



# ERIK PENSER BANK

Penser Access | Mjukvara | Sverige | 14 maj 2023

## Irisity

### Arbetar av orderbok från 2022

#### Ett steg i rätt riktning

Omsättningen i kvartalet uppgick till 27,5 mkr, vilket motsvarar en tillväxt om -9% y/y och 123% q/q. Försäljningen går delvis att härleda till den orderbok om 45 mkr som presenterades i samband med bolagets Q4-rapport. Utöver orderboken har bolaget vunnit affärer som realiserats under kvartalets gång. EBITDA i kvartalet uppgick till -5,5 mkr. Lönsamheten tyngs av att bolaget under kvartalet bedrivit ett aktivt säljarbete på ett antal stora internationella mässor. Vi bedömer således bolagets guidning om förbättrad lönsamhet och tillväxt under året som rimlig. Efter kvartalets utgång har en riktad nyemission genomförts till den nytillträdde VDn om 17,5 mkr. Emissionen tillsammans med tillgängliga likvider om 31 mkr stärker bolagets finansiella ställning.

#### Oförändrad syn på teknik, men frågetecken kring leveransförmåga

Vi har stor tillförlit till Irisitys teknik. Anledningen till detta är den tekniska validering bolaget fått från flertalet stora aktörer inom ekosystemet. I Q4 skrev bolaget två ramavtal med ledande aktörer i ekosystemet. Vidare ser vi att intresset inom industrin är stort för investeringar i mjukvara som underlättar bevakningsarbete. Under 2022 såg vi att Irisity hade upprepade problem med leverans av projekt. Vår bedömning var att detta delvis beror på att man vinner större och mer komplexa projekt där man delvis saknat leveranskapacitet. Vi ser den starka tillväxten q/q i kvartalet som ett bevis på att bolaget nu börjar kunna leverera.

#### Fortsatt försiktiga i estimat

Försäljningen i Q1 visar att Irisity nu har höjt leveranskapaciteten och reder ut delar av de frågetecken vi tidigare har haft kring denna. För omsättningen gör vi således endast marginella justeringar över prognosperioden, baserat på att kostnadsbasen var något högre än våra estimat för helåret med ca 7 mkr. Då bolaget nu fått ett kapitaltillskott genom en riktad nyemission sänker vi avkastningskravet i vår värdering från 35% till 30%, vilket resulterar i att vi höjer motiverat värde till 9,1-9,5kr.

Estimatändring			Prognos (mkr)				Värde och risk														
	23e	24e	25e	2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	9,1 – 9,5 kr												
Totala intäkter	-3,4%	-0,6%	-0,6%	121	151	187	228	Aktiekurs	6,2 kr												
EBITDA, just.	-	-7,1%	-2,2%	Tillväxt	30%	25%	24%	22%	Riskenivå	Medel											
EPS, just.	-	-	-	EBITDA, just.	-32	-7	17	27	<b>Kursutveckling 12 mån</b> 												
<b>Kommande händelser</b>			EBIT, just.	-147	-103	-66	-50														
Q2 - rapport	11 augusti 2023		EPS, just.	-3,6	-2,6	-1,6	-1,2														
Q3 - rapport	14 november 2023		EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.														
<b>Bolagsfakta (mkr)</b>			EK/aktie	19,3	15,8	14,1	12,9	<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		✓																			
Antal aktier	41m		Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0														
Börsvärde	257		EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.														
Nettoskuld	21		ROE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.														
EV	277		ROCE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.														
Free float (Holdings)	99%		EV/Sales	2,2x	1,8x	1,5x	1,2x														
Daglig handelsvolym, snitt	49k		EV/EBITDA	-	-	16,2x	10,2x														
Bloomberg Ticker	IRIS SS EQUITY		P/EK	0,3x	0,4x	0,4x	0,5x														
<b>Analytiker</b>			Nettoskuld/EBITDA	-0,2x	-3,8x	2,3x	1,8x														
Rikard Engberg																					
rikard.engberg@penser.se																					

## 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 återspeglas 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

Irisity är ett mjukvarubolag som utvecklar olika algoritmer för övervakningskameror. Dessa kameror kan sedan användas för att underlätta olika former av bevakningsarbete. I casestudier vi har sett från bolaget har man lyckats reducera CAPEX med ca 30% och OPEX med ca 80%. Besparingarna i OPEX kommer främst från att Irisity har lyckats reducera antalet falska larm som är en av de största kostnaderna vid traditionell övervakning. Vi ser således att Irisity har utvecklat en tämligen stark mjukvara. Utöver att effektivt reducera antalet larm vid traditionell övervakning har Irisity utvecklat ett antal algoritmer för att agera prediktivt, exempelvis för att varna för misstänkt eller våldsamt beteende på offentliga platser samt att varna för fall på till exempel äldreboenden. Samtliga Irisitys algoritmer arbetar i realtid med full anonymisering, vilket gör att mindre tillstånd och administration krävs vid installation.

Säkerhetsindustrin är en konservativ bransch med ett stort antal aktörer i ekosystemet. Förutom rena bevakningsbolag finns ett antal olika typer av leverantörer till bevakningsbolag. Dessa inkluderar kameratillverkare, mjukvarubolag, VMS-bolag etcetera. Då industrin har genomgått en snabb geografisk konsolidering är den relativt decentraliserad, vilket gjort att digitaliseringen av industrin går relativt långsamt. I dagsläget är endast 50% av övervakningskameror uppkopplade och endast 50–60% av all lagring sker i privata/uppkopplade moln, vilket gör användandet av analys begränsat. Irisity har lyckats slå sig in hos flera nyckelaktörer i ekosystemet och bli ett samarbete med den ledande kameratillverkaren Axis, två av de ledande WMS operatörerna i form av Milestone och Genetec samt samarbetsavtal med G4S och Securitas, två ledande bevakningsbolag. Vi ser således att bolagets teknologi har blivit verifierad av ledande aktörer i branschen. Under 2021–2022 såg vi dock kraftiga störningar i leverantörsled i branschen, vilket gjorde att 46% av alla tillfrågade bolag såg förseningar på över tre månader i projekt.

Vi bedömer att det finns potential för Irisity att återgå till en relativt hög tillväxttakt efter ett 2022 som dominerats av störningar i leverantörsled, som i sin tur medfört förseningar och avstannade projekt. Vi baserar det på att bolaget nu har en relativt stark säljkår och givet de samarbetsavtal som finns, finns närvaro på flertalet platser i ekosystemet.

## Värdering

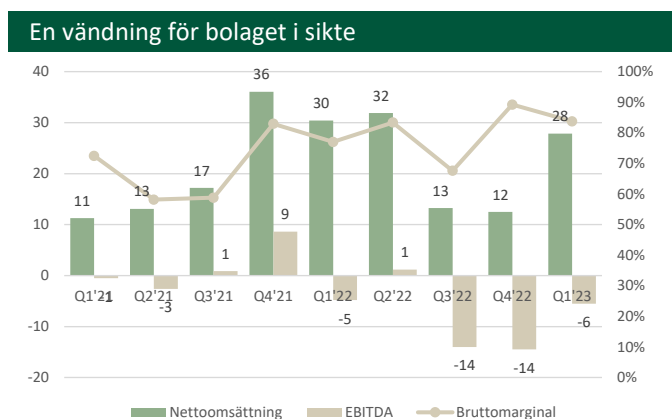
Vi har valt att använda oss av en kombination av multipelvärdering och IRR beräkning för att värdera Irisity. Givet att bolaget befinner sig betydligt tidigare i en kommersiell fas än många av de svenska mjukvarubolagen vi tittar på, anser vi att man måste blicka 2-3 år framåt i tiden samt använda sig av ett relativt högt avkastningskrav. Vi bedömer att ett avkastningskrav om 30% mot tidigare 35% reflekterar det kommersiella skede som Irisity befinner sig i. Det ändrade avkastningskravet gör att vi höjer vårt motiverade värde till 9,1-9,5 kr från tidigare 7,3-8 kr.

## Kvartalet i detalj

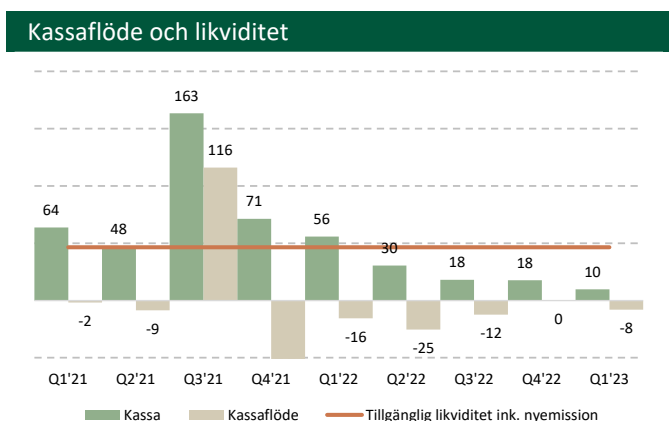
Nettoomsättningen i kvartalet uppgick 27,5 mkr, vilket motsvarar en om tillväxt om -9% y/y och 123% q/q. Bolaget har delvis betat av den orderstock om 45 mkr man hade vid bolagets Q4 rapport, men även vunnit nya ordrar. MRR uppgick till 4,4 mkr vilket är i linje med Q4'22. Vi bedömer således att de kontraktbortfall man under 2022 sett p.g.a. det stundande beslutet från IMY har avtagit. Skulle IMY-beslutet vara i linje med tidigare instans bedömer vi att man kommer se en kraftig tillväxt i MRR.

EBITDA uppgick till -5,5 mkr, vilket var något lägre än vad som krävs för att nå våra helårsestimat. Bolaget hade högre övriga externa kostnader än vad vi räknat med. Förklaringen var högre övriga externa kostnader p.g.a närvaro på internationella mässor.

Vid kvartalets utgång hade bolaget tillgänglig likviditet om 31 mkr. Efter kvartalets utgång har bolaget genomfört en riktad nyemission till VD om 17,5 mkr som stärkt likviditeten.



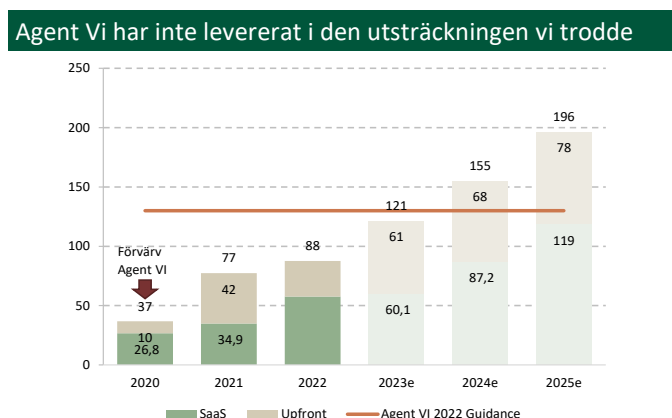
Källa: Bolaget



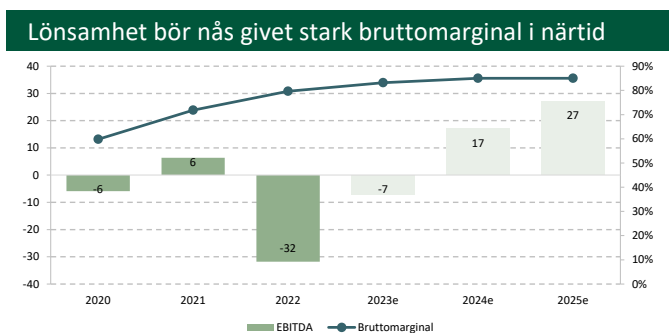
Källa: Bolaget

## Estimatförändringar

Vi lämnar i princip våra intäktsestimat oförändrade för estimatperioden. Vi bedömer att bolaget succesivt kommer att beta av den orderbok om 45 mkr som fans vid årsskiftet. Vidare bedömer vi att MRR kommer börja växa igen givet att bortfallet har stabiliserat sig. Då kostnadsbasen var något högre än våra estimat sänker vi dock EBITDA-estimatet med 7 mkr på innevarande år.



Källa: EPB



Källa: EPB

## Värdering

Vi har använt oss av en peer värdering med försäljningsestimaten 2025 som bas för att värdera Irisity. Dessa har vi sedan diskonterat till idag för att få fram vårt motiverade värde.

- Vi anser att Irisity ska värderas till en multipel om 3,5x EV/Sales. Multipeln motsvarar en rabatt mot de noterade SaaS-bolagen. Vi motiverar detta med att Irisity har en högre rörlig komponent i sina intäkter och inte visar lönsamhet i dagsläget.
- IRR om 30%, tidigare 35%. Vi bedömer att den riktade nyemissionen i Irisity sänker avkastningskravet. Kan bolaget fortsätta röra sig mot lönsamhet ser vi att avkastningskravet kan sjunka snabbt.

Dessa två antagen ger ett värde om 9,1-9,5 kr per aktie. Trots ett högt avkastningskrav vill vi 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		2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024
SignUp Software	10,0	1,8%	15,0%	22,5%	227	6,60	5,43	4,63	42,3	29,1	20,8	27,2%	21,4%
Carasent	1,3	-60,3%	-35,2%	-16,7%	104	nm	nm	nm	nm	nm	nm	30,3%	18,3%
SignUp Software	10,0	1,8%	15,0%	22,5%	227	6,60	5,43	4,63	42,3	29,1	20,8	27,2%	21,4%
Carasent	1,3	-60,3%	-35,2%	-16,7%	104	nm	nm	nm	nm	nm	nm	30,3%	18,3%
Avanza Bank Holding	21,6	-33,1%	31,1%	-0,5%	3 381	7,88	7,60	7,21	nm	nm	nm	19,1%	5,6%
Nordnet	15,1	-9,6%	26,6%	3,1%	3 779	8,39	8,16	7,98	nm	nm	nm	35,3%	2,6%
AVTECH Sweden	0,3	43,3%	5,9%	5,2%	17	5,72	4,98	3,98	10,6	8,7	6,2	35,2%	15,0%
Fortnox	7,5	50,4%	64,0%	65,8%	4 546	27,63	20,94	16,54	55,0	40,1	31,1	34,2%	30,4%
SmartCraft	1,9	8,6%	13,6%	12,9%	329	8,42	7,27	6,23	20,5	16,8	14,0	19,2%	15,0%
Kahoot	2,1	-52,1%	16,3%	13,1%	1 025	nm	nm	nm	nm	nm	nm	21,7%	15,4%
Lime Technologies	25,3	-21,0%	-14,3%	13,0%	337	6,43	5,66	5,01	20,5	18,4	16,0	16,4%	13,6%
SimCorp	106,6	13,1%	40,4%	49,8%	4 187	6,43	5,92	5,43	28,3	22,9	20,1	7,4%	9,0%
Admicom	47,4	-45,1%	-29,0%	-8,0%	236	6,41	5,89	5,29	16,7	15,3	13,2	7,4%	7,8%
Lemonsoft	8,7	-48,2%	-43,7%	4,0%	nm	5,56	5,13	4,73	18,2	16,1	14,0	10,6%	8,4%
Efecte	11,2	-26,9%	2,0%	0,5%	72	2,52	2,16	1,85	nm	30,8	16,8	17,0%	16,6%
FormPipe Software	2,4	-37,9%	-9,3%	15,8%	132	2,65	2,41	2,19	12,9	10,1	8,3	9,1%	10,2%
Vitec Software Group	53,2	7,7%	35,7%	35,7%	1 745	nm	nm	nm	nm	nm	nm	34,1%	16,1%
Karnov Group	5,2	2,3%	-8,0%	-7,1%	558	3,16	3,07	2,98	12,6	11,7	10,6	120,6%	4,6%
Litium	1,0	-38,7%	-23,4%	-9,9%	16	1,99	1,56	1,26	19,7	6,9	5,7	13,8%	27,7%
Bambuser	0,2	-83,6%	-50,4%	-30,3%	50	0,77	0,66	0,55	nm	nm	nm	8,3%	17,2%
Upsales Technology	5,9	-20,0%	-6,5%	-19,6%	99	nm	nm	nm	nm	nm	nm	17,1%	25,8%
Checkin.com Group	3,7	-36,7%	25,5%	8,1%	110	9,21	5,16	2,92	33,5	15,3	8,8	71,4%	78,3%
Irisity	0,6	-88,0%	-58,8%	-6,3%	23	1,83	1,48	1,22	neg	neg	neg		
Median						6,42	5,43	4,68	20,06	16,84	14,03	19%	15%
medel						6,70	5,77	5,03	24,97	19,70	15,20	26%	15%
Vs Irisity						-73%	-74%	-76%	nm	nm	nm		

Källa: Factset

## Känslighetstabell

	X-WACC, Y EV/Sales 2025				
	20%	25%	30%	35%	40%
3,00	9,5	8,6	7,9	7,2	6,6
3,25	10,3	9,3	8,5	7,8	7,1
3,5	11,0	10,0	9,1	8,3	7,6
3,75	11,8	10,7	9,7	8,9	8,2
4,00	12,5	11,3	10,3	9,4	8,7

Källa: EPB

## Vi anser att en DCF inte är applicerbar givet situationen i bolaget med negativa kassaflöden

### DCF - GROWING FCF PERPETUITY FORMULA

Valuation output	
Sum of PV of FCF (explicit period)	19
PV of terminal value (perpetuity formula)	229
<b>Enterprise value</b>	<b>248</b>
Latest net debt	21
Minority interests & other	0
<b>Equity value</b>	<b>228</b>
No. of shares outstanding (millions)	38
Equity value per share (SEK)	6,0

Implicit multipl.	2023	2024	2025
EV/Sales	2,0	1,6	1,3
EV/EBITDA	-34,8	14,5	9,2
EV/EBIT	-1,9	-2,5	-3,0
EV/NOPLAT	-2,4	-3,2	-3,9
P/E			
ROIC/WACC			

WACC assumptions	
Risk free nominal rate	2,0%
Risk premium	7,0%
Extra risk premium	3,0%
Beta	1,0
Cost of equity	12,0%
Cost of debt (pre-tax)	3,0%
Tax rate	22%
Target debt/(debt + equity)	0%
<b>Implicit WACC</b>	<b>15,0%</b>

Terminal value assumptions	
Long term growth rate	2,0%
Long term EBIT margin	30,0%
Depreciation (% of sales)	7,5%
Capex (% of sales)	3,0%
Working cap. (% of sales)	10,0%
Tax rate	22%

### Sensitivity analysis

		Long-term growth rate				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
WACC	13,0%	7,7	8,3	8,8	9,5	10,2
	14,0%	6,4	6,8	7,2	7,7	8,3
	15,0%	5,2	5,6	6,0	6,3	6,8
	16,0%	4,3	4,6	4,9	5,2	5,6
	17,0%	3,5	3,7	4,0	4,3	4,5

		Long-term EBIT margin				
		25,0%	27,5%	30,0%	32,5%	35,0%
WACC	13,0%	7,0	7,9	8,8	9,8	10,7
	14,0%	5,7	6,5	7,2	8,0	8,8
	15,0%	4,6	5,3	6,0	6,6	7,3
	16,0%	3,7	4,3	4,9	5,5	6,1
	17,0%	2,9	3,4	4,0	4,5	5,1

Källa: EPB

## Resultaträkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Nettoomsättning</b>	35	45	35	37	77	88	122	155	196
Övriga rörelseintäkter	0	0	16	13	16	34	30	32	32
<b>Totala intäkter</b>	35	45	52	50	93	121	151	187	228
Kostnad sålda varor	-8	-9	-13	-15	-22	-18	-20	-23	-29
<b>Bruttoresultat</b>	27	36	39	35	71	104	131	164	199
Övriga rörelsekostnader	-27	-44	-43	-41	-65	-135	-138	-147	-172
<b>EBITDA</b>	1	-8	-5	-6	6	-32	-7	17	27
<b>EBITDA, justerad</b>	1	-8	-5	-6	6	-32	-7	17	27
<b>EBITA, justerad</b>	1	-8	-5	-6	6	-32	-7	17	27
<b>EBIT</b>	-3	-14	-17	-19	-26	-147	-103	-66	-50
<b>EBIT, justerad</b>	-3	-14	-17	-19	-26	-147	-103	-66	-50
Finansnetto	-1	-1	-1	0	-1	0	0	0	0
<b>Resultat före skatt</b>	-4	-14	-17	-20	-26	-147	-103	-66	-50
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	-4	-14	-17	-20	-26	-147	-103	-66	-50
Total skatt	0	0	0	0	3	11	0	0	0
<b>Nettoresultat</b>	-4	-14	-18	-20	-24	-137	-103	-66	-50
<b>Nettoresultat, justerad</b>	-4	-14	-18	-20	-24	-137	-103	-66	-50
Intäktstillväxt	-	29%	14%	-4%	88%	30%	25%	24%	22%
Bruttomarginal	77,7%	79,4%	>100%	94,5%	92,3%	>100%	>100%	>100%	>100%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EPS, justerad	-0,22	-0,81	-0,76	-0,76	-0,62	-3,57	-2,59	-1,60	-1,21
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.

Källa: Irisity, EPB

## Kassaflödesanalys

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	-3	-14	-17	-19	-26	-147	-103	-66	-50
Övriga kassaflödesposter	4	6	12	13	5	116	65	49	43
Förändringar i rörelsekapital	-3	1	3	-5	-7	-10	3	5	-3
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	-2	-7	-2	-11	-27	-42	-36	-12	-9
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-11	-20	-18	-10	-90	-26	-31	-32	-32
<b>Kassaflöde från investeringsverksamhet</b>	-11	-20	-18	-10	-90	-26	-31	-32	-32
<b>Fritt kassaflöde</b>	-14	-27	-20	-21	-118	-68	-66	-44	-41
Nyemission / återköp	0	54	27	47	124	-	-	-	0
Förändring av skulder	-	-	-	-	-	14	33	0	10
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamhet</b>	0	54	27	47	124	14	33	0	10
<b>Kassaflöde</b>	-14	26	8	25	6	-55	-34	-44	-31
<b>Nettoskuld</b>	8	-21	-34	-63	-62	8	27	40	49

Källa: Irisity, EPB

## Balansräkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>TILLGÅNGAR</b>									
Goodwill	12	25	59	59	736	757	686	635	590
Materiella anläggningstillgångar	7	8	5	2	3	2	0	0	0
Finansiella anläggningstillgångar	0	0	0	0	34	39	38	38	38
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>19</b>	<b>33</b>	<b>64</b>	<b>61</b>	<b>772</b>	<b>797</b>	<b>725</b>	<b>673</b>	<b>628</b>
Kundfordringar	8	9	6	8	40	19	17	22	25
Övriga omsättningstillgångar	37	3	2	4	15	30	39	39	39
Likvida medel och kortfristiga placeringar	6	32	40	65	71	18	13	1	2
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>51</b>	<b>44</b>	<b>48</b>	<b>77</b>	<b>127</b>	<b>66</b>	<b>70</b>	<b>63</b>	<b>67</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>69</b>	<b>77</b>	<b>112</b>	<b>138</b>	<b>899</b>	<b>863</b>	<b>795</b>	<b>736</b>	<b>695</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>									
Eget kapital	36	47	87	118	762	739	653	585	533
<b>Summa eget kapital</b>	<b>36</b>	<b>47</b>	<b>87</b>	<b>118</b>	<b>762</b>	<b>739</b>	<b>653</b>	<b>585</b>	<b>533</b>
Långfristiga räntebärande skulder	8	6	3	1	9	21	37	37	47
Övriga långfristiga skulder	0	0	0	0	77	65	62	62	62
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>8</b>	<b>6</b>	<b>3</b>	<b>1</b>	<b>85</b>	<b>86</b>	<b>99</b>	<b>99</b>	<b>109</b>
Kortfristiga räntebärande skulder	6	5	3	1	1	4	4	4	4
Leverantörsskulder	4	4	4	4	12	5	13	22	23
Övriga kortfristiga skulder	16	14	14	14	38	29	26	26	26
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>25</b>	<b>24</b>	<b>22</b>	<b>19</b>	<b>52</b>	<b>38</b>	<b>43</b>	<b>52</b>	<b>53</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>69</b>	<b>77</b>	<b>112</b>	<b>138</b>	<b>899</b>	<b>863</b>	<b>795</b>	<b>736</b>	<b>695</b>

Källa: Irisity, EPB

## Tillväxt och marginaler

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	29%	14%	-4%	88%	30%	25%	24%	22%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	58%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
Bruttomarginal	77,7%	79,4%	>100%	94,5%	92,3%	>100%	>100%	>100%	>100%
EBITDA-marginal	2,1%	Neg.	Neg.	Neg.	8,3%	Neg.	Neg.	11,0%	13,8%
EBITDA-marginal, justerad	2,1%	Neg.	Neg.	Neg.	8,3%	Neg.	Neg.	11,0%	13,8%
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	2022	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	2022	2023e	2024e	2025e
Kundfordringar / totala intäkter	22%	19%	12%	17%	43%	16%	12%	12%	11%
Leverantörsskulder / KSV	46%	47%	34%	24%	57%	30%	62%	94%	77%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	74%	45%	39%	34%	60%	25%	27%	31%	26%
Rörelsekapital / totala intäkter	72%	-16%	-19%	-12%	5%	12%	12%	7%	7%
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	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	8	-21	-34	-63	-62	8	27	40	49
Soliditet	52%	61%	78%	85%	85%	86%	82%	79%	77%
Nettoskulsättningsgrad	0,2x	-0,5x	-0,4x	-0,5x	-0,1x	0,0x	0,0x	0,1x	0,1x
Nettoskuld / EBITDA	10,5x	2,6x	6,9x	10,6x	-9,6x	-0,2x	-3,8x	2,3x	1,8x

Källa: Irisity, EPB

## Aktiedata

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	-0,22	-0,81	-0,76	-0,76	-0,62	-3,57	-2,59	-1,60	-1,21
EPS, justerad	-0,22	-0,81	-0,76	-0,76	-0,62	-3,57	-2,59	-1,60	-1,21
FCF per aktie	-0,85	-1,56	-0,84	-0,82	-3,07	-1,78	-1,66	-1,06	-1,00
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	2,27	2,67	3,77	4,56	19,9	19,3	15,8	14,1	12,9
Antal aktier vid årets slut, m	16,0	17,6	23,2	25,8	38,3	38,3	41,4	41,4	41,4
Antal aktier efter utspädning, snitt	16,0	17,6	23,2	25,8	38,3	38,3	39,9	41,4	41,4

Källa: Irisity, EPB

## Värdering

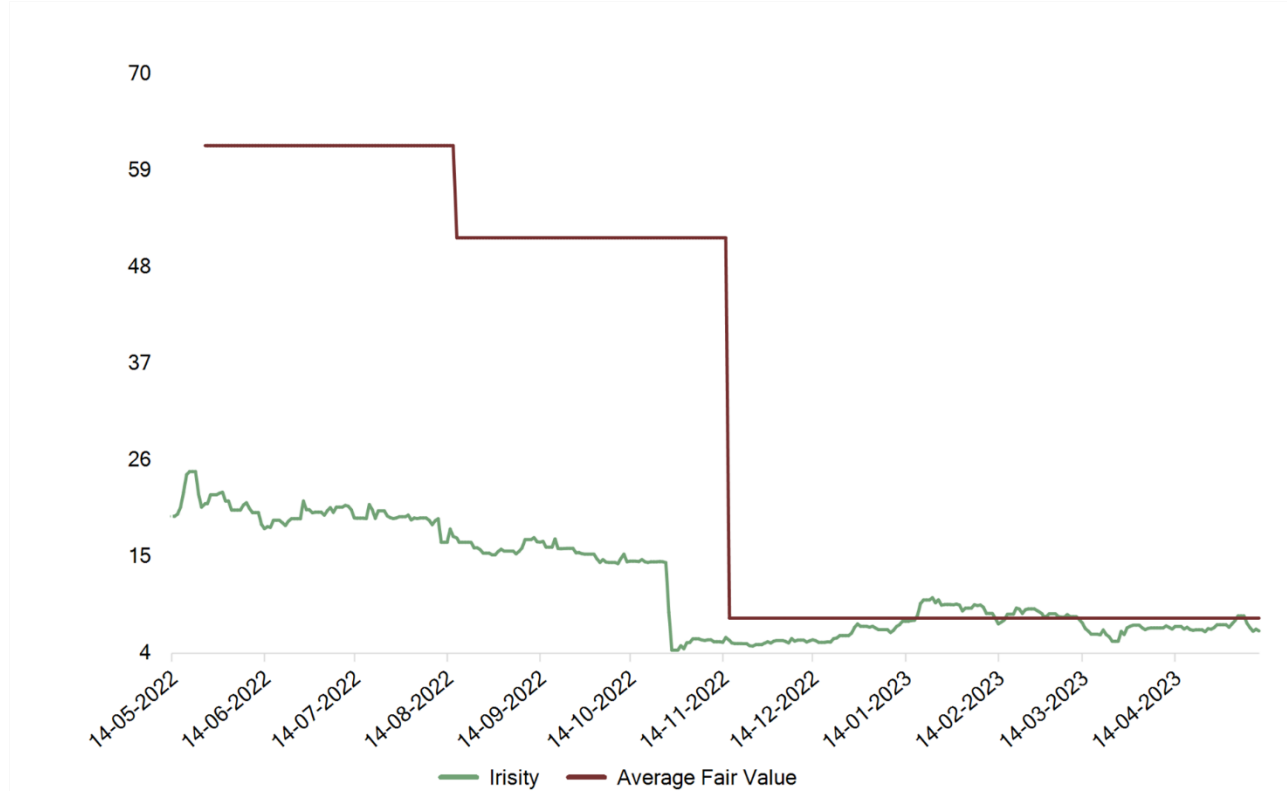
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
P/EK	4,1x	5,4x	2,4x	8,1x	3,1x	0,3x	0,4x	0,4x	0,5x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	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	24,8x	2,2x	1,8x	1,5x	1,2x
EV/EBITDA, justerad	213,7x	Neg.	Neg.	Neg.	360,2x	Neg.	Neg.	16,2x	10,2x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EV	156	234	178	893	2 309	265	277	277	277
Aktiekurs	9,3	14,5	9,1	37,0	61,9	6,7	6,2	6,2	6,2

Källa: Irisity, EPB



## Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

### Irisity (IRIS SS EQUITY)



Källa: EPB, IDC

## Disclosure

Denna publikation (nedan "Publikationen") har sammanställts av Erik Penser Bank AB (nedan "Banken") i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsedd att vara rådgivande. Banken har tillstånd att bedriva bank- och värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan dock aldrig garanteras av Banken.

Som ett steg i utformandet av Publikationen har det analyserade bolaget (nedan "Bolaget") verifierat faktainnehållet i Publikationen. Bolaget kan dock aldrig påverka de delar av Publikationen som innefattar slutsatser eller värderingar.

Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns egna 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 heller sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Publikationen utgör därmed inget investeringsråd och ska inte heller uppfattas som sådan. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på Publikationen alltid fattas självständigt av investeraren och Banken frånsäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller direkt/indirekt skada som grundar sig på användandet av denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk då dessa både kan öka och minska i värde. 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 ska 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. Värderingsmetoden ska läsas tillsammans med riskklassificeringen. Vad gäller riskklassificeringen: 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%.

För mer detaljerad information om värderingsmodeller klicka [här](#).

### 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 innehåll i Publikationen.

Bankens analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att förebygga och förhindra intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. För att förebygga intressekonflikter har Banken bl. a. vidtagit åtgärder för att förhindra otillbörlig informations spridning, även kallade 'Chinese Walls'. Analysavdelningen är därmed fysiskt avskild från Corporate Finance-avdelningen som inte heller får delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Banken har även interna regler för att hantera eventuella intressekonflikter mellan analytikern, Bolaget och Banken.

Det kan dock, från tid till annan, förekomma att Banken utför 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 det analyserade bolaget. Banken har dock utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för analysen samt utformat interna regler för anställdas egna affärer som gäller för analytiker. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Den analytiker som har utarbetat Publikationen, och andra medverkande som har vetskap om analysens slutsats, får inte för egen räkning handla i berörda finansiella instrument eller med därtill relaterade finansiella instrument.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt Bolaget. Klicka [här](#) för mer information om tjänsten.

Om annat inte uttryckligen anges i Publikationen uppdateras analysen kvartalsvis samt när Bankens analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till det analyserade bolaget eller finansiella instrument.

Banken erhåller ersättning från Bolaget för tjänsten Penser Access.

---

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)