



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Teknik | Sverige | 17 Augusti 2022

Irisity

Organisk tillväxt accelererar

Stark tillväxt

Omsättningen i Q2'22 uppgick till 31,9 mkr vilket motsvarar en tillväxt om 144% y/y varav 60% var organisk, siffran visar att man hanterat de omvärldsfaktorer som störde i Q1. De drivande marknaderna bakom tillväxten är Mellanöstern och Sydostasien. MRR vid kvartalets slut uppgick till 5,5 mkr vilket motsvarar en ökning med 83% y/y. MRR tyngs dock tillfälligt av att bolaget på den svenska marknaden genomgår en granskning av IMY.

Justerar ned MRR estimat

Givet den churn vi har sett i kvartalet på MRR sänker vi våra försäljningsestimat med ca 18% under 2022-2024. Vid ett positivt utlåtande av IMY (Integrationsskyddsmyndigheten) kan denna försäljning återläggas i våra estimat. Då vi justerar ned våra försäljningsestimat minskar EBITDA estimaten med i snitt 34 mkr per år. Canon, ägare av Axis väntas växa sin IP-kamera försäljning med 15% i år och ha en intjäning om USD 2bn.

Justering av motiverat värde

Vi sänker vårt motiverade värde till 50-52 kr från tidigare 60-63 kr. Vi anser att bolaget handlas till en attraktiv värdering jämfört med många svenska noterade mjukvarubolag. Bolaget handlas i dagsläget på en implicit WACC strax under 25%.

Estimatändring (kr)				Prognos (kr)				Värde och risk	
	Nu	Förr		21	22e	23e	24e	Motiverat värde	50.0 - 52.0
EBITDA, mkr 22e	10.7	27.2	-60.8%	Omsättning, mkr	77	147	242	Aktiekurs	SEK17.0
EBITDA, mkr 23e	59.1	99.7	-40.8%	Tillväxt	110%	90%	65%	Riskenivå	Medium
EBITDA, mkr 24e	105.6	152.5	-30.8%	EBITDA, mkr	6.4	10.7	59		
				EBIT, mkr	(22)	(92)	(31)		
				EK/aktie	19.9	19.8	19.1		
				Utdelning/aktie	0.0	0.0	0.0		
				EBIT-marginal	(29.0)%	(62.4)%	(12.8)%		
				ROE (%)	(3.1)%	(9.1)%	(3.4)%		
				ROCE	(3.0)%	(10.9)%	(3.8)%		
				EV/Sales	8.0x	4.2x	2.6x		
				EV/EBITDA	97.2x	58.3x	10.5x		
				EV/EBIT	(27.7)x	(6.8)x	(20.1)x		
				P/EK	0.9x	0.9x	0.9x		
				Direktavkastning	0.0%	0.0%	0.0%		
				FCF yield	(3.2)%	(18.0)%	(6.8)%		
				Nettosk./EBITDA	(4.7)g	(1.6)g	(0.8)g	(1.0)g	

Kommande händelser	
Q3'22 Rapport	11/11/2022

Bolagsfakta (mkr)	
Antal aktier	38m
Börsvärde	652
Nettoskuld	(30)
EV	622
Free float	79%
Daglig handelsvolym, snitt	73(k)
Reuters/Bloomberg	IRIS.ST/IRIS.SS

Kursutveckling 12 mån	
IRIS B	OMX

Analytiker	
rikard.engberg@penser.se	



Sammanfattning

Organisk tillväxt accelererar

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 VMS system på marknaden, Mobotix, Intel och Genetec. Bolaget samarbetar även med de ledande bevakningsbolagen G4S och Securitas. 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 kanalpartners 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 ca 25%. Vi bedömer att i rådande marknadsläge passar en relativvärdering bättre. Vi har valt att titta på en EV/EBITDA multipel 2023-2025. Vägs dessa tillsammans med en rabatt om ca 15% för att ta hänsyn till osäkerheten i leverantörsled samt IMYs beslut får vi ett nytt



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Teknik | Sverige | 17 Augusti 2022

Sammanfattning

Organisk tillväxt accelererar

motiverat värde om 50-52 kr. Beaktas EV/sales är rabatten högre vilket förklaras med att Irisity är ett tidigare kommersiellt stadium än många peers.

Kvartalet i detalj

Omsättningen i Q2'22 uppgick till 31,9 mkr vilket motsvarar en tillväxt om 144% y/y varav 60% var organisk. De drivande marknaderna bakom tillväxten är Mellanöstern och Sydostasien. I Europa och Amerika fortsätter bolaget att stärka sin pipeline. Vi ser tillväxten som stark givet de utmaningar som finns i leverantörsled.

MRR vid kvartalets slut uppgick till 5,5 mkr vilket motsvarar en ökning med 83% y/y. MRR tyngs dock tillfälligt av att bolaget på den svenska marknaden genomgår en granskning av IMY (Integrationsskyddsmyndigheten). Myndigheten utvärderar om Irisitys anonymitetsalgoritmer gör att bolagets kameror inte är tillståndsskyldiga på offentliga platser. Tidigare har länsstyrelsen i Västra Götalands län bedömt fallet vara så, och bolaget och vi bedömer att IMY kommer att ge ett positivt utlåtande. Detta har emellertid påverkat bolagets försäljning på den svenska marknaden negativt då kommuner har stoppat utrullningar samt även i vissa fall sagt upp avtal. Utredningen skulle ha varit klar i oktober förra året och bolaget väntar fortfarande på svar. Vid ett negativt utlåtande riskerar bolaget ett vite eller en erinran. Vi bedömer att vid ett positivt utlåtande, kommer MRR stiga som en följd av detta. Trots den churn bolaget ser på den svenska marknaden lyckas man delvis kompensera för bortfallet med en stark internationell tillväxt.

EBITDA uppgick till 1,2 mkr. Bolaget fortsätter att stärka bruttomarginalen som uppgick till 83,4%. Vi bedömer att bolagets kostnadsmassa nu är på en stabil nivå. Bolaget tyngs av avskrivningar kopplade till goodwill vilket gör att EBIT uppgick till -27,2 mkr. Bolaget utvärderar ett eventuellt byte till IFRS vilket eliminerar goodwill avskrivningar.

Kassaflödet från den löpande verksamheten uppgick till -19,2 mkr och tyngs av en sen fordran på US Department of Treasury om USD 1,3m, vilket motsvarar ca 13 mkr.

Sammanfattningsvis ser vi ett starkt kvartal där bolaget lyckas kompensera intäktsbortfall i Sverige med att växa globalt. Vi bedömer att det finns uppsida i våra estimat, då det fortfarande finns utmaningar i leverantörsled för Irisitys slutkunder. Skulle dessa börja släppa, ser vi en ytterligare acceleration av tillväxten som möjlig.

Estimatförändringar

Då bolaget kortsiktigt har sett en churn av MRR sänker vi våra intäktsestimat med i snitt 18% kommande år. Vi bedömer att den churn bolaget sett i Q2 kommer reverseras till slutet av året.

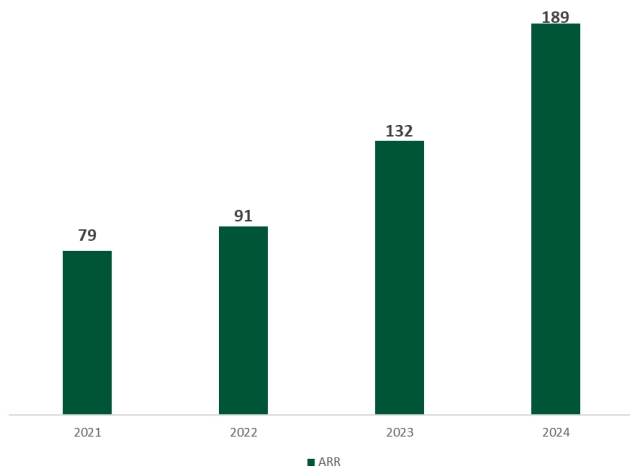
Estimatförändringar

	2022	2023	2024
Δ Sales	-15,6%	-19,3%	-19,1%
Δ EBITDA	-61%	-41%	-31%
Sales	-27,2	-57,7	-74,0
EBITDA	-16,6	-40,6	-46,9

Källa: EPB

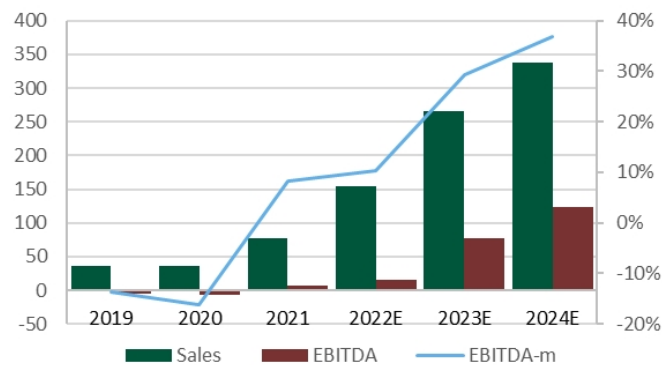
Irisity i grafer

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



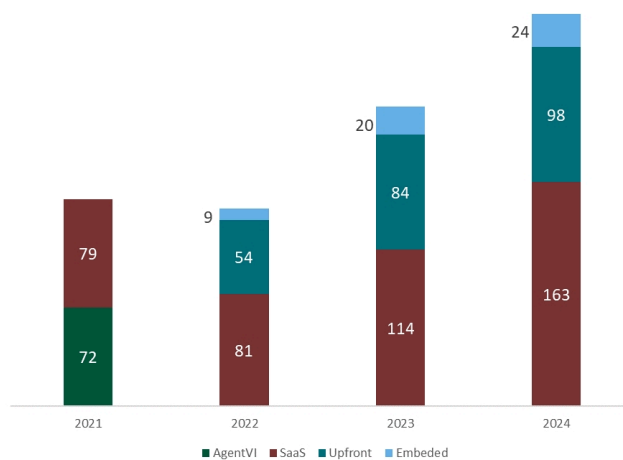
Källa: EPB

Försäljning och EBIT (y/y), mkr



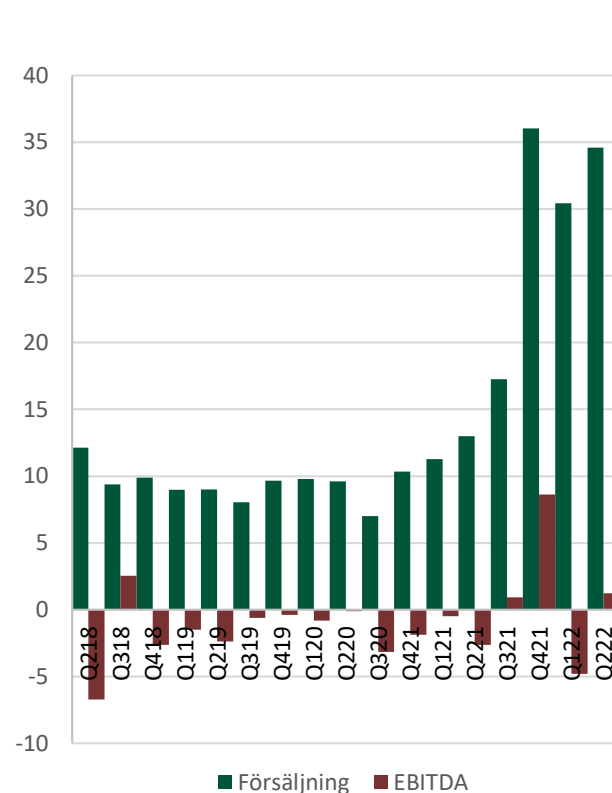
Källa: EPB

Intäktsbrygga under prognosperioden (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	3 252	3 281	11,13x	9,8x	8,52x	23,5x	21,2x	18,4x	27,7x	26,0x	22,3x	35,7x	34,4x	28,7x
Fortnox	36 499	36 566	36,11x	28,7x	21,59x	85,0x	62,6x	45,7x	109,6x	78,9x	54,3x	139,4x	102,2x	70,0x
Vitec Software Group	15 429	16 077	9,47x	8,4x	7,33x	25,9x	23,5x	19,3x	51,5x	45,6x	36,7x	70,9x	44,1x	35,8x
SimCorp A/S	29 009	28 325	5,38x	4,9x	4,61x	19,5x	20,4x	17,6x	21,9x	22,6x	18,4x	26,1x	28,6x	23,4x
Lime Technologies	4 051	4 252	9,47x	8,8x	7,59x	32,9x	27,9x	23,7x	53,2x	47,3x	37,1x	67,2x	45,5x	35,9x
Kahoot	13 872	13 191	13,04x	8,5x	6,61x	118,8x	44,7x	24,6x	-	73,9x	25,2x	17780,0x	137,5x	44,3x
Twilio	165 193	133 071	3,79x	3,3x	2,60x	-	62,5x	34,5x	-	(157,3x)	265,9x	(14,9x)	-	1358,9x
Adobe	2 177 083	2 170 812	12,65x	11,9x	10,44x	30,5x	24,0x	21,2x	35,0x	26,6x	23,0x	44,0x	33,4x	28,5x
HubSpot	192 435	187 313	11,90x	10,7x	8,65x	-	90,1x	65,9x	-	126,4x	88,1x	(193,0x)	169,8x	121,2x
Salesforce	1 960 768	1 969 308	6,84x	6,0x	5,10x	36,3x	19,3x	17,2x	876,6x	29,5x	23,9x	185,4x	40,2x	32,9x
Upsales Technology	1 314	1 287	11,58x	9,9x	7,39x	55,5x	42,9x	26,8x	77,7x	55,9x	33,9x	106,9x	71,8x	43,9x
SignUp Software	1 886	1 854	9,94x	7,3x	5,85x	55,7x	79,4x	34,7x	64,4x	172,2x	45,2x	-	254,4x	65,9x
Checkin.com Group	738	706	15,01x	9,2x	4,68x	-	n.m	23,1x	-	(57,9x)	49,0x	(69,5x)	-	63,6x
Irisity	682	652	5,68x	3,7x	2,17x	256,5x	24,0x	6,5x	-	(10,0x)	37,5x	(9,5x)	6,4x	2,5x
Mean			12,1x	9,7x	7,7x	54,8x	43,3x	28,4x	146,4x	40,3x	53,4x	2766,0x	91,6x	142,7x
Median			10,5x	8,6x	7,0x	36,3x	27,9x	23,4x	53,2x	37,5x	36,9x	44,0x	44,8x	39,9x
Irisity vs Peers			-46%	-57%	-69%	n.m	-14%	-72%		n.m	2%	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	34,1%	94,3%	94,3%	11,0%	19,0%	26,9%	-0,5%	11,5%	26,2%	-0,1%	-0,1%	12,2%
Admicom	50,5%	95,0%	96,2%	47,5%	46,4%	46,4%	40,2%	37,7%	38,3%	30,7%	28,0%	29,0%
Fortnox	32,9%	90,5%	90,3%	42,5%	45,9%	47,2%	32,9%	36,4%	39,7%	25,8%	27,4%	30,8%
Vitec Software Group	18,4%	100,2%	96,6%	36,6%	35,6%	37,9%	18,4%	18,4%	20,0%	13,0%	12,8%	14,6%
SimCorp A/S	59,3%	59,1%	58,5%	27,6%	24,3%	26,2%	24,6%	21,9%	25,1%	20,6%	17,3%	19,8%
Lime Technologies	20,8%	-	-	28,8%	31,6%	32,1%	17,8%	18,6%	20,5%	13,4%	14,1%	15,5%
Twilio	45,9%	51,4%	51,7%	-20,5%	5,3%	7,5%	-30,1%	-2,1%	1,0%	-31,2%	-3,0%	0,2%
Adobe	86,8%	89,5%	89,7%	41,4%	49,7%	49,2%	36,0%	44,9%	45,4%	29,4%	36,1%	36,6%
HubSpot	80,8%	82,3%	83,0%	-2,4%	11,9%	13,1%	-5,7%	8,5%	9,8%	-6,3%	6,9%	7,9%
Salesforce	65,0%	78,1%	78,2%	18,5%	31,2%	29,6%	0,8%	20,4%	21,3%	3,6%	15,2%	16,4%
Dropbox	80,2%	81,5%	81,0%	22,3%	36,8%	36,9%	15,2%	30,0%	30,1%	15,2%	24,1%	24,5%
Upsales Technology	14,9%	-	-	20,9%	23,1%	27,6%	14,9%	17,7%	21,8%	11,1%	14,0%	17,5%
SignUp Software	993,9%	734,7%	584,9%	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Checkin.com Group	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Irisity	-66,9%	91,3%	83,7%	2,2%	16,0%	33,0%	-66,9%	-38,0%	6,0%	-	-	-
Mean	108,3%	137,3%	124,0%	21,3%	29,0%	31,8%	7,5%	17,4%	23,5%	10,4%	16,1%	18,7%
Median	50,5%	89,5%	89,7%	24,9%	31,4%	30,9%	16,5%	19,5%	23,5%	13,2%	14,6%	16,9%

Growth	Sales			EBITDA			EBIT			Net Income		
	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023
Kahoot	-	79,6%	28,4%	-170,4%	72,8%	81,8%	-97,3%	699,5%	192,6%	-99,8%	nm	nm
Admicom	19,1%	27,7%	15,1%	18,3%	23,9%	15,3%	15,1%	4,3%	16,7%	13,1%	9,9%	19,1%
Fortnox	38,4%	36,6%	33,1%	25,6%	45,1%	37,0%	25,5%	44,6%	45,2%	20,9%	45,0%	49,2%
Vitec Software Group	17,2%	22,0%	14,5%	17,1%	18,6%	21,7%	13,2%	18,3%	24,3%	16,0%	18,4%	30,4%
SimCorp A/S	8,1%	9,6%	7,3%	-7,7%	-10,7%	15,8%	-8,1%	-10,2%	23,2%	5,0%	-14,6%	23,2%
Lime Technologies	22,7%	19,5%	16,0%	8,3%	14,8%	17,7%	-7,5%	20,7%	27,5%	-7,7%	20,2%	27,9%
Twilio	50,9%	36,1%	28,0%	64,0%	-21,0%	80,9%	52,2%	n.m	n.m	45,1%	n.m	n.m
Adobe	15,4%	11,9%	14,1%	15,7%	9,0%	13,1%	15,9%	9,2%	15,4%	-12,4%	6,1%	15,8%
HubSpot	42,3%	30,2%	24,0%	177,9%	23,8%	36,8%	60,0%	22,1%	43,5%	11,9%	26,5%	42,1%
Salesforce	25,0%	20,0%	17,7%	-1,8%	20,1%	11,9%	-80,6%	30,8%	23,1%	-57,4%	3,6%	27,3%
Dropbox	10,7%	7,2%	6,3%	32,9%	6,7%	6,6%	51,7%	7,4%	6,7%	-292,6%	-8,6%	8,3%
Upsales Technology	35,9%	39,8%	33,8%	9,8%	51,5%	60,0%	32,2%	16,2%	65,2%	31,4%	87,6%	67,0%
SignUp Software	-	33,5%	25,6%	-1,5%	-31,4%	129,2%	-3,6%	-51,8%	281,3%	3,4%	-50,8%	286,0%
Checkin.com Group	-	98,2%	95,8%	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Irisity	175,4%	125,4%	72,1%	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m
Mean	38,4%	39,8%	28,8%	14,5%	17,2%	40,6%	5,3%	67,6%	63,7%	-24,9%	13,0%	54,2%
Median	22,7%	28,9%	20,9%	15,7%	18,6%	21,7%	15,1%	17,2%	25,9%	5,0%	9,9%	27,9%

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.

Implicit WACC

DCF - GROWING FCF PERPETUIT FORMULA																																																
Valuation output			WACC assumptions			Sensitivity analysis																																										
Sum of PV of FCF (explicit period)		527	Risk free nominal rate		2,0%	Long-term growth rate																																										
PV of terminal value (perpetuity formula)		56	Risk premium		20,0%	<table border="1"> <thead> <tr> <th></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>15,0%</td> <td>26,0</td> <td>26,4</td> <td>26,9</td> <td>27,4</td> <td>27,9</td> </tr> <tr> <td>20,0%</td> <td>19,5</td> <td>19,6</td> <td>19,8</td> <td>20,0</td> <td>20,3</td> </tr> <tr> <td>25,0%</td> <td>15,8</td> <td>15,9</td> <td>16,0</td> <td>16,1</td> <td>16,2</td> </tr> <tr> <td>30,0%</td> <td>13,5</td> <td>13,5</td> <td>13,6</td> <td>13,6</td> <td>13,7</td> </tr> <tr> <td>35,0%</td> <td>11,9</td> <td>11,9</td> <td>12,0</td> <td>12,0</td> <td>12,0</td> </tr> </tbody> </table>								1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	15,0%	26,0	26,4	26,9	27,4	27,9	20,0%	19,5	19,6	19,8	20,0	20,3	25,0%	15,8	15,9	16,0	16,1	16,2	30,0%	13,5	13,5	13,6	13,6	13,7	35,0%	11,9	11,9	12,0	12,0	12,0
	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%																																											
15,0%	26,0	26,4	26,9	27,4	27,9																																											
20,0%	19,5	19,6	19,8	20,0	20,3																																											
25,0%	15,8	15,9	16,0	16,1	16,2																																											
30,0%	13,5	13,5	13,6	13,6	13,7																																											
35,0%	11,9	11,9	12,0	12,0	12,0																																											
Enterprise value		583	Extra risk premium		3,0%	Long-term EBIT margin																																										
Less: net debt		-30	Beta		1,0	<table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>25,0%</th> <th>27,5%</th> <th>30,0%</th> <th>32,5%</th> <th>35,0%</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>15,0%</td> <td>24,9</td> <td>25,9</td> <td>26,9</td> <td>27,8</td> <td>28,8</td> </tr> <tr> <td>20,0%</td> <td>18,8</td> <td>19,3</td> <td>19,8</td> <td>20,4</td> <td>20,9</td> </tr> <tr> <td>25,0%</td> <td>15,3</td> <td>15,6</td> <td>16,0</td> <td>16,3</td> <td>16,6</td> </tr> <tr> <td>25,5%</td> <td>15,1</td> <td>15,4</td> <td>15,7</td> <td>16,0</td> <td>16,3</td> </tr> <tr> <td>26,0%</td> <td>14,8</td> <td>15,1</td> <td>15,4</td> <td>15,7</td> <td>16,0</td> </tr> </tbody> </table>								25,0%	27,5%	30,0%	32,5%	35,0%	15,0%	24,9	25,9	26,9	27,8	28,8	20,0%	18,8	19,3	19,8	20,4	20,9	25,0%	15,3	15,6	16,0	16,3	16,6	25,5%	15,1	15,4	15,7	16,0	16,3	26,0%	14,8	15,1	15,4	15,7	16,0
	25,0%	27,5%	30,0%	32,5%	35,0%																																											
15,0%	24,9	25,9	26,9	27,8	28,8																																											
20,0%	18,8	19,3	19,8	20,4	20,9																																											
25,0%	15,3	15,6	16,0	16,3	16,6																																											
25,5%	15,1	15,4	15,7	16,0	16,3																																											
26,0%	14,8	15,1	15,4	15,7	16,0																																											
Minority interest & other		0	Cost of equity		25,0%																																											
Equity value		613	Cost of debt (pre-tax)		3,0%																																											
No. of shares outstanding (millions)		38	Tax rate		22%																																											
Equity value per share (SEK)		16	Target debt/(debt+equity)		0%																																											
			Implicit WACC		25,0%																																											
Implicit multipl.			Terminal value assumptions																																													
EWSaler	7,5	4,0	2,4	Long term growth rate		2,0%																																										
EWEBITDA	90,9	54,6	9,9	Long term EBIT margin		30,0%																																										
EWEBIT	-22,6	-6,4	-18,8	Depreciation (% of sales)		2,0%																																										
EWNOPLAT	-28,9	-8,1	-24,1	Capex (% of sales)		2,0%																																										
F/E				Working cap. (% of sales)		15,0%																																										
ROIC/WACC				Tax rate		22%																																										

DCF (SEK _m)	2022-08-16	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	Terminal
Sales		35	37	77	147	242	314	389	459	517	552	585	616	643	666	685	698
EBITDA		-5	-6	6	11	59	106	134	161	185	201	209	215	220	223	224	223
- Depreciation		-12	-13	-32	-102	-90	-82	-90	-91	-86	-74	-68	-59	-50	-39	-27	-14
- EBIT		-17	-19	-26	-92	-31	23	44	70	99	127	141	156	170	184	197	210
- Tax on EBIT		4	4	6	20	7	-5	-10	-15	-22	-28	-31	-34	-37	-41	-43	-46
- NOPLAT		-13	-15	-20	-72	-24	18	34	54	77	99	110	122	133	144	154	163
+ Depreciation		12	13	32	102	90	82	90	91	86	74	68	59	50	39	27	14
- Gross cash flow		-1	-2	12	31	66	100	124	146	163	173	178	181	182	182	181	177
- Capex		27	47	124	0	0	0	-1	-2	-3	-4	-5	-7	-9	-10	-12	-14
- Increase (+decrease) in WC		3	-4	-18	-25	-7	-13	-45	-11	-9	-5	-5	-5	-4	-3	-3	-2
- Free cash flow from operations		29	41	118	6	59	88	78	133	152	164	167	169	170	168	166	161
PV of cash flow				138	6	44	52	37	51	46	40	33	27	21	17	13	56
% of Enterprise value				24%	1%	8%	9%	6%	9%	8%	7%	6%	5%	4%	3%	2%	10%
Accumulated % of Enterprise value				24%	25%	32%	41%	48%	56%	64%	71%	77%	81%	85%	88%	90%	100%

Key figures	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Sales growth	3,9%	110,2%	90,2%	64,6%	29,6%	23,9%	18,2%	12,5%	6,8%	6,0%	5,2%	4,4%	3,6%	2,8%	2,0%	
EBITDA margin	-16%	8%	7%	24%	33,7%	34,3%	35,0%	35,7%	36,4%	35,7%	34,9%	34,2%	33,5%	32,7%	32,0%	
EBITDA growth	23%	-208%	6,7%	453%	78,7%	26,4%	20,6%	14,7%	8,9%	3,9%	3,0%	2,2%	1,4%	0,5%	-0,3%	
EBIT margin	-52%	-33%	-62%	-13%	7,4%	11,3%	15,2%	19,1%	23,0%	24,1%	25,3%	26,5%	27,7%	28,8%	30,0%	
Depreciation (% of sales)	36,3%	41,7%	69,7%	37,2%	26,3%	23,1%	19,9%	16,7%	13,5%	11,5%	9,6%	7,7%	5,8%	3,9%	2,0%	
Capex (% of sales)	-124,9%	-160,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,2%	0,4%	0,5%	0,7%	0,9%	1,2%	1,4%	1,6%	1,8%	2,0%	
Capex (% of depreciation)	-350%	-394%	0%	0%	0%	1%	2%	3%	5%	8%	12%	18%	27%	46%	100%	
Working capital (% of sales)		1%	23%	17%	3%	4%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	
Tax rate	22%	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	147,0	242,1	313,7	387,8
Aktiveringar			16,3	12,7	15,8	19,3	24,0	28,0	32,0
Kostnad sålda varor	-7,9	-9,3	-13,1	-14,8	-21,7	-26,1	-34,9	-45,7	-71,2
Bruttovinst	27,4	36,1	38,6	34,7	71,3	140,2	207,2	268,0	316,6
Personalkostnader	-18,2	-25,8	-28,5	-31,6	-49,6	-97,2	-104,1	-114,4	-132,2
Övriga kostnader	-8,5	-18,2	-15,0	-9,1	-15,3	-32,3	-44,0	-48,0	-60,0
Extraordinära kostnader									
Rörelseresultat (EBITDA)	0,7	-8,0	-4,8	-5,9	6,4	10,7	59,1	105,6	124,4
Avskrivningar	-3,7	-5,6	-11,8	-13,3	-32,2	-102,4	-90,1	-82,4	-76,1
Resultat (EBIT)	-2,9	-13,6	-16,7	-19,3	-25,8	-91,8	-31,0	23,2	48,3
Extraordinära Poster	0,0	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	-25,8	-91,8	-31,0	23,2	48,3
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
Resultat före skatt	-3,6	-14,3	-17,3	-19,6	-26,4	-91,8	-31,0	23,2	48,3
Skatter	0,1	0,0	-0,4	0,0	2,5	22,8	6,4	-4,8	-10,0
Minoritetsintressen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoreultat Rappporterat	-3,5	-14,3	-17,6	-19,6	-23,9	-68,9	-24,6	18,4	38,4
Nettoreultat (just)	-3,5	-14,3	-17,6	-19,6	-23,9	-68,9	-24,6	18,4	38,4

Källa: EPB

Balansräkning

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
TILLGÅNGAR									
Övriga immateriella tillgångar	12	25	59	59	425	743	677	623	579
Materiella anläggningstillgångar	7	8	5	2	314	3	3	3	3
Räntebärande anläggningstillgångar	0	0	0	0	34	38	38	38	38
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
Summa anläggningstillgångar	19	33	64	61	772,4	784	718	663	619
Varulager	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kundfordringar	8	9	6	8	40	48	60	79	94
Övriga omsättningstillgångar	37	3	2	4	15	25	25	25	25
Likvida medel	6	32	40	65	71	30	62	122	194
Summa omsättningstillgångar	51	44	48	77	126,7	103	147	226	313
SUMMA TILLGÅNGAR	70	77	112	138	899	887	865	890	933

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
Eget Kapital och skulder									
Eget Kapital	0	0	0	118	762	758	731	749	788
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Summa Eget Kapital	36	47	87	118	762	758	731	749	788
Långfristiga finansiella skulder	8	6	3	1	9	12	12	12	12
Pensionsavsättningar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Uppskjutna skatteskulder	0	0	0	0	77	71	71	71	71
Övriga långfristiga skulder	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Summa Långfristiga skulder	8	6	3	1	85	83	83	83	83
Kortfristiga finansiella skulder	6	5	3	1	1	1	1	1	1
Leverantörsskulder	4	4	4	4	12	14	20	26	31
Skatteskulder	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga Kortfristiga skulder	16	14	14	14	38	31	31	31	31
Summa kortfristiga skulder	25	24	22	19	52	46	52	58	62
Summa Eget Kapital och skulder	69	77	112	138	899	887	865	890	933

Källa: EPB

Kassaflödesanalys

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoreultat Rapporterat	-3,5	-14,3	-17,6	-19,6	-23,9	-68,9	-24,6	18,4	38,4
Icke kassaflödespåverkande poster	-2,9	5,6	12,7	12,6	14,4	69,7	87,5	82,4	76,1
Förändringar i rörelsekapital	2,1	1,7	2,7	-4,2	-17,9	-24,9	-6,6	-12,9	-10,4
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-4,4	-7,0	-2,2	-11,1	-27,4	-24,2	56,4	87,9	104,0
Investeringar	-11,3	-20,4	-17,7	-10,0	-90,2	-20,0	-24,0	-28,0	-32,0
Avyttringar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Fritt Kassaflöde	-16	-27	-20	-21	-118	-44	32	60	72
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
Länefinansiering och övriga justeringar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kassaflöde	-18	26	7,5	25,4	6,2	-44,1	32,4	59,9	72,0
Icke kassaflödespåverkande poster									
Nettoskuld (just)	8	-21	-34	-63	-62	-17	-50	-110	-182

Källa: EPB

Nyckeltal

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	
EPS, rapporterad	-0,26	-0,81	-0,96	-0,51	-0,62	-1,80	-0,64	0,48	0,48	
EPS Justerad	-0,26	-0,39	-0,96	-0,57	-0,06	2,78	7,01	0,48	0,48	
FCF/aktie	-0,41	-0,71	-0,52	-0,55	-3,07	-1,15	0,84	1,56	1,88	
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	19,76	19,05	19,53	20,54	
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	
		2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	
Omsättningstillväxt		29%	-22%	4%	110%	90%	65%	30%	24%	
EBIT, tillväxt		32%	23%	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf	208%	
EPS just, tillväxt		nmf	nmf	nmf	nmf	nmf	152%	41%	108%	
EBITDA-marginal		-18%	-9%	-7%	8%	7%	24%	34%	32%	
EBIT-marginal		-30%	-47%	-52%	-33%	-62%	-13%	7%	12%	
Skattesats		0%	1%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	
		2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
ROE		nmf	nmf	nmf	nmf	-3%	-9%	-3%	2%	5%
ROCE		nmf	nmf	nmf	nmf	-3%	-11%	-4%	3%	6%

Källa: EPB

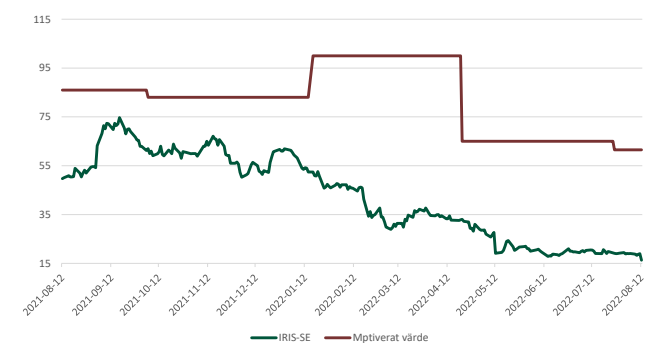
Kvartalsvis data

Resultaträkning	Q118	Q218	Q318	Q418	Q119	Q219	Q319	Q419	Q120	Q220	Q320	Q420	Q121	Q221	Q321	Q421	Q122	Q222
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	34,6
Aktievinningar	2,8		4,5		4,5	4,5	3,5	3,5	3,1	3,0	3,6	4,1	2,8	3,5	5,1	4,0	5,3	
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	-5,9	-5,3
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	35,1	27,5	34,6
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	-25,4
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	-8,0
Röreleresultat (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	8,6	-4,8	1,2
Justeringar	-1,4	-1,5	-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	-28,4
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	-13,2	-30,4	-27,2
Justeringar	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	0,0
Justerad 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	-13,2	-30,4	-27,2
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	0,0	0,4
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	-0,1	-0,1
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	-13,7	-30,4	-26,8
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	2,1	2,5	2,6	
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoreultat 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	-11,6	-27,9	-34,2
Nettoreultat Justerat	-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	-11,6	-27,9	-34,2

Tillväxt och marginaler	Q118	Q218	Q318	Q418	Q119	Q219	Q319	Q419	Q120	Q220	Q320	Q420	Q121	Q221	Q321	Q421	Q122	Q222	
Omsättningstillväxt								-2%	5%	7%	-13%	7%	15%	35%	146%	248%	170%	168%	
EBIT, tillväxt								na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	
Bruttomarginal				74%	74%	72%	74%	72%	64%	68%	48%	56%	72%	58%	59%	83%	77%	85%	
EBITDA-marginal	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	5%	24%	na	4%
EBIT-marginal	na	na	na	na	na	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	na	na

Källa. EPB

Motiverat värde



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