



# ERIK PENSER BANK

Penser Access | Teknik | Sverige | 25 Maj 2022

## Irisity

### Kapitalmarknadsdag sätter tempot framöver

#### Omvärldsfaktorer påverkar omsättningen

Omsättningen i Q1 uppgick till 30 mkr vilket motsvarar en tillväxt om 165% y/y varav 43% organisk. Siffran var väsentligt under vårt estimat och går att härleda till lägre projektintäkter. Den långsiktigt starka tillväxttrenden är dock fortsatt stark. MRR ökar med 268% y/y och 5% q/q. EBITDA uppgick till -4,8 mkr. Siffran är lägre än vårt estimat men visar att bolagets kostnadsbas är lägre än våra antaganden.

#### Kapitalmarknadsdag gav tydlig kommersialiseringsplan

I samband med bolagets kapitalmarknadsdag gavs en tydlig bild av tempot i bolagets kommersialiseringsplan de kommande åren. I dagsläget har Irisity ca USD 66m i sin pipeline och har under 2022 ökat denna med USD 29m vilket kan jämföras med 2021 då USD 18,6m skapades. Bolaget vinner även större kontrakt än tidigare och under 2022 har snittkontraktet varit ca USD 0,22m mot tidigare 0,13m.

#### Kommersialiseringsplan ger stöd i värdering och estimat

Då bolaget nu har presenterat en tydlig kommersialiseringsplan har vi en stabil grund för våra estimat 22-24. Vi bedömer att ca 65% av den nuvarande pipelinen kommer att realiseras kommande 2 år. I dessa siffror tar vi höjd för fortsatta utmaningar i ekosystemet. Vi sänker således intäktsestimaten med ca 35% under prognosperioden. Vårt nya motiverade värde är 60-63 kr, se värderingsavsnitt.

Estimatändring (kr)				Prognos (kr)				Värde och risk	
	Nu	Förr		21	22e	23e	24e	Motiverat värde	60.0 - 63.0
EBITDA, mkr 22e	27.2	47.1	-42.2%	Omsättning, mkr	77	174	300	Aktiekurs	SEK20.3
EBITDA, mkr 23e	99.7	132.3	-24.6%	Tillväxt	110%	125%	72%	Riskenivå	Medium
EBITDA, mkr 24e	152.5	202.1	-24.6%	EBITDA, mkr	6.4	27	100		
				EBIT, mkr	(22)	(66)	17		
				EK/aktie	19.9	18.3	18.6		
				EBIT-marginal	(29.0)%	(37.6)%	5.8%		
				ROE (%)	(3.1)%	(6.9)%	1.9%		
				ROCE	(3.0)%	(8.3)%	2.2%		
				EV/Sales	9.4x	4.2x	2.4x		
				EV/EBITDA	113.1x	26.6x	7.3x		
				EV/EBIT	(32.3)x	(11.0)x	41.6x		
				P/EK	1.0x	1.1x	1.1x		
				Direktavkastning	0.0%	0.0%	0.0%		
				FCF yield	(2.4)%	(13.3)%	(2.8)%		
				Nettosk./EBITDA	(8.6)g	(1.2)g	(1.0)g	(1.3)g	

Kommande händelser	
Q2'22 rapport	12/08/2022

Bolagsfakta (mkr)	
Antal aktier	38m
Börsvärde	779
Nettoskuld	(55)
EV	724
Free float	31%
Daglig handelsvolym, snitt	73(k)
Reuters/Bloomberg	IRIST.ST/IRIS.SS

#### Kursutveckling 12 mån

#### Analytiker

rikard.engberg@penser.se



# Sammanfattning

## Kapitalmarknadsdag sätter tempot framöver

### Investment Case

Irisity är ett mjukvarubolag som utvecklar analysalgoritmer för IP-kameror. Dessa algoritmer har möjlighet att på egen hand larva vid intrång på ett skyddsobjekt eller spåra mänsklig aktivitet. Implementering av denna typ av lösningar kan leda till kostnadsbesparingar på 50–70% för ett bevakningsbolag. Vi bedömer att Irisitys algoritmer är världsledande vilket återspeglar sig i de tekniska partners bolaget har. Dessa inkluderar Axis, den ledande kameratillverkaren i västvärlden och Milestone ett ledande WMS system på marknaden. Vi bedömer att Irisity de senaste åren och genom Agent VI förvärvet byggt en global närvaro och en stabil bas för att nå en ny nivå av lönsamhet och tillväxt. Detta kommer ske genom nära partnerskap med globala nyckelspelare inom säkerhetsindustrin.

### 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. I linje med ett antal branschbedömare antar vi 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 som mål att vara den ledande leverantören av videoanalysmjukvara globalt. Vi bedömer att den prestanda och precision bolaget har i sina algoritmer visar att man är på god väg. För att kommersialisera bolagets marknadsledande produkt har man inlett partnerskap med många av de ledande aktörerna på marknaden. Bland dessa finns G4S (säkerhetsbolag), Axis (kamerabolag), Milestone (VMS-leverantör) och ett antal ledande integratörer. Denna strategi har visat sig vara gynnsam då 80% av bolagets intäkter kommer från de 10 främsta partnerbolagen. Vi ser samarbetena med Axis och Mobotix där Irisitys mjukvara säljs embedded i kameran som mycket intressanta då det möjliggör för en breddning av marknaden och bedömer att dessa kan generera signifikanta intäkter kommande år.

### Värdering

I dagsläget handlas bolaget på en implicit WACC på 22%. Vi bedömer att i rådande marknadsläge passar en relativvärdering bättre. Vi har valt att titta på en EV/EBITDA multipel 2023 och 2024. Tidigare har vi applicerat en rabatt om 30% då vi inte haft en klar bild av Irisitys potential och möjlighet att ha en stark förankring i våra estimat. Denna rabatt tar vi nu bort då kapitalmarknadsdagen och presentationen av



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Teknik | Sverige | 25 Maj 2022

# Sammanfattning

---

## Kapitalmarknadsdag sätter tempot framöver

pipelinen visat vägen framåt. Vägs värderingen 2023 och 2024 får vi ett motiverat värde om 61-63 kr. Under bolagets kapitalmarknadsdag klargjorde bolaget att växa kvoten återkommande intäkter är prioriterat vilket gör att vi anser att Irisity ska bedömas emot andra SaaS-bolag.

## Kvartalet i detalj

---

Omsättningen i Q1 uppgick till 30 mkr vilket motsvarar en organisk tillväxt om 42% och 165% inklusive Agent VI. Siffran var väsentligt under vårt estimat och går att härleda till lägre up-front projektintäkter. Detta kan illustreras av att intäkterna i Q4 uppgick till 35,8 mkr. Vi bedömer att avvikelsen delvis går att förklara i ett säsongsmönster i det nya bolaget men framförallt är kopplat till att det finns problem i leverantörsledet. Vi ser t.ex. att kunden Axis har leverantörproblem p.ga. chipbrist. Detta får genomslag i hela ekosystemet och gör att nya projekt försenas. MRR ökar med 6% q/q vilket var under vårt estimat men visar att det finns en fortsatt stark efterfrågan på Irisitys tjänster.

EBITDA uppgick till -4,8 mkr vs vårt estimat om -2 mkr. Siffran är förvisso lägre än vårt estimat men visar att bolagets kostnadsbas är väsentligt lägre än våra antaganden för det konsoliderade bolaget. Bruttomarginalen uppgick till 77% vs våra antagen om 81%. Marginalen tyngs av pilotprojekt. Vi ser dock att bolaget har nått en kritisk massa då bruttomarginalen inte sjunker i samma utsträckning som tidigare p.ga. pilotprojekt. Under Q2-Q3'21 när bolaget genomförde ett antal större piloter sjönk bruttomarginalen till i snitt 58,5%.

EBIT uppgick till -30,4 mkr. Siffran tyngs av att bolaget skriver av goodwill från Agent Vi förvärvet och att denna är upptagen i dollar. Då detta är en rent redovisningsmässig post och inte belastar kassaflödet bedömer vi att fokus bör vara på EBITDA fram tills att bolaget ser över sina redovisningsprinciper. Det operationella kassaflödet uppgick till -10,7 mkr vs vårt estimat om -5 mkr. Givet att den konsoliderade kostnadsbasen är lägre bedömer vi att bolaget kommer vända till positiva kassaflöden under året. Bolaget har dessutom en kassa om 56 mkr och outnyttjade krediter.

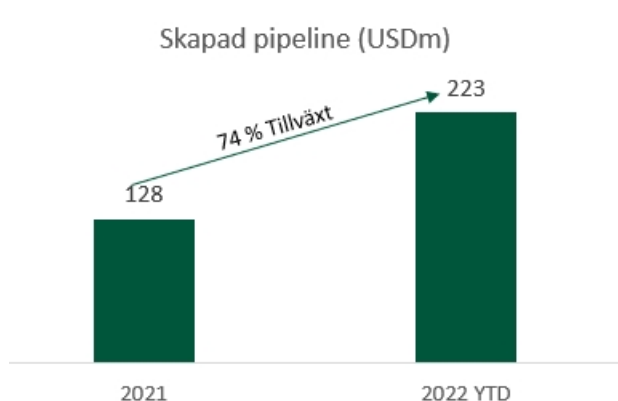
## Kapitalmarknadsdag

### Genomgång av försäljningspipeline

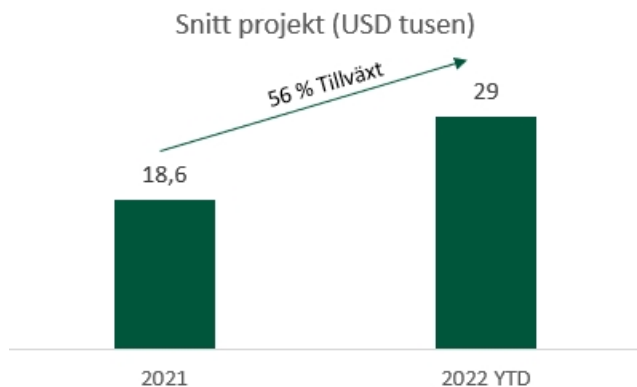
I samband med kapitalmarknadsdagen visade bolaget en uppskattning av bolagets säljpipeline de kommande år. Vi bedömer att siffrorna är starka och ger stöd i våra nya estimat. Vi drar följande slutsatser av de presenterade siffrorna:

- Under 2022 har försäljningspipelinen utökats till USD 29m. Under 2021 skapades affärer till ett värde av USD 18,6m. Vi ser således att tillväxten är kraftig och kommer förbli fortsatt stark under 2022-25.
- Snittprojektet har vuxit från USD 128 000 till 223 000 under 2022. Siffran motsvarar en tillväxt om ca 74% och visar att Irisity tar större projekt vilket är ett tecken på att bolagets produkter tilltalar slutkunden och att den utbyggda säljkåren levererar.
- Bredd försäljning strategi: Bolaget redovisade i samband med kapitalmarknadsdagen fördelning av slutkund. Vi ser att man växer inom områden med stora publika investeringar som t.ex. smart cities och spårbunden trafik.
- Fokus på SaaS och minskad volatilitet: Bolagets säljorganisation har starka incitament att fokusera på SaaS-relaterad försäljning. Detta kan på kort sikt leda till att tillväxt och lönsamhet blir lägre men samtidigt minskar volatiliteten vilket leder till en högre värdering.

Sammanfattningsvis ser vi en stark tillväxt framöver och bedömer att försäljningstappet Q1 vs Q4 är tillfälligt och går att härleda till den kraftiga komponentbrist vi ser i ekosystemet. Vi är dock inte oroliga för våra långsiktiga estimat.



Källa: Irisity



Källa: Irisity

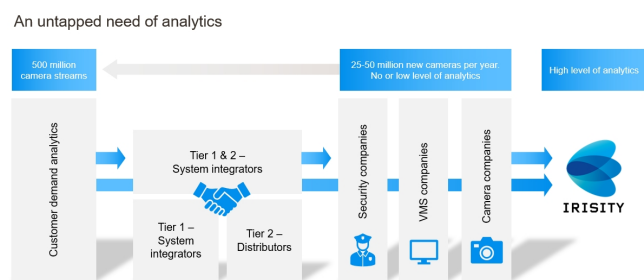
## Genomgång av partnerstrategi

Bolaget gjorde även en större genomgång av bolagets parterstrategi och total adresserbar marknad. I dagsläget finns det ca 500m uppkopplade kameror och denna siffra växer med 25-50m per år. En stor del av dessa kameror säljs utan avancerad analys vilket gör att det finns en stor marknadspotential för Irisity.

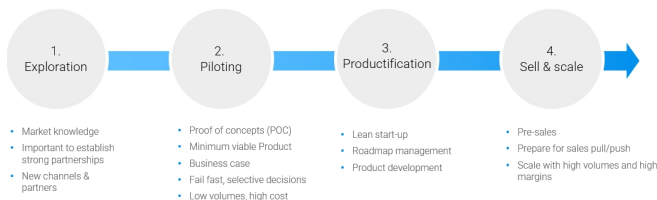
Vi bedömer att bolaget på kort sikt kommer kunna accelerera tillväxten från återförsäljare medans teknikpartners kommer vara källan till den långsiktiga tillväxten. Vidare ser vi att bolaget kommer kunna sälja sin mjukvara embedded eller som en white-label lösning. Detta skulle bredda den adresserbara marknaden då den möjliggör att sälja produkter till slutkund som inte har möjlighet att ha sina kameror uppkopplade då det kräver tillgång till pålitlig hög bandbredd eller möjlighet att köra algoritmerna på en server lokalt.

Vi ser ett antal tydliga triggers för kursen kommande kvartal då bolaget befinner sig i förhandling med ytterligare teknikpartners och även med en av de ledande molnbolagen.

## Illustration av partnerstrategi



## New channels & go-to-market



Källa: Irisity

Källa: Irisity

## Genomgång teknik/produkt

---

Bolaget gick igenom de fyra områdena där tekniken appliceras och dessa är:

- **Larm i realtid:** Genom att applicera Irisitys algoritmer kan olika former av aktivitet som t.ex. intrång eller vandalism. Bolaget har här vunnit flertalet avtal inom kollektivtrafik och järnvägsindustrin då Irisitys algoritmer möjliggör realtidslarm vid t.ex. spårbedrädd.
- **Ferensisk undersökning:** Irisity kan applicera sina applikationer i efterhand för att spåra misstänkt beteende eller utvärdera en incident.
- **Alarm filterning:** Irisitys mjukvara kan appliceras som ett filter på befintliga äldre kameror och algoritmer. Genom denna funktion kan falsklarm signifikant reduceras. Bolaget bedömer att mjukvaran kan reducera 95% av alla falsklarm. Irisity är här partner med det amerikanska bolaget Arial Immix som är ledande inom denna nisch.
- **Kommersiell analys/analys av beteende:** Vi bedömer att det finns stora möjligheter för Irisitys algoritmer i ett kommersiellt syfte då den kan användas för att spåra olika former av aktiviteter. Ett område där Irisity är i framkant är att upptäcka och förebygga vandalism och andra brott. Genom att kartlägga och larma för misstänkt beteende kan Irisity underlätta säkerhetsuppdrag på t.ex. offentliga platser.

Dessa fyra kan kombineras på ett och samma område. Ett exempel är att vid en tågstation kan Irisity övervaka spåret för olovligt tillträde och samtidigt som kameror kan förvarna för ev. skadegörelse eller brott. Då algoritmerna främst finns till att skydda områden och upptäcka skadligt beteende är videoströmmarna helt anonymiserade vilket minskar tillstånden som krävs för kameror.

Ytterligare en intressant aspekt som presenterades var den satsning som görs på embedded lösningar. Teknologin möjliggör att all analys kan göras i kameran istället för att kameran är uppkopplad och analysen sker i molnet. Detta gör att Irisity kan sälja till kunder som inte har möjlighet till en tillförlitlig uppkoppling eller har kapacitet att bygga egna servrar att köra analysen på. Detta gör att fler marknader kan nås och att time-to-market blir kortare. I dagsläget samarbetar Irisity med Axis och Mobotix inom detta område. De kameror som har möjlighet att köra Irisitys algoritmer embedded släpptes sent under 2021 och vi bedömer att denna försäljningskanal har drabbats hårt av de störningar vi i dagsläget ser i ekosystemet men, vi ser en stor potential i försäljningskanalen framöver.

## Estimatförändringar

Givet det osäkra läget i omvärlden sänker vi våra intäktsestimat med i snitt 35% under prognosperioden. Vi har förankrat våra estimat i den kommersialiseringsplan som presenterades på bolagets kapitalmarknadsdag där vi räknar med att ca 65% av nuvarande pipeline ska realiseras inom 2 år. Vi bedömer att volatiliteten i intäkterna kommer att sjunka de kommande åren då bolaget har givit starka incitament till säljkåren att öka andelen återkommande intäkter.

Givet att den konsoliderade kostnadsbasen har visat sig vara väsentligt lägre än våra estimat sänker vi våra EBITDA estimat med i snitt 30% under prognosperioden.

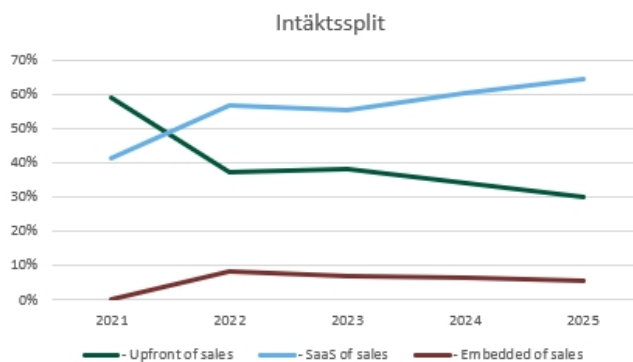
Vi bedömer att bolaget nu har en tydlig tillväxtplan de kommande åren, något som tidigare varit svårbedömt sedan Agent VI-förvärvet och när våra estimat endast kunde baseras på antaganden av adresserbar marknad och potentiellt genomslag av nya typer av kameror.

## Estimatförändringar

	2022	2023	2024
Δ Sales	-31,3%	-32,9%	-39,7%
Δ EBITDA	-42%	-25%	-25%
Sales	-79,5	-147,1	-254,9
EBITDA	-19,9	-32,5	-49,6

Källa: EPB

## Nuvarande estimat

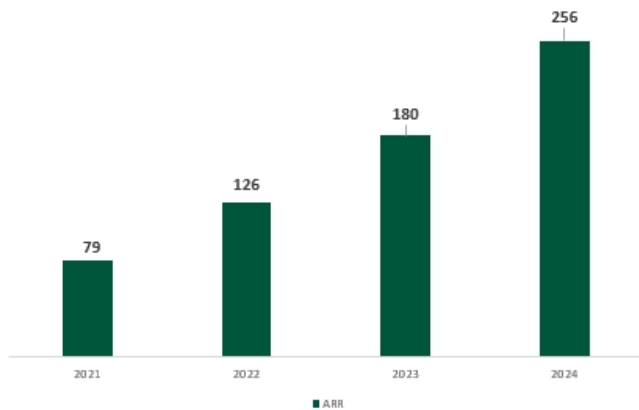


Källa: EPB



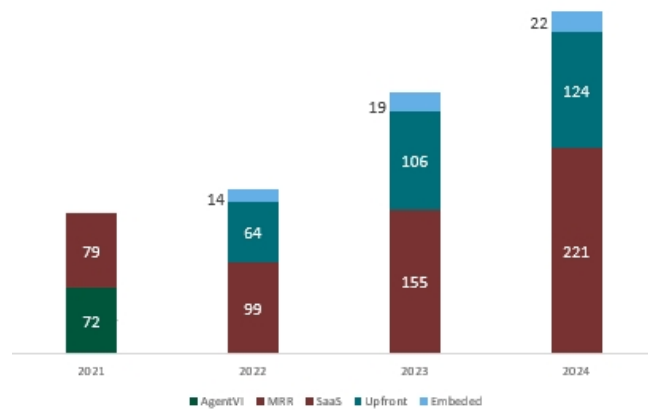
## Irisity i grafer

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



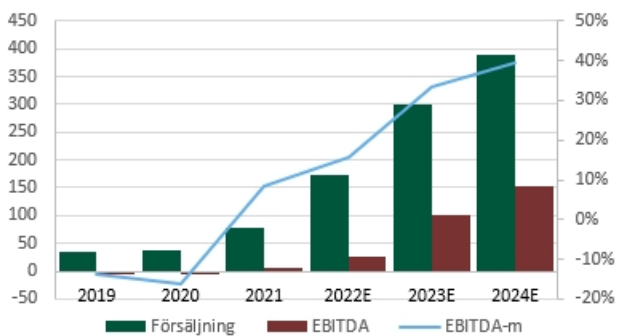
Källa: EPB

Intäktsbrygga under prognosperioden (mkr)



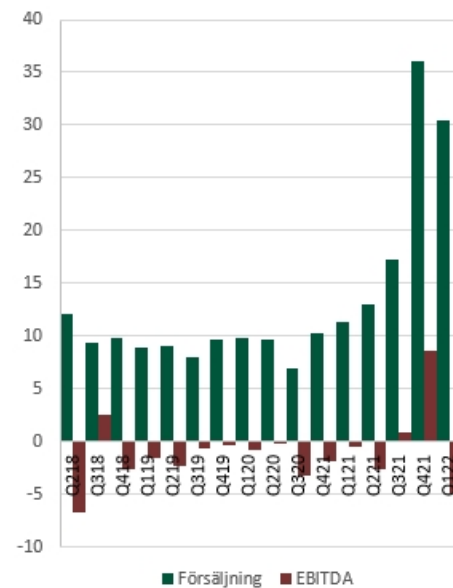
Källa: EPB

Försäljning och EBIT (y/y), mkr



Källa: EPB

Försäljning och EBIT (q/q), mkr



Källa: EPB

## 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
Admicom	2 772	2 586	9,89x	8,1x	7,02x	21,2x	17,6x	15,4x	23,8x	18,1x	16,4x	32,3x	23,9x	21,4x
Fortnox	28 079	28 146	27,79x	22,0x	16,56x	65,4x	47,7x	34,3x	84,4x	59,6x	40,8x	107,3x	79,4x	54,2x
Vitec Software Group	17 194	17 621	10,71x	9,7x	8,65x	28,3x	25,2x	21,8x	54,4x	47,3x	39,5x	75,0x	48,4x	41,7x
SimCorp A/S	29 411	28 555	5,48x	5,0x	4,60x	18,5x	18,5x	16,6x	20,6x	20,6x	17,9x	24,9x	26,5x	23,5x
Lime Technologies	3 794	3 973	9,28x	8,3x	7,14x	31,6x	26,2x	22,2x	52,2x	41,9x	33,4x	68,0x	42,7x	34,2x
Kahoot	12 665	10 887	36,63x	7,2x	5,28x	-	42,3x	18,5x	-	68,2x	21,6x	-	173,5x	33,9x
Twilio	186 230	149 434	4,72x	3,8x	2,95x	-	62,3x	39,1x	-	(276,1x)	239,6x	(19,0x)	-	542,3x
Adobe	1 876 055	1 875 715	11,69x	10,6x	9,20x	27,8x	21,4x	18,8x	31,8x	23,6x	20,4x	39,6x	29,3x	24,9x
HubSpot	158 514	154 285	10,94x	9,0x	7,03x	-	72,3x	51,5x	-	101,0x	70,2x	(245,3x)	138,4x	100,8x
Salesforce	1 578 671	1 614 412	6,13x	5,1x	4,30x	30,6x	17,1x	14,6x	290,4x	25,4x	20,3x	106,3x	34,4x	27,7x
Upsales Technology	848	783	7,76x	6,2x	4,61x	41,8x	29,0x	16,7x	65,2x	29,1x	16,8x	88,8x	56,0x	29,8x
SignUp Software	1 892	1 874	10,05x	7,4x	5,95x	56,4x	66,3x	35,5x	65,1x	118,9x	46,4x	-	194,7x	67,6x
Checkin.com Group	1 025	965	24,84x	12,5x	6,39x	-	(9653,8x)	31,7x	-	(79,1x)	67,0x	(165,1x)	-	88,3x
Irisity	933	862	9,40x	4,2x	2,40x	-	26,6x	7,3x	-	n.m	41,60x	-	-	-
<b>Mean</b>			<b>15,2x</b>	<b>8,7x</b>	<b>6,8x</b>	<b>35,7x</b>	<b>(654,7x)</b>	<b>25,4x</b>	<b>76,4x</b>	<b>19,0x</b>	<b>48,0x</b>	<b>10,3x</b>	<b>85,1x</b>	<b>80,3x</b>
<b>Median</b>			<b>10,0x</b>	<b>7,8x</b>	<b>6,2x</b>	<b>30,6x</b>	<b>26,4x</b>	<b>20,3x</b>	<b>54,4x</b>	<b>29,1x</b>	<b>36,4x</b>	<b>39,6x</b>	<b>48,4x</b>	<b>34,2x</b>
<b>Irisity vs Peers</b>			-6%	-46%	-61%	n.m	1%	-64%		n.m	14%	n.m	n.m	n.m

Margins	Gross Income			EBITDA			EBIT			Net Income		
	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023
Kahoot	-	93,2%	90,9%	-	17,1%	28,5%	-	10,6%	24,4%	-	1,4%	16,2%
Admicom	52,2%	94,2%	94,1%	47,7%	46,1%	45,7%	41,7%	44,7%	42,9%	32,4%	29,9%	31,4%
Fortnox	32,9%	92,8%	92,0%	42,5%	46,0%	48,2%	32,9%	36,9%	40,6%	25,8%	27,0%	30,4%
Vitec Software Group	19,7%	97,8%	90,5%	37,8%	38,5%	39,8%	19,7%	20,5%	21,9%	13,9%	14,6%	16,0%
SimCorp A/S	60,3%	58,8%	58,1%	29,6%	26,8%	27,6%	26,5%	24,1%	25,6%	22,2%	18,9%	19,6%
Lime Technologies	20,8%	-	-	29,3%	31,6%	32,2%	17,8%	19,8%	21,4%	13,0%	14,6%	16,2%
Twilio	46,1%	52,6%	53,5%	-19,4%	6,1%	7,6%	-29,5%	-1,4%	1,2%	-30,9%	-2,0%	0,7%
Adobe	87,0%	89,4%	89,6%	41,9%	49,5%	49,0%	36,7%	44,8%	45,2%	29,9%	36,0%	36,7%
HubSpot	80,4%	81,5%	82,1%	-0,3%	12,4%	13,6%	-3,6%	8,9%	10,0%	-4,5%	7,2%	8,1%
Salesforce	65,6%	78,3%	78,6%	19,6%	29,6%	29,5%	2,1%	20,0%	21,2%	5,5%	14,8%	16,1%
Dropbox	79,7%	81,1%	81,0%	22,3%	36,2%	36,8%	15,2%	29,3%	29,8%	16,7%	24,6%	25,3%
Upsales Technology	11,9%	-	-	18,6%	21,3%	27,6%	11,9%	21,2%	27,4%	9,5%	12,2%	17,1%
SignUp Software	1 892	1 874	100,5%	744%	595%	-	-	-	-	-	-	-
Checkin.com Group	1 025	965	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Irisity	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Mean</b>	<b>117,5%</b>	<b>137,5%</b>	<b>123,9%</b>	<b>23,1%</b>	<b>29,0%</b>	<b>32,2%</b>	<b>11,5%</b>	<b>18,6%</b>	<b>24,4%</b>	<b>12,1%</b>	<b>16,6%</b>	<b>19,5%</b>
<b>Median</b>	<b>56,2%</b>	<b>89,4%</b>	<b>89,6%</b>	<b>29,3%</b>	<b>30,6%</b>	<b>30,8%</b>	<b>17,8%</b>	<b>20,8%</b>	<b>25,0%</b>	<b>13,9%</b>	<b>14,7%</b>	<b>16,6%</b>

Growth	Sales			EBITDA			EBIT			Net Income		
	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023
Kahoot	-	81,1%	36,8%	0,0%	56,8%	128,1%	0,0%	642,7%	215,5%	0,0%	-31,2%	1475,9%
Admicom	13,4%	22,1%	15,1%	19,0%	17,6%	14,3%	19,8%	18,3%	10,3%	20,2%	12,3%	20,9%
Fortnox	38,4%	37,4%	32,7%	31,0%	46,5%	39,1%	29,2%	47,3%	46,0%	24,4%	43,6%	49,3%
Vitec Software Group	19,9%	15,7%	12,1%	24,1%	21,4%	15,9%	26,4%	25,0%	19,7%	27,8%	27,9%	22,9%
SimCorp A/S	8,6%	10,4%	7,9%	0,7%	-0,8%	11,5%	1,2%	-0,2%	14,6%	15,6%	-5,8%	12,0%
Lime Technologies	23,0%	18,6%	16,2%	11,3%	14,0%	18,2%	-10,1%	27,4%	25,4%	-14,5%	23,9%	28,4%
Twilio	57,4%	36,3%	29,2%	70,4%	-9,1%	59,5%	60,5%	n.m	n.m	60,1%	n.m	n.m
Adobe	17,8%	13,1%	14,8%	22,2%	9,7%	13,7%	24,1%	10,1%	15,8%	-13,3%	7,0%	17,0%
HubSpot	46,6%	32,7%	27,5%	-63,9%	31,5%	40,3%	-0,4%	30,4%	43,9%	-29,2%	33,9%	44,8%
Salesforce	24,7%	21,0%	17,9%	5,0%	15,0%	17,6%	-42,3%	29,4%	24,9%	-67,5%	2,0%	28,3%
Dropbox	12,1%	7,8%	7,4%	59,3%	5,4%	9,4%	117,5%	5,2%	9,4%	-248,3%	-6,1%	10,5%
Upsales Technology	29,2%	36,6%	33,9%	-15,0%	36,4%	74,1%	-7,8%	35,9%	73,2%	-1,2%	59,8%	87,1%
SignUp Software	-	33,4%	25,0%	-1,5%	-16,9%	86,8%	-3,6%	-29,5%	156,3%	3,4%	-35,5%	188,0%
Checkin.com Group	-	98,2%	95,8%	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Pexip Holding	18,7%	19,9%	18,6%	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m
Irisity	110,2%	228,2%	76,2%	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m
<b>Mean</b>	<b>32,3%</b>	<b>44,5%</b>	<b>29,2%</b>	<b>12,5%</b>	<b>17,5%</b>	<b>40,6%</b>	<b>16,5%</b>	<b>70,2%</b>	<b>54,6%</b>	<b>-17,1%</b>	<b>11,0%</b>	<b>165,4%</b>
<b>Median</b>	<b>21,4%</b>	<b>22,1%</b>	<b>18,6%</b>	<b>11,3%</b>	<b>15,0%</b>	<b>18,2%</b>	<b>1,2%</b>	<b>26,2%</b>	<b>25,1%</b>	<b>0,0%</b>	<b>9,7%</b>	<b>28,4%</b>

Källa: Factset

## 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)	714		Risk free nominal rate	2,0%		<b>Long-term growth rate</b>												
PV of terminal value (perpetuity formula)	88		Risk premium	17,0%														
<b>Enterprise value</b>	<b>802</b>		Extra risk premium	3,0%		<b>Long-term EBIT margin</b>												
Latest net debt	-55		Beta	1,0														
Minority interests & other	0		Cost of equity	22,0%		<b>WACC</b>												
<b>Equity value</b>	<b>857</b>		Cost of debt (pre-tax)	3,0%														
No. of shares outstanding (millions)	38		Tax rate	22%		<b>WACC</b>												
<b>Equity value per share (SEK)</b>	<b>22</b>		Target debt/(debt + equity)	0%														
<b>Implicit WACC</b>	<b>22,0%</b>		<b>Terminal value assumptions</b>			<b>WACC</b>												
<b>Implicit multipl.</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	Long term growth rate	2,0%													
EV/Sales	10,4	4,8	2,7	Long term EBIT margin	30,0%		<b>Long-term growth rate</b>											
EY/EBITDA	125,1	29,5	8,0	Depreciation (% of sales)	2,0%													
EY/EBIT	-31,1	-12,2	46,1	Capex (% of sales)	2,0%		<b>WACC</b>											
EY/NOPLAT	-39,9	-15,7	59,1	Working cap. (% of sales)	2,5%													
P/E				Tax rate	22%		<b>WACC</b>											
ROIC/WACC																		
Current Share price	52,4						<b>Long-term EBIT margin</b>											
DCF (SEK/m) 2022-05-23																		
DCF (SEK/m)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	Terminal 2034		
Sales	35	37	77	174	300	388	477	556	612	636	658	680	699	718	734	749		
EBITDA	-5	-6	6	27	100	152	187	217	239	247	248	249	248	246	243	240		
- Depreciation	-12	-13	-32	-93	-82	-75	-81	-82	-76	-64	-57	-50	-42	-34	-25	-15		
= EBIT	-17	-19	-26	-66	17	78	106	136	163	183	191	198	206	212	219	225		
- Tax on EBIT	4	4	6	14	-4	-17	-23	-30	-36	-40	-42	-44	-45	-47	-48	-49		
= NOPLAT	-13	-15	-20	-51	14	61	83	106	127	143	149	155	160	166	171	175		
+ Depreciation	12	13	32	93	82	75	81	82	76	64	57	50	42	34	25	15		
= Gross cash flow	-1	-2	12	42	96	135	164	187	203	207	206	205	203	199	195	190		
- Capex	27	47	124	0	0	0	-1	-2	-3	-5	-6	-8	-10	-11	-13	-15		
- Increase (+/decrease) in WC	3	-4	-18	-18	-9	-13	-3	-3	-2	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1		
= Free cash flow from operations	29	41	118	24	87	122	160	183	198	201	199	196	192	187	182	175		
PV of cash flow			130	22	64	74	79	74	66	55	45	36	29	23	18	88		
% of Enterprise value			16%	3%	8%	9%	10%	9%	8%	7%	6%	4%	4%	3%	2%	11%		
Accumulated % of Enterprise value			16%	19%	27%	36%	46%	55%	63%	70%	76%	80%	84%	87%	89%	100%		
<b>Key figures</b>																		
Sales growth	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034		
EBITDA margin	3,9%	110,2%	125,4%	72,1%	29,3%	22,8%	18,6%	10,2%	3,8%	3,5%	3,2%	2,9%	2,8%	2,3%	2,0%			
EBITDA growth	-16%	8%	16%	33%	39,3%	39,2%	39,1%	39,0%	38,9%	37,7%	36,6%	35,4%	34,3%	33,1%	32,0%			
EBIT margin	23%	-208%	325%	266%	52,9%	22,8%	16,2%	9,9%	3,5%	0,5%	0,1%	-0,3%	-0,7%	-1,1%	-1,5%			
EBIT growth	-52%	-33%	-38%	6%	20,0%	22,2%	24,4%	26,6%	28,8%	29,0%	29,2%	29,4%	29,6%	29,8%	30,0%			
Depreciation (% of sales)	36,3%	41,7%	53,2%	27,5%	19,2%	17,0%	14,7%	12,4%	10,1%	8,7%	7,4%	6,0%	4,7%	3,3%	2,0%			
Capex (% of sales)	-126,8%	-160,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,2%	0,4%	0,5%	0,7%	0,8%	1,2%	1,4%	1,6%	1,8%	2,0%			
Capex (% of depreciation)	-350%	-384%	0%	0%	0%	1%	2%	4%	7%	11%	16%	23%	34%	53%	100%			

Källa: EPB

## Resultaträkning

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
Intäkter	35,3	45,4	35,4	36,8	77,3	174,2	299,8	387,7	480,0
Aktiveringar			16,3	12,7	15,8	19,0	20,0	20,0	20,0
Kostnad sålda varor	-7,9	-9,3	-13,1	-14,8	-21,7	-34,2	-48,9	-62,5	-92,0
Bruttovinst	<b>27,4</b>	<b>36,1</b>	<b>38,6</b>	<b>34,7</b>	<b>71,3</b>	<b>159,0</b>	<b>250,9</b>	<b>325,2</b>	<b>388,0</b>
Personalkostnader	-18,2	-25,8	-28,5	-31,6	-49,6	-94,8	-107,2	-124,7	-140,0
Övriga kostnader	-8,5	-18,2	-15,0	-9,1	-15,3	-36,9	-44,0	-48,0	-60,0
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>27,2</b>	<b>99,7</b>	<b>152,5</b>	<b>188,0</b>
Avskrivningar	-3,7	-5,6	-11,8	-13,3	-32,2	-92,8	-82,3	-74,9	-68,4
<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>-65,5</b>	<b>17,4</b>	<b>77,6</b>	<b>119,7</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>-65,5</b>	<b>17,4</b>	<b>77,6</b>	<b>119,7</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>-65,5</b>	<b>17,4</b>	<b>77,6</b>	<b>119,7</b>
Skatter	0,1	0,0	-0,4	0,0	2,5	17,4	-3,6	-16,0	-24,7
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>-48,1</b>	<b>13,8</b>	<b>61,6</b>	<b>95,0</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>-48,1</b>	<b>13,8</b>	<b>61,6</b>	<b>95,0</b>

Källa: EPB

## Balansräkning

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
<b>TILLGÅNGAR</b>									
Övriga immateriella tillgångar	12	25	59	59	425	680	617	562	514
Materiella anläggningstillgångar	7	8	5	2	314	3	3	3	3
Räntebärande anläggningstillgångar	0	0	0	0	34	34	34	34	34
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>772,4</b>	<b>717</b>	<b>655</b>	<b>600</b>	<b>551</b>
Varulager	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kundfordringar	8	9	6	8	40	49	66	86	104
Övriga omsättningstillgångar	37	3	2	4	15	23	23	23	23
Likvida medel	6	32	40	65	71	47	114	217	349
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>51</b>	<b>44</b>	<b>48</b>	<b>77</b>	<b>126,7</b>	<b>119</b>	<b>202</b>	<b>326</b>	<b>476</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>70</b>	<b>77</b>	<b>112</b>	<b>138</b>	<b>899</b>	<b>836</b>	<b>857</b>	<b>926</b>	<b>1 027</b>

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
<b>Eget Kapital och skulder</b>									
Eget Kapital	0	0	0	118	762	702	715	777	872
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>702</b>	<b>715</b>	<b>777</b>	<b>872</b>
Långfristiga finansiella skulder	8	6	3	1	9	14	14	14	14
Pensionsavsättningar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Uppskjutna skatteskulder	0	0	0	0	77	70	70	70	70
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>84</b>	<b>84</b>	<b>84</b>	<b>84</b>
Kortfristiga finansiella skulder	6	5	3	1	1	1	1	1	1
Leverantörsskulder	4	4	4	4	12	17	25	32	38
Skatteskulder	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga Kortfristiga skulder	16	14	14	14	38	33	33	33	33
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>25</b>	<b>24</b>	<b>22</b>	<b>19</b>	<b>52</b>	<b>51</b>	<b>58</b>	<b>66</b>	<b>72</b>
<b>Summa Eget Kapital och skulder</b>	<b>69</b>	<b>77</b>	<b>112</b>	<b>138</b>	<b>899</b>	<b>836</b>	<b>857</b>	<b>926</b>	<b>1 027</b>

Källa: EPB

## Kassaflödesanalys

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoresultat Rapporterat	-3,5	-14,3	-17,6	-19,6	-23,9	-48,1	13,8	61,6	95,0
Icke kassaflödespåverkande poster	-2,9	5,6	12,7	12,6	14,4	60,0	82,2	74,9	68,4
Förändringar i rörelsekapital	2,1	1,7	2,7	-4,2	-17,9	-17,5	-9,1	-13,5	-11,2
<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>-5,6</b>	<b>86,9</b>	<b>123,0</b>	<b>152,2</b>
Investeringar	-11,3	-20,4	-17,7	-10,0	-90,2	-19,2	-20,0	-20,0	-20,0
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>-25</b>	<b>67</b>	<b>103</b>	<b>132</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>-24,8</b>	<b>66,9</b>	<b>103,0</b>	<b>132,2</b>
Icke kassaflödespåverkande poster									
<b>Nettoskuld (just)</b>	<b>8</b>	<b>-21</b>	<b>-34</b>	<b>-63</b>	<b>-62</b>	<b>-32</b>	<b>-99</b>	<b>-202</b>	<b>-334</b>

Källa: EPB

## Nyckeltal

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
EPS, rapporterad	-0,26	-0,81	-0,96	-0,51	-0,62	-1,25	0,36	1,61	1,61
EPS Justerad	-0,26	-0,39	-0,96	-0,57	-0,06	2,78	7,01	1,61	1,61
FCF/aktie	-0,41	-0,71	-0,52	-0,55	-3,07	-0,65	1,74	2,69	3,45
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	18,29	18,65	20,26	22,73
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

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
P/E, justerat	-86,9	-28,4	-24,0	-45,0	-36,9	-18,3	63,9	14,3	14,3
P/EK	24,2	18,8	10,1	7,5	1,2	1,3	1,2	1,1	1,0
P/FCF	-56,3	-32,2	-44,2	-41,8	-7,5	-35,6	13,2	8,6	6,7
Direktavkastning	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Utdelningsandel, justerad	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
EV/Sales	23,4	18,2	23,4	22,5	12,1	5,4	3,1	2,4	2,0
EV/EBITDA	1136,5	-103,3	-170,7	-139,2	146,2	34,4	9,4	6,1	5,0
EV/EBIT	-281,2	-60,8	-49,7	-42,9	-36,3	-14,3	53,9	12,1	7,8
EV, årets slut	937,2	937,2	937,2	937,2	937,2	937,2	937,2	937,2	937,2

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2022E
Omsättningstillväxt	29%	-22%	4%	110%	125%	72%	29%	24%
EBIT, tillväxt	32%	23%	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf	154%
EPS just, tillväxt	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf	152%	41%	54%
EBITDA-marginal	-18%	-9%	-7%	8%	16%	33%	39%	39%
EBIT-marginal	-30%	-47%	-52%	-33%	-38%	6%	20%	25%
Skattesats	0%	1%	21%	21%	21%	21%	21%	21%

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2022E	2022E
ROE	nmf	nmf	nmf	nmf	-3%	-7%	2%	8%	11%
ROCE	nmf	nmf	nmf	nmf	-3%	-8%	2%	9%	13%

Källa: EPB

## Kvartalsvis data

Resultaträkning																	
	Q118	Q218	Q318	Q418	Q119	Q219	Q319	Q419	Q120	Q220	Q320	Q420	Q121	Q221	Q321	Q421	Q122
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	30,4
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	5,1	4,0
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	-6,9
<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>	<b>27,5</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	-24,4
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	-7,9
<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>	<b>-4,8</b>
Depreciation/amortisation	-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	-25,5
Impairments																	
<b>EBIT (Reported)</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>	<b>-30,4</b>
Adjustments	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	0,0
<b>adj. (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>	<b>-30,4</b>
Financial income	-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	0,0
Financial expenses	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	-0,1
<b>Profit before tax</b>	<b>-2,8</b>	<b>-8,2</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>	<b>-30,4</b>
Tax	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	2,5
Minority interests	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Net profit (reported)</b>	<b>-2,8</b>	<b>-8,2</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>-27,9</b>
<b>Net profit (adjusted)</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>	<b>-27,9</b>
Growth and margins																	
	Q118	Q218	Q318	Q418	Q119	Q219	Q319	Q419	Q120	Q220	Q320	Q420	Q121	Q221	Q321	Q421	Q122
Revenue, growth								-2%	9%	7%	-13%	7%	15%	35%	146%	248%	170%
EBIT, growth								na	na	na	na	na	na	na	na	na	na
Gross Margin				74%	74%	72%	74%	72%	64%	68%	48%	56%	72%	58%	59%	83%	77%
EBITDA-margin	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	5%	24%
EBIT-margin	na	na	14%	na	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	na

Källa: EPB

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 fondhandlarföreningens 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)