



## ERIK PENSER BANK

Penser Access | Mjukvara | Sverige | 15 november 2022

## Irisity

## Flertalet utmaningar framöver

**Rapport i linje med tidigare vinstvarning**

Nettoomsättningen i kvartalet uppgick till 13,3 mkr vilket motsvarar en negativ tillväxt om 24%. Bolaget ser framför allt tre orsaker till den svaga utvecklingen. Dessa är 1) Den svenska marknaden är fortfarande avvaktande p.g.a. det uttalande som väntas komma ifrån Integritetsmyndigheten (IMY) gällande om kameror med anonymiserade algoritmer kräver tillstånd, 2) inställt projekt i Sydamerika, 3) projekt som skjuts över tid in i 4e kvartalet. MRR uppgick till 4,7 mkr, en nedgång med ca 0,8 mkr. Nedgången går att förklara med att svenska kunder avvaktar ett kommande beslut från IMY. EBITDA uppgick till -14 mkr. Resultat efter skatt uppgick till -40,5 mkr. Bolagets tyngs av avskrivningar relaterade till Goodwill efter AgentVI förvärvet.

**Utmanande läge för bolaget**

I samband med vinstvarningen tidigare i kvartalet utfärdade bolaget en guidning om att Q4 kommer att vara i linje med eller bättre än förra året. Bolaget annonserade även att man genom skuldfinansiering har tillgång till 50 mkr i kontanta medel vilket man bedömer räcker till positivt kassaflöde. Vi har i våra prognoser utgått från att bolaget kommer nå positivt kassaflöde givet nuvarande kostnadsbas kommande 12 månader. Detta innebär en tillväxt om ca 30%, 2023, vilket är i linje med den organiska tillväxten under Q1-Q2, 2022. Kommande år ser vi att tillväxten rör sig mot marknadstillväxten för kameror med inbyggd analys som väntas uppgå till 21%

**Ändring i motiverat värde reflekterar utmaningar och osäkerheten kring bolaget**

Vi sänker vårt motiverade värde till 7,3-8 kr. På kort sikt ser vi osäkerhet kring bolaget men skulle IMYs beslut falla i favör till bolaget så ser vi en uppsida i både estimat och motiverat värde då vi bedömer att en stor del av de kontrakt som pausats i Sverige då kommer att återupptas. Vi bedömer att den tekniska valideringen bolaget har för sina produkter har ett värde som kommer att kunna materialiseras vilket återspeglas i vårt motiverade värde.

Estimatändring (kr)				Prognos (mkr)				Värde och risk															
	22e	Δ%	23e	Δ%	2021	2022e	2023e	2024e	Motiverat värde	7,3 - 8,0 kr													
Totala intäkter	139	-16,5	182	-31,7	Totala intäkter	93	139	182	Aktiekurs	4,9 kr													
EBITDA, just.	-17	-254,9	18	-78,6	Intäktstillväxt	88%	49%	31%	Riskenivå	Medel													
<b>Kommande händelser</b>				EBITDA, just.				6	-17	18	35												
Q4 - rapport				EBIT, just.				-26	-126	-80	-53												
14 februari 2023				EPS, just.				-0,6	-2,5	-1,5	-0,9												
<b>Bolagsfakta (mkr)</b>				EPS-tillväxt				18%	N.m.	41%	37%												
Antal aktier	38m			EK/aktie				19,9	20,9	18,0	15,8												
Börsvärde	190			EV/Sales				24,9x	1,4x	1,2x	1,1x												
Nettoskuld	7			EV/EBITDA				360,7x	-	12,7x	6,9x												
EV	197			P/EK				3,1x	0,2x	0,3x	0,3x												
Free float	79%			FCF yield				-	-	-	1%												
Daglig handelsvolym, snitt	1 023k			Nettoskuld/EBITDA				-9,6x	-0,4x	2,0x	1,5x												
Bloomberg Ticker	IRIS SS EQUITY																						
<b>Analytiker</b>																							
Rikard Engberg																							
rikard.engberg@penser.se																							
				<b>Kursutveckling 12 mån</b>																			
				<b>Intressekonflikter</b>				<table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>Yes</th> <th>No</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Likviditetsgarant</td> <td>✓</td> <td></td> </tr> <tr> <td>Certified adviser</td> <td>✓</td> <td></td> </tr> <tr> <td>Transaktioner 12m</td> <td></td> <td>✓</td> </tr> </tbody> </table>					Yes	No	Likviditetsgarant	✓		Certified adviser	✓		Transaktioner 12m		✓
	Yes	No																					
Likviditetsgarant	✓																						
Certified adviser	✓																						
Transaktioner 12m		✓																					

## Investment case

Irisity är ett mjukvarubolag som utvecklar analysalgoritmer för IP-kameror. Dessa algoritmer har möjlighet att på egen hand larma 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.

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 en breddning av marknaden och vi bedömer att dessa kan generera signifikanta intäkter kommande år.

## Estimatförändringar

Baserat på given guidning och resultat ifrån Q3'22 gör vi stora estimatförändringar under prognosperioden. Estimatförändringarna grundar sig i att bolaget nu har ett antal utmanande kvartal framför sig och har haft en historik att underprestera tidigare givna prognoser.

För 2023 räknar vi med att bolaget vinner tillbaka de förlorade MRR intäkterna från IMY på andra marknader än de svenska. Vi väljer således att inte räkna in att några av de svenska intäkter som har pausats eller avbrutits p.ga. det stundande myndighetsbeslutet. Under prognosperioden 2022-2025 växer således denna intäktsstock med i snitt 23% y/y. Vilket är i linje med vad marknaden växer för övervakningskameror med embedded software. Denna väntas växa 21% under perioden 2021-2026.

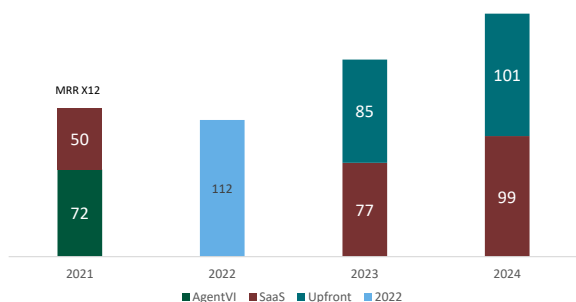
För intäkter relaterade till projekt där vi under året har noterat en hög volatilitet justerar vi våra intäktsestimat till en nivå där dessa under perioden 2022-2025 i snitt växer med 17% y/y. Vi bedömer att de förseningar vi har sett och som var orsaken till vinstvarningen i Q3'22 kommer realiseras under kommande tre kvartal. Under prognosperioden reduceras vi denna del av intäkterna till ca 50% av den totala intäktsstocken. Historiskt har vi bedömt att de varit högre.

Vi bedömer att bolaget kommer kunna hitta tillbaka till den tillväxt man tidigare har sett. Projektintäkter växte med i snitt 22% under perioden Q1'20-Q3'21 vilket är något högre än våra estimat för kommande år för detta segment.

Med antaganden ovan når bolaget precis kassaflödesneutralitet 2023. Vi bibehåller våra kostnadsestimat för kommande år. Vi har upplevt att bolaget historiskt har levererat på våra antaganden kring kostnadsbasen och har detta som en grund för våra antaganden framgent. Noterbart är att av våra EBITDA estimat för nästa år utgörs ca 20 mkr av aktiveringar.

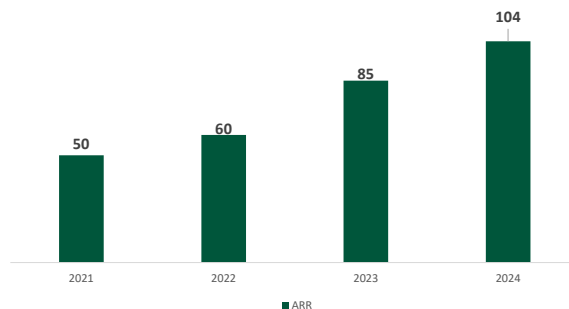
Baserat på resonemangen ovan sänker vi våra intäktsestimat med ca 30% under vår prognosperiod 2022-2025. Vi anser dock att det finns en option på uppsidan i dessa estimat vid ett positivt utfall ifrån IMY. Vi har noterat att en domstol tidigare har dömt i Irisitys kundsfavor.

### Estimat



Källa: EPB

### ARR utveckling



Källa: EPB

## Värdering

Vi har valt att använda oss av följande ramverk för att värdera Irisity då bolaget i dagsläget befinner sig i ett utmanande finansiellt läge:

- IRR om 35%. Vi bedömer att givet de utmaningar bolaget står inför finansiellt och operationellt är ett avkastningskrav om 35% rättfärdigat. 35% anser vi både reflekterar den finansiella risken i dagsläget och de osäkerheter som finns kring IMY beslutet.
- Exitmultipel 2025 om 3,25x EV/Sales 2025. Denna multipel är lägre än vad många svenska mjukvarubolag handlas till i dagsläget. Detta anser vi reflekterar att förtroende för bolaget i dagsläget är lågt givet hur de uttalanden som skedde i samband med AgentVI förvärvet har exekverats.

Dessa två antagen ger ett värde om ca 8 kr per aktie. Trots estimat justeringar och höjt avkastningskrav vill vi ändå understryka vår fortsatta tilltro till bolagets produkt givet den tekniska validering man har fått ifrån bl.a. Axis och Mobotix och andra partners inom industrin, baserat på den prestanda vi har sett på produkterna och de exempelprojekt vi har sett ifrån G4S samt de kunder och projekt som Irisity har vunnit under de senaste åren. Vi söker nu klarhet i IMY-beslutet, en återgång till tidigare tillväxtnivåer i övrig verksamhet samt en bevisad förmåga att exekvera på underliggande marknadstillväxt och att därmed uppnå positiva kassaflöden.

### Peers

Name	Share price (USD)	Share price perf.			M-cap (USD)	EV/S			EV/EBITDA			CY rev. growth	
		LTM	L6M	LTM		2021	2022	2023	2021	2022	2023	2022	2023
Admicom	52,9	-41,4%	-16,1%	-12,5%	264	15,91	8,07	7,12	33,2	17,8	15,8	27,3%	13,6%
Avanza Bank Holding	23,9	-5,7%	-5,2%	45,5%	3 741	15,08	11,35	9,80	nm	nm	nm	-10,9%	12,6%
AVTECH Sweden	0,3	104,7%	20,6%	24,2%	15	9,96	6,86	5,49	59,8	16,8	12,0	80,0%	25,0%
Bambuser	0,5	-76,5%	-48,4%	36,9%	96	18,19	nm	nm	nm	nm	nm	46,4%	46,0%
Carasent	1,9	-46,7%	-26,1%	-10,6%	155	10,07	4,29	3,41	30,5	17,2	12,4	39,3%	25,6%
Checkin.com Group	2,7	-56,5%	-17,2%	3,2%	77	nm	10,08	4,96	nm	944,0	24,2	92,5%	103,2%
Efecte	9,0	-43,4%	-30,2%	-20,7%	57	4,00	2,48	2,15	73,8	131,4	52,6	18,6%	15,6%
FormPipe Software	2,4	-17,2%	-28,6%	-13,8%	130	5,14	2,95	2,65	18,1	20,1	13,2	2,5%	11,2%
Fortnox	5,1	21,2%	42,4%	-2,7%	3 094	37,77	25,18	19,33	87,4	54,3	40,0	36,9%	29,6%
House of Control Group	1,1	-48,8%	31,0%	86,4%	63	3,62	3,16	2,87	nm	32,0	15,1	22,0%	10,2%
Kahoot	2,3	-66,4%	-16,9%	14,3%	1 134	nm	7,13	5,60	nm	41,3	22,2	79,2%	24,2%
Karnov Group	5,6	13,8%	7,4%	-8,4%	600	8,71	5,91	2,82	20,4	15,2	9,7	24,4%	109,9%
Lemonsoft	10,2	#N/A	-25,6%	-21,4%	nm	19,02	7,66	6,52	66,8	25,1	19,5	30,2%	17,6%
Lime Technologies	19,9	-43,1%	-19,9%	-20,4%	265	11,87	6,15	5,39	36,1	19,5	17,4	20,3%	13,4%
Litium	1,1	-52,0%	-27,0%	-18,3%	17	3,75	2,14	1,66	nm	405,7	9,1	15,6%	29,0%
Nordnet	15,3	3,2%	2,1%	22,8%	3 823	10,54	9,55	7,75	nm	nm	nm	-6,7%	23,8%
SignUp Software	8,8	#N/A	-12,8%	-7,1%	199	nm	7,25	5,66	nm	63,5	30,1	31,0%	28,1%
SimCorp	70,6	-35,9%	-8,7%	-6,1%	2 774	7,70	5,04	4,74	25,9	21,3	18,2	10,2%	6,9%
SmartCraft	1,6	#N/A	-8,6%	5,5%	278	nm	nm	nm	nm	nm	nm	22,5%	17,6%
Upsales Technology	7,0	-12,3%	29,5%	8,7%	118	12,88	9,19	6,93	60,5	33,9	24,2	38,7%	32,6%
Vitec Software Group	38,7	11,7%	4,7%	-18,5%	1 269	nm	nm	nm	nm	nm	nm	23,8%	24,2%
<b>Median</b>						<b>10,30</b>	<b>6,99</b>	<b>5,44</b>	<b>36,08</b>	<b>28,55</b>	<b>17,77</b>		
<b>Medelvärde</b>						<b>12,14</b>	<b>7,47</b>	<b>5,83</b>	<b>46,59</b>	<b>116,20</b>	<b>20,98</b>		

Källa: Factset

### Känslighetstabell

	X EV/ sales 2025, Y IRR				
	3,25	3	3,25	3,5	3,75
25%	10,3	9,5	10,3	11,1	11,9
30%	9,1	8,5	9,1	9,8	10,5
35%	8,2	7,5	8,2	8,8	9,4
40%	7,3	6,8	7,3	7,9	8,4
45%	6,6	6,1	6,6	7,1	7,6

Källa: EPB

## Implicit WACC

DCF - GROWING FCF PERPETUITY FORMULA

Valuation output	
Sum of PV of FCF (explicit period)	62
PV of terminal value (perpetuity formula)	111
<b>Enterprise value</b>	<b>174</b>
Latest net debt	7
Minority interests & other	0
<b>Equity value</b>	<b>167</b>
No. of shares outstanding (millions)	38
<b>Equity value per share (SEK)</b>	<b>4,4</b>

Implicit multipl.	2021	2022	2023
EV/ Sales	2,3	1,4	1,1
EV/ EBITDA	27,1	-5,0	-79,4
EV/ EBIT	-6,7	-1,2	-1,7
EV/ NOPLAT	-8,6	-1,6	-2,2
P/ E			
ROIC/ WACC			

WACC assumptions	
Risk free nominal rate	2,0%
Risk premium	12,5%
Extra risk premium	3,0%
Beta	1,0
Cost of equity	17,5%
Cost of debt (pre-tax)	3,0%
Tax rate	22%
Target debt/ (debt + equity)	0%
<b>Implicit WACC</b>	<b>17,5%</b>

Terminal value assumptions	
Long term growth rate	2,0%
Long term EBIT margin	30,0%
Depreciation (% of sales)	2,0%
Capex (% of sales)	5,0%
Working cap. (% of sales)	15,0%
Tax rate	22%

### Sensitivity analysis

		Long-term growth rate				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
WACC	14,0%	6,9	7,2	7,5	7,9	8,3
	16,0%	5,1	5,3	5,5	5,7	6,0
	18,0%	3,7	3,9	<b>4,0</b>	4,2	4,4
	20,0%	2,7	2,9	3,0	3,1	3,2
	22,0%	2,0	2,1	2,2	2,2	2,3

		Long-term EBIT margin				
		25,0%	27,5%	30,0%	32,5%	35,0%
WACC	14,0%	5,9	6,7	7,5	8,4	9,2
	16,0%	4,2	4,9	5,5	6,1	6,8
	18,0%	3,0	3,5	<b>4,0</b>	4,5	5,0
	20,0%	2,2	2,6	3,0	3,4	3,8
	22,0%	1,5	1,8	2,2	2,5	2,8

Källa: EPB

\*Vi anser att en DCF i detta läge är en för osäker metod att bedöma en värdering i detta bolag.

## Resultaträkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>Nettoomsättning</b>	35	45	35	37	77	121	162	200	235
Övriga rörelseintäkter	0	0	16	13	16	18	20	20	20
<b>Totala intäkter</b>	35	45	52	50	93	139	182	220	255
Kostnad sålda varor	-8	-9	-13	-15	-22	-24	-26	-32	-47
<b>Bruttoresultat</b>	27	36	39	35	71	115	156	188	208
Totala rörelsekostnader	-27	-44	-43	-41	-65	-132	-138	-152	-170
<b>EBITDA</b>	1	-8	-5	-6	6	-17	18	35	38
<b>EBITDA, justerad</b>	1	-8	-5	-6	6	-17	18	35	38
Totala avskrivningar	-4	-6	-12	-13	-32	-109	-97	-88	-80
<b>EBITA, justerad</b>	1	(8)	(5)	(6)	6	(17)	18	35	38
<b>EBIT</b>	-3	-14	-17	-19	-26	-126	-80	-53	-42
<b>EBIT, justerad</b>	-3	-14	-17	-19	-26	-126	-80	-53	-42
Finansnetto	-1	-1	-1	0	-1	0	0	0	0
<b>Resultat före skatt</b>	-4	-14	-17	-20	-26	-126	-80	-53	-42
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	-4	-14	-17	-20	-26	-126	-80	-53	-42
Total skatt	0	0	0	0	3	30	23	17	15
<b>Nettoresultat</b>	-4	-14	-18	-20	-24	-96	-57	-35	-27
<b>Nettoresultat, justerad</b>	-4	-14	-18	-20	-24	-96	-57	-35	-27

Källa: Irisity, EPB

## Kassaflödesanalys

	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
EBIT	-3	-14	-17	-19	-26	-126	-80	-53	-42
Övriga kassaflödesposter	1	5	12	12	31	109	85	76	68
Förändringar i rörelsekapital	-	2	3	-4	-33	-43	6	-1	6
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	-2	-7	-2	-11	-27	-60	12	22	32
<b>Fritt kassaflöde</b>	-13	-27	-20	-21	-117	-76	-8	2	12
Nyemission / återköp	0	54	27	47	124	-	-	-	0
Förändringar av lån	-	-	-	-	-	19	15	15	-
<b>Kassaflöde</b>	-14	26	8	25	6	-57	7	17	12
<b>Nettoskuld</b>	8	-21	-34	-63	-62	7	35	53	61

Källa: Irisity, EPB

## Balansräkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>TILLGÅNGAR</b>									
Goodwill	12	25	59	59	736	806	729	661	601
Materiella anläggningstillgångar	7	8	5	2	3	2	2	2	2
Finansiella anläggningstillgångar	0	0	0	0	34	41	41	41	41
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>19</b>	<b>33</b>	<b>64</b>	<b>61</b>	<b>772</b>	<b>850</b>	<b>772</b>	<b>704</b>	<b>644</b>
Kundfordringar	8	9	6	8	40	37	33	40	44
Övriga omsättningstillgångar	37	3	2	4	15	26	26	26	26
Likvida medel och kortfristiga placeringar	6	32	40	65	71	25	12	9	1
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>51</b>	<b>44</b>	<b>48</b>	<b>77</b>	<b>127</b>	<b>89</b>	<b>72</b>	<b>75</b>	<b>71</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>70</b>	<b>77</b>	<b>112</b>	<b>138</b>	<b>899</b>	<b>938</b>	<b>844</b>	<b>779</b>	<b>715</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>									
Eget kapital	36	47	87	118	762	801	689	604	530
<b>Summa eget kapital</b>	<b>36</b>	<b>47</b>	<b>87</b>	<b>118</b>	<b>762</b>	<b>801</b>	<b>689</b>	<b>604</b>	<b>530</b>
Långfristiga räntebärande skulder	8	6	3	1	9	32	47	62	62
Övriga långfristiga skulder	0	0	0	0	77	68	68	68	68
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>8</b>	<b>6</b>	<b>3</b>	<b>1</b>	<b>85</b>	<b>100</b>	<b>115</b>	<b>130</b>	<b>130</b>
Kortfristiga räntebärande skulder	6	5	3	1	1	0	0	0	0
Leverantörsskulder	4	4	4	4	12	11	13	19	28
Övriga kortfristiga skulder	16	14	14	14	38	27	27	27	27
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>25</b>	<b>24</b>	<b>22</b>	<b>19</b>	<b>52</b>	<b>38</b>	<b>40</b>	<b>45</b>	<b>55</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>70</b>	<b>77</b>	<b>112</b>	<b>138</b>	<b>899</b>	<b>938</b>	<b>844</b>	<b>779</b>	<b>715</b>

Källa: Irisity, EPB

## Tillväxt och marginaler

	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	29%	14%	N.m.	88%	49%	31%	21%	16%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	39%	N.m.	>100%	N.m.	>100%	98%	8%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	37%	33%	21%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	6%	0%	18%	N.m.	41%	37%	25%
Bruttomarginal	Neg.	77,7%	79,4%	63,1%	59,8%	71,9%	80,2%	84,0%	84,0%
EBITDA-marginal	2,1%	Neg.	Neg.	Neg.	8,3%	Neg.	11,0%	17,6%	16,2%
EBITDA-marginal, justerad	2,1%	Neg.	Neg.	Neg.	8,3%	Neg.	11,0%	17,6%	16,2%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.

Källa: Irisity, EPB

## Avkastning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.

Källa: Irisity, EPB

## Kapitaleffektivitet

	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Kundfordringar / totala intäkter	22%	19%	12%	17%	43%	27%	18%	18%	17%
Leverantörsskulder / KSV	46%	47%	34%	24%	57%	46%	51%	58%	60%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	95%	54%	50%	46%	80%	29%	29%	30%	32%
Rörelsekapital / totala intäkter	72%	-16%	-19%	-12%	5%	18%	11%	10%	6%
Kapitalomsättningshastighet	0,7x	0,8x	0,6x	0,4x	0,1x	0,2x	0,2x	0,3x	0,4x

Källa: Irisity, EPB

## Finansiell ställning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	8	-21	-34	-63	-62	7	35	53	61
Soliditet	52%	61%	78%	85%	85%	85%	82%	78%	74%
Nettoskulsättningsgrad	0,2x	-0,5x	-0,4x	-0,5x	-0,1x	0,0x	0,1x	0,1x	0,1x
Nettoskuld / EBITDA	10,7x	2,6x	6,9x	10,6x	-9,6x	-0,4x	2,0x	1,5x	1,6x

Källa: Irisity, EPB

## Aktiedata

	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
EPS	-0,22	-0,81	-0,76	-0,76	-0,62	-2,50	-1,47	-0,92	-0,69
EPS, justerad	-0,22	-0,81	-0,76	-0,76	-0,62	-2,50	-1,47	-0,92	-0,69
FCF per aktie	-0,84	-1,56	-0,86	-0,82	-3,06	-1,99	-0,22	0,05	0,31
Eget kapital per aktie	2,27	2,67	3,77	4,56	19,9	20,9	18,0	15,8	13,8
Antal aktier vid årets slut, m	16,0	17,6	23,2	25,8	38,4	38,4	38,4	38,4	38,4
Antal aktier efter utspädning, snitt	16,0	17,6	23,2	25,8	38,4	38,4	38,4	38,4	38,4

Källa: Irisity, EPB

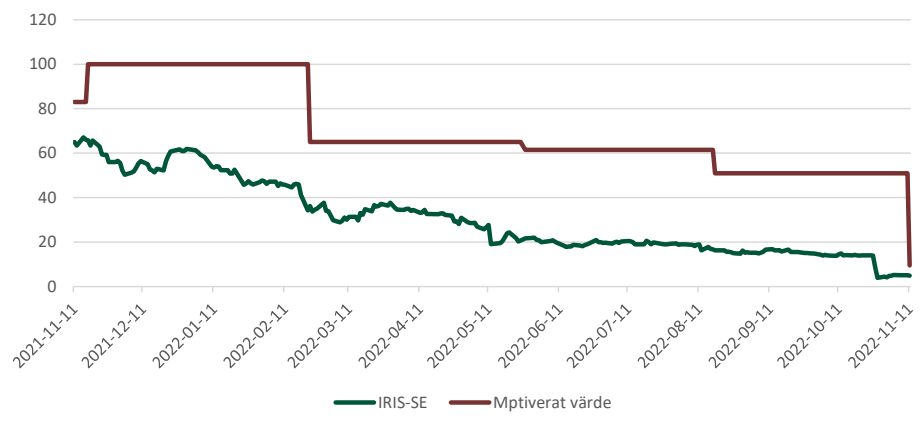
## Värdering

	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
P/EK	4,1x	5,4x	2,4x	8,1x	3,1x	0,2x	0,3x	0,3x	0,4x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	106,3x	16,1x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1%	6%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	4,4x	5,1x	3,4x	18,0x	24,9x	1,4x	1,2x	1,1x	1,0x
EV/EBITDA, justerad	213,9x	Neg.	Neg.	Neg.	360,7x	Neg.	12,7x	6,9x	6,6x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EV	156	234	178	893	2 313	197	225	244	252
Aktiekurs	9,3	14,5	9,1	37,0	61,9	5,0	5,0	5,0	5,0

Källa: Irisity, EPB



## Motiverat värde



Källa: EPB

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

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

Banken frånsäger 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 Instru-ment i strid med gällande rekommendation. Bankens Compliance-avdelning övervakar anställdas transaktioner.

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

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

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

---

Erik Penser Bank (publ.)

Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM

tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 [www.penser.se](http://www.penser.se)