This report was completed and disseminated 03 oktober 2023: 21:17 CET

ERIK PENSER BANK

Penser Access | Mjukvara | Sverige | 03 oktober 2023

Irisity

En ny giv

Emission ger bolaget utrymme för tillväxt

Irisity har under Q3 fått två kapitaltillskott, ett från bolagets nytillträdde VD om 17,5 mkr och en riktad nyemission om 39 mkr. Kapitaltillskotten gör det möjligt för Irisity att accelerera tillväxten och sänka den finansiella risken i bolaget då man tidigare har tagit lån för att finansiera rörelsekapital. Vi bedömer att bolaget nu kan fokusera på att utöka sina OEM-samarbeten internationellt vilket vi anser vara en viktig källa för framtida tillväxt.

Tilltro till teknik

Vi har stor tillit 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 berodde på att man vann större och mer komplexa projekt där man delvis saknat leveranskapacitet samt en bristande strategi från tidigare ledning. Vi ser den starka tillväxten q/q och given guidning för helåret som ett bevis på att bolaget nu börjar kunna leverera.

Förtroende förr nya ledningen

Vi bedömer att den nya ledningen med sin bakgrund i säkerhetsindustrin har en hög kredibilitet i exekveringen av den nya marknadsstrategin som presenteras. Detta gör att vi har en stark tilltro till given guidning på innevarande år, delvis driven av att vi bedömer att rapporterad MRR nu har nått botten i cykeln. Kommande år bedömer vi att bolaget kommer börja se synergier från förvärvet av AgentVi. Trots att den finansiella risken sjunkit kraftigt i bolaget bedömer vi att man måste nå guidning på innevarande år innan vi justerar vårt avkastningskrav för bolaget ytterligare.

Estimataändring

	23e	24e	25e
Totala intäkter	-0,3%	-2,2%	-3,0%
EBITDA, just.	N.m.	1,2%	1,8%
EPS, just.	N.m.	N.m.	N.m.

Kommande händelser

Q4 - rapport	14 november 2023

Bolagsfakta (mSEK)

Antal aktier	49m
Börsvärde	250
Nettoskuld*	28
EV	278
Free float	85%
Daglig handelsvolym, snitt	59k
Bloomberg Ticker	IRIS SS EQUITY

*senast rapporterad

Analytiker

Rikard Engberg
rikard.engberg@penser.se

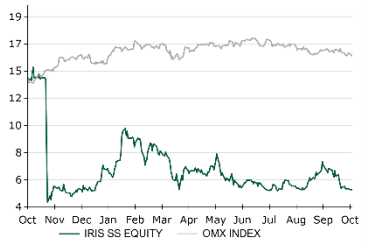
Prognos (mSEK)

	2022	2023e	2024e	2025e
Totala intäkter	121	160	203	238
Tillväxt	30%	32%	27%	17%
EBITDA, just.	-32	2	26	37
EBIT, just.	-147	-122	-97	-87
EPS, just.	-3,6	-2,7	-2,0	-1,8
EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
EK/aktie	19,3	13,7	11,6	9,8
Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
ROE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
ROCE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EV/Sales	2,1x	1,7x	1,4x	1,2x
EV/EBITDA	-	140,8x	10,5x	7,5x
P/EK	0,3x	0,4x	0,4x	0,5x
Nettoskuld/EBITDA	0,1x	-3,8x	0,1x	0,2x

Värde och risk

Motiverat värde	9,1 - 9,5 SEK
Aktiekurs	5,0 SEK
Risknivå	Hög

Kursutveckling 12 mån



Intressekonflikter

	Yes	No
Likviditetsgarant		✓
Certified adviser	✓	
Transaktioner 12m	✓	

Investment case

Teknisk validering: Vi bedömer att Irisitys teknikplattform har en mycket stark position på marknaden. Vi baserar detta på att man har fått den tekniskt validerad av de ledande aktörerna, likt Axis och Milestone. Vi ser såldes de senaste årens aktieutveckling som en följd av andra faktorer. Den starka tekniska valideringen förklarar delvis bolagets starka marknadsposition i västvärlden där man är 4e största aktör på den amerikanska marknaden.

Integration och strategi klara: Vi bedömer att den segdragna integrationen av AgentVi nu är klar och att synergier kommer börja synas från 2024 och framåt. Vidare bedömer vi att de strategiska initiativ den nya ledningen har tagit med fokus på ökad försäljning och monetarisering av befintliga produkter kommer att leda till att bolaget åter når lönsamhet och tillväxt. Ett tydligt exempel på detta är att bolaget har ingått partnerskap med Identiv, ett amerikanskt bolag inom digital säkerhet med över 5 000 kunder globalt. Genom att sälja sina produkter via partners kommer Irisity få möjlighet att accelerera tillväxt och nå skalfördelar då man inte behöver bygga upp en egen säljkår. Vi bedömer att bolaget kommer att teckna fler liknande avtal i närtid vilket kommer att fungera som katalysator för en hög tillväxt.

Nya initiativ kommer att generera tillväxt: Irisity har breddat sin verksamhet till att erbjuda skräddarsydda AI-lösningar till kunder. Vi bedömer att dessa, i synnerhet i användningsområden som inte innefattar mänsklig aktivitet, skulle kunna ge ytterligare uppsida till våra estimat.

Bolagsprofil

Irisity är ett mjukvarubolag som utvecklar algoritmer för övervakningskameror. Kameror med Irisitys algoritmer kan användas för att underlätta olika former av bevakningsarbete, minska behov för datalagring och agera preventivt vid olika former av aktivitet. Bolaget har fått sin teknologi validerad av ett antal ledande aktörer i ekosystemet, likt Axis, där man levererar sina algoritmer till att utföra beräkningarna direkt i Axiskameror, vilket gör att behovet av in serverinfrastruktur minskar. Vidare har man möjlighet att integrera med de ledande VMS-systemen på marknaden, vilket gör att adresserbar marknad ökar.

Den internationella marknaden för oberoende videoanalys uppgick 2021 enligt Omdia till USD 0,8bn. Exklusive den kinesiska marknaden, som vi anser vara ett separat ekosystem uppgick marknaden till ca USD 0,45bn. Marknaden är fragmenterad och i Nord-sydamerika där Irisity är som starkas beräknas man ha en marknadsandel om ca 5% enligt samma källa. Vi bedömer att AI-teknologin för Irisitys ändamål nu nått en mogen fas då man börjar se starka kommersiella fördelar av att implementera teknologin. Det medför att marknadstillväxten för Irisitys kärnprodukter ligger mellan 20-30% under perioden 2020-2025. Givet att Irisity nu har en strategi för tillväxt bedömer vi att man kommer kunna växa snabbare än marknaden i närtid.

Irisity har sedan förvärvet av AgentVi genomfördes lidit av att den kommersiella och tekniska integreringen inte har lyckats. Detta har resulterat i att bolaget inte uppnått kalkylerade intäktssynergier under perioden och att båda operativa bolagen har tappat försäljning, Irisity på den svenska marknaden och AgentVi internationellt. Samtidigt som detta skett har man inte lyckats realisera kostnadssynergier, vilket medfört att bolaget har haft två tuffa år operationellt. I samband med att en ny VD rekryterades under Q1'23 har bolaget inlett ett arbete för att fokusera den internationella strategin samt vända utvecklingen på den svenska marknaden. Vi bedömer att ett stort steg här har tagits med det nya OEM-avtalet med Identiv. Vi bedömer också att den nya ledningen har insett att det finns en brist på transparens i bolaget och att denna kommer att öka framöver, vilket kommer att kunna ha en positiv effekt på aktiekursen.

Värdering

Vi har valt att använda oss av en kombination av multipelvärdering och IRR beräkning för att värdera Irisity. Då bolaget befinner sig betydligt tidigare i en kommersiell fas än många av de svenska mjukvarubolagen vi följer, anser vi att det är relevant att blicka 2-3 år framåt i tiden samt att använda sig av ett 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.

Genomgång av position på den svenska marknaden

Vi anser att Irisity har en stark position på den svenska marknaden och är en av de ledande aktörerna på marknaden inom videoanalys. Vi baserar detta på främst två faktorer:

- **Urval av kunder**: SL dvs operatören av Stockholmslokaltrafik är en av köparna av Irisitys tjänster för övervakning kopplat till spårbunden trafik. Irisity finns på ett stort antal av SLs 100 tunnelbanestationer och 54 pendeltågstationer. Vi anser att SL är en stark referenskund för Irisitys produkter inom spårbunden trafik. Utöver SL har Irisity ett antal kommuner och privata aktörer som kunder.

- **Marknadsnärvaro**: Vi bedömer att Irisity har ca 4 000 installerade kameror på den svenska marknaden. Detta motsvarar en MRR om ca 3-4 mkr. Dessa 4 000 kameror finns på ca 600 platser i Sverige.

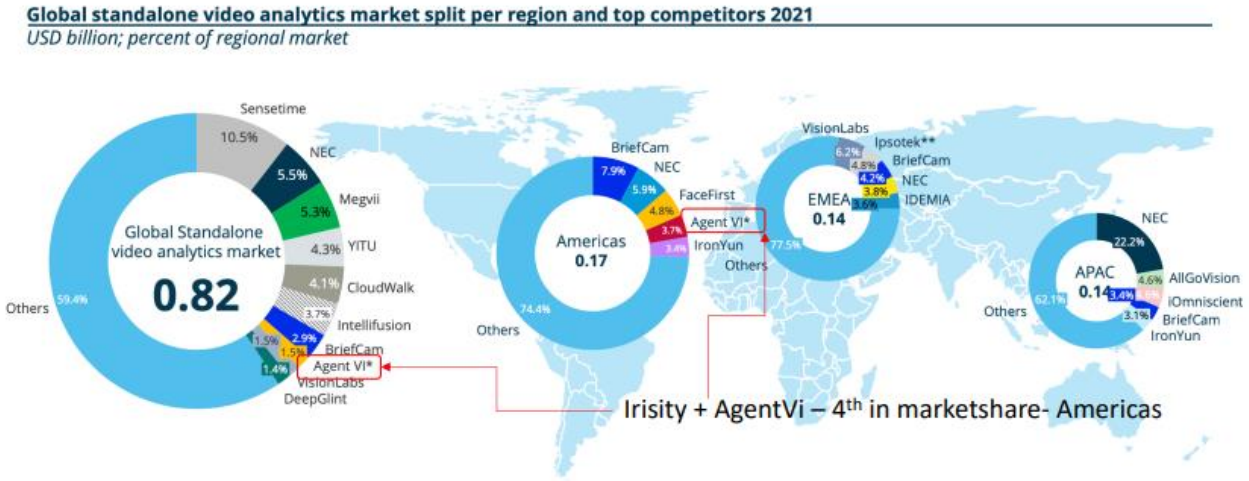
Vi bedömer att Irisity delvis tappade fokus på den svenska marknaden i samband med fusionen med AgentVi. Detta kan ses i den vikande MRR som bolaget såg under 2022. Vi bedömer att försäljningsbortfallet endast delvis kan förklaras med den process som inleddes av Integritetsskyddsmyndigheten mot en av de kommuner som köpt Irisitys system. Den största orsaken till intäktsfallet bedömer vi har varit att Irisity saknade marknadsstrategi för den svenska marknaden. Historiskt har bolaget sålt direkt till slutkund på den svenska marknaden vilket skiljer sig jämfört med det arbete med partners som AgentVi har haft. Vi bedömer diskrepansen i strategi mellan de sammanslagna entiteterna har orsakat friktion, vilket har påverkat försäljningen negativt. Vidare anser vi att den globala komponentbristen inom halvledare hade en viss inverkan på utrullning av nya projekt för Irisiys slutkunder. Detta har påverkat försäljningen negativt i Sverige då en mindre del av försäljningen utgörs av hårdvara för projektimplementering.

Vi anser dock att den svenska marknaden är fortsatt attraktiv för Irisity. Konservativt skattat bedömer vi att det säljs och installeras 20–40 000 nya kameror i Sverige varje år som delvis är kompatibla med Irisitys olika algoritmer. Vi ser således att Irisity med sina 4 000 installerade kameror är marknadsledande. En aspekt som potentiellt gör att försäljningsarbetet i Sverige går långsammare än i till exempel Latin-Amerika eller Mellanöstern är att GDPR gör att det krävs tillstånd för att bedriva videoövervakning, vilket gör att projekt kan ta lång tid. I det senaste direktivet utfärdat av IMY anses dock anonymisering vara en aspekt som underlättar för tillstånd vilket kan gynna Irisity.

Genomgång av OEM strategi internationellt

AgentVi har historiskt sålt sin mjukvara via partners. Baserat på data från Omdia har man en relativt stark marknadsposition på den amerikanska marknaden där man har en marknadsandel om ca 4%. i Nord- och Sydamerika och globalt 1,5%. Vi bedömer att Irisitys installerade bas globalt utgörs av ca 100 000 kameror där vissa är installerade med eviga licenser och andra kopplade till större larmcentraler vilket innebär en återkommande intäkt.

Relativt starka på en extremt fragmenterad marknad



Källa: Omdia

I de partnerskap de har på den internationella marknaden bedömer vi att mjukvaran säljs som en SaaS-lösning eller betalas up-front. Historiskt har licensförsäljningar utgjort mellan 30–40% av försäljningen och kompletteras ofta med ett supportavtal som delvis bidrar till att öka MRR. Vi bedömer att man under 2022 tappade en stor del av dessa projektrelaterade intäkter som en följd av att marknadsstrategin inte var tydlig på den internationella marknaden. Vi bedömer att projektintäkter kommer vara en starkt bidragande orsak till att guidningen på innevarande år kommer att kunna nås innan en acceleration av tillväxten i MRR kommer påbörjas till följd av de OEM-avtal som börjat slutas. I försäljningsarbetet med OEM-parters får slutkunden tillgång till den enklaste formen av algoritmer dvs att endast upptäcka aktivitet. De algoritmer som föreslår ett agerande eller aktiverar en funktion kommer att kräva betalning. Meningen med denna strategi är att öka medvetenheten på den internationella marknaden för Irisitys produkter.

I september 2023 slöt Irisity ett OEM-avtal med den amerikanska bolaget Identiv, ett bolag som säljer tekniska lösningar inom säkerhetsindustrin med över 5 000 kunder och 300 anställda. Vi bedömer att genom att knyta till sig OEM-aktörer får man en högre förutsägbarhet i volymantaganden, vilket möjliggör att budgetera för en utökad säljkår. Vi bedömer att dessa OEM-avtal kommer vara förenliga med aktuella volymåtaganden. Vi bedömer att pipelinen för nya OEM -parters är över 10 stycken och att fler kan komma att adderas under året. Vi anser vidare att den nya ledningen, givet tidigare roller på Milestone, har ett starkt nätverk bland internationella OEMs.

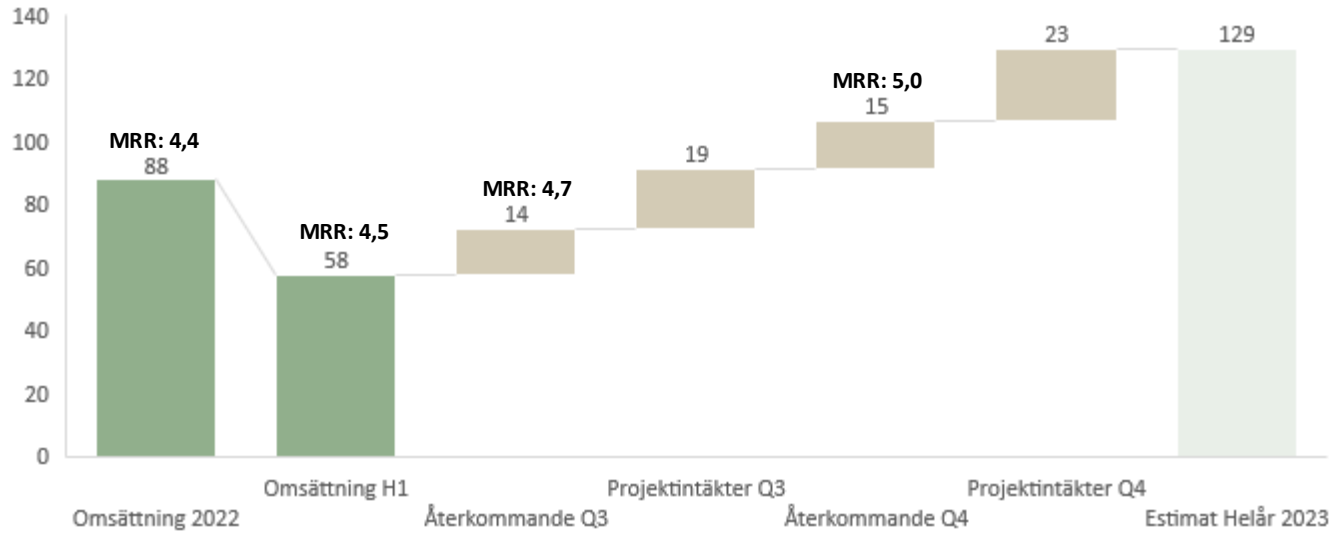
Brygga för guidning för innevarande år

Vi anser att guidningen för innevarande år är fullt möjlig att nå baserat på två faktorer:

- **Stöd i återkommande intäkter**: Vi bedömer att bolaget har stoppat den churn man sett på den svenska marknaden, vilket ledde till en sjunkande MRR under 2022. Vi har antagit att man succesivt kommer att börja se en tillväxt i MRR kommande kvartal. vilket bygger den återkommande intäktsbasen framöver.

- **Återhämtning i projektintäkter**: Under H1 såg vi en stark återhämtning i projektintäkter ifrån H2'22. Vi bedömer att detta delvis beror på uppskjutna leveranser från H2'22, men även att bolagets nya ledning har börjat effektivisera processer. Detta tror vi leder till att projektintäkterna kommer att kunna brygga gapet mellan våra MRR estimat och given guidning.

Guidning indikerar en tillväxt om 47% y/y från en låg nivå 2022

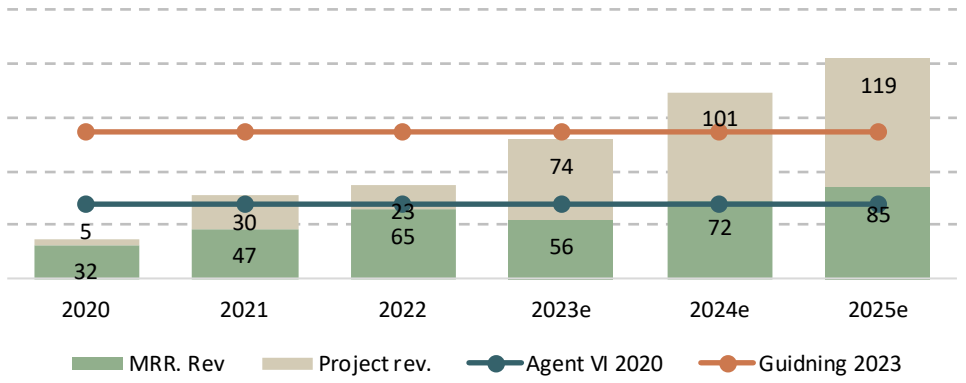


Källa: EPB

Genomgång av resterande del av prognosperioden

Vi bedömer att Irisity kan fortsätta att växa strax över marknadstillväxten kommande år. Enligt Omdia väntas de områden som Irisity fokuserar på inom mjukvara växa 20-30% under perioden 2020-2025. Vi bedömer att Irisity kan fortsätta att växa snabbare än marknaden under 2024 givet den nya strategin som håller på att implementeras. Under 2025 bedömer vi att bolaget kommer att växa mer i linje med marknaden. Vi ser en potentiell uppsida i våra estimat om bolagets OEM-strategi börjar bära frukt och om strategin att skräddarsy algoritmer för kunder börjar ta fart.

Vi bedömer bolaget kommer kunna fortsätta växa från nuvarande nivåer…

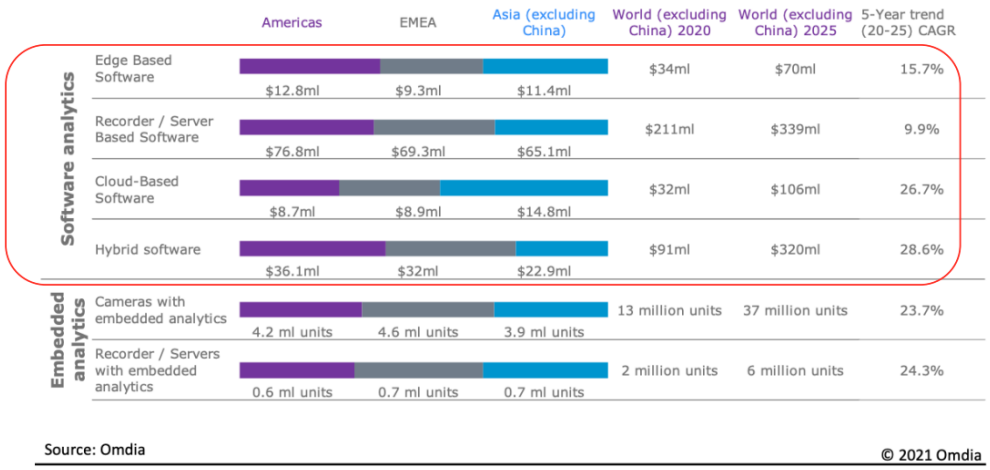


Källa: EPB

…givet den starka marknadstillväxt vi ser globalt

Stand alone analytics software market size and growth

Irisity's Core Market



Källa: Omdia

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 3,5 EV/Sales. Multipeln motsvarar en rabatt jämfört med 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 25%, tidigare 30%. Vi anser att de genomförda emissionerna sänker den finansiella risken i Irisity. Vi anser dock att en hög IRR är fortsatt motiverad då bolaget och den nya ledningen måste bevisa att de initiativ som tagits börjar visa resultat i omsättningen.

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. Vi bedömer att avkastningskravet kan komma att sjunka om bolaget levererar på sin guidning, givet att den finansiella risken nu är väsentligt lägre efter den nyligen genomförda nyemissionen.

Referensgrupp

		Share price perf.				EV/S			EV/EBITDA			CY rev. growth	
Name	**Share price (USD)**	**LTM**	**L6M**	**LTM**	**M-cap (USD)**	**2023**	**2024**	**2025**	**2023**	**2024**	**2025**	**2023**	**2024**
Carasent	1,4	-26,6%	-6,2%	3,6%	112	2,33	1,98	1,68	15,1	8,1	5,7	30,4%	18,0%
AVTECH Sweden	0,3	58,2%	6,1%	1,2%	17	6,15	4,96	nm	11,5	8,3	nm	33,1%	24,1%
Fortnox	5,2	8,5%	13,3%	-13,6%	3 125	20,49	15,42	12,12	41,2	29,8	22,9	31,2%	33,9%
SmartCraft	2,0	41,3%	21,0%	2,4%	332	8,50	7,38	6,36	20,0	16,6	13,9	21,7%	13,5%
Kahoot	3,2	50,1%	127,0%	44,0%	1 577	nm	nm	nm	nm	nm	nm	22,2%	15,9%
Lime Technologies	24,3	-3,2%	9,8%	9,1%	318	6,49	5,69	5,05	20,6	18,3	16,0	16,7%	14,0%
SimCorp	103,3	58,9%	52,6%	1,7%	4 065	6,41	6,12	5,59	28,5	24,6	22,1	8,6%	4,9%
Admicom	33,8	-47,9%	-28,4%	-21,7%	168	4,73	4,48	4,07	12,6	12,2	10,7	8,5%	2,8%
Lemonsoft	5,8	-57,0%	-28,2%	-29,1%	nm	3,70	3,31	3,11	13,0	10,8	9,9	16,6%	11,6%
Efecte	8,5	-28,3%	-22,9%	-19,0%	55	2,03	1,76	1,51	636,9	24,7	13,1	15,2%	15,3%
FormPipe Software	2,3	-26,6%	19,5%	1,6%	122	2,59	2,38	2,17	12,3	9,7	7,9	10,6%	8,9%
Vitec Software Group	46,5	2,9%	30,5%	-3,4%	1 501	nm	nm	nm	nm	nm	nm	41,1%	15,3%
Karnov Group	4,5	-26,0%	-19,5%	1,6%	482	2,98	2,87	2,79	13,4	11,8	10,0	122,6%	5,3%
Litium	0,8	-44,0%	-27,0%	-9,3%	13	1,82	1,42	1,13	18,2	6,4	5,3	7,7%	28,6%
Bambuser	0,1	-82,7%	-56,0%	-35,5%	27	-0,14	-0,14	-0,12	nm	nm	nm	-1,8%	3,6%
Upsales Technology	3,0	-41,2%	-53,6%	-45,1%	51	nm	nm	nm	nm	nm	nm	16,3%	16,0%
Checkin.com Group	3,0	-2,9%	-18,6%	-9,6%	94	7,70	4,53	2,63	36,6	16,8	8,8	90,0%	69,9%
Irisity	0,5	-83,9%	-31,5%	-13,2%	17	1,49	1,18	1,03	neg	neg	neg		
Median						3,70	3,31	2,95	16,69	12,01	10,69	17%	15%
medel						5,24	4,43	3,79	70,27	15,10	12,49	25%	14%
Vs Irisity						-72%	-73%	-73%	nm	nm	nm		

Källa: Factset

Känslighetstabell

	X-WACC, Y EV/Sales 2025				
	15%	20%	25%	30%	35%
2,8	9,1	8,2	7,5	6,9	6,3
3,0	9,9	8,9	8,1	7,4	6,8
3,5	11,4	10,3	9,4	8,6	7,9
3,5	11,4	10,3	9,4	8,6	7,9
4,0	13,0	11,7	10,7	9,7	8,9

Källa: EPB

DCF: Antaganden och resultat

DCF - värdering

Värdering	
Nuvärdet av fria kassaflöden	266
Nuvärdet av terminalvärde	231
Företagsvärde (EV)	**498**
Nettoskuld, senast rapporterad	28
Minoritetsintressen och övrigt	0
Eget kapital	**469**
Antal utstående aktier, full utspädning	49
Eget kapital per aktie	**9,5**

WACC-antaganden	
Riskfri ränta	2,5%
Riskpremium	5,5%
Småbolagspremium	6,0%
Extra risk	1,0%
WACC	**15,0%**

An
Lår
Lår
Avs
Cap
Rör
Ska

Källa: EPB

DCF: Känslighetstabell

DCF - känslighetsanalys

Känslighetsanalys

		Långsiktig tillväxt				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
	13,0%	11,4	11,8	12,2	12,7	13,3
	14,0%	10,1	10,4	10,8	11,2	11,6
WACC	15,0%	9,0	9,2	9,5	9,9	10,2
	16,0%	8,0	8,2	8,5	8,8	9,0
	17,0%	7,2	7,4	7,6	7,8	8,1

			Lång
		20,0%	22,5%
	13,0%	10,2	11,2
	14,0%	9,0	9,9
WACC	15,0%	8,0	8,7
	16,0%	7,1	7,8
	17,0%	6,4	7,0

Källa: EPB

Resultaträkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	**35**	**45**	**35**	**37**	**77**	**88**	**129**	**175**	**210**
Övriga rörelseintäkter	0	0	16	13	16	34	31	28	28
Totala intäkter	**35**	**45**	**52**	**50**	**93**	**121**	**160**	**203**	**238**
Kostnad sålda varor	-8	-9	-13	-15	-22	-18	-21	-28	-34
Bruttoresultat	**27**	**36**	**39**	**35**	**71**	**103**	**139**	**175**	**204**
Övriga rörelsekostnader	-27	-44	-43	-41	-65	-135	-137	-149	-167
EBITDA	**1**	**-8**	**-5**	**-6**	**6**	**-32**	**2**	**26**	**37**
EBITDA, justerad	**1**	**-8**	**-5**	**-6**	**6**	**-32**	**2**	**26**	**37**
EBITA, justerad	**1**	**-8**	**-5**	**-6**	**6**	**-32**	**2**	**26**	**37**
Amortering	-4	-6	-12	-13	-13	-49	-39	-39	-39
EBIT	**-3**	**-14**	**-17**	**-19**	**-26**	**-147**	**-122**	**-97**	**-87**
EBIT, justerad	**-3**	**-14**	**-17**	**-19**	**-26**	**-147**	**-122**	**-97**	**-87**
Finansnetto	-1	-1	-1	0	-1	0	-3	-2	-2
Resultat före skatt	**-4**	**-14**	**-17**	**-20**	**-26**	**-148**	**-125**	**-99**	**-89**
Resultat före skatt, justerad	**-4**	**-14**	**-17**	**-20**	**-26**	**-148**	**-125**	**-99**	**-89**
Total skatt	0	0	0	0	3	11	6	0	0
Nettoresultat	**-4**	**-14**	**-18**	**-20**	**-24**	**-137**	**-119**	**-99**	**-89**
Nettoresultat, justerad	**-4**	**-14**	**-18**	**-20**	**-24**	**-137**	**-119**	**-99**	**-89**
Intäktstillväxt	*-*	*29%*	*14%*	*-4%*	*88%*	*30%*	*32%*	*27%*	*17%*
Bruttomarginal	*77,7%*	*79,4%*	*>100%*	*94,5%*	*92,3%*	*>100%*	*>100%*	*100,0%*	*97,4%*
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*	*-2,72*	*-2,02*	*-1,80*
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	-122	-97	-87
Övriga kassaflödesposter	4	6	12	13	31	116	121	122	122
Förändringar i rörelsekapital	-3	1	3	-5	-33	-10	-18	-4	-13
Kassaflöde från den operationella verksamheten	**-2**	**-7**	**-2**	**-11**	**-27**	**-42**	**-18**	**20**	**22**
Investeringar i anläggningstillgångar	-	-	-	-	0	-1	-1	-1	0
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-11	-20	-18	-10	-15	-25	-28	-28	-28
Övrigt Kassaflöde från investeringar	-	-	-	-	-74	0	0	0	0
Kassaflöde från investeringsverksamhet	**-11**	**-20**	**-18**	**-10**	**-90**	**-26**	**-29**	**-29**	**-28**
Fritt kassaflöde	**-14**	**-27**	**-20**	**-21**	**-118**	**-68**	**-48**	**-10**	**-6**
Nyemission / återköp	0	54	27	47	125	0	53	0	0
Förändring av skulder	-	-	-	-	-1	14	59	-15	0
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	**0**	**54**	**27**	**47**	**124**	**14**	**111**	**-15**	**0**
Kassaflöde	**-14**	**26**	**8**	**25**	**6**	**-54**	**63**	**-25**	**-6**
Nettoskuld	**8**	**-21**	**-34**	**-63**	**-70**	**-3**	**-8**	**2**	**8**

Källa: Irisity, EPB

Balansräkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR									
Goodwill	12	25	59	59	311	310	271	232	194
Övriga immateriella tillgångar	-	-	-	-	425	446	389	332	275
Materiella anläggningstillgångar	7	8	5	2	1	0	0	0	0
Finansiella anläggningstillgångar	0	0	0	0	34	39	39	39	39
Övriga anläggningstillgångar	-	-	-	-	2	2	3	5	5
Summa anläggningstillgångar	**19**	**33**	**64**	**61**	**772**	**797**	**703**	**608**	**512**
Kundfordringar	8	9	6	8	40	19	48	51	69
Övriga omsättningstillgångar	37	3	2	4	15	30	35	54	60
Likvida medel och kortfristiga placeringar	6	32	40	65	71	18	81	57	51
Summa omsättningstillgångar	**51**	**44**	**48**	**77**	**127**	**66**	**164**	**161**	**180**
SUMMA TILLGÅNGAR	**69**	**77**	**112**	**138**	**899**	**863**	**866**	**769**	**692**
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	36	47	87	118	762	739	673	573	485
Summa eget kapital	**36**	**47**	**87**	**118**	**762**	**739**	**673**	**573**	**485**
Långfristiga räntebärande skulder	8	6	3	1	0	11	70	55	55
Övriga långfristiga skulder	0	0	0	0	85	76	70	70	70
Summa långfristiga skulder	**8**	**6**	**3**	**1**	**85**	**87**	**139**	**124**	**124**
Kortfristiga räntebärande skulder	6	5	3	1	1	4	4	4	4
Leverantörsskulder	4	4	4	4	12	5	14	15	21
Övriga kortfristiga skulder	16	14	14	14	38	29	36	53	59
Summa kortfristiga skulder	**25**	**24**	**22**	**19**	**52**	**38**	**54**	**72**	**83**
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	**69**	**77**	**112**	**138**	**899**	**863**	**866**	**769**	**692**

Källa: Irisity, EPB

Tillväxt och marginaler

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäktstillväxt	-	29%	14%	-4%	88%	30%	32%	27%	17%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%	41%
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%	100,0%	97,4%
EBITDA-marginal	2,1%	Neg.	Neg.	Neg.	8,3%	Neg.	1,5%	15,1%	17,8%
EBITDA-marginal, justerad	2,1%	Neg.	Neg.	Neg.	8,3%	Neg.	1,5%	15,1%	17,8%
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%	30%	25%	29%
Leverantörsskulder / KSV	46%	47%	34%	24%	57%	30%	67%	53%	61%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	74%	45%	39%	34%	60%	25%	34%	41%	41%
Rörelsekapital / totala intäkter	72%	-16%	-19%	-12%	5%	12%	20%	18%	21%
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	-70	-3	-8	2	8
Soliditet	52%	61%	78%	85%	85%	86%	78%	75%	70%
Nettoskuldsättningsgrad	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	-11,0x	0,1x	-3,8x	0,1x	0,2x

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	-2,72	-2,02	-1,80
EPS, justerad	-0,22	-0,81	-0,76	-0,76	-0,62	-3,57	-2,72	-2,02	-1,80
FCF per aktie	-0,85	-1,56	-0,84	-0,82	-3,07	-1,78	-1,09	-0,19	-0,12
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	13,7	11,6	9,85
Antal aktier vid årets slut, m	16,0	17,6	23,2	25,8	38,3	38,3	49,2	49,2	49,2
Antal aktier efter utspädning, snitt	16,0	17,6	23,2	25,8	38,3	38,3	43,8	49,2	49,2

Källa: Irisity, EPB

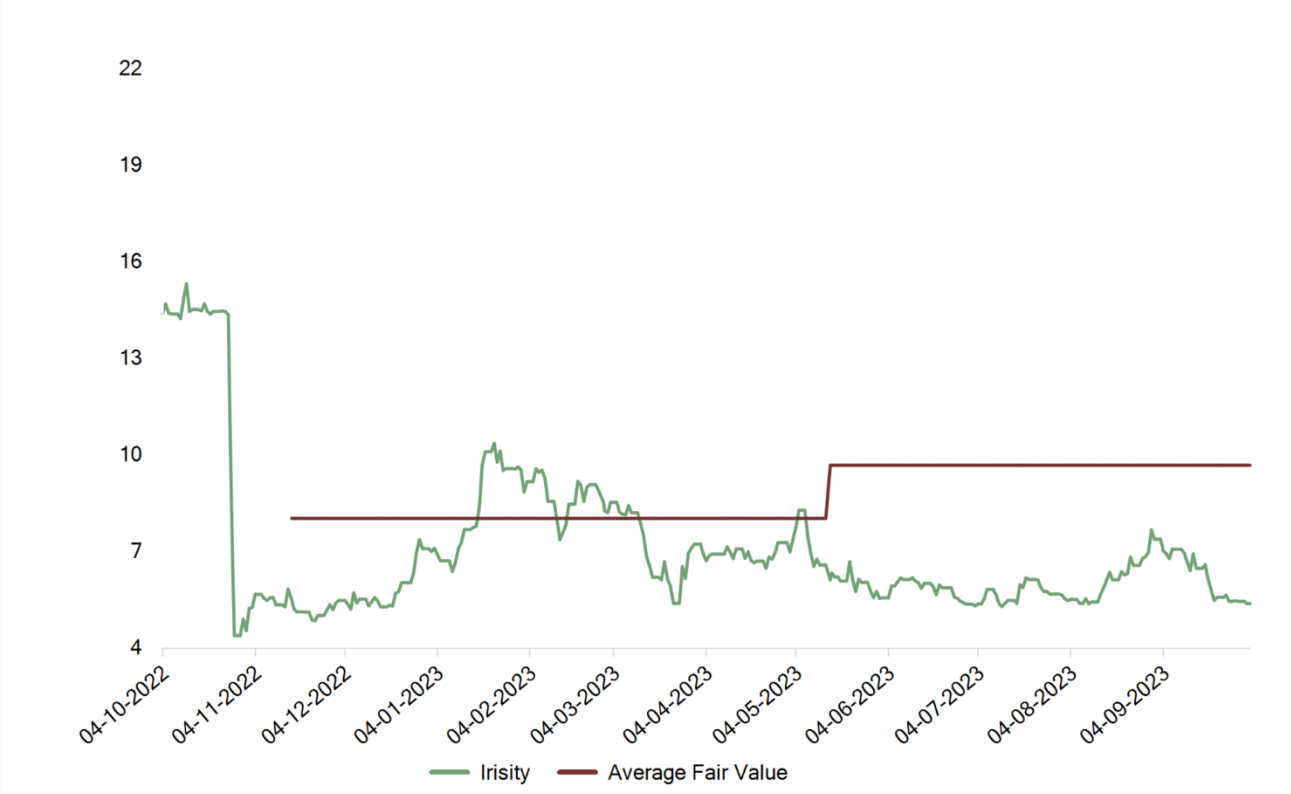
Värdering

	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	24,7x	2,1x	1,7x	1,4x	1,2x
EV/EBITDA, justerad	213,7x	Neg.	Neg.	Neg.	359,4x	Neg.	140,8x	10,5x	7,5x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EV	156	234	178	893	2 301	254	278	278	278
Aktiekurs	9,3	14,5	9,1	37,0	61,9	6,7	5,1	5,1	5,1

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.

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 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 informationsspridning, 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