ERIK PENSER BANK

Analysavdelningen | +46 8 463 80 00
rikard.engberg@penser.se

This report was completed and disseminated 12 May 2020: 7:30 CET

Nytäckning ☑
Rapport ☑
Viktig händelse ☐

# Irisity

## Övervintrar Covid-19

### Risk och avkastningspotential

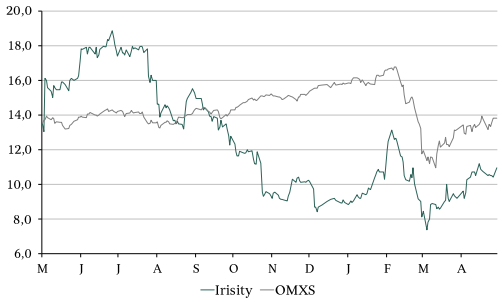
| | |
|---|---|
| **Kurspotential** | **Hög** |
| **Risknivå** | **Medel** |
| Kurs | 10,95 |
| Högsta/Lägsta (12M) | 18,84/7,38 |
| Antal aktier (m) | 23,2 |
| Börsvärde (SEKm) | 254 |
| Nettoskuld (SEKm) | -34 |
| Enterprise Value (SEKm) | 222 |
| Reuters/Bloomberg | -/IRIS SS |
| Listning | First North |

### Estimat och värdering (SEK)

| | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| Försäljning | 52 | 55 | 81 | 134 |
| EBITDA | -5 | 6 | 21 | 45 |
| EBIT | -17 | -7 | 7 | 29 |
| Vinst f. skatt | -17 | -7 | 7 | 28 |
| EPS, just. | -0,96 | -0,25 | 0,23 | 0,97 |
| EK/A | 3,77 | 3,64 | 4,42 | 6,14 |
| Utdelning | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| V/A Tillv. | NM | NM | NM | 318,3 |
| EBIT Marg. | -32,3 | -12,8 | 8,6 | 21,3 |
| ROE | -25,1 | -5,7 | 5,8 | 18,4 |
| ROCE | -45,9 | -12,9 | 12,6 | 52,7 |
| Nettoskuld/EK | -0,38 | -0,33 | -0,46 | -0,62 |
| EV/Fsg. | 2,46 | 4,01 | 2,73 | 1,66 |
| EV/EBITDA | NM | 37,4 | 10,6 | 5,0 |
| EV/EBIT | NM | NM | 31,7 | 7,8 |
| P/E, just. | NM | NM | 47,2 | 11,3 |
| P/EK | 2,42 | 3,01 | 2,48 | 1,78 |
| Direktavk. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |

Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

### Kursutveckling, 12 månader




**Nytt rekordkvartal...**

Nettoomsättningen i kvartalet uppgick till 9,7 mkr, av dessa var 8,3 mkr mjukvarurelaterade (SaaS intäkt). Tillväxten i mjukvarurelaterade intäkter uppgick till 11% q/q och 62% y/y. MRR uppgick till 2,2 mkr vilket var ca 0,1 mkr högre än Q4. Skillnaden i tillväxt mellan mjukvarurelaterade intäkter och MRR beror på att fler kunder väljer att gå över till en betalmodell då de betalar per utryckning snarare än en fast avgift per kamera. Denna intäktsmodell är på sikt mer lönsam för Irisity. EBIT uppgick till -4,2 mkr vilket var något lägre än våra estimat. Bolaget har under kvartalet vunnit kontrakt i nordisk offentlig sektor samt deltar i ett antal större upphandlingar. Vi bedömer att dessa kontrakt är bra referenser för de internationella pilotprojekten.

**...men förseningar leder till estimat förändringar...**

Som vi skrev i vår tidigare uppdatering befann sig Irisity i slutförhandlingar med ett antal större bevakningsbolag, mer om detta lägre fram i analysen. Dessa projekt är p.ga. Covid-19 skjutna på framtiden och vi förväntar oss avslut Q4'20/Q1'21. Bolaget har dock vidtagit defensiva åtgärder i form av korttidspermittering och minskande av övriga kostnader vilket gör att burn rate av kassan som i Q1 uppgick till -1,35 mkr i månaden kommer att minska något. Dessa besparingsåtgärder gör att vi höjer vårt EBIT estimat för helåret med ca 2 mkr. För 2021 sänker vi våra försäljningsestimat med 13% och EBIT med ca 4 mkr. Våra försäljningsestimat för 2021 innebär att bolaget implicit har 26 000 kameror installerade. Skulle någon av de förhandlingar som skjutits på framtiden p.ga. Covid-19 gå i hamn skulle denna siffra stiga avsevärt. Vi bedömer att de bolag som Irisity förhandlar med har mellan 4-8 miljoner kameror, varav 20-30% i dagsläget är kompatibla med en VSaaS-lösning, denna siffra stiger varje år.

**...och riskjustering**

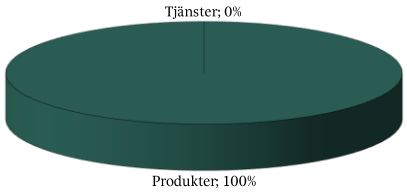
Vi sänker risken i Irisiy till medelhög. Anledningen är de åtgärder bolaget tagit för att minimera burnrate under Covid-19 perioden. Kostnadskontrollen gör att bolaget inte har ett behov av externt kapital kommande år. Vi bibehåller vårt motiverade värde om 17-19 kr. Vi anser aktien vara undervärderad då man i dagsläget handlar på en implicit WACC kring 20%. Sammanfattningsvis ser vi att Irisity ger en bra exponering mot det paradigmskifte som väntar i bevakningsindustrin. Vi bedömer att de internationella bevakningsbolagen kommer att prioritera investeringar i VSaaS för att expandera lönsamheten post Covid-19.

Källa: FactSet

| Datum | Händelse | Plats |
|---|---|---|
| 06/08/2020 | Q2-rapport | |

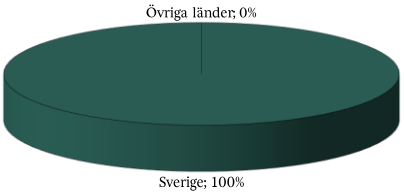
Se sista sidan för disclaimer.

## Irisity – Försäljning per segment



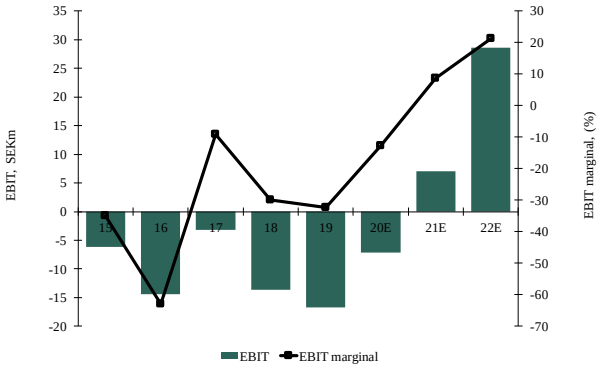

Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

## Irisity – Försäljning per marknad



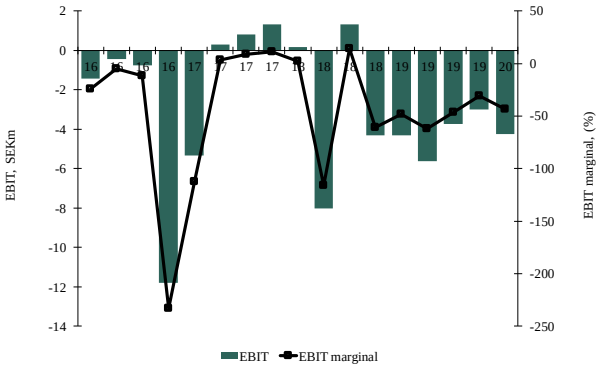

Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

## Irisity – Resultatutveckling, helår



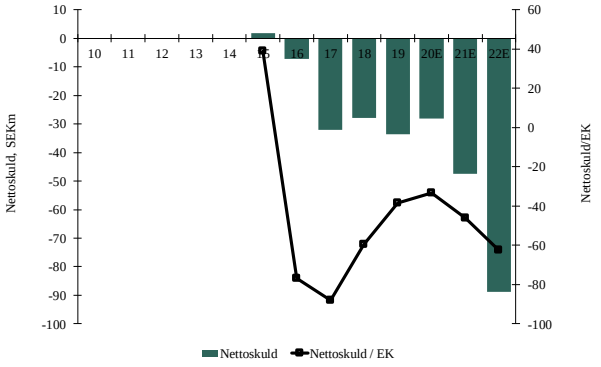

Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

## Irisity – Resultatutveckling, kvartal




Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

## Irisity – Finansiell ställning




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

## Irisity – Aktiestruktur, ledning

| | | |
|---|---|---|
| Börsvärde (SEKm) | | 254 |
| Antal utestående aktier (m) | | 23,2 |
| Genomsnittligt antal aktier handlade per dag (000s) | | 46 |
| Fritt handlade aktier | | 70,1% |
| **Största aktieägare** | **Röster** | **Aktier** |
| Chalmers Tekniska Högskola | 15,6% | 15,6% |
| Familjen Runmarker | 14,3% | 14,3% |
| Avanza Pension | 7,5% | 7,5% |
| Erik Landolsi | 4,1% | 4,1% |
| Övriga | 58,5% | 58,5% |
| Ordförande | | Lennart Svantesson |
| Verkställande direktör | | Markus Bäcklund |
| Finansdirektör | | Erik Stenberg |
| Investerarkontakt | | Markus Bäcklund |
| Telefon / Internet | | +46 (0)771-41 11 00 / https://www.irisity.com |
| Nästa rapport | | 6 August 2020 |

Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

# Investment case

**Irisity är ett mjukvarubolag som utvecklar algoritmer för IP-kameror. Dessa algoritmer har möjlighet att på egen hand larma vid intrång på ett skyddsobjekt. Det minskade personalbehovet detta innebär möjliggör kostnadsbesparingar på 50-70% för ett bevakningsbolag. Irisity förhandlar i dagsläget om kommersiell utrullning hos 4 av de internationella bevakningsbolagen vilket gör att vi ser hög potential i aktien och i dagsläget ett motiverat värde om 17-19 kr. Vid en fullskalig kommersiell utrullning skulle ett värde i spannet 26-28 kr vara möjligt.**

### Säkerhetsindustrin i omvandling

Säkerhetsindustrin omsatte 2019 ca USD 161bn och har historiskt sett tillväxt i linje med BNP. Denna industri har historisk 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%/år (i värde) kommande år. Konsultbolaget Mordor Inteligence bedömer att 60% av omsättningen i dagsläget utgörs av hårdvaruförsäljning och 10-15% av service. Mjukvara står således för ca 15-20% av omsättningen i dagsläget. Anledningen till att videoövervakning växer snabbare än säkerhetsindustrin är de stora effektiviseringsvinster bevakningsbolagen kan göra genom att patrullerande väktare ersätts med kameror och elektronisk övervakning. Därmed bör rörelsemarginalerna kunna dubbleras mer än väl. Vi bedömer även att de sjunkande priserna på IP-kameror kommer att bidra till tillväxten. Den amerikanska organisationen IPVM bedömer att 2020 kommer att bli året VSaaS (video survelience as a service) kommer att se en signifikant ökad kommersialiseringsgrad. Vi har noterat att branschbedömare anser att en majoritet av nyförsäljningen inom videoövervakning kommer vara molnbaserad inom 3 år. Irisity tillhör denna kategori då deras mjukvara är helt molnbaserad.

### En produkt som leder till stora kostnadsbesparingar

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 en 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 ger här en unik exponering mot denna trend.

### Stor potentiell marknad och attraktiv värdering

Irisity befinner sig i dagsläget i förhandling med fyra stora bevakningsbolag om en storskalig kommersiell utrullning av bolagets mjukvara. Vi bedömer att dessa bolag tillsammans har har ca 10m kameror i bruk vilket om alla skulle utrustas med mjukvaran skulle motsvara en marknad om ca 14,4 mdkr. Alla dessa kameror är inte kompatibla med mjukvara men för att våra estimat 2022 ska nås krävs att Irisity endast når 2-4% av dessa kameror. Givet våra estimat anser vi att Irisity är undervärderat både jämfört med andra mjukvarubolag och jämfört med vår DCF analys. I dagsläget handlas bolaget på en implicit WACC på ca 20%. Väger vi vår DCF och multipelvärdering får vi ett motiverat värde i spannet 17-19kr.

## Produkt

Grunden i Irisitys erbjudande är produkten/mjukvaran Irisity Coretex/IRIS. Mjukvaran är utvecklad under mer än 10 år och däri ligger dess styrka. Genom att ha ”tränats” eller ägnat sig år data harvesting under denna tid har IRIS utvecklat en förmåga att upptäcka mänsklig aktivitet med endast 10 pixlar. Dessutom har den stora mängd träning som algoritmerna haft gjort att de blir mer processoreffektiva än många konkurrenters. Vidare ser vi skalfördelar med Irisitys mjukvara då varje ny kamera bidrar till en utökad mängd data att lära upp programmet med vilket gör det mer effektivt både på att upptäcka mänsklig aktivitet samt att vara processoreffektivt. Genom att bli mer processoreffektivt kan Irisity öka den adresserbara marknaden och minska CAPEX för slutkund.

Ovan visar Irisitys förmåga att täcka ett skyddsobjekt kontra konkurrenter. Då Irisitys mjukvara klarar av att upptäcka mänsklig aktivitet på långt håll reduceras antalet kameror vid ett bevakningsobjekt. Se nedan för ett exempel på en kalkyl för ett bevakningsobjekt.

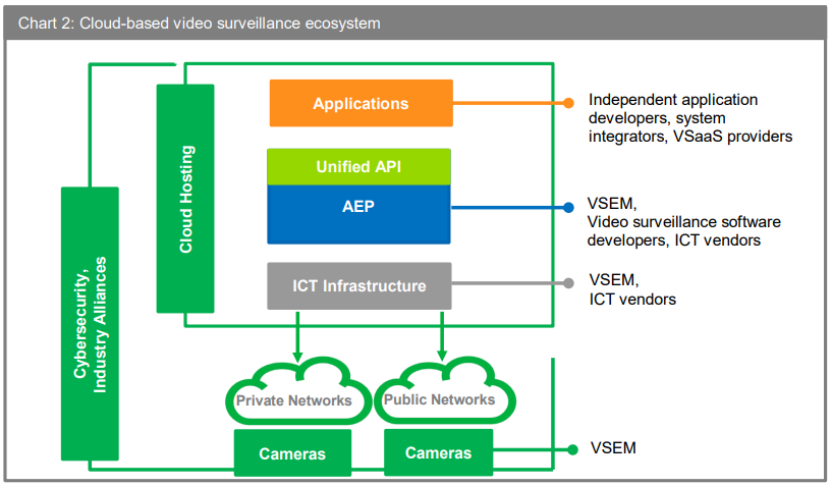
Vid scenariot ovan minskar CAPEX för att övervakade objektet med ca 66% då antalet kameror reduceras med ca 2/3. Vidare bedömer bolaget att de löpande kostnaderna för att övervaka ett bevakningsobjekt minskar med 50-70%. Se räkneexempel nedan. En stor del av kostnadsbesparingen kommer i att slutkunder inte behöver investera i servrar och lagring on-prem. Detta då Irisitys mjukvara är molnbaserad. Irisity rider således på trenden att mer mjukvara och infrastruktur flyttar bort ifrån slutkund och upp i molnet.

| Exempel | Normal konfiguration | | Irisity konfiguration | |
|---|---|---|---|---|
| | CAPEX | OPEX, månadsvis | CAPEX | OPEX, månadsvis |
| Kameror | EUR 9 000 | - | EUR 2 000 | - |
| Analys | - | EUR 0 | - | EUR 45 |
| Installation och infrastruktur | EUR 13 000 | EUR 100 | EUR 3 000 | EUR 30 |
| Servers och routers | EUR 15 000 | EUR 50 | EUR 5 000 | EUR 50 |
| **Kostnad** | **EUR 37 000** | **EUR 150** | **EUR 10 000** | **EUR 125** |
| Kostnad falsklarm | - | EUR 1 000-2 000 | - | EUR 50 |
| **Totala kostnader** | **EUR 37 000** | **EUR 1 150** | **EUR 10 000** | **EUR 175** |

Ytterligare en konkurrensfördel som Irisity har är att den stora databas man byggt upp för machine learning, kan användas för att träna nya algoritmer. Exempel här skulle vara att larma om kvarglömda bagage på flygplatser eller drönarbevakning.

Nedan följer en översiktsbild över hur ett molnbaserat ekosystem för VSaaS (video survaliance as a serivice) är uppbyggt. Irisity befinner sig i

applikationslagret. VSEM står för video surveillance equipment manufacturers och är en benämning på hårdvaruproducenter.




Source: IHS Markit

## Strategi

Sedan nuvarande bolagsledning tillträdde under hösten 2017 har Irisity en tydlig strategi, att sälja direkt till de golabala bevakningsbolagen. Bolagets tidigare strategi var att vara en helhetsleverantör dvs konkurrera med t.ex. Securitas och G4S. Detta gjorde att bolaget endast hade möjlighet att sälja på den svenska marknaden och att marginalerna samt tillväxten förblev låga.

Irisity började under H1 2018 att skriva avtal om pilottester med lokala dotterbolag till de stora bevakningsbolagen som t.ex. G4S och Securitas. Här var man tidiga med att skriva avtal med G4S om att utvärdera mjukvaran på de baltiska marknaderna. Med övriga större bevakningsbolag har man valt marknader med en arbetsrättslig situation som möjliggör en snabb övergång till digital övervakning. Nedan följer en samanställning över vilka bolag man har genomfört pilotstudier med och i vilket stadie de befinner sig. Vi bedömer dock att Coronaviruset har skjutit fram tidsplanen för samtliga 3-6 månader.

Utöver att bearbeta bolagen ovan har Irisity ökat sin direktförsäljning på hemmaplan. Under 2020 har avtal med att antal större kommuner i Sverige slutits. Dessa avtal stärker kassan och bidrar till viss tillväxt men bolagets huvudfokus är att bearbeta de internationella bevakningsbolagen.

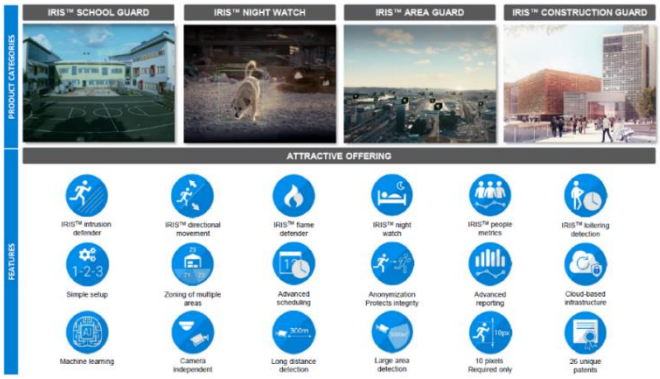
Vi anser att bolagets strategi att sälja direkt till de stora bevakningsbolagen är rätt i det långa loppet. Då denna kommer att generera en accelererande tillväxt med höga marginaler. Vi bedömer att Irisity kortsiktigt kunnat tjänat på att ha en högre grad av direktförsäljning men, att detta skulle ha pressat marginalerna.

| Översikt Pipeline | | | | |
|---|---|---|---|---|
| Bolag | Geografi | Status/förhandling | Pilotprojekt | kommentar |
| Securitas | Globalt | Tidig fas | Lund, Sverige | har ca 150 000 kunder, säkerhetslösningar står för ca 20% av omsättningen |
| Securitas | AMEA | Slutfas | Thailand, Kroatien | Se ovan |
| Prosegur | 26 länder globalt | Mid fas | Singapore | Ökar enligt sin årsredovisning antalet aktiva kameror med 100 000/år |
| G4S | EMEA | Slutfas | Baltikum | Vid G4S testobjekt på Baltikum har kostnaderna sjunkit med 40-60%. |
| ISS | EMEA | Mid fas | Thailand | Säkerhet är en av bolagets fem kärntjänster. |

## Irisityis patent

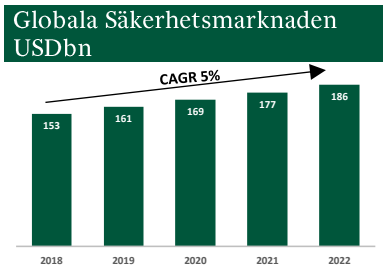
Irisitys patent består av 26 patenterade algoritmer i 9 olika patentfamiljer. Dessa algoritmer utgör kärnan i irisitys mjukvara som ingår i det erbjudande Irisity har och som de kallar för SaaS (Sercurity as a Service). Algoritmerna har specialiserats på att känna igen mänsklig aktivitet på långt avstånd. Utöver dessa användningsområden kan Irisity använda sig av den databas man byggt upp för att träna nya algoritmer.

Som vi tidigare nämnt har Irisitys mjukvara tränats upp till många olika funktioner då bolagethar tillgång till en stor datamängd. Nedan följer en översiktsbild över de olika användningsområdena. Vi bedömer att de globala pilotprojekten främst berör Area Guard. School Guard har främst sålts i Sverige och bolaget har som målsättning att under 2020 slutföra minst en större affär för denna produkt utanför Sveriges gränser.

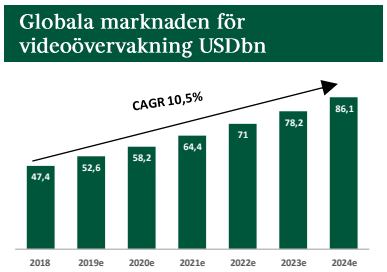

PRODUCT CATEGORIES
IRIS™ SCHOOL GUARD
IRIS™ NIGHT WATCH
IRIS™ AREA GUARD
IRIS™ CONSTRUCTION GUARD
FEATURES
ATTRACTIVE OFFERING
IRIS™ intrusion defender
IRIS™ directional movement
IRIS™ flame defender
IRIS™ night watch
IRIS™ people metrics
IRIS™ loitering detection
Simple setup
Zoning of multiple areas
Advanced scheduling
Anonymization Protects integrity
Advanced reporting
Cloud-based infrastructure
Machine learning
Camera independent
Long distance detection
Large area detection
16 pixels Required only
26 unique patents

**Omvärdsanalys/branch**

Irisity är ett mjukvarubolag som är aktivt inom bevakningsindustrin. Bevakningsindustrin är en relativt ocyklisk bransch som 2019 omsatte USD USD 161bn och väntas växa med ca 5% årligen kommande år. Bevakningsindustrin domineras av ett antal globala bolag.. Nedan följer en översikt över marknaden för globala säkerhetstjänster samt den globala marknaden för videoövervakning.




Source: G4S




Source: Erik Penser Bank, Mordor Inteligence

Anledningen till att marknaden för videoövervakning väntas växa snabbare än den traditionella bevakningsbranschen går att härleda till en hög löneinflation i en personalintensiv bransch samt att videoövervakning innebär stora lönsamhetsförbättringar. På nästa sida följer G4S prognoser om hur rörelsemarginalen kan dubblas för bevakningsbolag om graden av videoövervakning ökar.

Vidare bedömer vi att sjunkande CAPEX för att installera och köpa IP-kameror är en bidragande orsak då processorkraft har en lång trend av att halveras i pris vartannat år. Detta gör att investeringen som är förknippad med att sätta upp nya kameror minskar. Vi har i västvärlden även sett att det regulatoriska ramverket ändrats vilket underlättar för säkerhetsbolag att montera upp nya kameror.

Nedan följer en kort beskrivning av de globala säkerhetsbolag där Irisity har genomfört pilottester samt en tabell som visar omfattning/potentiell storlek på affärerna.

**Securitas**

Securitas är ett svenskt bevakningsbolag med ca 370 000 anställda och verksamhet i 58 länder. Bolaget omsatte under 2019 ca 111 mdkr. Bolagets största geografiska marknad är Nordamerika som stod för ca 43% av omsättningen. Europa stod för ca 42% av omsättningen. Bolaget har ca 750 000 bevakningsobjekt globalt.

**G4S**

G4S är ett brittiskt globalt säkerhetsbolag med ca 550 000 anställda globalt. Bolagets största geografiska marknad är Europa & Mellanöstern vilka står för ca 35% av omsättningen.

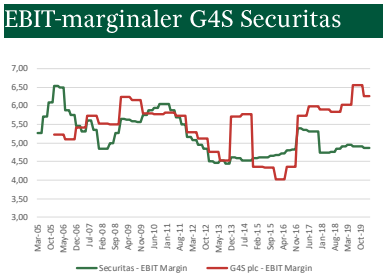
**Prosegur**

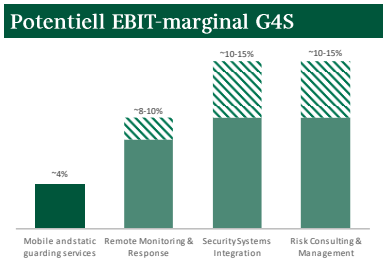
Prosegur är ett spanskt bevaknings- och säkerhetsbolag med stark marknadsställning i Spanien och Latinamerika. Bolaget har ca 150 000 anställda väktare och har som mål att inställera ca 100 000 kameror årligen.

**ISS**

ISS är ett dansk sevicebolag med ca 400 000 anställda. Bolagets är aktiva inom IFS (Integrated Facility Services) vilket innebär att man tillhandahåller tjänster inom lokalvård, mat , support och säkerhet till sina kunder. ISS har i dagsläget färre ronderande väktare än bolagen ovan vilket gör att de har lättare att klara en transformation till ett mer digitalt bolag.

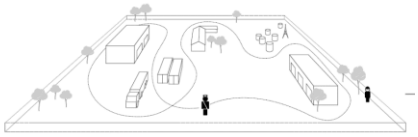
Dessa bolag har historiskt haft personalkostnader som främsta kostnad och har haft rörelsemarginaler kring 5%. Enligt G4S kan dock rörelsemarginalen dubblas om bolaget skulle öka inslaget av digitala tjänster i sitt erbjudande. VSaaS faller inom stolpen näst längst till vänster. För att nå marginaler mellan 10-15% kravs att säkerhetsbolag börjar integrera säkerhet med facility management.

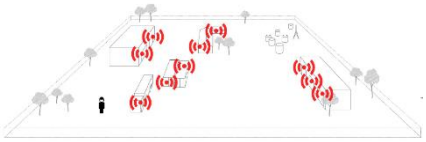


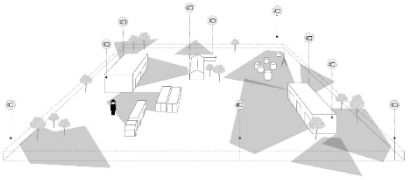

Source: G4S

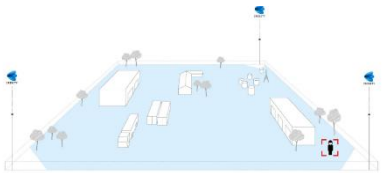
Grafen nedan till höger visar hur industrin traditionellt har fungerat, branschen har dominerats av patrullerande väktare. Detta har gjort att personalkostnader varit den dominerande kostnaden för bevakningsbolagen, vilket inneburit låga rörelsemarginaler.. Nästa steg för att effektivisera bevakningen för bolag var att använda sig av sensorer vid skyddsobjekt. Dessa har dock en tendens att orsaka falsklarm vilket leder till en ökad kostnad för både bevakningsbolag och kunder till bevakningsbolag.





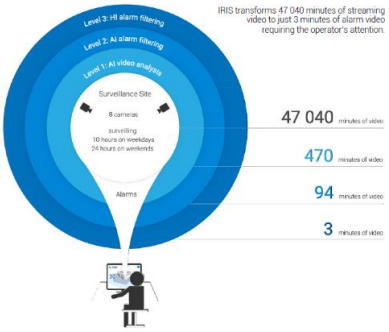
För att minska andelen falsklarm har många bevakningsbolag gått ifrån rörelsedetektorer till CCTV dvs säga kameraövervakning.





CCTV innebär att kameror övervakas manuellt i en larmcentral. Detta leder till att överträdelser kan missas då ett stort antal skärmar bevakas av en person. Irisitys produkt innebär att bolagets algoritmer avgör vilka skärmar/dataströmmar som är intressanta för centralen. Nedan följer en bild

som kvantifierar hur mycket Irisitys mjukvara effektiviserar övervakningsprocessen för en operatör.



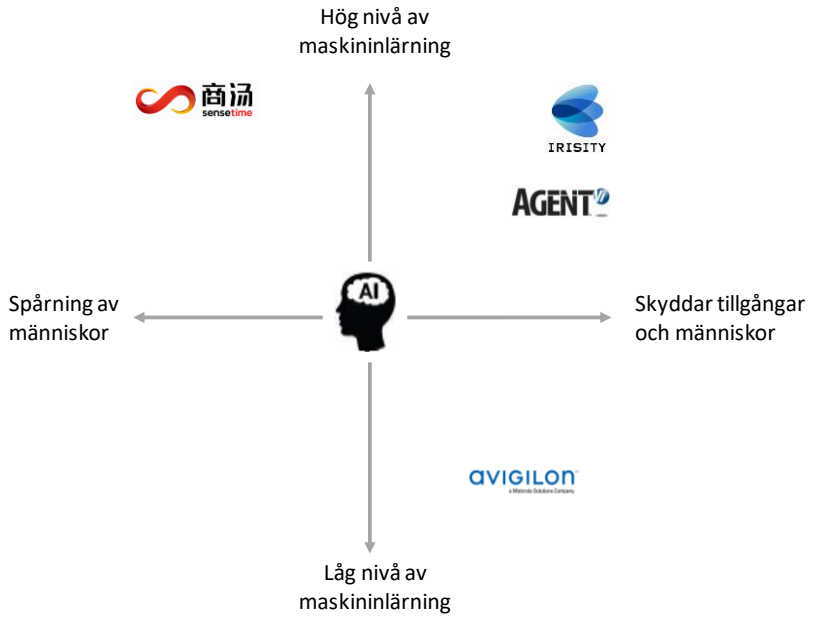

Enligt bilden ovan är potentialen stor att effektivisera mängden mantimmar genom att digitalisera videoövervakningen. Givet hur de stora bevakningsbolagsens kostnadsstruktur ser ut bedömer vi att detta kan vara en prio hos dessa. Efter att ha diskuterat övergången från manuella kontrakt med hög andel patrullerande väktare till videoövervakning med ett antal bevakningsbolag bedömer vi det som rimligt att lönsamheten kan dubblas från ca 4% till 8-10% om ett manuellt kontrakt ersätts med videoövervakning.

Ju ”smartare” mjukvaran är desto större blir kostnadsbesparingen. Många kontrakt är dock hybridkontrakt vilket gör att marginalen i slutändan hamnar på 7-9%. I de baltiska länderna där Irisity genomfört pilottester har man enligt bolaget vid testobjekt uppvisat kostnadsbesparingar om ca 50% p.ga. reducerade personalkostnader. Detta ligger i linje med våra uppgifter ifrån säkerhetsbolag. Dessa kontrakt har enligt vår bedömning varit helt manuella och blivit kontrakt med fokus på VSaaS. Vi ser därför att det finns en stark drivkraft för de globala bevakningsbolagen att investera i digital/videoövervakning. I en undersökning gjord av IFSEC där 321 beslutsfattare inom säkerhetsindustrin frågats om trender inom industrin svarar 60% att de har eller överväger att flytta övervakning till en molnbaserad miljö. Av dessa 47% att de kommer att ha installerat en mjukvara som använder sig av AI/deep learning inom 5 år. Industrin står således för ett stort teknikskifte där Irisity ligger i framkant.

**Konkurrenssituation**

Irisity har en relativt nischad produkt på en konkurrensutsatt marknad. Nedan följer en kort beskrivning av några konkurrenter till Irisity och hur de skiljer sig ifrån Irisity.

Konkurrenter




**Sensetime:** Sensetime är ett kinesiskt bolag med fokus på bla ansiktsigenkänning. Bolaget har tagit in över USD 400m i venture Capital. Vi bedömer att ett kinesiskt bolag kommer att ha svårt att samarbeta/släppas in på västerläska marknader av etiska skäl eller med rädsla för industrispionage.

**Avigilon**: Är ett kanadensiskt bolag som ägs av Motorola Solutions. Bolaget köptes ut från Totontobörsen 2018 för 1.2 miljarder CAD. Avigilon fokuserar på hårdvara men säljer även mjukvara. Man säljer sina produkter direkt till slutkund och har en Nordamerika som huvudmarknad.
**Agent:** Är ett israeliskt bolag med ursprung i den israeliska militären. Bolaget är det bolag med en produkt som är mest liknar Irisitys. Bolaget säljer endast mjukvara. Agent skiljer sig dock i sin affärsmodell då man jobbar med direktdistribution och säljer via partners. I Sverige har man tre distributörer och ett antal partners (se nedan). Dessa är mindre regionala säkerhetsbolag i Sverige snarare än globala aktörer.

Agent Svenska partners

**Start ups inom VSaaS**

De bolag som närmast liknar Irisity är ett antal amerikanska start-ups där det ledande är Verkada som under 2019 tog in USDm 40 till en värdering på strax under en halv miljard dollar. Bolaget jobbar med en stor säljkår och vi bedömer att man under 2019 hade en försäljning strax över USDm 20.

Bolaget skiljer sig från Irisity då man både säljer hård- och mjukvara till slutkund. Verkada rabatterar hårdvaran kraftigt för att kunna rulla ut sin mjukvara. Den mjukvara bolaget säljer är till skillnad ifrån Irisitys inte hårdvaruneutral.

En annan konkurrent är Canonfinansierade Arcules. Bolaget grundades 2017 och är precis som Irisity hårdvaruneutralt. Man har även access control som en del av erbjudandet i sin produktportfölj.

Gemensamt för de amerikanska venture capital finansierade bolagen är att de är relativt nystartade. Det gör att de inte har haft samma möjlighet till ”data mining” som Irisity. Tillgången till data är nyckel för att utveckla en stark algoritm inom Machine learning. De amerikanska bolagen jobbar dessutom mer med direktförsäljning mot slutkund än vad Irisity gör vilket gör att de kan visa en hög initial tillväxt.

En potentiell konkurrent till Irisity kan vara hårdvarutillverkare, dvs. kamerabolag som utvecklar egen mjukvara till smarta kameror eller stänger ute extern programvara. Precis som med de traditionella säkerhetsbolagen finns det dock en möjlighet till samarbeten då det ligger i kamerabolagens intresse att öka kameravolymerna. Irisity samarbetar dock med två kameratillverkare om att potentiellt bygga in Irisitys mjukvara i kameratillverkarnas hårdvara.

**Axis/Canon**

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

**Mobotix**

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

**D-Link**

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

**Dahua och Hikvision**

Dessa två kinesiska kameratillverkare har utvecklat mjukvara för VSaaS och blir därför en potentiell konkurrent till Irisity. Båda bolagen befinner sig dock på USAs sanktionslista vilket gör att de har svårt att vara aktiva i västvärlden.

**Estimat**

För att utvärdera Irisitys intjäningspotential utgår vi från intäkt per installerad kamera samt känslighetsanalyser kring denna.

Vi bedömer att varje kamera kommer att generera i genomsnitt 15 EUR per månad eller 150 kr. Detta baseras på att en kamera med installerad mjukvara antingen säljs mot en fast avgift eller mot en rörlig avgift, där Irisity istället får betalt per larm, och den fasta avgiften har historiskt varit ca 15 EUR/månad. Därför bedömer vi att varje kamera som säljs med rörlig intäktsmodell också kommer att generera minst denna intäkt.

Kunder kan i dagsläget välja vilken modell de vill ha. För Irisity är modellen där man får betalt per larm mer attraktiv då den på ett stort antal kameror genererar en högre intäkt totalt.

För slutkund har modellen med rörlig betalning varit ett bra alternativ i länder som varit i nedstängning p.g.a. Covid-19, då kostnaderna har varit låga när inga larm har förekommit.

Nedan följer en känslighetstabell för Irisitys intäkter 2021 och hur de är beroende av intäkt per kamera och antalet kameror. Intäkten är i mkr.

| Årliga intäkter kamerastocken | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | Intäkt/kamera/månad | | | | | | |
| | | 100 | 125 | 150 | 175 | 200 | 225 | 250 |
| | 35 | 42 | 53 | 63 | 74 | 84 | 95 | 105 |
| | 40 | 48 | 60 | 72 | 84 | 96 | 108 | 120 |
| | 45 | 54 | 68 | 81 | 95 | 108 | 122 | 135 |
| | 50 | 60 | 75 | 90 | 105 | 120 | 135 | 150 |
| Antal Kameror (k) | 55 | 66 | 83 | 99 | 116 | 132 | 149 | 165 |
| | 60 | 72 | 90 | 108 | 126 | 144 | 162 | 180 |
| | 65 | 78 | 98 | 117 | 137 | 156 | 176 | 195 |
| | 70 | 84 | 105 | 126 | 147 | 168 | 189 | 210 |
| | 75 | 90 | 113 | 135 | 158 | 180 | 203 | 225 |

Nedan presenteras status på de förhandlingar som Irisity har med de stora bevakningsbolagen.

| Översikt Pipeline | | | | |
|---|---|---|---|---|
| Bolag | Geografi | Status/förhandling | Pilotprojekt | kommentar |
| Securitas | Globalt | Tidig fas | Lund, Sverige | har ca 150 000 kunder, säkerhetslösningar står för ca 20% av omsättningen |
| Securitas | AMEA | Slutfas | Thailand, Kroatien | Se ovan |
| Prosegur | 26 länder globalt | Mid fas | Singapore | Ökar enligt sin årsredovisning antalet aktiva kameror med 100 000/år |
| G4S | EMEA | Slutfas | Baltikum | Vid G4S testobjekt på Baltikum har kostnaderna sjunkit med 40-60%. |
| ISS | EMEA | Mid fas | Thailand | Säkerhet är en av bolagets fem kärntjänster. |

Totalt beräknas dessa bolag ha 4-8m aktiva kameror installerade i år. Vi räknar dessa bevakningsbolags aktiva kameror som en adresserbar marknad i närtid (perioden 2021-2024). Samtliga belopp nedan är i mkr. Tabellen nedan visar marknadsstorlek givet antal kameror och penetrationsgrad med VSaaS mjukvara. Konsultbolaget IHS bedömer att ca 53% av alla övervakningskameror globalt kommer vara kompatibla med videoanalysmjukvara år 2022. Denna penetration var 23% 2017.

| TAM nuvarande pipeline | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | % kompatibla med mjkvara | | | | | | |
| | | **40%** | **45%** | **50%** | **55%** | **60%** | **65%** | **70%** |
| | 4 | 2 304 | 2 592 | 2 880 | 3 168 | 3 456 | 3 744 | 4 032 |
| | 6 | 3 456 | 3 888 | 4 320 | 4 752 | 5 184 | 5 616 | 6 048 |
| Antal kameror (m) | 8 | 4 608 | 5 184 | 5 760 | 6 336 | 6 912 | 7 488 | 8 064 |
| | 10 | 5 760 | 6 480 | 7 200 | 7 920 | 8 640 | 9 360 | 10 080 |
| | 13 | 7 488 | 8 424 | 9 360 | 10 296 | 11 232 | 12 168 | 13 104 |
| | 14 | 8 064 | 9 072 | 10 080 | 11 088 | 12 096 | 13 104 | 14 112 |

Nedan följen en ytterst grov skattning av hur den totala potentiella marknaden skulle kunna utvecklas för Irisity, utifrån antagandet om att en installerad kamera genererar 15 EUR/månad i intäkter. Enligt Global Market Insights fans det 770m övervakningskameror i världen 2018. Av dessa fans 54% i Kina vilket gör att ca 350m kameror finns på marknader relevanta för Irisity. Lejonparten av dessa kameror är dock inte IP-kameror.

| TAM Globalt | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | % kompatibla med mjkvara | | | | | | |
| | | **20%** | **30%** | **40%** | **50%** | **55%** | **60%** | **65%** |
| | 35 | 10 080 | 15 120 | 20 160 | 25 200 | 27 720 | 30 240 | 32 760 |
| | 30 | 8 640 | 12 960 | 17 280 | 21 600 | 23 760 | 25 920 | 28 080 |
| | 35 | 10 080 | 15 120 | 20 160 | 25 200 | 27 720 | 30 240 | 32 760 |
| **Antal kameror (m)** | 40 | 11 520 | 17 280 | 23 040 | 28 800 | 31 680 | 34 560 | 37 440 |
| | 45 | 12 960 | 19 440 | 25 920 | 32 400 | 35 640 | 38 880 | 42 120 |
| | 50 | 14 400 | 21 600 | 28 800 | 36 000 | 39 600 | 43 200 | 46 800 |
| | 55 | 15 840 | 23 760 | 31 680 | 39 600 | 43 560 | 47 520 | 51 480 |

Utöver att bearbeta de globala bolagen deltar Irisity i flertalet upphandlingar med nordisk offentlig sektor. Vi ser dessa intäkter som en kudde i estimaten.

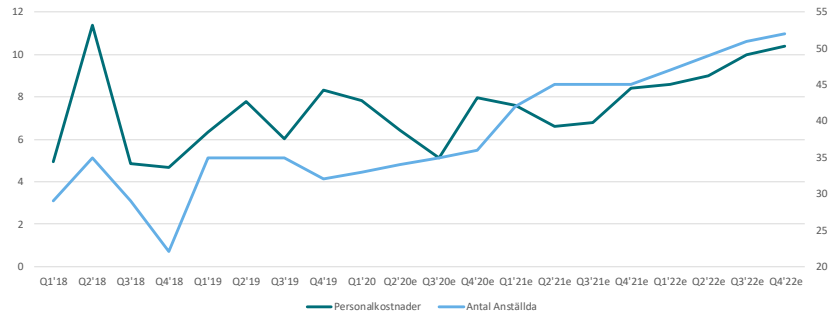
**EBIT estimat**

Irisity har likt andra mjukvarubolag en hög bruttomarginal, i Q1'20 uppgick denna till 64,3%. Nedan följer en känslighetstabell för EBIT 2020 där variablerna är bruttomarginal och tillväxt. Bruttomarginalen sjunker något om Irisity erbjuder rabatter till slutkund. På sikt tror vi dock att den kommer kunna röra sig till spannet 75-80%.

| EBIT 2020 | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | Bruttomarginal 2020 | | | | | |
| | | 70,0% | 72,5% | 75,0% | 77,50% | 80,0% | 82,5% |
| | 17,5% | -11,3 | -9,8 | -8,2 | -6,7 | -5,2 | -3,7 |
| | 20,0% | -10,4 | -8,8 | -7,3 | -5,7 | -4,2 | -2,6 |
| **Tillväxt** | 22,5% | -9,5 | -7,9 | -6,3 | -4,7 | -3,1 | -1,6 |
| **2020** | 25,0% | -8,6 | -7,0 | -5,3 | -3,7 | -2,1 | -0,5 |
| | 27,5% | -7,7 | -6,0 | -4,4 | -2,7 | -1,1 | 0,6 |
| | 30,0% | -6,8 | -5,1 | -3,4 | -1,7 | 0,0 | 1,6 |
| | 32,5% | -5,9 | -4,1 | -2,4 | -0,7 | 1,0 | 2,7 |

Personalkostnader är en av de största kostnadsposterna för Irisity. Vi bedömer att antalet anställda kommer att öka de kommande åren för att klara den kommersiella utrullningen. Se nedan för en historisk utveckling av denna post samt våra estimat.

Irisity – Kostnadsbas




Source: Erik Penser Bank

Vi bedömer att bolaget kommer att nå positivt kassaflöde under Q4'20 eller Q1'21. Vår uppskattning av burn-rate är ca 1 mkr i månaden vilket gör att nuvarande kassa om 34,6 mkr bör räcka för att ta Irisity dit. Bolaget har ytterligare marginal då man har en outnyttjad checkräkningskredit om 10 mkr.

Sammanfattningsvis bedömer vi att Irisity kommer att nå fullskalig kommersialisering under 2021. Vi bedömer dock att timingen i exakt när detta sker som osäker: beroende på utgången av förhandlingar med kund kan det antingen bli i början på året eller slutet. Risken för en ny kapitalanskaffning är låg då bolaget nyligen har fyllt på kassan genom en riktad nyemission.

## Värdering

För att värdera Irisity har vi använt oss av två olika metoder, en modifierad relativ-värdering samt en diskonterad kassaflödesanalys (DCF).

För att värdera Irisity väljer vi att dra ut våra prognoser till år 2025 då bolaget kommer vara mer moget då. Vi bedömer att Irisity på sikt kommer att röra sig mot en EBIT-marginal kring 25%, en nivå i paritet eller tom lägre jämfört med vertikala mjukvarubolag. Estimaten syns i detalj nedan, tillsammans med våra huvudsakliga antaganden för DCF.

| DCF | | | | | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Estimat period | | | Calculation of terminal Value | | | | | | | | | | |
| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 | 2031 | 2032 | 2033 |
| Sales | 55 | 81 | 134 | 175 | 218 | 262 | 301 | 339 | 373 | 402 | 419 | 431 | 440 | 449 |
| Sales growth | -89% | 47% | 65% | 30% | 25% | 20% | 15% | 13% | 10% | 8% | 4% | 3% | 2% | 2% |
| **EBIT** | -7,1 | 7,0 | 28,6 | 38,4 | 48,0 | 57,6 | 66,2 | 74,5 | 82,0 | 88,5 | 92,1 | 94,8 | 96,7 | 98,7 |
| EBIT margin | -12,8% | 8,6% | 21,3% | 22,0% | 22,0% | 22,0% | 22,0% | 22,0% | 22,0% | 22,0% | 22,0% | 22,0% | 22,0% | 22,0% |
| tax rate | 22,0% | 22,0% | 20,8% | 20,8% | 20,8% | 20,8% | 20,8% | 20,8% | 20,8% | 20,8% | 20,8% | 20,8% | 20,8% | 20,8% |
| Capex (-) | -15,065 | -12 | -15 | -18 | -21 | -23 | -26 | -27 | -29 | -30 | -32 | -33 | -35 | -37 |
| Depr&Amort | 13 | 14 | 15 | 14 | 17 | 18 | 21 | 22 | 23 | 24 | 25 | 27 | 28 | 29 |
| Net WC to sales | -0,2% | 1,1% | -20,0% | -20,0% | -20,0% | -20,0% | -20,0% | -20,0% | -20,0% | -20,0% | -20,0% | -20,0% | -20,0% | -20,0% |
| Change in WC (-) | 0,9 | 0,3 | -10,6 | -8,1 | -8,7 | -8,7 | -7,9 | -7,5 | -6,8 | -6,0 | -3,2 | -2,5 | -1,7 | -1,8 |
| FCFF | -8 | 7 | 23 | 27 | 34 | 41 | 47 | 54 | 59 | 64 | 67 | 68 | 70 | 71 |
| NPV factor | 1,000 | 0,881 | 0,776 | 0,684 | 0,603 | 0,531 | 0,468 | 0,412 | 0,363 | 0,320 | 0,282 | 0,248 | 0,219 | 0,193 |
| **PV of FCF** | -7,6 | 6,6 | 17,6 | 18,3 | 20,4 | 21,8 | 22,1 | 22,1 | 21,5 | 20,5 | 18,8 | 17,0 | 15,2 | 13,6 |

## DCF

Nedan följer våra antaganden för DCF och resultat av denna. Dagens kurs motsvarar en implicit WACC kring 20%. Vi anser att en rimlig WACC för bolaget är 13,5% vilket motsvarar ca 2x WACC i mogna internationella mjukvarubolag. Som det går att se nedan indikerar vår DCF ett motiverat värde om 18 kr.

**WACC Imputs and result**

| Calculation of WACC | |
|---|---|
| **Used WACC** | **13,5%** |
| Extra Risk | 5,8% |
| **Calculated WACC** | **7,7%** |
| **ROE** | |
| BETA | 1,1x |
| Risk free rate | 2,0% |
| Expected market return | 7,0% |
| Beta (market risk) | 1,00 |
| Beta (operational risk) | 1,00 |
| Cost of equity | 7,0% |
| Weight of equity | 100% |
| **Cost of debt** | |
| Tax rate | 23,0% |
| Cost of debt | 4,0% |
| After-tax cost of debt | 3,1% |
| **Capital Structure** | |
| No. Shares (m) | 23,0 |
| Price | 10,0 |
| Market Cap | 230 |
| Net interest bearing debt | -40 |
| | 828 |

| Output | |
|---|---|
| Terminal Value | 759 |
| PV terminal | 146 |
| % in terminal value | 39% |
| PV forecast | 228 |
| *% in forecast* | *61%* |
| Less current net debt | 40 |
| Equity value | 414 |
| Adjustments | 0,0 |
| **Per share** | **18,0** |

Nedan följer en känslighetstabell på aktiepriset idag, WACC och EBIT-marginal i slutåret.

| Aktiepris | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | EBIT Marginal slutperiod | | | | | | | | |
| | 19,8 | 19% | 20% | 23% | 25% | 28% | 30% | 33% | 35% |
| | 10,0% | 23,7 | 24,6 | 26,1 | 27,5 | 29,0 | 30,4 | 31,9 | 33,4 |
| | 10,5% | 22,2 | 23,0 | 24,3 | 25,6 | 26,9 | 28,2 | 29,5 | 30,8 |
| | 11,0% | 20,8 | 21,5 | 22,7 | 23,8 | 25,0 | 26,2 | 27,3 | 28,5 |
| | 11,5% | 19,6 | 20,2 | 21,3 | 22,3 | 23,3 | 24,4 | 25,4 | 26,5 |
| **WACC** | 12,0% | 18,5 | 19,1 | 20,0 | 20,9 | 21,9 | 22,8 | 23,7 | 24,7 |
| | 12,5% | 17,5 | 18,0 | 18,8 | 19,7 | 20,5 | 21,4 | 22,2 | 23,1 |
| | 13,0% | 16,6 | 17,1 | 17,8 | 18,6 | 19,4 | 20,1 | 20,9 | 21,7 |
| | 13,5% | 15,8 | 16,2 | 16,9 | 17,6 | 18,3 | 19,0 | 19,7 | 20,4 |

I relativvärderingen väljer vi att titta på svenska och internationella vertikala mjukvarubolag, där de internationella bolagen framförallt utvecklar mjukvara för finansbranschen. Ett vertikalt tillskillnad ifrån ett horisontellt mjukvarubolag utvecklar mjukvara för en specifik industri.

| Peers | | | | | | | | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Kurs | | MV | EV/Sales (just.) | | | EV/EBIT (just.) | | | P/E (just.) | | | EBIT-marg. | | | Kursutveckling | |
| | (lokal) | | (mdkr) | 20e | 21e | 22e | 20e | 21e | 22e | 20e | 21e | 22e | 20e | 21e | 22e | 1mån | 6mån |
| Intuit Inc. | 295,9 | USD | 741 | 9,8 | 8,7 | 7,7 | 28,9 | 25,2 | 22,1 | 39,1 | 34,7 | 31,1 | 33,8% | 34,4% | 34,7% | 8% | 7% |
| Fidelity National Information Services, Inc. | 13 | USD | 881 | 7,9 | 7,2 | 6,9 | 21,0 | 18,7 | 16,4 | n/a | n/a | n/a | 37,7% | 39,4% | 41,5% | 5% | 10% |
| SS&C Technologies Holdings, Inc. | 64 | USD | 156 | 4,7 | 4,3 | 4,0 | 12,5 | 11,2 | 10,8 | 15,8 | 14,5 | 13,9 | 37,5% | 38,6% | 36,7% | 4% | 41% |
| Oracle Financial Services Software Limited | 2897 | INR | 34 | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | 14,0 | 13,1 | n/a | n/a | n/a | n/a | 2% | -8% |
| Black Knight, Inc. | 7 | USD | 99 | 9,6 | 8,9 | n/a | 25,3 | 22,6 | n/a | n/a | n/a | n/a | 38,0% | 39,1% | n/a | 6% | 12% |
| Envestnet, Inc. | 82 | USD | 42 | 4,5 | 3,8 | n/a | 23,4 | 21,0 | n/a | 31,6 | 27,3 | 23,7 | 19,5% | 20,4% | 20,4% | 12% | 41% |
| IRESS Limited | 14 | AUD | 16 | 4,7 | 4,4 | 4,2 | 21,6 | 18,3 | n/a | 26,8 | 23,2 | 22,0 | 21,6% | 23,9% | n/a | 3% | 11% |
| Bottomline Technologies (de), Inc. | 48 | USD | 20 | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | 35,7 | 30,5 | 27,2 | 16,8% | 17,9% | 17,8% | -11% | 12% |
| Temenos Group AG | 161,3 | USD | 116 | 10,8 | 9,4 | n/a | 34,8 | 28,4 | n/a | 41,2 | 35,5 | n/a | 31,7% | 32,9% | 31,8% | 5% | -3% |
| Addnode | 203,0 | SEK | 7 | 1,7 | 1,6 | 1,6 | 26,8 | 24,0 | 21,9 | 22,2 | 20,8 | 20,1 | 6,4% | 6,8% | 7,1% | 10% | 35% |
| Formpipe | 19,7 | SEK | 1 | 2,5 | 2,3 | n/a | 17,3 | 14,5 | n/a | 25,3 | 22,0 | 19,7 | 14,3% | 15,9% | n/a | -8% | -14% |
| West International | 3,6 | SEK | 0 | 1,4 | 1,2 | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | 35,9 | n/a | n/a | n/a | 16% | -11% |
| **Medel** | | | | **5,7** | **5,2** | **4,9** | **23,5** | **20,4** | **17,8** | **28,0** | **24,6** | **24,2** | **25,7%** | **26,9%** | **27,2%** | | |
| **Median** | | | | **4,7** | **4,6** | **4,3** | **23,4** | **21,0** | **19,2** | **26,8** | **23,2** | **22,9** | **26,7%** | **28,4%** | **31,8%** | | |
| | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Irisity | 11 | SEK | 0,25 | 4,0 | 2,7 | 1,7 | n.m | 32,0 | 7,8 | n.m | 47,2 | 11,3 | neg. | 9% | 21% | 15% | -36% |

*Källa: Factset, Bolagsdata*

Relativvärderingen indikerar ett EV/EBIT i spannet 18-20 för mogna vertikala mjukvarubolag. Då Irisity inte ännu går att klassa som ett moget mjukvarubolag väljer vi att utföra relativvärderingen på våra estimat för 2025.

Nedan följer en känslighetstabell över börsvärdet år 2025 utifrån olika antaganden om EBIT-marginal och EV/EBIT-multipel.

| Irisity – börsvärde 2025 | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | EV/EBIT 2025 | | | | | |
| | | 10 | 12,5 | 15 | 17,5 | 20 | 22,5 |
| | 16,0% | 461 | 551 | 641 | 732 | 822 | 912 |
| | 18,0% | 506 | 608 | 709 | 811 | 912 | 1 014 |
| **EBIT** | 20,0% | 551 | 664 | 777 | 890 | 1 002 | 1 115 |
| **Marginal** | 22,5% | 608 | 1 014 | 1 115 | 1 217 | 1 318 | 1 420 |
| **2025** | 25,0% | 1 002 | 1 115 | 1 228 | 1 341 | 1 453 | 1 566 |
| | 27,5% | 1 093 | 1 217 | 1 341 | 1 465 | 1 589 | 1 713 |
| | 30,0% | 1 183 | 1 318 | 1 453 | 1 589 | 1 724 | 1 860 |

Source: Erik Penser Bank

För att bedöma ett motiverat värde på aktien idag har vi beräknat ett nuvärde på börsvärdet i tabellen ovan, [med utgångspunkt i en EBIT-marginal om 25%. Tabellen nedan visar kurs per aktie idag givet olika diskonteringsräntor och EV/EBIT-multiplar 2025.

| Irisity - Aktiepris | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | EV/EBIT 2025 | | | | | |
| | | 10 | 12,5 | 15 | 17,5 | 20 | 22,5 |
| | 14% | 15,0 | 18,2 | 21,4 | 24,5 | 27,7 | 30,9 |
| | 16% | 13,7 | 16,7 | 19,6 | 22,5 | 25,4 | 28,3 |
| | 18% | 12,6 | 15,3 | 18,0 | 20,7 | 23,3 | 26,0 |
| ***WACC*** | *20%* | *11,6* | *14,1* | *16,5* | *19,0* | *21,5* | *23,9* |
| | 22% | 10,7 | 12,9 | 15,2 | 17,5 | 19,8 | 22,0 |
| | 24% | 9,8 | 11,9 | 14,0 | 16,1 | 18,2 | 20,3 |
| | 26% | 9,1 | 11,0 | 13,0 | 14,9 | 16,8 | 18,7 |

Source: Erik Penser Bank

Relativ värderingen ger således ett motiverat värde på aktien idag i spannet 17-19 kr givet våra estimat. Vi ser dock att uppsidan kan bli betydligt större givet att kommersialiseringen går snabbare/blir mer omfattande än våra estimat.

Sammanfattningsvis ser vi en värdering i spannet 17-19 kr detta gör att vi ser en hög potential i aktien. Vårt motiverade värde har stöd både i vår DCF och relativvärdering. På nuvarande kursnivåer värderas bolaget på en implicit WACC kring 20% vilket vi anser vara för högt. Den starka balansräkningen ger stöd i kursen.

## Appendx

### AI

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

### (smal) Narrow AI

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

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

### Generell AI

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

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

**Irisity – Våra estimatförändringar (SEK)**

| | 2020E | | | 2021E | | | 2022E | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Förr | Nu | Förändr. | Förr | Nu | Förändr. | Förr | Nu | Förändr. |
| Försäljning | 56 | 55 | -1,4% | 93 | 81 | -13,0% | 142 | 134 | -5,5% |
| EBIT | -9 | -7 | NM | 11 | 7 | -36,3% | 27 | 29 | 7,7% |
| EPS just. | -0,33 | -0,25 | NM | 0,37 | 0,23 | -37,1% | 0,90 | 0,97 | 7,8% |

Source: Erik Penser Bank

## Irisity – Resultaträkning, kassaflöde och balansräkning (SEKm)

### Resultaträkning

| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Nettoomsättning | - | - | 18 | 23 | 35 | 45 | 52 | 55 | 81 | 134 |
| Övriga intäkter | - | - | 1 | 3 | 0 | 15 | 16 | 15 | 12 | 12 |
| Kostnad för sålda varor | - | - | -5 | -7 | -8 | -9 | -13 | -12 | -18 | -30 |
| Bruttovinst | 0 | 0 | 6 | 5 | 17 | 20 | 23 | 28 | 52 | 96 |
| Försäljningskostnader | - | - | -12 | -18 | -18 | -26 | -28 | -27 | -29 | -38 |
| Administrationskostnader | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Forsknings- och utvecklingskostnader | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Övriga rörelsekostnader | 0 | 0 | -5 | -8 | -8 | -18 | -15 | -10 | -13 | -21 |
| **Resultat före avskrivningar** | - | - | **-3** | **-7** | **1** | **-8** | **-5** | **6** | **21** | **45** |
| Avskrivningar | - | - | -3 | -8 | -4 | -6 | -12 | -13 | -14 | -16 |
| Goodwill-avskrivningar | - | - | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **Rörelseresultat** | - | - | **-6** | **-14** | **-3** | **-14** | **-17** | **-7** | **7** | **29** |
| Extraordinära poster | - | - | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Resultatandelar i intresseföretag | - | - | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Finansnetto | - | - | -1 | -1 | -0 | -1 | -0 | -0 | -0 | -0 |
| **Resultat före skatt** | - | - | **-7** | **-15** | **-4** | **-14** | **-17** | **-7** | **7** | **28** |
| Skatter | - | - | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 2 | -1 | -6 |
| Minoritetsintressen | - | - | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **Nettoresultat, rapporterat** | - | - | **-7** | **-15** | **-4** | **-6** | **-17** | **-6** | **5** | **22** |

### Kassaflödesanalys

| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Resultat före avskrivningar | - | - | -3 | -7 | 1 | -8 | -5 | 6 | 21 | 45 |
| Förändring av rörelsekapital | - | - | 6 | 2 | -5 | -0 | 2 | -0 | -4 | -5 |
| Övriga kassaflödespåverkande poster | - | - | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **Kassaflöde från löpande verksamheten** | **0** | **0** | **3** | **-6** | **-4** | **-7** | **-3** | **7** | **16** | **-5** |
| Finansiella nettokostnader | - | - | -1 | -1 | -0 | -0 | -0 | -0 | -0 | -0 |
| Betald skatt | - | - | 0 | 0 | 0 | 0 | -2 | -2 | -2 | -2 |
| Investeringar | - | - | -3 | -5 | -1 | -20 | -16 | -15 | -12 | -12 |
| **Fritt kassaflöde** | **0** | **0** | **-1** | **-12** | **-6** | **-27** | **-19** | **-8** | **4** | **-17** |
| Utdelningar | - | - | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Förvärv | - | - | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Avyttringar | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Nyemission/återköp av egna aktier | - | - | 0 | 20 | 0 | 54 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Övriga justeringar | 0 | 0 | 3 | 3 | 0 | 0 | -16 | -15 | -12 | -12 |
| **Kassaflöde** | - | - | **1** | **11** | **-14** | **26** | **-19** | **-8** | **4** | **-17** |
| Icke kassaflödespåverkande justeringar | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| **Nettoskuld, rapporterad** | **0** | **0** | **2** | **-7** | **-32** | **-28** | **-34** | **-28** | **-47** | **-89** |

### Balansräkning

| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **TILLGÅNGAR** | | | | | | | | | | |
| Goodwill | - | - | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Övriga immateriella tillgångar | - | - | 9 | 7 | 19 | 33 | 64 | 66 | 64 | 60 |
| Materiella anläggningstillgångar | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Innehav i intresseföretag och andelar | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Övriga anläggningstillgångar | - | - | 2 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **Summa anläggningstillgångar** | **0** | **0** | **11** | **8** | **19** | **33** | **64** | **66** | **64** | **60** |
| Varulager | - | - | 3 | 3 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Kundfordringar | - | - | 6 | 3 | 8 | 9 | 6 | 8 | 14 | 24 |
| Övriga omsättningstillgångar | - | - | 6 | 3 | 37 | 3 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| Likvida medel | - | - | 9 | 20 | 6 | 32 | 40 | 34 | 54 | 95 |
| **Övriga omsättningstillgångar** | **0** | **0** | **23** | **29** | **51** | **44** | **48** | **44** | **69** | **121** |
| **SUMMA TILLGÅNGAR** | - | - | **35** | **37** | **70** | **77** | **112** | **111** | **134** | **181** |
| **EGET KAPITAL OCH SKULDER** | | | | | | | | | | |
| Eget kapital | - | - | 5 | 9 | 36 | 47 | 87 | 84 | 102 | 142 |
| Minoritetsintressen | - | - | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **Summa eget kapital** | **0** | **0** | **5** | **9** | **36** | **47** | **87** | **84** | **102** | **142** |
| Långfristiga finansiella skulder | - | - | 6 | 8 | 8 | 6 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| Pensionsavsättningar | - | - | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Uppskjutna skatteskulder | - | - | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Övriga långfristiga skulder | - | - | 6 | 3 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **Summa långfristiga skulder** | **0** | **0** | **12** | **11** | **8** | **6** | **3** | **3** | **3** | **3** |
| Kortfristiga finansiella skulder | - | - | 5 | 5 | 6 | 5 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| Leverantörsskulder | - | - | 2 | 3 | 4 | 4 | 4 | 6 | 11 | 19 |
| Skatteskulder | - | - | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Övriga kortfristiga skulder | - | - | 11 | 10 | 16 | 14 | 14 | 14 | 14 | 14 |
| **Kortfristiga skulder** | **0** | **0** | **18** | **17** | **25** | **24** | **22** | **23** | **28** | **36** |
| **SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER** | **0** | **0** | **35** | **37** | **69** | **77** | **112** | **111** | **134** | **181** |

Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

## Irisity – Värdering och nyckeltal (SEK)

### Aktiedata

| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Vinst per aktie, rapporterad | - | - | -0,86 | -1,56 | -0,26 | -0,81 | -0,96 | -0,25 | 0,23 | 0,97 |
| Vinst per aktie, justerad | - | - | -0,86 | -1,56 | -0,26 | -0,39 | -0,96 | -0,25 | 0,23 | 0,97 |
| Rörelsens kassaflöde/aktie | - | - | 0,16 | 0,91 | -0,86 | 1,49 | -0,81 | -0,35 | 0,17 | -0,73 |
| Fritt kassaflöde per aktie | - | - | -0,17 | -1,01 | -0,39 | -1,56 | -0,81 | -0,35 | 0,17 | -0,73 |
| Utdelning per aktie | - | - | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Eget kapital per aktie | - | - | 0,58 | 0,81 | 2,27 | 2,67 | 3,77 | 3,64 | 4,42 | 6,14 |
| Eget kapital per aktie, ex goodwill | - | - | 0,58 | 0,81 | 2,27 | 2,67 | 3,77 | 3,64 | 4,42 | 6,14 |
| Substansvärde per aktie | - | - | 0,58 | 0,81 | 2,27 | 2,67 | 3,77 | 3,64 | 4,42 | 6,14 |
| Nettoskuld per aktie | - | - | 0,23 | -0,75 | -2,31 | -1,74 | -1,91 | -1,21 | -2,04 | -3,83 |
| EV per aktie | - | - | 11,10 | 8,00 | 6,94 | 12,76 | 7,23 | 9,74 | 8,91 | 7,12 |
| Genomsnittligt antal aktier efter utspädning (m) | - | - | 7,8 | 9,7 | 13,8 | 16,0 | 17,6 | 23,2 | 23,2 | 23,2 |
| Antal aktier efter utspädning vid årets slut (m) | - | - | 7,8 | 11,6 | 16,0 | 17,6 | 23,2 | 23,2 | 23,2 | 23,2 |

### Värdering

| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| P/E-tal, rapporterat | - | - | NM | NM | NM | NM | NM | NM | 47,2 | 11,3 |
| P/E-tal, justerat | - | - | NM | NM | NM | NM | NM | NM | 47,2 | 11,3 |
| Kurs/rörelsens kassaflöde | - | - | 68,7 | 9,6 | NM | 9,7 | NM | NM | 65,6 | NM |
| Kurs/rörelsens kassaflöde per aktie | - | - | NM | NM | NM | NM | NM | NM | 65,6 | NM |
| Fritt kassaflöde/börsvärde | - | - | -1,6 | -11,5 | -4,2 | -10,7 | -8,8 | -3,2 | 1,5 | -6,7 |
| Direktavkastning | - | - | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Utdelningsandel, justerad | - | - | NM | NM | NM | NM | NM | NM | 0,0 | 0,0 |
| Kurs/eget kapital | - | - | 18,79 | 10,78 | 4,07 | 5,44 | 2,42 | 3,01 | 2,48 | 1,78 |
| Kurs/eget kapital, ex goodwill | - | - | 18,79 | 10,78 | 4,07 | 5,44 | 2,42 | 3,01 | 2,48 | 1,78 |
| Kurs/substansvärde | - | - | 18,79 | 10,78 | 4,07 | 5,44 | 2,42 | 3,01 | 2,48 | 1,78 |
| EV/omsättning | - | - | 4,91 | 3,40 | 2,74 | 4,49 | 2,46 | 4,01 | 2,73 | 1,66 |
| EV/EBITDA | - | - | NM | NM | 189,8 | NM | NM | 37,4 | 10,6 | 5,0 |
| EV/rörelseresultat | - | - | NM | NM | NM | NM | NM | NM | 31,7 | 7,8 |
| Aktiekurs, årsslut | - | 4,97 | 10,87 | 8,75 | 9,25 | 14,50 | 9,14 | 10,95 | 10,95 | 10,95 |
| Aktiekurs, årshögsta | - | 9,00 | 12,66 | 11,72 | 9,49 | 25,50 | 18,84 | 13,14 | - | - |
| Aktiekurs, årslägsta | - | 4,97 | 3,56 | 5,70 | 6,25 | 7,84 | 8,40 | 7,38 | - | - |
| Aktiekurs, årssnitt | - | 6,71 | 6,25 | 8,74 | 7,59 | 14,67 | 14,60 | 9,93 | - | - |
| Börsvärde, årsslut och nuvarande | - | - | 85 | 85 | 128 | 232 | 161 | 254 | 254 | 254 |
| Enterprise Value, årsslut och nuvarande | - | - | 86 | 78 | 96 | 204 | 127 | 222 | 222 | 222 |

### Tillväxt och marginaler

| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Omsättningstillväxt, årsförändring | - | - | - | 30,3 | 52,9 | 29,8 | 13,7 | 7,2 | 46,9 | 65,0 |
| Rörelseresultat, årsförändring | - | - | - | NM | NM | NM | NM | NM | NM | 307,2 |
| Vinst per aktie, årsförändring | - | - | - | NM | NM | NM | NM | NM | NM | 318,3 |
| EBITDA marginal | - | - | -15,6 | -29,6 | 1,4 | -17,6 | -9,5 | 10,7 | 25,8 | 33,2 |
| EBITA marginal | - | - | -34,8 | -63,0 | -9,0 | -29,9 | -32,3 | -12,8 | 8,6 | 21,3 |
| Rörelsemarginal | - | - | -34,8 | -63,0 | -9,0 | -29,9 | -32,3 | -12,8 | 8,6 | 21,3 |
| Vinstmarginal, justerad | - | - | -38,2 | -66,1 | -10,4 | -31,5 | -32,8 | -13,2 | 8,3 | 21,1 |
| Nettomarginal, justerad | - | - | -38,2 | -66,1 | -10,4 | -13,9 | -32,6 | -8,8 | 6,6 | 16,8 |
| Skattesats | - | - | NM | NM | NM | NM | NM | NM | 20,6 | 20,6 |

### Lönsamhet

| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Avkastning på eget kapital | - | - | - | -216,7 | -15,9 | -15,1 | -25,1 | -5,7 | 5,8 | 18,4 |
| Avkastning på eget kapital, 5-års snitt | - | - | - | - | - | - | - | -55,7 | -11,2 | -4,3 |
| Avkastning på sysselsatt kapital | - | - | -195,9 | -346,3 | -97,7 | -116,1 | -45,9 | -12,9 | 12,6 | 52,7 |
| Avkastning på sysselsatt kapital, 5-års snitt | - | - | - | - | - | - | -160,4 | -123,8 | -52,0 | -21,9 |

### Investeringar och kapitaleffektivitet

| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Investeringar | - | - | 3 | 5 | 1 | 20 | 16 | 15 | 12 | 12 |
| Investeringar/omsättning | - | - | 19,5 | 22,4 | 3,4 | 44,9 | 30,8 | 27,2 | 14,7 | 8,9 |
| Investeringar/avskrivningar | - | - | 1,0 | 0,7 | 0,3 | 3,6 | 1,3 | 1,2 | 0,9 | 0,8 |
| Varulager/omsättning | - | - | 18,1 | 12,6 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Kundfordringar/omsättning | - | - | 31,8 | 15,3 | 21,9 | 18,9 | 12,3 | 14,5 | 17,1 | 18,0 |
| Leverantörsskulder/omsättning | - | - | 10,5 | 11,2 | 10,3 | 9,7 | 8,5 | 10,3 | 13,2 | 13,8 |
| Rörelsekapital/omsättning | - | - | 39,4 | 16,6 | 11,6 | 9,2 | 3,8 | 4,1 | 4,0 | 4,2 |
| Kapitalomsättningshastighet | - | - | - | 0,64 | 0,66 | 0,62 | 0,55 | 0,50 | 0,67 | 0,85 |

### Finansiell ställning

| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Nettoskuld, rapporterad | 0 | 0 | 2 | -7 | -32 | -28 | -34 | -28 | -47 | -89 |
| Soliditet | NM | NM | 13,0 | 25,6 | 52,4 | 61,2 | 77,7 | 76,1 | 76,5 | 78,4 |
| Skuldsättningsgrad | NM | NM | 0,39 | -0,77 | -0,88 | -0,59 | -0,38 | -0,33 | -0,46 | -0,62 |
| Nettoskuld/börsvärde | - | NM | 0,02 | -0,09 | -0,25 | -0,12 | -0,21 | -0,11 | -0,19 | -0,35 |
| Nettoskuld/EBITDA | - | - | -0,6 | 1,1 | -63,3 | 3,5 | 6,9 | -4,7 | -2,3 | -2,0 |

Notera att nyckeltalen är baserade på antalet aktier efter full utspädning. Aktiekursen vid årets slut har använts för beräkningen av historiska nyckeltal.
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

## Irisity – Resultatutveckling per kvartal (SEKm)

**Resultaträkning**

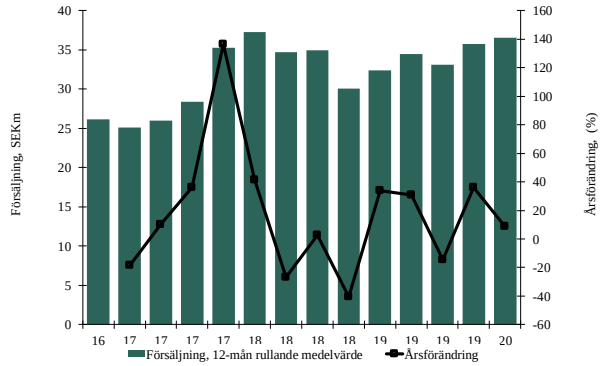
| | Q217 | Q317 | Q417 | Q118 | Q218 | Q318 | Q418 | Q119 | Q219 | Q319 | Q419 | Q120 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Nettoomsättning | 9 | 9 | 12 | 7 | 7 | 9 | 7 | 9 | 9 | 8 | 10 | 10 |
| Övriga intäkter | 0 | 0 | 0 | 3 | 5 | 5 | 3 | 5 | 4 | 3 | 3 | 3 |
| Övriga rörelsekostnader | -9 | -8 | -11 | -9 | -19 | -11 | -13 | -10 | -12 | -9 | -11 | -11 |
| **Resultat före avskrivningar** | **1** | **2** | **2** | **2** | **-7** | **3** | **-3** | **-1** | **-2** | **-1** | **-0** | **-1** |
| Avskrivningar och amorteringar | -1 | -1 | -1 | -1 | -1 | -1 | -2 | -3 | -3 | -3 | -3 | -3 |
| **Rörelseresultat** | **0** | **1** | **1** | **0** | **-8** | **1** | **-4** | **-4** | **-6** | **-4** | **-3** | **-4** |
| Extraordinära poster | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Resultatandelar i intresseföretag | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Finansnetto | -0 | -0 | -0 | -0 | -0 | -0 | -0 | -0 | -0 | -0 | -0 | -0 |
| **Resultat före skatt** | **0** | **1** | **1** | **-0** | **-8** | **1** | **-5** | **-5** | **-6** | **-4** | **-3** | **-4** |
| **Resultat före skatt, justerat** | **0** | **1** | **1** | **-0** | **-8** | **1** | **-5** | **-5** | **-6** | **-4** | **-3** | **-4** |
| Skatter | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Minoritetsintressen | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **Nettoresultat, rapporterat** | **0** | **1** | **1** | **0** | **-8** | **1** | **-5** | **-4** | **-6** | **-4** | **-3** | **-4** |

**Tillväxt och marginaler**

| | Q217 | Q317 | Q417 | Q118 | Q218 | Q318 | Q418 | Q119 | Q219 | Q319 | Q419 | Q120 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Nettoomsättning | 10,3 | 36,0 | 136,4 | 41,4 | -26,9 | 2,6 | -40,6 | 34,1 | 30,7 | -14,4 | 36,2 | 9,0 |
| Rörelseresultat | NM | NM | NM | NM | NM | 63,6 | NM | NM | NM | NM | NM | NM |
| EBITDA marginal | 13,9 | 19,6 | 16,6 | 23,2 | -97,2 | 27,2 | -37,0 | -16,5 | -26,3 | -7,5 | -4,0 | -8,3 |
| Rörelsemarginal | 3,2 | 8,9 | 11,2 | 2,4 | -116,0 | 14,2 | -60,9 | -48,1 | -62,3 | -46,4 | -30,9 | -43,3 |
| Vinstmarginal, justerad | 1,6 | 6,9 | 9,7 | -0,3 | -116,0 | 12,6 | -63,7 | -50,1 | -64,1 | -48,2 | -32,3 | -44,3 |
| Skattesats | 0,0 | 0,0 | -6,8 | NM | NM | 0,0 | NM | NM | NM | NM | NM | NM |

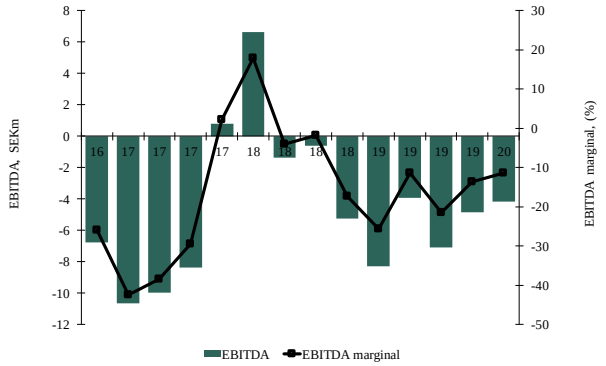
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

## Irisity – Försäljning, 12-mån rullande medelvärde



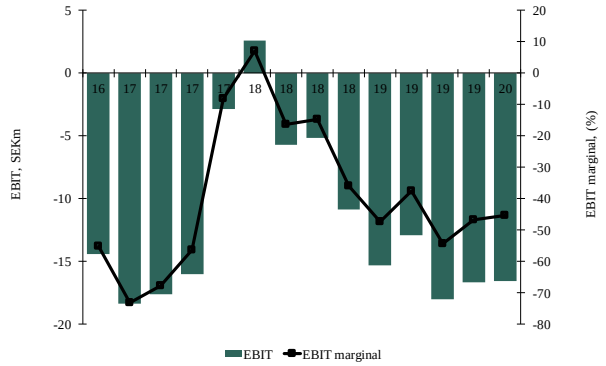

Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

## Irisity – EBITDA, 12-mån rullande medelvärde



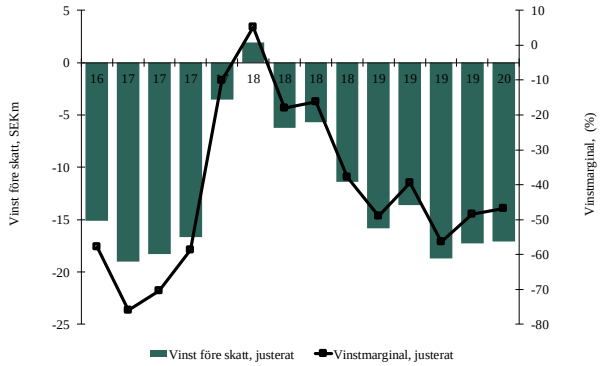

Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

## Irisity – Rörelseresultat, 12-mån rullande medelvärde




Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

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




Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

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

**Potential och risk**

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

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten ”Penser Access” som Banken utför åt analyserat bolag. Banken erhåller ersättning för nämnda tjänst från det analyserade bolaget.

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

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

Vad gäller risk analyserar vi ett antal kända parametrar som är relevanta för bolaget. En generell riktlinje för att klassificeras som låg risk är att bolaget har positivt kassaflöde och att ingen enskild faktor påverkar omsättningen mer än 20%. Motsvarande generella beskrivning av hög risk är att bolaget inte nått positivt kassaflöde alternativt att en enskild faktor påverkar omsättningen mer än 50%.

Potential- och riskklassificeringen uppdateras kontinuerligt.

Klicka https://www.penser.se/historiska-analysrekommendationer/ för att se historik över investeringsrekommendationer från Banken.

**Allmänt**

Bankens medgivande krävs om hela eller delar av denna Publikation mångfaldigas eller sprids. Publikationen får inte spridas till eller göras tillgänglig för någon fysisk eller juridisk person i USA (med undantag av vad som framgår av Rule 15a – 16, Securities Exchang Act of 1934), Kanada eller något annat land som i lag fastställt begränsningar för spridning och tillgänglighet av materialets innehåll

Banken har utarbetat en Etikpolicy samt en Intressekonfliktpolicy. Dessa syftar till att förebygga och förhindra intressekonflikter mellan kunders intressen och avdelningar inom Banken. Sättet som Banken använder för att förebygga intressekonflikter är bl. a. restriktiva kommunikationer (Chinese Walls). Analysavdelningen är fysiskt belägen avskild från Corporate Finance-avdelningen, som sitter i egen lokal. Corporate Finance-avdelningen får inte delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Det kan dock, från tid till annan, föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan ett bolag som förekommer i en Publikation och någon annan avdelning i Banken än Analysavdelningen. Banken har utarbetat interna restriktioner för när anställda handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för Investeringsrekommendation.

Från tid till annan utför Banken uppdrag för ett bolag som är omnämnt i en publikation. Banken kan bl. a. vara rådgivare eller emissionsinstitut, till bolaget eller likviditetsgarant i ett av bolagets värdepapper. Om så är fallet har det angivits i Publikationen. Banken, dess ägare, styrelseledamöter eller anställda kan äga aktier i omnämnt bolag. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Banken och dess anställda följer svenska 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