



Irisity

Bolaget som ser allt

Risk och avkastningspotential

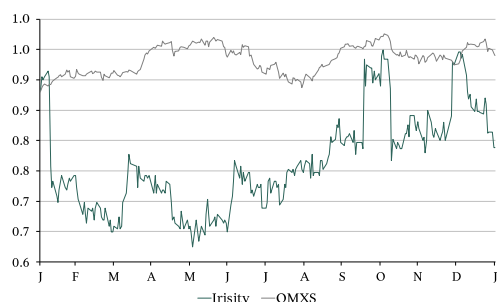
Kurspotential	Hög
Risiknivå	Hög
Kurs	7,88
Högsta/Lägsta (12M)	9,49/6,25
Antal aktier (m)	0,0
Börsvärde (SEKm)	109
Nettoskuld (SEKm)	0
Enterprise Value (SEKm)	109
Reuters/Bloomberg	-/IRIS SS
Listning	First North

Estimat och värdering (SEK)

	2016	2017E	2018E	2019E
Försäljning	23	35	49	69
EBITDA	-7	1	2	9
EBIT	-14	-4	-1	6
Vinst f. skatt	-15	-4	-2	6
EPS, just.	-1,56	-0,32	-0,10	0,86
EK/A	0,81	2,21	2,11	2,37
Utdelning	0,00	0,00	0,00	0,00
V/A Tillv.	NM	NM	NM	NM
EBIT Marg.	-63,0	-11,4	-2,8	8,9
ROE	-216,7	-19,9	-4,7	11,7
ROCE	-346,3	-145,3	-30,0	77,5
Nettoskuld/EK	-0,77	-0,90	-0,83	-0,74
EV/Fsg.	3,40	3,11	2,57	0,56
EV/EBITDA	NM	104,9	78,5	4,2
EV/EBIT	NM	NM	NM	6,3
P/E, just.	NM	NM	NM	9,1
P/EK	10,78	3,56	3,73	3,32
Direktavk.	0,0	0,0	0,0	0,0

Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

Kursutveckling, 12 månader



Källa: FactSet

Datum	Händelse	Plats
28/02/2018	Q4-rapport	

Se sista sidan för disclaimer.

Nytäckning ☒Rapport ☐Viktig händelse ☐

Exponering mot stabilt växande bransch

Irisity är aktivt inom övervakning/säkerhetsbranschen eftersom de levererar mjukvara till övervakningskameror. I en orolig omvärld bedöms säkerhetsbranschen växa med ca 10% per år. Bryter man ut den undermarknad Irisity är aktivt på, marknaden för smarta bevakningskameror eller IP-kameror ser vi en marknad som förväntas växa betydligt snabbare. Vi bedömer att Irisity med sin nya strategi kommer att kunna rida på denna våg och leverera hög tillväxt framöver.

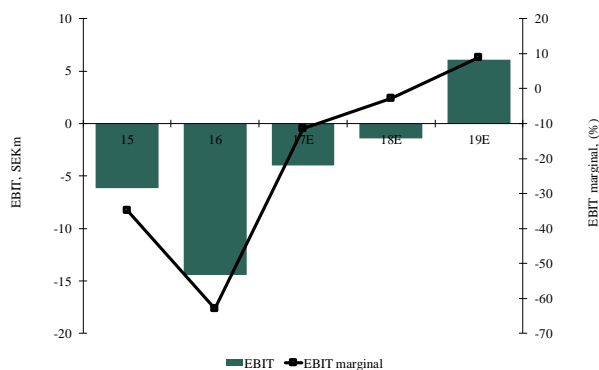
Ny affärsmodell med hög andel repetitiva intäkter

I och med att den nya VDn tillträdde vid årsskiftet har Irisity gjort ett avgörande skifte i sin affärsmodell. Tidigare har bolaget fokuserat på att leverera hela bevakningssystem direkt till slutkunder, till exempel byggbolag inom affärsområdet Byggövervakaren, vilket medförde höga kostnader och långa ledtider, något som tärde på marginalen samt försäljningstillväxten. Produkten har dock varit uppskattad, churn-rate (hur stor del av kundstocken som inte förlänger sina avtal under en given period) har legat på låga nivåer, i Skolbevakaren har den legat på 3% vilket är lågt i branschen. I och med strategin presenterad av den nya VDn ska bolaget röra sig mot att bli ett renodlat SaaS-bolag (Software as a Service). Detta innebär att man kommer fokusera på att sälja sin mjukvara via samarbetsavtal med internationella säkerhetsbolag snarare än hela övervakningssystem, vilket gör att konkurrensbilden förändras och att skalbarheten ökar kraftigt något vi bedömer kommer påverka marginal och tillväxt.

Handlas till rabatt mot liknande bolag

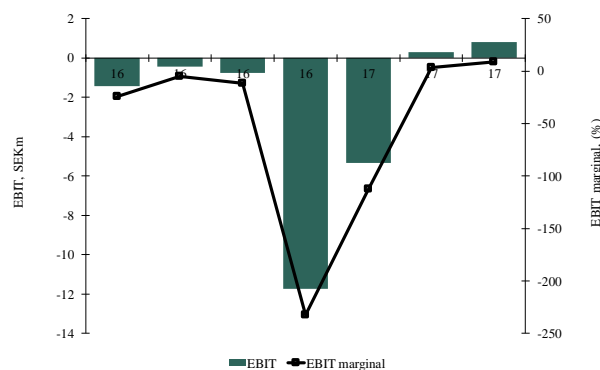
Som vi tidigare har nämnt har Irisity påbörjat en process mot att bli ett renodlat SaaS-bolag. Vi har därför valt att jämföra Irisity med ett antal bolag verksamma inom vertikal mjukvara med liknande bedömd tillväxt för 2018 för att värdera bolaget. Vad vi ser är att Irisity handlas med en rabatt mot dessa bolag. Vi inser att en viss rabatt kan rättfärdigas med att Irisity är ett litet bolag som precis tagit steget mot att bli ett renodlat SaaS-bolag men genom att presentera samarbetsavtal samt uppvisa ett positivt resultat på EBITDA-nivå tror vi denna rabatt kan minska under 2018. Vi bedömer därför potentialen i aktien som hög. Vi bedömer även risken som hög då man nyligen genomfört ett strategiskifte samt är beroende av enskilda stora avtal för att nå tillväxtmålet.

Irisity – Resultatutveckling, helår



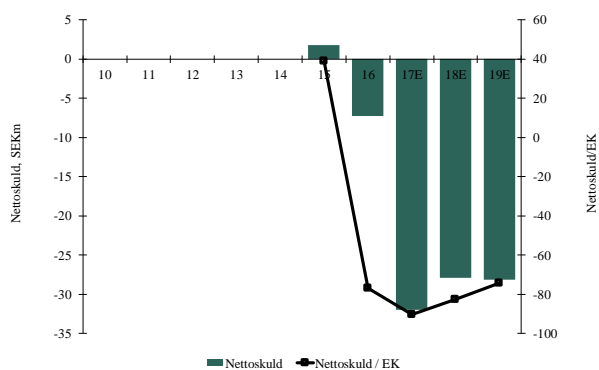
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

Irisity – Resultatutveckling, kvartal



Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

Irisity – Finansiell ställning



Notera att negativa siffror indikerar nettokassa
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

Irisity – Aktiestruktur, ledning

Börsvärde (SEKm)	109	
Antal utestående aktier (m)	0,0	
Genomsnittligt antal aktier handlade per dag (000s)	25	
Fritt handlade aktier	70,8%	
Största aktieägare	Röster	Aktier
Chalmers Tekniska Högskola	19,6%	19,6%
ALMI	9,6%	9,6%
Niklas Larsson	5,8%	5,8%
Avanza Pension	5,8%	5,8%
Övriga	59,2%	59,2%
Ordförande	Lennart Svantesson	
Verkställande direktör	Markus Bäcklund	
Finansdirektör	Erik Stenberg	
Investerarkontakt	Markus Bäcklund	
Telefon / Internet	+46 (0)771-41 11 00 / https://www.irisity.com	
Nästa rapport	28 February 2018	

Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

Investment case

Irisity utvecklar mjukvara för IP-kameror. Man har nyligen gjort en strategiomställning till att bli ett renodlat mjukvarubolag och värderas till en rabatt mot denna sektor. Man har även lanserat hemlarm och kommer använda pengarna från sin nyligen genomförda nyemission till att växa globalt genom samarbetsavtal med större bevakningsbolag vilket vi bedömer kommer bidra starkt till att öka tillväxten och ge lönsamhet.

Verkar på en marknad där man har medvind av strukturtrender

Irisity är aktiva på en marknad med en hög strukturell tillväxt. Den traditionella bevakningsbranschen bedöms växa med ca 10% årligen de kommande åren och omsätter idag över EURbn 60. Bryter man ut marknaden för smarta övervakningskameror som är kompatibla med Irisitys mjukvara finner vi en marknad som i dagsläget omsätter ca EURbn 2 och förväntas växa kraftigare än den traditionella bevakningsbranschen fram till år 2020. Vi tycker därför bolagets tillväxtmål att växa med minst 40% under kommande 24 månader är förankrade i bolagets strategi och väljer därför att prognostisera för en kraftig tillväxt, om än något lägre än detta, de kommande 24 månaderna. Anledningen till detta är att vi tror att den nya affärsmodellen bolaget presenterat i samband med nyemissionen kommer att bära frukt men att omställningen tar tid. Dessutom tror vi att ett antal internationella samarbeten kommer att presenteras under 2018. Ett större avtal skulle kunna leda till att stora delar av målen uppfylls. Vi ser en attraktiv ny affärsmodell med hög andel repetitiva intäkter samt en beprövad produkt

Attraktiv ny affärsmodell med hög andel repetitiva intäkter

Bolaget har sedan den nya VDn tillträdde i början av 2017 valt att utveckla sin strategi, detta genom att röra sig mot att bli ett renodlat mjukvarubolag och sälja sin mjukvara genom avtal med befintliga bevakningsbolag. Tidigare har man agerat återförsäljare av hela system för övervakning vilket lett till höga kostnader vid installation och långa ledtider på affärer.

Renodlingen mot att bli ett mjukvarubolag innebär att man kommer att licensiera ut sin mjukvara till olika partners och sälja enligt en SaaS (Software as a Service)-modell. En SaaS-modell innebär att kunderna prenumererar på mjukvaran mot en månadsavgift. Detta gör att intäkterna och kassaflödet jämnas ut samt att bruttomarginalen för bolaget blir hög. Genom att röra sig emot ett renodlat SaaS-bolag och sälja sin mjukvara via samarbeten med säkerhetsbolag tror vi att både volym och marginal kan öka.

Uppskattad produkt

Vi tror att Irisitys kunder uppskattar Irisitys produkter då churn-rate (andel kunder som väljer att avsluta sina abonnemang under en given period) är låg. För produkten Skolövervakaren ligger churn-rate på ca 3% vilket är bra för vertikalmjukvara. Problemet har historiskt sett varit att bygga upp volym. Sammanfattningsvis tror vi att Irisity med sin nya affärsmodell kan etablera sig som ett mjukvarubolag inom övervakningsteknik vilket kommer att göra avtryck i värdering och kursutveckling.

Nya intressanta vertikaler

Irisity har tidigare främst specialiserat sig på tre typer av övervakning, skolgårdsövervakning, byggarbetsplatsövervakning och övrig övervakning av skyddsobjekt t.ex. kraftstationer. På senare tid har man dock breddat sitt utbud till två nya högintressanta vertikaler, äldrevård och hemlarmsmarknaden. Båda dessa områden tror vi kan bidra till en hög tillväxt kommande år. Vi tror framför allt att produkten för äldrevård, Nightwatch kan komma att växa kraftigt under de kommande åren. Detta eftersom varor riktade mot välfärd kan börja växa väldigt snabbt när upphandlingar och större samarbetsavtal börjar tecknas.

Kan värderas upp jämt emot sektorn

Irisity värderas för tillfället med en rabatt gentemot andra snabbväxande vertikala mjukvarubolag. Vi tror att denna rabatt till viss del kan förklaras med att Irisity precis har tagit steget mot en SaaS-orienterad modell. Rabatten beror även på att Irisity är ett litet bolag noterat på Stockholmsbörsen med två nyligen genomförda nyemissioner. Vi tror att bolaget kan hämta tillbaka en hel del av rabatten genom att bevisa sig med en ny affärsmodell, ny ledning samt det resta kapitalet. Genom att leverera ett antal kvartal med bättre siffror kan bolaget påbörja en multipelexpansion. Detta förutsatt att man klarar av att fortsätta leverera en stigande EBITDA-marginal. Något vi tror kommer ske under 2018. Vi bedömer därför att aktien har en hög potential men till en hög risk.

Produkter/erbjudande

Irisity utvecklar mjukvara för övervakningskameror. Denna mjukvara är uppbyggd med algoritmer som är självlärande genom artificiell intelligens (AI) och dess påbyggnad machine learning. Nedan följer ett kort stycke om vad AI innebär och i vilket stadie av AI befinner sig generellt och var Irisitys produkter befinner sig i utvecklingen.

AI

Artificiell intelligens och påbyggnaden machine learning innebär att ett dataprogram kan "lära sig" sig själv eller utföra aktiviteter på egen hand. Dessa aktiviteter varierar i komplexitet och kan handla om allt ifrån automatisk översättning av Youtube-klipp till behandling av stora datamängder. AI brukar av många, bland annat den amerikanska venture capital investeraren Andreessen Horowitz, delas in i tre steg. De tre är följande:

(smal) Narrow AI

Detta innebär att en dator eller en programvara kan lära sig begränsade uppgifter. De flesta system inom AI är på denna nivå. Ett av de vanligaste exemplen på detta är röststyrningssystem som Apples Siri eller Amazon Alexia. Programvaran klarar här av att på egen hand konvertera ljud till data och utföra en uppgift. Denna utveckling har kommit väldigt långt. Ett tydligt exempel på detta är att i en mänsklig konversation missuppfats ca 5% av ord, den senaste uppdateringen av Amazon Alexia missar endast 4% av alla ord/kommandon.

Irisitys algoritmer och de användningsområden de har är ett mycket tydligt exempel på smal AI, algoritmen klarar av att lära sig sitt uppdrag och utföra det och bli bättre på det utan mänsklig inblandning. Detta är ett exempel på s.k. machine learning. Genom denna process blir Irisitys mjukvara bättre ju mer den används. De tio åren bolaget har varit verksamt har lett till att man utvecklat en nästintill unik databas vad gäller att känna igen mänsklig aktivitet, vilket har givit upphov till en konkurrensfördel mot en mängd konkurrenter.

Generell AI

Nästa steg inom AI är den generella artificiella intelligensen. Skillnaden mellan generell och smal artificiell intelligens är att den generella den generella artificiella intelligensen fungerar mer likt den mänskliga och kan använda något den lärt sig i ett tidigare område och tillämpa på ett område. AI kan därför i teorin lära sig själv olika egenskaper och operera utan mänsklig inblandning. Detta stadie är målet för den nuvarande forskningen inom AI.

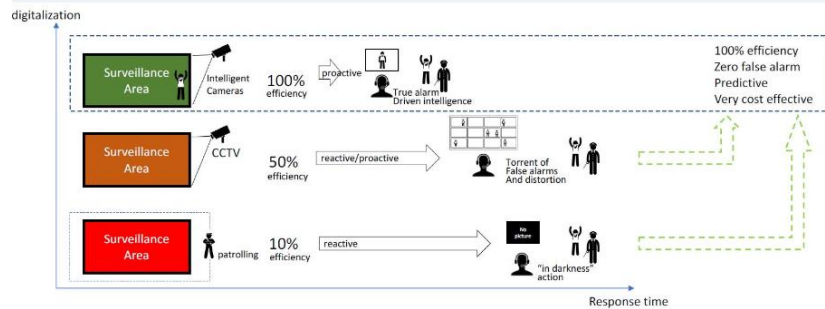
Det tredje steget inom AI kallas super AI och är när artificiell intelligens är mer intelligent än den mänskliga.

Irisityis patent

Irisitys patent består av nio stycken patenterade algoritmer och ytterligare fyra som utvärderas av Patentverket. Målet är att bolaget ska ha strax under ett tjugotal patent under de kommande åren. Dessa algoritmer

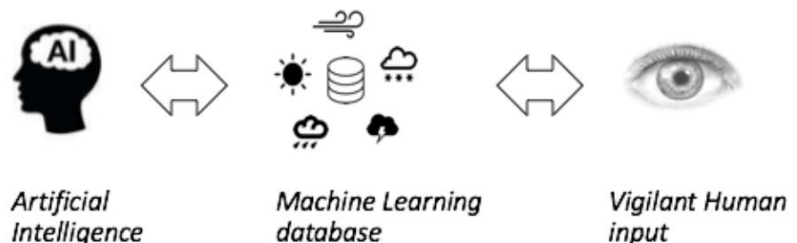
utgör kärnan i Irisitys mjukvara och ingår i det erbjudande Irisity har som de kallar för SaaS (Security as a Service). Algoritmerna har specialiserat sig på att känna igen mänsklig aktivitet på långt avstånd. Utöver mjukvaran har Irisity utvecklat under tio års tid en unik databas som utgör basen för machine learning komponenten i Irisitys system. Detta är en nyckelkomponent i Irisitys produkt och utgör skillnaden mot många liknande produkter som har funnits under kortare tid och har därför inte utvecklat en lika stor "hjärna" som Irisitys system. Algoritmerna har förutom möjlighet att utföra bevakningsjobb utföra tjänster inom skola och vården, något som diskuteras nedan.

Irisitys system i förhållande till annan form av övervakning



Illustrationen nedan visar hur Irisitys övervakning skiljer sig ifrån traditionell övervakning i form av videokameror eller patrullerande vakter. För dessa två bevakningssätt är den mänskliga faktorn stor, kan leda till felutryckningar eller att ett potentiellt inbrott/intrång upptäcks för sent eller inte alls. Irisity kallar sin modell för AH-I (Artificial Human Intelligence), vilket innebär att mänsklig och artificiell intelligens sammarbar för att uppnå mål snarare än att jobba separat, eller i fallet med traditionell bevakning, förlita sig på mänsklig intelligens. Nedan följer en illustration av samspelet mellan de olika delarna av Irisitys produkt.

Förhållandet mellan artificiell intelligens och människan i Irisitys produkter



Irisity är väldigt säkra med att sina system klarar sina uppgifter och fakturerar därför bara sina kunder när ett intrång sker. Detta skiljer sig mot ett traditionellt säkerhetsbolag som debiterar för varje uttryckning, vilket gör att kunden får stå för kostnaden vid falsklarm. Avgifterna för intrång tillkommer utöver den månatliga betalningen för tjänsten.

Irisitys produkter

Irisity har gått ifrån att utveckla och sälja bevakningssystem till att utveckla mjukvara för smarta kameror. För närvarande har man utvecklat fyra olika användningsområden för sina algoritmer och ytterligare ett utvärderas. Dessa fem områden beskrivs nedan:

Skolbevakare

Irisity har utvecklat en mjukvara vars syfte är att förebygga skadegörelse och mobbing i skolmiljöer. Irisity har två stora konkurrensfördelar med sin produkt, den första är att den delvis är anonymiserad, vilket innebär att den sköter all övervakning utom två meter närmast fasaden på en skolbyggnad helt anonymt. Detta för att svenska integritetslagar ska följas. Den andra stora fördelen är att produkten jobbar i ett förebyggande syfte genom att varna personal om misstänkt beteende. Anledningen att mjukvaran kan förutse skadegörelse eller mobbing är att dessa aktiviteter sker i vissa zoner och föregås av specifika rörelsemönster, ett exempel kan vara en grupp som samlas i ett hörn eller i en förutbestämd zon där man ej bör vara.



Se bild ovan för exempel. När programvaran märker att det sker ansamlingar i misstänkta områden kan den larma en rastvakt eller dylikt som ofta hinner avbryta den planerade handlingen.

Denna produkt har köpts av 85 skolor runt om i Sverige. Enligt bolaget har skadegörelsen minskat med 85% efter att Irisitys system installerats. Detta reflekteras i att en av Irisitys kunder har beräknat återbetalningstiden för Irisitys system till tre månader. Att kunderna är nöjda med produkten reflekteras i den låga churn-raten i avtalen, den ligger runt 3% vilket är lågt för mjukvarubolag. Den låga churn-raten gör att bolaget får höga repetitiva intäkter i detta affärsområde.

Byggbevakaren

En industri med stort övervakningsbehov är byggbranschen. Detta eftersom byggarbetsplatser ofta har dyrbara maskiner eller andra varor på plats. Under senare tid har det förekommit att ligor specialiserat sig på stölder av koppar och dylikt. Irisity har här slutit avtal med några av de större byggbolagen i Sverige, bland annat Skanska och PEAB. Ett av deras största kontrakt gäller bygget av Slussen i Stockholm. En väsentlig skillnad mot skolövervakaren är att Irisitys kontrakt med byggbolag är tidsbegränsade vilket gör att detta affärsområde har en churn-rate på nästan 60%.

Områdesbevakaren

All form av övervakning som inte är skolgårdar eller byggarbetsplatser faller under detta område. Genom bolagets mjukvara och algoritmer som beskrivs ovan kan Irisity se till att en larmcentral larmas automatiskt innan ett brott sker eller under tiden ett brott sker utan att behöva ta hänsyn till den mänskliga faktorn som ofta är avgörande vid videoövervakning. Något unikt med Irisity är att bolaget inte tar betalt för felutryckningar då man är säker på att algoritmerna och mjukvaran sällan gör fel. Kunder har visat att man är nöjda med denna tjänst då churn-rate ligger på ca 10%. Den något högre churn-raten beror på att många av kontrakten i detta affärsområde är likt byggbevakaren tidsbegränsade.

Homeland Security

Irisity har utvecklat en ny tjänst, larmtjänst för villaägare. Denna tjänst lanserades i november i år och innebär att Irisitys algoritmer anpassas för villaövervakning där gränsen för övervakningen går vid tomtgränsen. Larmet går direkt till en larmcentral och kunden betalar endast vid skarpa utryckningar till skillnad från många traditionella säkerhetsbolag där kunden även betalar vid falsklarm. Detta är en stor marknad med en hård konkurrens. Vi tror dock att Irisity kan etablera sig på denna marknad då man har inlett samtal om samarbeten med leverantörer av larmsystem till hem. Dessa samarbetsavtal innebär att Irisitys mjukvara säljs tillsammans med larmbolagssystem.

Night Watch

Night Watch är ett nytt affärsområde för Irisity. Produkten riktar sig mot hemtjänst och sjukvård och hjälper brukare av hemtjänst att bo hemma en längre period. Genom kameror kan brukare övervakas och sedan om något mönster bryts, till exempel att temperaturen sjunker eller att en person plötsligt faller ihop, kan kameran tillkalla hemtjänst. Detta står i skarp kontrast med det nuvarande systemet där hemtjänst gör ronder och besöker patienter under natten. Algoritmen är utarbetad så att all data av integritetsskäl är helt anonymiserad. Avtal för leverans av denna produkt har slutits med en handfull kommuner i Sverige. Produkten har stor potential och vi tror försäljningen kan rulla på starkt med start på slutet av 2018, början av 2019 då det svenska valet är avslutat och beslut om nya satsningar inom vården på kommunnivå ska tas.

IRIS Parking

Den senaste tjänsten bolaget lanserat är IRIS Parking. Tjänsten mäter belägningsgrad på parkeringsanläggningar inom- och utomhus. Genom en ny tillämpning på bolagets AI-algoritmer kan bolaget guida kunder till lediga parkeringsplatser samt varna parkeringsvakter om bilar har parkerat på felaktiga platser eller stått för länge. Vi bedömer detta som ett starkt tillväxtområde och tror att man kommer hitta partners i svenska och internationella fastighetsägare och parkeringsbolag.

SaaS (security as a service)

Bolaget har genomfört ett strategiskifte till att sälja mjukvara istället för hela övervakningssystem. Den låga churn-raten har gett upphov till stabila återkommande intäkter snarare än stötvisa intäkter som var fallet med den tidigare affärsmodellen. Dessutom är marginalerna högre. Den största skillnaden mot tidigare strategi är dock man gått ifrån att leverera övervakningslösningar inklusive kameror och montering till att inrikta

sig på att uppgradera befintliga kameror med Irisitys mjukvara. Bolagets kunder har därför börjat skifta ifrån slutanvändare, byggbolag och skolor, till bevakningsbolag likt Securitas och Verisure.

Under 2017 lanserade bolaget en ny form av avtal för sina kunder, avtalet kommer börja gälla för nya kunder och gradvis implementeras hos befintlig kundstock. Denna modell innebär, som ovan beskrivits att kunden endast betalar utryckningsavgift i skarpt läge istället för vid varje utryckning. Detta skiljer mot traditionella bevakningsbolag som fakturerar varje utryckning. Bolagets ledning är övertygad om att denna kontraktsmodell kommer skicka signaler till marknaden att Irisitys system är ett billigare alternativ mot traditionell övervakning och att företaget tror på sin mjukvara. Vi instämmer med ledningen att denna typ av avtal kommer att locka nya kunder samt sänder signaler till marknaden att bolagets mjukvara är att lita på.

Kunder och Marknad

Geografisk översikt

För närvarande är Irisity fokuserat på den nordiska marknaden med 350 kunder fördelat bland de olika produkterna som beskrivits ovan. Bolaget har även påbörjat en internationell expansion via partners.

Marknadsöversikt

Marknaden för bevakningstjänster är enorm globalt och för att förstå marknaden Irisity verkar på måste marknaden delas upp. Marknaden för global säkerhet är ca EURbn 65 och förväntas växa med ca 10% årligen fram till 2021. Denna marknad omfattar dock all form av säkerhets/övervakningslösningar inklusive väktarbolag.

Bryter man ut kameraövervakning från den globala övervakningsmarknaden får man en marknadsstorlek på ca EURbn 28. Vilket motsvarar ca 40% av marknaden. Denna marknad växer dock i snabbare takt, ca 15% årligen vilket gör att andelen kamera övervakning ökar. Dessa EURbn 28 innefattar dock all form av kameraövervakning och hårdvara. Den delen av kameror som klarar av att använda Irisitys mjukvara uppskattas av bolaget till en marknad om ca EURbn 1,8. Denna marknad förväntas växa kraftigare än den traditionella bevakningsindustrin fram till 2020. Sett till den totala marknaden är Irisity ett litet bolag och kan förväntas växa betydligt snabbare än marknaden ett långt tag framöver.

Samarbeten

För att bredda försäljningskanalerna har bolaget slutit ett antal samarbetsavtal med större aktörer inom säkerhet och larmtjänst. I Sverige är bolagets största partners SOS alarm och NOKAS. Bolaget har liknande avtal med bolag i Norge och Danmark. Denna strategi gör att bolaget kan nå ut med sina produkter till fler kunder utan att behöva utöka sin personalstyrka.

En prioritet bolaget har haft sedan strategin lades om är att fokusera på att sluta samarbetsavtal med större lokala bevakningsbolag utomlands. Man har i dagsläget träffat bolag i ett dussintal länder och indikerat att man kommer presentera ett antal letter of intent och pilotprojekt på den internationella marknaden under 2018.

Vi ser positivt på att man väljer att expandera via samarbetsavtal då det delar risken vid en expansion samt minskar behovet att anställa personal på plats i de nya länderna. Vi anser dessutom att den nya affärsmodellen där man fokuserar på att uppgradera befintliga kameror passar väldigt väl för en internationell expansion, mjukvaruuppdateringar kan göras från distans och bruttomarginalen är hög.

En annan möjlig typ av samarbeten är samarbeten med hårdvarubolag dvs. kamerabolag likt Axis och D-Link. Dessa bolag har mycket att vinna på att marknadsföra sig tillsammans med mjukvara då det leder till en försäljning av mer hårdvara. Detta kan jämföras med symbiosen mellan tillverkare av tv-spelskonsoler och spelutvecklare, när spelen blir mer

krävande kommer hårdvaran att behöva uppgraderas, båda tjänar därför på att marknadsföra sig tillsammans.

Tillväxtområden

Den stora motorn för framtida tillväxt är de samarbetsavtal som Irisity enligt bolaget håller på att förhandla fram med svenska och internationella säkerhetsbolag. När dessa avtal börjar slutas kommer Irisity kunna öka sin försäljning snabbt då mjukvara kan installeras från distans i en befintlig kamerastock. Detta gör att den potentiella tillväxten i Irisity är enorm. Ledtiderna för dessa avtal är dock långa och föregås av pilotprojekt där Irisitys produkter provas över tid.

Vi tror även på en tillväxt i Sverige där man byggt upp ett bra track record med framför allt skolövervakaren och byggnadsövervakaren men också nightwatch. Att bolagets produkter uppskattas av dess kunder går att se i den relativt låga churn-raten. Här har dock exekveringen varit ett problem, varje ny kund har inneburit ett långt arbete med montering och installering. Genom tidigare nämnda samarbetsavtal hoppas dock bolaget få upp hastigheten och skalan i försäljningen.

Vi bedömer även att det nya affärsområdet Homeland Security har en stor potential i Sverige då vi ser ett ökat användande av hemlarm. Här ser vi det som rimligt att Irisity på sikt ska sluta avtal med någon av de större leverantörerna av larmsystem i Sverige och säljas via deras kanaler.

Konkurrenter

Traditionella övervakningsbolag

På övervakningsmarknaden möter Irisity konkurrens ifrån traditionella bevakningsbolag och hårdvarubolag.

Securitas

Securitas är det största säkerhetsbolaget på Stockholmsbörsen. Bolaget omsatte ca SEKbn 87 2016. Bolaget är globalt och har sin största marknad i USA. Fokus har historiskt legat på platsbevakning vilket har varit en personalintensiv bransch med låga marginaler. Man har på senare tid börjat med traditionell kameraövervakning och kommer förmodligen att börja röra sig mer mot smart övervakning.

G4S

G4S är ett brittiskt globalt övervakningsbolag med fokus på platsövervakning. Bolaget har över 500 000 anställda. Bolaget har börjat röra sig mot en mer ”smart” övervakning, men kommer under en överskådlig tid vara fokuserat på platsövervakning med hög personal närvaro.

Dessa två bolag var framför allt konkurrenter till Irisity när man jobbade med att sälja hela övervakningssystem inklusive installation och hårdvara. Genom strategiskiftet där Irisity fokuserar på att leverera mjukvara blir de istället potentiella kunder/samarbetspartners då de förfogar över många skyddsobjekt där det finns kameror som kan uppgraderas med Irisitys mjukvara.

Sector Alarm

Sector Alarm är nordens största leverantör av larmsystem till hushåll och mindre företag. Huvudprodukten är inbrotts- och brandlarm för privata fastighetsägare och företag. Hemlarmsprodukterna är baserade kring rörelsedetektorer eller kameror som reagerar på värme. Sector Alarm kan ses som en direkt konkurrent till Irisitys senaste produkt, Homeland Security.

Verisure Alarm

Versisure är en spin-off ifrån Securitas och en av Sveriges största leverantörer av hemlarm. Bolaget finns förutom i Sverige i ett tiotal andra länder. Precis som Sector Alarm använder sig bolaget av rörelse- och värmedetektorer.

Sammanfattningsvis går det att säga att Irisity har rört sig ifrån att vara en direkt konkurrent till att komplettera de traditionella säkerhetsbolagen. Dessa bolag förfogar över många kameror som är kompatibla med Irisitys mjukvara och kan tjäna på att göra dessa system smartare. Med den tidigare strategin var man en direkt konkurrent till dessa bolag med egna försäljningskanaler av övervakningssystem. Man hade även ansvar för montering och installering vilket drog ner marginalen kraftigt. Detta var en bidragande orsak till att man under många år visade låga marginaler och ett svagt kassaflöde.

Irisitys nya internationella strategi handlar om att sluta samarbetsavtal med den typen av bolag som nämns ovan. Man har enligt bolagets ledning träffat bolag i över ett dussin länder och räknar med att presentera ett antal avtal eller letters of intents under året.

Hårdvarubolag/kamerabolag

En stor konkurrent till Irisity är att hårdvarutillverkare, dvs. kamerabolag ska börja utveckla egen mjukvara till smarta kameror eller stänger ute extern programvara. Precis som med de traditionella säkerhetsbolagen finns det dock en möjlighet till samarbeten då det ligger i kamerabolagens intresse att sälja fler kameror. Nedan följer fyra exempel på bolag som levererar system för kameraövervakning.

Axis/Canon

Axis är ett svenskt bolag baserat i Lund och en världsledande leverantör av nätverkskameror. Bolaget var ett av de första i världen att leverera uppkopplade övervakningskameror och har även utvecklat viss mjukvara för att göra övervakning lättare. Axis är ett av bolagen som tillverkar kameror med prestanda som klarar Irisitys mjukvara och blir därför lika mycket ett komplement som konkurrent till Irisitys produkter.

Mobotix

Är en tysk utvecklare av IP-kameror och övervakningssystem. De säljer framförallt kameror men även system för övervakningscentraler. Deras mjukvara har funktioner för att underlätta bevakning snarare än att agera i ett förebyggande syfte.

Avigilon

Avigilon är ett kanadensiskt bolag specialiserat videoövervakning. De levererar hela system för övervakning inklusive kameror, mjukvara och installation. Deras senaste system levereras med en mjukvara med tydliga AI och machine learning inslag. Systemet kan informera operatörer när det sker något misstänksamt i en kamera och larma till både centraler och mobiltelefoner. Avigilon är den mest direkta konkurrent till Irisity vi kan hitta men, deras utbud är bredare och de levererar hela system inklusive passersystem. Detta gör att deras verksamhet inte är lika skalbar som irisitys.

D-Link

D-Link är ett taiwanesiskt elektronik-konglomerat. De tillverkar bland annat IP-övervakningskameror som kommer med en enklare form av mjukvara. Precis som Axis är det både en konkurrent och ett komplement till Irisity då efterfrågan på mer avancerad mjukvara skapar ett behov för kunder att uppgradera sin hårdvara.

Umbo CV.

Umbo CV är ett taiwanesiskt bolag och det närmsta en direkt konkurrent till Irisity på hemlarm vi kan hitta. Bolaget har utvecklat smarta kameror med inbyggda AI-algoritmer. Precis som Irisity är bolaget i ett relativt tidigt stadie och har precis tagit in USDm 9 i riskkapital från en investerare baserad i Silicon Valley. Innan bolaget tog in pengar i USA investerade en av Taiwans största startup-acceleratorer under 2016 USDm 2,8 i bolaget.

Umbo skiljer sig ifrån Irisity eftersom de utvecklar både hård och mjukvara. Mjukvarubiten av Umbo CV är dock relativt lik Irisity då den är fullt molnbaserad och använder sig av artificiell intelligens för att jobba i ett prediktivt syfte.

Nest

Ett bolag som liknar Umbo CV och är aktivt inom hemsäkerhet är det Google-ägda bolaget Nest. Nest har utvecklat ett molnbaserat hemövervakningssystem som bygger på smarta kameror med inslag av AI. Nest skiljer sig dock ifrån Irisity då de utvecklar hårdvara och mjukvara men även för att de endast är fokuserade på hemlarm och andra uppkopplade enheter i hemmet.

Sammanfattning konkurrenter

Irisity är relativt unikt i att fokusera på att leverera mjukvara till övervakningssystem. Mycket av konkurrensen kommer indirekt ifrån antagligen traditionella bevakningsbolag eller hårdvarubolag som tillverkar smarta kameror. I många fall är dock dessa bolag potentiella samarbetspartners till Irisity och man har som mål att sluta samarbetsavtal med ett antal större säkerhetsbolag under 2018. Den största konkurrensen ser vi från bolag som Nest och Umbo i kombination med att hårdvarubolag kommer utveckla sin egen mjukvara.

Finansiell Överblick

Estimat försäljning

När vi gör våra estimat utgår vi ifrån vad bolaget presenterade på sin roadshow inför nyemissionen. Vi tror att bolaget kommer att växa med ca 40% de kommande två åren. Detta är ett optimistiskt antagande men, vi tror att den låga churn-raten som bolaget har och att man har goda utsikter för ett antal internationella samarbeten men försäljningspartners kan leda till att denna försäljningsprognos uppnås. Bolaget har mer optimistiska mål och presenterade i en 24-månaders plan i samband med nyemissionen att man har som mål att växa med +50% under den perioden. Vi bedömer dessa mål som möjliga och diskuterar utfallet ifall de skulle uppnås i känslighetsanalysen nedan.

Estimat EBITDA

En kritisk faktor bakom kostnadsestimaten i Irisity är personalkostnader vilket antal anställda har används för att prognostisera. Vi tror att bolaget kommer utöka antalet anställda under kommande år då man i nyemissionen 2017 kommunicerat att en stor del av emissionslikviden ska användas för att stärka organisationen.

Den framåtblickande EBITDA-marginalen börjar enligt våra prognoser närma sig Irisity's mål om att nå över 20%. För att stämma av våra marginalprognoser med marknaden jämförde vi Irisity med de snabbast växande komponenterna i den brittisk-svenska Investmentbanken GP Bullhounds SaaS-index. Har finns en underkategori med snabbväxande mjukvarubolag (tillväxt>30%) dessa ligger på 2018E på en EBITDA-marginal strax under 20%. Vi tror att Irisity kan nå dessa tal i slutet av vår prognosperiod. Det är dock avgörande för bolaget att nå en kritisk massa, marginalerna lider för tillfället av att bolaget har relativt höga overheadkostnader. En kritisk massa kan nås om samarbetsavtal sluts med ett större övervakningsbolag.

Känslighetsanalys

Som det går att se i känslighetsanalysen nedan är två kritiska parametrar för EBITDA de kommande åren antal anställda och försäljningstillväxt. Vi tror, precis som bolaget som annonserat i prospekten att man kommer att utöka personalstyrkan och att den stora utmaningen under 2018 blir därför att röra sig mot sitt ambitiösa 24-månaders mål, att växa med över 50% årligen. Vi bedömer att man kommer kunna nå en positiv EBITDA under 2018 givet att man lever upp till våra prognoser om kostnadskontroll och tillväxt.

Känslighetstabell tillväxt och antal anställdas påverkan på EBITDA

	EBITDA	Tillväxt							
		25%	30%	35%	40%	45%	50%	55%	60%
Antal anställda	30	5,0	5,9	6,9	7,8	8,8	9,7	10,7	11,6
	35	1,9	2,8	3,8	4,7	5,7	6,6	7,5	8,5
	40	-1,2	-0,3	0,7	1,6	2,5	3,5	4,4	5,4
	45	-4,3	-3,4	-2,4	-1,5	-0,6	0,4	1,3	2,3
	50	-7,4	-6,5	-5,6	-4,6	-3,7	-2,7	-1,8	-0,8

Sammanfattning estimat

I och med bolagets nyemission presenterades nya finansiella mål för de kommande 24 månaderna. Vi anser att dessa mål är något optimistiska så vi väljer att göra lite mer försiktiga estimat baserat på dessa mål. Vidare anser vi att estimaten inte behöver vara högre för att kunna rättfärdiga en kontraktion av rabatten jämt emot mjukvarusektorn.

Värdering

Irisity har i och med nyemissionen och den nya strategin som presenteras av den relativt nytillsatte VDn Marcus Bäcklund börjat röra sig ifrån ett forskningsbolag med fokus på att leverera hela övervakningssystem till ett mjukvarubolag som säljer sina produkter med en SaaS-lösning via partners. Denna transformation tror vi kommer återspegla sig i värderingen av bolaget. För att se hur bolaget står sig mot andra mjukvarubolag kommer vi även att presentera några SaaS-specifika nyckeltal.

SaaS som Bransch/intäktmodell

Under de senaste åren har det skett ett skifte i betalningsmodellen för mjukvarubolag. Tidigare har licenser ofta köpts till ett relativt högt styckpris. Har man köpt en licens har man sedan haft möjlighet att uppdatera programvaran under en längre tid. Under senare år har branschen rört sig ifrån att sälja mjukvara med en förskottsbetalning till att sälja mjukvara som en prenumerationstjänst. Detta är förmodligen en följd av att allt fler använder sig, och efterfrågar kunna använda mjukvara på mer än en "device".

Denna transformation av branschen gör att mjukvarubolag har fått en mer stabil intäktsström och en fortsatt hög bruttomarginal. Den nya betalningsmodellen har även lett till en multiplexexpansion, men, höga tillväxttal i branschen har gjort att värderingarna kommit ned under senare period, dock från höga nivåer. Den brittisk svenska investmentbanken GP Bullhounds SaaS-index värderades i Q3 2017 på en EV/Sales NTM multipel på ~6 vilket var under medianvärdet de senaste 5 åren. Under Q4 och början på året har dock värderingen börjat nära sig medianen.

Irisity och SaaS

Irisity har sedan den nya VDn tillträdde 2017 börjat röra sig mot att bli ett renodlat mjukvarubolag. Detta genom en SaaS-baserad intäktmodell där Irisity säljer sina system via partners något som vi diskuterar ovan. Vi tror därför att Irisity kommer kunna röra sig mot de mjukvarubolag som presenteras nedan, både multipel- och lönsamhetsmässigt.

Peer-tabell

För att hitta potentiella jämförelseobjekt till Irisity har vi plockat underkategorin snabbväxande SaaS-bolag i den brittisk-svenska investmentbanken GP Bullhounds SaaS-index. Vi har här valt att plocka bort s.k. horisontella mjukvarubolag, d.v.s. bolag som tillverkar mjukvaruapplikationer som är användbara i flera industrier. Ett enkelt exempel på horisontell mjukvara är ett CRM-system eller mjukvara för redovisning likt det svenska Fortnox. Detta av två anledningar; först och främst för att Irisity är aktiva en specifik vertikal d.v.s. kameraövervakning. Den andra anledningen är att på grund av det breda användningsområdet värderas horisontella mjukvarubolag betydligt högre än vertikala mjukvarubolag.

Som det går att se i tabellen handlas Irisity på en rabatt gentemot de flesta av bolagen vi valt att titta på inom vertikal mjukvara. Denna rabatt är till viss del befogad då de flesta av bolagen vi har valt att inkludera i denna jämförelsetabell är lönsamma och har historiskt sett varit så. Här har Irisity mycket att bevisa men, vi tror att om bolaget klarar av att närma sig lönsamhetsmålen presenterade i samband med emissionen finns det en

stor chans att man kan börja knapra igen värderingsgapet. En viss rabatt kommer dock alltid att vara närvarande då Irisity är betydligt mindre än bolagen i jämförelsetabellen och handlas på en billigare börs. Vi ser att man kan börja röra sig mot ett EV/Sales 3,5x på 2018 års estimat. Det motsvarar en rabatt mot sektorn på ca 40% och motsvarar en kurs om drygt SEK 12 vilket motsvarar en uppsida om ca 50%.

Peer tabell (SaaS)

		Kurs		MV	EV/Sales (just.)			EV/EBITDA (just.)			EV/EBIT (just.)			P/E (just.)			Dir.avk.	EBIT-marg.			Kursutveckling	
		(lokal)		(mdkr)	17e	18e	19e	17e	18e	19e	17e	18e	19e	17e	18e	19e		17e	18e	19e	1mån	6mån
Micro Focus Intern	Micro Focus International plc	21,5	USD	105	4,2	4,2	4,1	14,6	10,6	9,8	17,0	11,4	10,2	15,9	14,3	12,8	4,8%	24,5%	36,8%	40,2%	-14%	-3%
Shopify, Inc. Class	Shopify, Inc. Class A	11	USD	98	17,5	12,1	8,9	647,6	241,6	103,6	n/a	463,0	136,1	n/a	n/a	n/a	0,0%	-0,3%	2,2%	6,5%	23%	34%
Wisetech Global LI	Wisetech Global Ltd.	1,6	AUD	29	28,7	20,9	16,6	81,7	59,1	45,1	105,1	72,7	58,1	139,5	102,4	79,8	1,9%	27,3%	28,5%	28,9%	10%	114%
Okta, Inc. Class A	Okta, Inc. Class A	29	USD	24	11,1	8,5	6,4	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0%	-28,5%	-24,5%	-11,3%	16%	33%
Synchronoss Tech	Synchronoss Technologies, Inc.	8	USD	3	0,9	1,0	0,0	5,5	6,5	-0,2	7,7	6,3	n/a	13,8	11,0	39,9	0,0%	11,0%	19,0%	n/a	-8%	-50%
Trade Desk, Inc. C	Trade Desk, Inc. Class A	5	USD	16	6,0	4,6	3,5	20,0	14,8	10,4	26,0	19,7	15,3	n/a	n/a	n/a	0,0%	22,9%	23,1%	22,9%	6%	-9%
Wix.com Ltd.	Wix.com Ltd.	6	USD	22	6,1	4,5	3,4	38,5	23,3	15,6	299,0	74,6	29,3	n/a	n/a	n/a	0,0%	1,8%	5,6%	12,0%	5%	-6%
Atlassian Corp. Plc	Atlassian Corp. Plc Class A	54	USD	99	19,4	13,9	10,5	72,6	48,4	38,3	115,4	72,4	51,4	150,9	113,4	80,7	0,0%	16,8%	19,2%	20,8%	17%	44%
Extreme Networks	Extreme Networks, Inc.	15	USD	14	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	33,4	20,6	13,9	n/a	9,9%	9,8%	13,9%	20%	67%
Metaps, Inc.	Metaps, Inc.	2780	JPY	3	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0%	n/a	n/a	n/a	-4%	-22%
Instructure, Inc.	Instructure, Inc.	36,0	USD	8	6,5	5,1	4,0	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0%	-22,8%	-12,7%	-4,6%	9%	13%
WageWorks, Inc.	WageWorks, Inc.	60,6	USD	19	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	25,4%	26,7%	26,9%	-2%	-6%
2U, Inc.	2U, Inc.	75	USD	31	13,0	9,5	7,2	341,7	236,4	136,5	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0%	-1,9%	-1,8%	1,0%	16%	47%
ServiceNow, Inc.	ServiceNow, Inc.	149	USD	202	13,1	9,8	7,4	59,8	39,1	25,5	81,4	50,9	32,2	124,6	83,3	55,7	0,0%	16,0%	19,1%	23,0%	12%	31%
Twilio, Inc. Class A	Twilio, Inc. Class A	26	USD	19	5,8	4,6	3,7	n/a	n/a	227,3	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0%	-5,7%	-1,6%	1,3%	11%	-13%
Hortonworks, Inc.	Hortonworks, Inc.	20	USD	11	5,3	4,1	3,3	n/a	27,8	15,7	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0%	-34,7%	-19,6%	-7,0%	-1%	46%
Park City Group, Inc.	Park City Group, Inc.	9	USD	1	8,6	6,5	4,6	27,5	20,6	13,1	31,3	21,6	12,6	n/a	n/a	n/a	n/a	27,6%	29,9%	36,7%	-7%	-35%
AppFolio Inc Class A	AppFolio Inc Class A	42	USD	11	9,7	7,5	5,7	52,6	43,0	n/a	92,9	71,5	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	10,5%	10,5%	n/a	2%	19%
Castlight Health, Inc.	Castlight Health, Inc. Class B	4	USD	4	3,2	2,7	2,2	n/a	n/a	106,0	n/a	n/a	59,2	n/a	n/a	n/a	0,0%	-22,6%	-8,0%	3,7%	-8%	-18%
Trade Desk, Inc. C	Trade Desk, Inc. Class A	5	USD	16	6,0	4,6	3,5	20,0	14,8	10,4	26,0	19,7	15,3	n/a	n/a	n/a	0,0%	22,9%	23,1%	22,9%	6%	-9%
Vitec Software Group AB	Vitec Software Group AB Class B	83	SEK	2	3,0	2,6	2,5	n/a	n/a	n/a	24,1	19,4	17,2	33,4	28,8	26,1	1,4%	12,5%	13,6%	14,4%	-5%	-3%
Medel	Medel				9,3	7,0	5,4	115,2	72,4	40,7	75,1	75,3	115,5	73,1	53,4	44,1	n/a	5,6%	9,9%	14,0%		
Median	Median				6,3	6,0	4,6	45,5	38,8	25,5	31,3	31,3	32,2	33,4	33,4	34,3	n/a	10,7%	12,0%	14,1%		
Irisity	Irisity	8	SEK	0,13	3,1	2,3	1,6	104,8	70,4	12,4	n/a	n/a	18,5	n/a	n/a	10,8	n/a	-11%	-3%	9%	-15%	14%
Källa: Factset, Bol	Irisity	8	SEK	0,13	3,1	2,3	1,6	104,8	70,4	12,4	n/a	n/a	18,5	n/a	n/a	10,8	n/a	-11%	-3%	9%	-15%	14%

Källa: Factset, Bolagsdata

Vi tror att nyckeln till att Irisity ska börja värderas upp är att tillväxten tar fart. Nedan följer en känslighetstabell som fokuserar beskriver tillväxt och kursutvecklings påverkan på EV/sales multipeln. Vi kan se att bolaget behöver leverera en stark tillväxt för att börja röra sig emot marknadsmultiplarna.

Känslighetstabell EV/Sales

	EV/sales	Tillväxt				
		15%	30%	40%	50%	55%
Kurs	-20%	2,2x	2,0x	1,8x	1,7x	1,6x
	-10%	2,6x	2,3x	2,1x	1,9x	1,9x
	8	2,9x	2,6x	2,3x	2,2x	2,1x
	+10%	3,2x	2,8x	2,6x	2,4x	2,3x
	+20%	3,5x	3,1x	2,9x	2,7x	2,6x

SaaS-specifika nyckeltal

Då Irisity börjat röra sig mot att bli ett renodlat SaaS-bolag kommer nedan en beskrivning av några SaaS-specifika nyckeltal och hur dessa står sig mot branschen:

Churn-rate: Churn-rate som det tidigare skrivits om är hur pass stor del av kundstocken som inte väljer att förnya sina abonnemang efter varje period. Topp bolag inom SaaS har en churn-rate på 5-7%, irisity ligger i detta spann för Skolbevakaren där churn-rate ligger runt 3%.

För byggöversvakaren ligger churn-rate på hela 60%, detta beror främst på att byggprojekt per naturen är tillfälliga och slutas förlängas när projektet är färdigställt.

För områdesbevakningen är churn-rate 10%. Detta är relativt högt men förklaras av bolaget med att i detta segment är många kontrakt likt byggövervakaren tidsbegränsade. Detta gör churn-rate till ett lite missvisande mått då många kunder inte har möjlighet att förlänga kontrakten.

Sammanfattningsvis går det att säga att Irisity har lyckats relativt väl i att behålla sina kunder och att det tyder på en styrka i bolagets produkter. Som nämnt tidigare har inte problemet med bolagets lönsamhet varit dess produkter utan affärsmodellen och exekveringen. Genom att röra sig mot att sälja produkterna via partneravtal kommer volymen komma upp. Även marginalerna kommer komma upp då dessa tidigare drogs ned av personal- och monteringskostnader.

CAC-payback period (Customer Acquisition Cost) : är tiden det tar för företaget att tillbaka kostnaden för att vinna kunden. Tidigare har Irisity haft en väldigt lång CAC-payback då många projekt inom t.ex. byggövervakaren aldrig blev lönsamma. Irisity kommer i och med den nya affärsmodellen ha en CAC-payback betydligt lägre än tidigare. En indikation är att en CAC-payback längre än 24 månader kan vara en indikation att bolaget har prissatt sin produkt fel eller att man lägger för mycket resurser på marknadsföring/rabatter.

Sammanfattning värdering

Vi bedömer att det finns hög potential i Irisitys aktie. Detta av flera anledningar, för det första tycker vi att aktien är billig i förhållande till internationella peers. Detta trots att vi förväntar oss att Irisity kommer att handlas med en rabatt mot resten av sektorn. Vi anser att rabatten i viss mån relaterar till bolagets storlek samt att man fortfarande har låga marginaler.

Vi tror även att bolaget handlas till en rabatt då investerare inte förstått/är skeptiska till den nya affärsplanen och om bolaget kan klara en omställning till att bli ett mer SaaS-orienterat bolag med fokus på en specifik vertikal, videoövervakning. Om bolaget kan leverera enligt våra prognoser samt att övertyga marknaden genom att presentera avtal eller pilotprojekt med större bevakningsbolag att den nya strategin är hållbar tror vi att man kommer värderas upp och närma sig multiplarna för större vertikala mjukvarubolag. Vi bedömer därför potentialen i aktien som hög, främst med anledning av den nya affärsmodellen och värderingsgapet till andra SaaS-bolag.

Risker

Marknadsrisker

Irisity är aktiva på en tämligen stabil marknad. Den största marknadsrisken vi ser är att lagstiftning av integritetsskäl minskar rätten till kameraövervakning eller hemlarm. Detta ser vi dock som något väldigt osannolikt då vi under senare år sett en trend i samhället med ökad kameraövervakning. Ett exempel på att lagstiftningen börjar luckras upp är att postkontor, butiker, parkeringshus och tunnelbana ej behöver söka tillstånd för kameraövervakning. Vi bedömer därför att lagstiftning rör sig mot mer kameraövervakning snarare än mindre.

Risker relaterade till personal

En risk som företaget belyst och var en av anledningarna till att bolaget tog in mer kapital är att man förnärvarande är väldigt beroende av ett fåtal anställda, främst inom R&D. Denna risk kommer förbli hög under kommande åren men minska när bolaget anställer fler.

Finansiella risker

Bolaget har nu börjat vända kassaflödet efter många år med lönsamhetsproblem och svagt kassaflöde. Det har resulterat i att man de senaste 2 åren har genomfört 2 nyemissioner. Vi tror att man i och med den nya strategin som presenteras i samband med nyemissionen inte kommer behöva fylla på med kapital i närtid då bolaget börjat vända om till positiva kassaflöden.

Sammanfattning risker

De två största riskerna i bolaget då det är relativt litet, är personalrisken och den finansiella risken. Personalrisken har bolaget en plan för att åtgärda, man har kommunicerat att man kommer anställa mer utvecklare för pengarna som kommer in i bolaget i samband med nyemissionen under hösten 2017. Vi ser fortfarande att bolaget har en del att bevisa på det finansiella planet men, kan man kommande kvartal visa ett positiv kassaflöde tror vi att denna risk kommer att minska. Presenteras ett större samarbetsavtal kommer finanserna och kassaflödet stärkas vilket kan förändra riskbilden. Kan bolaget visa lönsamhet över ett antal kvartal ser vi dock att risken kommer att sjunka då vi gillar affärsmodellen med hög andel återkommande intäkter.

Irisity – Resultaträkning, kassaflöde och balansräkning (SEKm)

Resultaträkning

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Nettoomsättning	-	-	-	-	-	18	23	35	49	69
Övriga intäkter	-	-	-	-	-	1	3	0	0	0
Kostnad för sålda varor	-	-	-	-	-	-5	-7	-8	-10	-14
Bruttovinst	0	0	0	0	0	6	5	18	24	41
Försäljningskostnader	-	-	-	-	-	-12	-18	-17	-25	-28
Administrationskostnader	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Forsknings- och utvecklingskostnader	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Övriga rörelsekostnader	0	0	0	0	0	-5	-8	-9	-12	-17
Resultat före avskrivningar	-	-	-	-	-	-3	-7	1	2	9
Avskrivningar	-	-	-	-	-	-3	-8	-5	-3	-3
Goodwill-avskrivningar	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0
Rörelseresultat	-	-	-	-	-	-6	-14	-4	-1	6
Extraordinära poster	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0
Resultatandelar i intresseföretag	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0
Finansnetto	-	-	-	-	-	-1	-1	-0	-0	-0
Resultat före skatt	-	-	-	-	-	-7	-15	-4	-2	6
Skatter	-	-	-	-	-	0	0	0	0	-2
Minoritetsintressen	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0
Nettoresultat, rapporterat	-	-	-	-	-	-7	-15	-4	-2	4

Kassaflödesanalys

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Resultat före avskrivningar	-	-	-	-	-	-3	-7	1	2	9
Förändring av rörelsekapital	-	-	-	-	-	6	2	-5	-4	-5
Övriga kassaflödespåverkande poster	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0
Kassaflöde från löpande verksamheten	0	0	0	0	0	3	-6	-4	-2	2
Finansiella nettokostnader	-	-	-	-	-	-1	-1	-0	-0	-0
Betald skatt	-	-	-	-	-	0	0	0	0	-2
Investeringar	-	-	-	-	-	-3	-5	-1	-2	-2
Fritt kassaflöde	0	0	0	0	0	-1	-12	-6	-4	-2
Utdelningar	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0
Förvärv	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0
Avyttringar	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Nyemission/återköp av egna aktier	-	-	-	-	-	0	20	30	0	0
Övriga justeringar	0	0	0	0	0	3	3	0	0	2
Kassaflöde	-	-	-	-	-	1	11	25	-4	0
Icke kassaflödespåverkande justeringar	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Nettoskuld, rapporterad	0	0	0	0	0	2	-7	-32	-28	-28

Balansräkning

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
TILLGÅNGAR										
Goodwill	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0
Övriga immateriella tillgångar	-	-	-	-	-	9	7	3	2	1
Materiella anläggningstillgångar	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Innehav i intresseföretag och andelar	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Övriga anläggningstillgångar	-	-	-	-	-	2	1	1	1	1
Summa anläggningstillgångar	0	0	0	0	0	11	8	4	3	2
Varulager	-	-	-	-	-	3	3	4	5	7
Kundfordringar	-	-	-	-	-	6	3	9	12	17
Övriga omsättningstillgångar	-	-	-	-	-	6	3	3	3	3
Likvida medel	-	-	-	-	-	9	20	44	40	41
Övriga omsättningstillgångar	0	0	0	0	0	23	29	59	60	67
SUMMA TILLGÅNGAR	-	-	-	-	-	35	37	64	64	70
EGET KAPITAL OCH SKULDER										
Eget kapital	-	-	-	-	-	5	9	35	34	38
Minoritetsintressen	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0
Summa eget kapital	0	0	0	0	0	5	9	35	34	38
Långfristiga finansiella skulder	-	-	-	-	-	6	8	8	8	8
Pensionsavsättningar	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0
Uppskjutna skatteskulder	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0
Övriga långfristiga skulder	-	-	-	-	-	6	3	3	3	3
Summa långfristiga skulder	0	0	0	0	0	12	11	11	11	11
Kortfristiga finansiella skulder	-	-	-	-	-	5	5	5	5	5
Leverantörsskulder	-	-	-	-	-	2	3	4	5	7
Skatteskulder	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0
Övriga kortfristiga skulder	-	-	-	-	-	11	10	10	10	10
Kortfristiga skulder	0	0	0	0	0	18	17	18	19	21
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	0	0	0	0	0	35	37	64	64	70

Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

Irisity – Värdering och nyckeltal (SEK)

Aktiedata

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Vinst per aktie, rapporterad	-	-	-	-	-	-0,86	-1,56	-0,32	-0,10	0,86
Vinst per aktie, justerad	-	-	-	-	-	-0,86	-1,56	-0,32	-0,10	0,86
Rörelsens kassaflöde/aktie	-	-	-	-	-	0,16	0,91	1,54	-0,26	0,02
Fritt kassaflöde per aktie	-	-	-	-	-	-0,17	-1,01	-0,39	-0,27	-0,10
Utdelning per aktie	-	-	-	-	-	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	-	-	-	-	-	0,58	0,81	2,21	2,11	2,37
Eget kapital per aktie, ex goodwill	-	-	-	-	-	0,58	0,81	2,21	2,11	2,37
Substansvärde per aktie	-	-	-	-	-	0,58	0,81	2,21	2,11	2,37
Nettoskuld per aktie	-	-	-	-	-	0,23	-0,75	-2,31	-1,74	-5,79
EV per aktie	-	-	-	-	-	11,10	8,00	6,94	6,14	2,09
Genomsnittligt antal aktier efter utspädning (m)	-	-	-	-	-	7,8	9,7	13,8	16,0	4,9
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (m)	-	-	-	-	-	7,8	11,6	16,0	16,0	16,0

Värdering

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
P/E-tal, rapporterat	-	-	-	-	-	NM	NM	NM	NM	9,1
P/E-tal, justerat	-	-	-	-	-	NM	NM	NM	NM	9,1
Kurs/rörelsens kassaflöde	-	-	-	-	-	68,7	9,6	5,1	NM	414,9
Kurs/rörelsens kassaflöde per aktie	-	-	-	-	-	NM	NM	NM	NM	NM
Fritt kassaflöde/börsvärde	-	-	-	-	-	-1,6	-11,5	-4,9	-3,5	-1,2
Direktavkastning	-	-	-	-	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Utdelningsandel, justerad	-	-	-	-	-	NM	NM	NM	NM	0,0
Kurs/eget kapital	-	-	-	-	-	18,79	10,78	3,56	3,73	3,32
Kurs/eget kapital, ex goodwill	-	-	-	-	-	18,79	10,78	3,56	3,73	3,32
Kurs/substansvärde	-	-	-	-	-	18,79	10,78	3,56	3,73	3,32
EV/omsättning	-	-	-	-	-	4,91	3,40	3,11	2,57	0,56
EV/EBITDA	-	-	-	-	-	NM	NM	104,9	78,5	4,2
EV/rörelseresultat	-	-	-	-	-	NM	NM	NM	NM	6,3
Aktiekurs, årsslut	-	-	-	14,25	4,97	10,87	8,75	9,25	7,88	7,88
Aktiekurs, årshögsta	-	-	-	19,03	16,78	12,66	11,72	9,49	9,46	-
Aktiekurs, årslägst	-	-	-	14,25	4,97	3,56	5,70	6,25	7,88	-
Aktiekurs, årssnitt	-	-	-	16,21	10,04	6,25	8,74	7,59	8,64	-
Börsvärde, årsslut och nuvarande	-	-	-	-	-	85	85	109	126	38
Enterprise Value, årsslut och nuvarande	-	-	-	-	-	86	78	109	126	38

Tillväxt och marginaler

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Omsättningstillväxt, årsförändring	-	-	-	-	-	-	30,3	52,9	40,0	40,0
Rörelseresultat, årsförändring	-	-	-	-	-	-	NM	NM	NM	NM
Vinst per aktie, årsförändring	-	-	-	-	-	-	NM	NM	NM	NM
EBITDA marginal	-	-	-	-	-	-15,6	-29,6	3,0	3,3	13,2
EBITA marginal	-	-	-	-	-	-34,8	-63,0	-11,4	-2,8	8,9
Rörelsemarginal	-	-	-	-	-	-34,8	-63,0	-11,4	-2,8	8,9
Vinstmarginal, justerad	-	-	-	-	-	-38,2	-66,1	-12,8	-3,3	8,5
Nettomarginal, justerad	-	-	-	-	-	-38,2	-66,1	-12,8	-3,3	6,1
Skattesats	-	-	-	-	-	NM	NM	NM	NM	28,0

Lönsamhet

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Avkastning på eget kapital	-	-	-	-	-	-	-216,7	-19,9	-4,7	11,7
Avkastning på eget kapital, 5-års snitt	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Avkastning på sysselsatt kapital	-	-	-	-	-	-195,9	-346,3	-145,3	-30,0	77,5
Avkastning på sysselsatt kapital, 5-års snitt	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-128,0

Investeringar och kapitaleffektivitet

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Investeringar	-	-	-	-	-	3	5	1	2	2
Investeringar/omsättning	-	-	-	-	-	19,5	22,4	3,4	4,1	2,9
Investeringar/avskrivningar	-	-	-	-	-	1,0	0,7	0,2	0,7	0,7
Varulager/omsättning	-	-	-	-	-	18,1	12,6	10,3	10,2	10,1
Kundfordringar/omsättning	-	-	-	-	-	31,8	15,3	25,0	25,0	25,0
Leverantörsskulder/omsättning	-	-	-	-	-	10,5	11,2	10,0	10,0	10,0
Rörelsekapital/omsättning	-	-	-	-	-	39,4	16,6	25,3	25,2	25,1
Kapitalomsättningshastighet	-	-	-	-	-	-	0,64	0,69	0,77	1,03

Finansiell ställning

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Nettoskuld, rapporterad	0	0	0	0	0	2	-7	-32	-28	-28
Soliditet	NM	NM	NM	NM	NM	13,0	25,6	55,3	52,9	54,3
Skuldsättningsgrad	NM	NM	NM	NM	NM	0,39	-0,77	-0,90	-0,83	-0,74
Nettoskuld/börsvärde	-	-	-	NM	NM	0,02	-0,09	-0,25	-0,22	-0,73
Nettoskuld/EBITDA	-	-	-	-	-	-0,6	1,1	-30,8	-17,4	-3,1

Notera att nyckeltalen är baserade på antalet aktier efter full utspädning. Aktiekursen vid årets slut har använts för beräkningen av historiska nyckeltal.

Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

Irisity – Resultatutveckling per kvartal (SEKm)

Resultaträkning

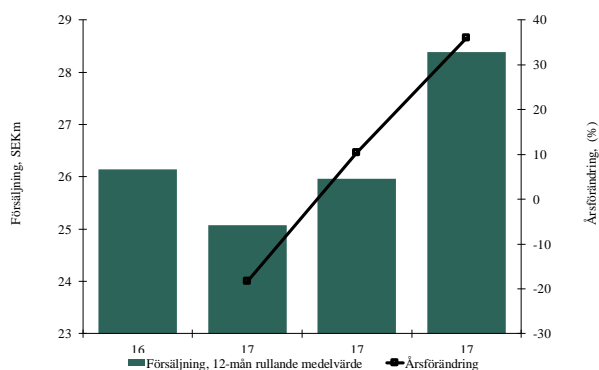
	-	Q115	Q215	Q315	Q415	Q116	Q216	Q316	Q416	Q117	Q217	Q317
Nettoomsättning	-	-	-	-	-	6	9	7	5	5	9	9
Övriga intäkter	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0	0	0
Övriga rörelsekostnader	-	-	-	-	-	-5	-6	-5	-10	-8	-6	-5
Resultat före avskrivningar	-	-	-	-	-	-0	1	0	-7	-4	1	2
Avskrivningar och amorteringar	-	-	-	-	-	-1	-1	-1	-5	-1	-1	-1
Rörelseresultat	-	-	-	-	-	-1	-0	-1	-12	-5	0	1
Extraordinära poster	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0	0	0
Resultatandelar i intresseföretag	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0	0	0
Finansnetto	-	-	-	-	-	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0
Resultat före skatt	-	-	-	-	-	-2	-1	-1	-12	-5	0	1
Resultat före skatt, justerat	-	-	-	-	-	-2	-1	-1	-12	-5	0	1
Skatter	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0	0	0
Minoritetsintressen	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat, rapporterat	-	-	-	-	-	-2	-1	-1	-12	-5	0	1

Tillväxt och marginaler

	-	Q115	Q215	Q315	Q415	Q116	Q216	Q316	Q416	Q117	Q217	Q317
Nettoomsättning	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-18,4	10,3	36,0
Rörelseresultat	-	-	-	-	-	-	-	-	-	NM	NM	NM
EBITDA marginal	-	-	-	-	-	-7,2	7,2	3,2	-141,0	-90,8	13,9	19,6
Rörelsemarginal	-	-	-	-	-	-24,4	-5,2	-11,4	-232,1	-112,5	3,2	8,9
Vinstmarginal, justerad	-	-	-	-	-	-27,4	-7,3	-14,0	-236,8	-115,9	1,6	6,9
Skattesats	-	-	-	-	-	NM	NM	NM	NM	NM	0,0	0,0

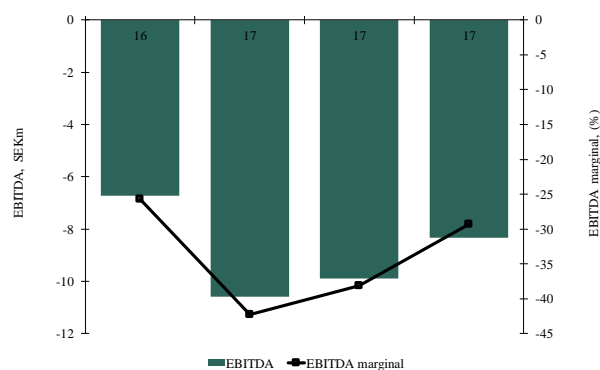
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

Irisity – Försäljning, 12-mån rullande medelvärde



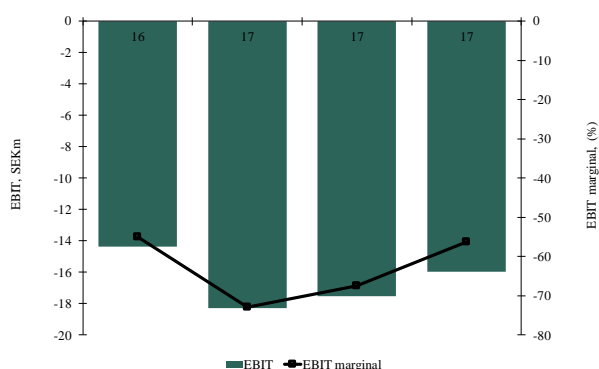
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

Irisity – EBITDA, 12-mån rullande medelvärde



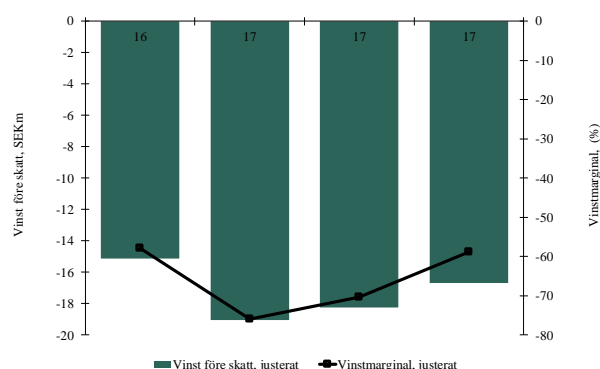
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

Irisity – Rörelseresultat, 12-mån rullande medelvärde



Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

Irisity – Resultat f. skatt, 12-mån rullande medelvärde



Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

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.

Potential och risk

Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument. Bland dessa finns kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata.

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.

Vi klassificerar aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån en tvådimensionell modell bestående av potential och risk.

Banken relaterar potentialen till vedertagna värderingsmetoder givet ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. Det här sammanhanget definierar vi låg potential som maximalt 10% förväntad totalavkastning den kommande tolv månaders perioden. För att aktien skall erhålla klassificeringen Hög potential krävs det att vi ser en totalavkastning på minst 50%. Denna kan dock ligga ett par år bort i tiden.

Vad gäller risk analyserar vi 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%.

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 anställda 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 fondhandlarförbundens 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.
