



# ERIK PENSER BANK

Penser Access | Mjukvara | Sverige | 15 augusti 2023

## Irisity

### Guidning för helåret visar att tillväxten är tillbaka

#### Fortsatt leverans från bolaget

Omsättningen i kvartalet uppgick till 30,2 mkr, vilket motsvarar en tillväxt om -5% y/y och 10% q/q. MRR uppgick till 4,5 mkr, vilket motsvarar en tillväxt om 2% q/q. EBITDA i kvartalet uppgick till 0,3 mkr, vilket motsvarar en marginal om 1%. Drivkraften bakom det positiva EBITDA resultatet är att bruttomarginalen uppgår till 83,9%. Under kvartalet har två nya strategiska allianser knutits, den första med Exanet, ett bevakningsbolag med fokus på den latinamerikanska marknaden, det andra med Mobius, ett säkerhetsbolag med fokus på mellanöstern. För att öka transparensen kring bolaget har bolaget presenterat en helårsguidning och en kvartalsvis guidning. På helåret väntas försäljningen uppgå till 131-141 mkr. I Q3 väntas försäljningen till 32-37 mkr och i Q4 37-42 mkr.

#### Stark tilltro till teknik

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 för investeringar i mjukvara som underlättar bevakningsarbete är stort inom industrin. 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 och given guidning för helåret som ett bevis på att bolaget nu börjar kunna leverera.

#### Höjer estimat för att reflektera återgång till tillväxt

Givet försäljningen i kvartalet och att vi bedömer att bolaget kommer kunna se en fortsatt tillväxt i MRR under året höjer vi våra estimat för nettoomsättning på innevarande år med ca 7%. Våra estimat ligger då i nedre delen av given guidning för innevarande år. Vidare anser vi att tillväxten kommer fortsätta efter årsskiftet vilket gör att vi höjer våra intäktsestimat med i snitt 11% under perioden 2024-2025. Givet bolagets höga bruttomarginal höjer vi våra EBITDA-estimat med 8 mkr på innevarande år och 9 mkr 2024 och 10 mkr 2025. Kvartalet, fortsatt tillväxt i MRR, nyemissionen och den nya ledningens indikativa konfidens gör att vi ser fram emot andra halvåret. Långsiktigt kvarstår vår positiva syn vad gäller teknologin och vi behåller vårt motiverade värde om 9,1-9,5 kr.

Estimatändring				Prognos (mSEK)				Värde och risk		
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	9,1 - 9,5 SEK
Totala intäkter	6,1%	11,0%	7,3%	Totala intäkter	121	161	208	245	Aktiekurs	5,3 SEK
EBITDA, just.	>100%	52,4%	35,0%	Tillväxt	30%	32%	29%	18%	Riskenivå	High
EPS, just.	-1,1%	7,2%	12,5%	EBITDA, just.	-32	2	26	37	<b>Kursutveckling 12 mån</b> 	
<b>Kommande händelser</b> Q3 - rapport 14 november 2023				EBIT, just.	-147	-104	-61	-44		
<b>Bolagsfakta (mSEK)</b>				EPS, just.	-3,6	-2,6	-1,5	-1,1	<b>Intressekonflikter</b>	
Antal aktier			41m	EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.		
Börsvärde			219	EK/aktie	19,3	16,7	15,2	14,1	Yes	No
Nettoskuld			28	Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0	Likviditetsgarant	✓
EV			247	EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Certified adviser	✓
Free float			99%	ROE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Transaktioner 12m	✓
Daglig handelsvolym, snitt			34k	ROCE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.		
Bloomberg Ticker			IRIS SS EQUITY	EV/Sales	2,2x	1,5x	1,2x	1,0x		
<b>Analytiker</b>				EV/EBITDA	-	116,6x	9,5x	6,8x		
Rikard Engberg				P/EK	0,3x	0,3x	0,3x	0,4x		
rikard.engberg@penser.se				Nettoskuld/EBITDA	-0,2x	14,3x	1,1x	0,7x		

## 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, bl.a. 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% reflekterar det kommersiella skede som Irisity befinner sig i. Vi ser således ett motiverat värde om 9,1-9,5 kr.

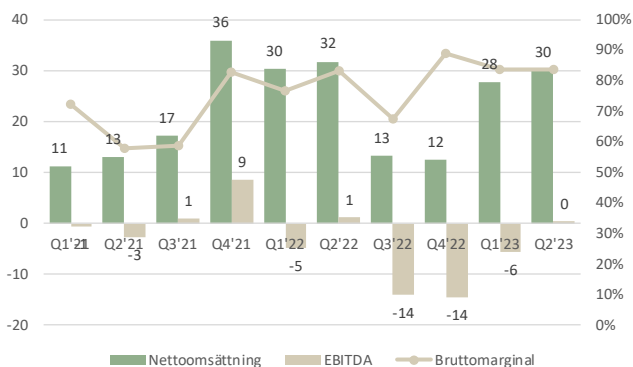
## Kvartalet i detalj

Nettoomsättningen i kvartalet uppgick 30,2 mkr, vilket motsvarar en om tillväxt om -5% y/y och 10% q/q. Bolaget har nu betat av den orderstock om 45 mkr som fanns vid Q4'22. Utöver denna orderstock har man levererat en försäljning om 13,7 mkr, vilket tyder på en tillväxt i underliggande affär. MRR uppgick till 4,5 mkr, vilket motsvarar en tillväxt om 3% q/q. Vi bedömer således att de kontraktsbortfall man under 2022 sett p.g.a. pågående rättsfall och utvärderingar kopplade till IMY har avtagit.

EBITDA uppgick till 0,3 mkr vilket var högre än vad som krävs för att nå våra helårsestimat. Vi bedömer att kostnadsbasen kommer vara relativt konstant året ut, vilket gör att vi höjer våra EBITDA-estimat för innevarande år och resterande del av prognosperioden.

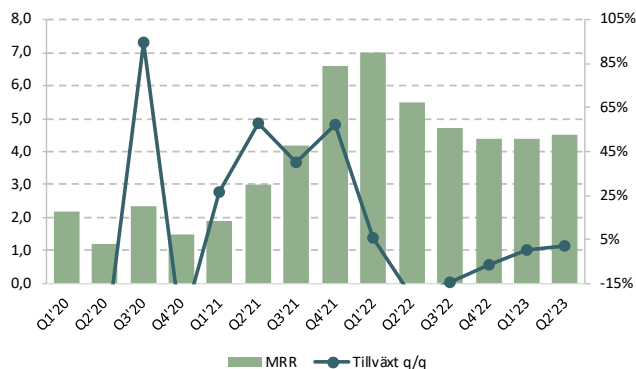
Vid kvartalets utgång hade bolaget en kassa om 6,5 mkr. Efter kvartalets utgång har bolaget genomfört en riktad nyemission till VD om 17,5 mkr som stärkt likviditeten.

### En vändning för bolaget i sikte



Källa: Bolaget

### Vi bedömer MRR kommer att börja stiga

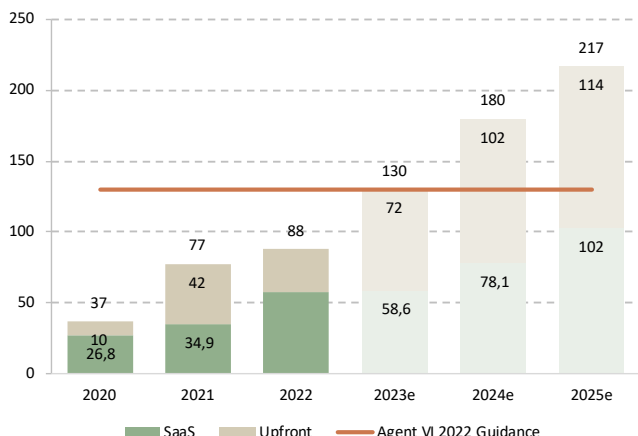


Källa: Bolaget

## Estimatförändringar

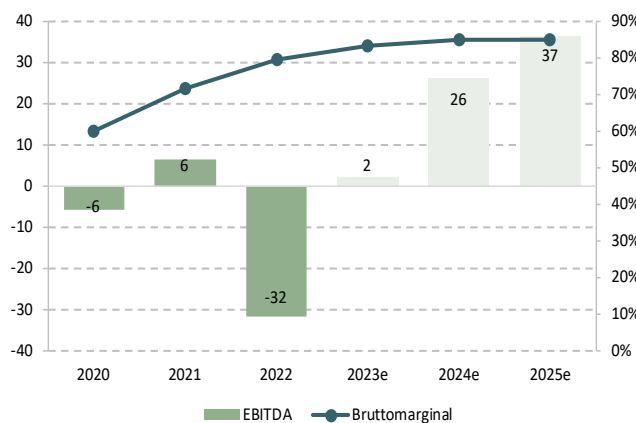
Vi höjer våra nettoomsättningsestimat med ca 7% och bedömer att bolaget kommer att hamna i nedre delen av given guidning för helåret. För perioden 2024-2025 höjer vi våra estimat för nettoomsättning med i snitt 11%. Givet bolagets höga bruttomarginal höjer vi våra EBITDA-estimat med 8 mkr på innevarande år och 9 mkr 2024 och 10 mkr 2025.

### Agent Vi har inte levererat i den utsträckningen vi trodde



Källa: EPB

### Lönsamhet bör nås givet stark bruttomarginal i närtid



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 3,25x 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%, vi anser att denna IRR reflekterar att Irisity befinner sig i ett fortsatt utmanande läge, både ur ett likviditets och även i viss mån ett förtroende perspektiv

Dessa två antagen ger ett värde om ca 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.

Peers													
Name	Share price (USD)	LTM	L6M	LTM	M-cap (USD)	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024
Carasent	1,5	-41,0%	-10,1%	-4,5%	115	2,28	1,93	1,64	14,8	7,9	5,5	30,4%	18,0%
AVTECH Sweden	0,3	21,6%	21,1%	-13,7%	17	nm	nm	nm	nm	nm	nm	-	-
Fortnox	5,7	67,4%	31,5%	-9,2%	3 543	22,78	17,27	13,62	45,5	33,2	25,5	30,3%	31,9%
SmartCraft	2,0	16,2%	34,2%	4,7%	350	8,64	7,50	6,46	20,9	17,3	14,5	19,7%	14,5%
Kahoot	3,3	47,5%	39,6%	56,5%	1 622	nm	nm	nm	nm	nm	nm	17,5%	15,9%
Lime Technologies	24,0	8,2%	42,6%	14,7%	311	6,21	5,49	4,86	19,8	17,5	15,3	16,7%	13,2%
SimCorp	107,6	33,2%	55,0%	49,6%	4 235	6,37	5,86	5,39	27,2	22,6	20,0	9,0%	8,9%
Admicom	40,5	-38,5%	-21,1%	-14,4%	202	5,43	5,05	4,56	14,4	13,2	11,6	8,9%	6,0%
Lemonsoft	8,6	-43,3%	-19,9%	-1,1%	nm	5,29	4,70	4,40	18,6	15,3	14,0	16,6%	12,7%
Efecte	9,7	-27,2%	-1,6%	-18,1%	62	2,17	1,89	1,63	537,9	28,3	15,4	14,8%	14,5%
FormPipe Software	2,5	-14,5%	18,3%	3,6%	134	2,77	2,55	2,32	13,1	10,3	8,4	10,6%	8,9%
Vitec Software Group	55,0	54,9%	56,9%	12,7%	1 804	nm	nm	nm	nm	nm	nm	40,3%	15,9%
Karnov Group	4,5	-12,8%	-14,6%	-6,7%	488	2,91	2,81	2,73	11,9	11,0	9,7	121,7%	4,5%
Litium	0,8	-35,3%	-15,7%	-15,3%	15	2,13	1,66	1,32	21,3	7,5	6,2	7,7%	28,6%
Bambuser	0,2	-81,3%	-54,9%	-42,6%	36	0,32	0,31	0,25	nm	nm	nm	-1,8%	3,6%
Upsales Technology	3,8	-21,7%	-35,4%	-40,2%	65	nm	nm	nm	nm	nm	nm	11,6%	16,0%
Checkin.com Group	3,0	19,6%	8,6%	-21,8%	90	9,10	4,86	2,69	34,7	15,9	8,7	47,1%	87,4%
Irisity	0,5	-82,9%	6,7%	-24,9%	20	1,54	1,19	1,01	neg	neg	neg		
Median						4,10	3,76	3,57	19,78	15,30	14,01	17%	15%
medel						5,61	4,75	4,10	67,77	16,74	13,29	24%	14%
Vs Irisity						-73%	-75%	-75%	nm	nm	nm		

Källa: Factset

## Känslighetstabell

### X-WACC, Y EV/Sales 2025

	15%	20%	30%	30%	35%
2,75	10,8	9,8	8,1	8,1	7,5
3	11,7	10,6	8,8	8,8	8,1
3,25	12,7	11,5	9,5	9,5	8,7
3,5	13,6	12,3	10,2	10,2	9,3
4,00	15,4	13,9	11,5	11,5	10,6

Källa: EPB

## Implicit WACC

### DCF - värdering

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	61	Risikfri ränta	2,0%	Långsiktig tillväxt	2,0%
Nuvärdet av terminalvärde	164	Riskpremium	7,0%	Långsiktig EBIT-marginal	25,0%
<b>Företagsvärde (EV)</b>	<b>225</b>	Småbolagspremium	6,0%	Avskrivningar, % av omsättning	7,5%
Nettoskuld, senast rapporterad	28	Extra risk	4%	Capex, % av omsättning	3,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	<b>Avkastningskrav, eget kapital</b>	<b>18,5%</b>	Rörelsekapital, % av omsättning	10,0%
<b>Eget kapital</b>	<b>197</b>	Räntekostnad (före skatt)	3,0%	Skattesats	22,0%
Antal utstående aktier, full utspädning	38	Skattesats	22%		
<b>Eget kapital per aktie</b>	<b>5,15</b>	Belåningsgrad	0%		
		<b>Implicit WACC</b>	<b>18,5%</b>		

### DCF - känslighetsanalys

#### Känslighetsanalys

		Långsiktig tillväxt					Långsiktig EBIT-marginal						
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%			20,0%	22,5%	25,0%	27,5%	30,0%
WACC	13,0%	11,4	12,0	12,7	13,5	14,3	13,0%	10,1	11,4	12,7	14,0	15,3	
	14,0%	9,6	10,2	10,7	11,3	12,0	14,0%	8,5	9,6	10,7	11,8	13,0	
	18,5%	4,7	4,9	5,1	5,4	5,7	18,5%	3,9	4,5	5,1	5,8	6,4	
	16,0%	7,0	7,3	7,7	8,1	8,5	16,0%	6,0	6,8	7,7	8,6	9,4	
	17,0%	6,0	6,2	6,6	6,9	7,2	17,0%	5,0	5,8	6,6	7,3	8,1	

Källa: EPB

## Resultaträkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Nettoomsättning</b>	35	45	35	37	77	88	130	180	217
Övriga rörelseintäkter	0	0	16	13	16	34	31	28	28
<b>Totala intäkter</b>	35	45	52	50	93	121	161	208	245
Kostnad sålda varor	-8	-9	-13	-15	-22	-18	-22	-27	-33
<b>Bruttoresultat</b>	27	36	39	35	71	104	139	181	212
Övriga rörelsekostnader	-27	-44	-43	-41	-65	-135	-137	-155	-176
<b>EBITDA</b>	1	-8	-5	-6	6	-32	2	26	37
<b>EBITDA, justerad</b>	1	-8	-5	-6	6	-32	2	26	37
<b>EBITA, justerad</b>	1	-8	-5	-6	6	-32	2	26	37
Amortering	-4	-6	-12	-13	-32	-116	-107	-88	-80
<b>EBIT</b>	-3	-14	-17	-19	-26	-147	-104	-61	-44
<b>EBIT, justerad</b>	-3	-14	-17	-19	-26	-147	-104	-61	-44
Finansnetto	-1	-1	-1	0	-1	0	0	0	0
<b>Resultat före skatt</b>	-4	-14	-17	-20	-26	-147	-104	-61	-44
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	-4	-14	-17	-20	-26	-147	-104	-61	-44
Total skatt	0	0	0	0	3	11	0	0	0
<b>Nettoresultat</b>	-4	-14	-18	-20	-24	-137	-104	-61	-44
<b>Nettoresultat, justerad</b>	-4	-14	-18	-20	-24	-137	-104	-61	-44
Intäktstillväxt	-	29%	14%	-4%	88%	30%	32%	29%	18%
Bruttomarginal	77,7%	79,4%	>100%	94,5%	92,3%	>100%	>100%	>100%	97,9%
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	-2,62	-1,48	-1,06

Källa: Irisity, EPB

## Kassaflödesanalys

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	-3	-14	-17	-19	-26	-147	-104	-61	-44
Övriga kassaflödesposter	4	6	12	13	5	116	108	86	78
Förändringar i rörelsekapital	-3	1	3	-5	-7	-10	-12	6	-3
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	-2	-7	-2	-11	-27	-42	-8	30	32
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-11	-20	-18	-10	-90	-26	-30	-28	-28
<b>Kassaflöde från investeringsverksamhet</b>	-11	-20	-18	-10	-90	-26	-30	-28	-28
<b>Fritt kassaflöde</b>	-14	-27	-20	-21	-118	-68	-38	2	4
Nyemission / återköp	0	54	27	47	124	-	18	-	0
Förändring av skulder	-	-	-	-	-	14	20	0	0
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamhet</b>	0	54	27	47	124	14	37	0	0
<b>Kassaflöde</b>	-14	26	8	25	6	-55	-1	2	4
<b>Nettoskuld</b>	8	-21	-34	-63	-62	8	30	28	25

Källa: Irisity, EPB

## Balansräkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>TILLGÅNGAR</b>									
Goodwill	12	25	59	59	736	757	713	654	601
Materiella anläggningstillgångar	7	8	5	2	3	2	10	10	10
Finansiella anläggningstillgångar	0	0	0	0	34	39	40	40	40
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>19</b>	<b>33</b>	<b>64</b>	<b>61</b>	<b>772</b>	<b>797</b>	<b>764</b>	<b>704</b>	<b>651</b>
Kundfordringar	8	9	6	8	40	19	21	25	28
Övriga omsättningstillgångar	37	3	2	4	15	30	47	47	48
Likvida medel och kortfristiga placeringar	6	32	40	65	71	18	16	18	22
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>51</b>	<b>44</b>	<b>48</b>	<b>77</b>	<b>127</b>	<b>66</b>	<b>85</b>	<b>90</b>	<b>97</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>69</b>	<b>77</b>	<b>112</b>	<b>138</b>	<b>899</b>	<b>863</b>	<b>849</b>	<b>794</b>	<b>749</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>									
Eget kapital	36	47	87	118	762	739	691	628	582
<b>Summa eget kapital</b>	<b>36</b>	<b>47</b>	<b>87</b>	<b>118</b>	<b>762</b>	<b>739</b>	<b>691</b>	<b>628</b>	<b>582</b>
Långfristiga räntebärande skulder	8	6	3	1	9	21	41	41	41
Övriga långfristiga skulder	0	0	0	0	77	65	59	59	59
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>8</b>	<b>6</b>	<b>3</b>	<b>1</b>	<b>85</b>	<b>86</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
Kortfristiga räntebärande skulder	6	5	3	1	1	4	6	6	6
Leverantörsskulder	4	4	4	4	12	5	16	25	25
Övriga kortfristiga skulder	16	14	14	14	38	29	36	36	36
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>25</b>	<b>24</b>	<b>22</b>	<b>19</b>	<b>52</b>	<b>38</b>	<b>57</b>	<b>66</b>	<b>67</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>849</b>	<b>794</b>	<b>749</b>

Källa: Irisity, EPB

## Tillväxt och marginaler

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	29%	14%	-4%	88%	30%	32%	29%	18%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%	40%
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%	97,9%
EBITDA-marginal	2,1%	Neg.	Neg.	Neg.	8,3%	Neg.	1,6%	14,5%	16,9%
EBITDA-marginal, justerad	2,1%	Neg.	Neg.	Neg.	8,3%	Neg.	1,6%	14,5%	16,9%
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%	13%	12%	11%
Leverantörsskulder / KSV	46%	47%	34%	24%	57%	30%	72%	91%	77%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	74%	45%	39%	34%	60%	25%	36%	37%	32%
Rörelsekapital / totala intäkter	72%	-16%	-19%	-12%	5%	12%	11%	6%	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	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	8	-21	-34	-63	-62	8	30	28	25
Soliditet	52%	61%	78%	85%	85%	86%	81%	79%	78%
Nettoskulsättningsgrad	0,2x	-0,5x	-0,4x	-0,5x	-0,1x	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x
Nettoskuld / EBITDA	10,5x	2,6x	6,9x	10,6x	-9,6x	-0,2x	14,3x	1,1x	0,7x

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	-2,62	-1,48	-1,06
EPS, justerad	-0,22	-0,81	-0,76	-0,76	-0,62	-3,57	-2,62	-1,48	-1,06
FCF per aktie	-0,85	-1,56	-0,84	-0,82	-3,07	-1,78	-1,66	-0,63	-0,58
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	16,7	15,2	14,1
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

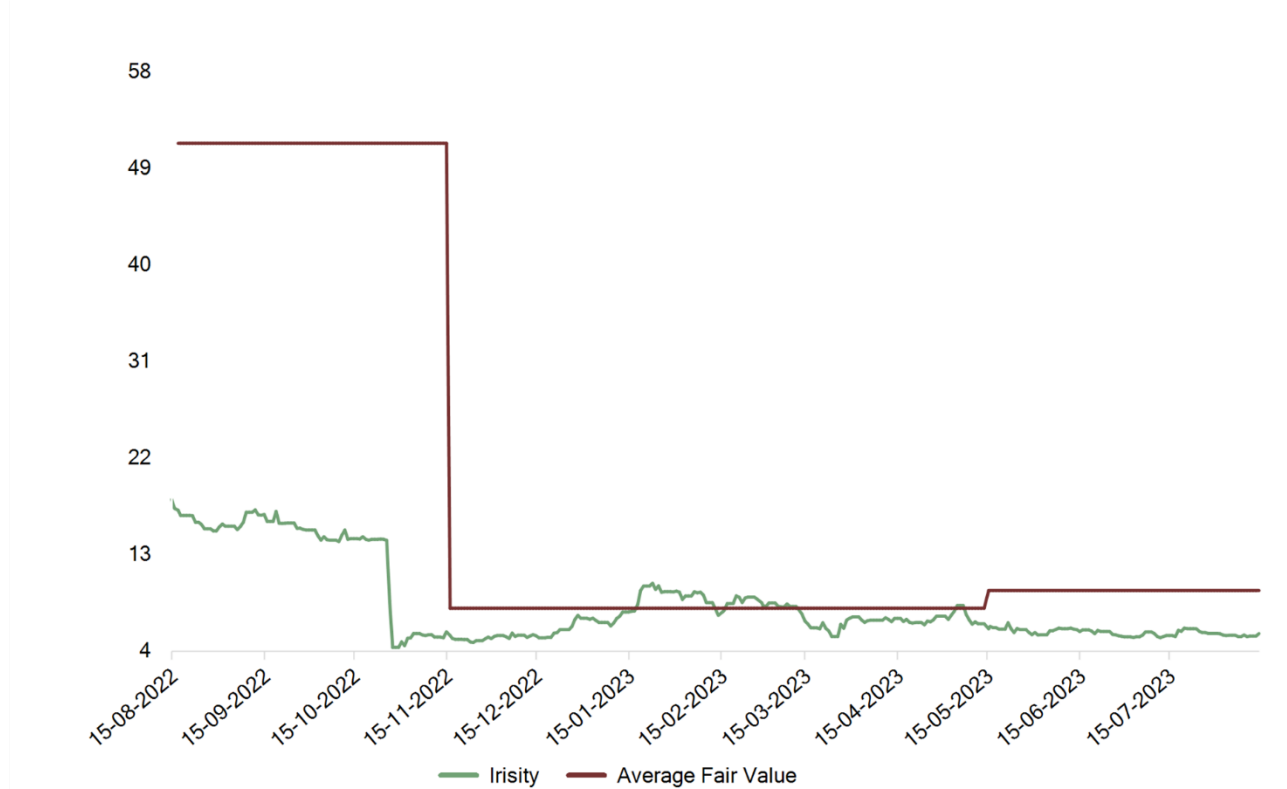
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
P/EK	4,1x	5,4x	2,4x	8,1x	3,1x	0,3x	0,3x	0,3x	0,4x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	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	1,5x	1,2x	1,0x
EV/EBITDA, justerad	213,7x	Neg.	Neg.	Neg.	360,2x	Neg.	116,6x	9,5x	6,8x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EV	156	234	178	893	2 309	265	247	247	247
Aktiekurs	9,3	14,5	9,1	37,0	61,9	6,7	5,3	5,3	5,3

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

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

Banken fransäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grunda sig på denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Placeringen kan öka eller minska i värde eller bli helt värdelös. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden

### Motiverat värde och risk

Det motiverade värdet speglar ett värde för aktien per den dag analysen publicerats i ett intervall motsvarande ca 5-10%. Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument såsom till exempel kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler.

Det angivna motiverade värdet ska inte tolkas som en riktkurs vid en viss tidpunkt, utan är ett teoretiskt framräknat värde som det analyserade bolaget skulle kunna värderas till, givet att alla våra antaganden visar sig vara korrekta, och att inga oförutsedda negativa aspekter tillkommer. Det är inte ovanligt att aktiemarknaden värderar ett bolag till kraftig rabatt eller med premium mot ett teoretiskt framräknat värde. Det finns således ingen garanti för att aktien kommer att handlas till vårt framräknade motiverade värde, även om våra antaganden visar sig vara korrekta.

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)