9</b>	<b>-3,1</b>	<b>-4,3</b>	<b>-3,6</b>	<b>-6,6</b>	<b>-5,0</b>	<b>-3,9</b>	<b>-6,1</b>	<b>-2,6</b>	<b>-13,7</b>
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	2,1
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Nettoresultat Rapporterat</b>	<b>-2,8</b>	<b>-2,2</b>	<b>1,2</b>	<b>-4,4</b>	<b>-4,4</b>	<b>-5,8</b>	<b>-3,9</b>	<b>-3,5</b>	<b>-4,2</b>	<b>-3,5</b>	<b>-6,5</b>	<b>-5,4</b>	<b>-3,7</b>	<b>-6,0</b>	<b>-2,5</b>	<b>-11,6</b>
<b>Nettoresultat (just)</b>	<b>-2,8</b>	<b>-3,3</b>	<b>1,2</b>	<b>-4,4</b>	<b>-4,4</b>	<b>-5,8</b>	<b>-3,9</b>	<b>-3,5</b>	<b>-4,2</b>	<b>-3,5</b>	<b>-6,5</b>	<b>-5,4</b>	<b>-3,7</b>	<b>-6,0</b>	<b>-2,5</b>	<b>-11,6</b>

Tillväxt och marginaler	Q118	Q218	Q318	Q418	Q119	Q219	Q319	Q419	Q120	Q220	Q320	Q420	Q121	Q221	Q321	Q421
Omsättningstillväxt																
EBIT, tillväxt																
Bruttomarginal				74%	74%	72%	74%	72%	64%	68%	48%	56%	72%	58%	59%	83%
EBITDA-marginal	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	5%	24%
EBIT-marginal	na	na	14%	na	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	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](http://www.penser.se)