

ANALYSGUIDEN, UPPDRAGSANALYS
9 juli 2019

RAYTELLIGENCE

RADARSENSOR MED POTENTIAL

Innehåll

Radarsensor med potential.....	2
Temperatur.....	3
Ledning och styrelse.....	3
Ägare.....	3
Finansiell ställning.....	3
Potential.....	3
Risk.....	3
En radarsensor för hemvården.....	4
Marknad och distribution.....	5
Kriminalvården.....	6
Säkerhet inom byggbranschen.....	6
Försäljning via distributörer.....	6
Konkurrenter.....	7
Konkurrenterna lönsamhet.....	8
Produktutveckling och patent.....	9
Prognoser och värdering.....	10
Risker.....	12
Beroende av nyckelpersoner.....	12
Försäljning via samarbetspartners.....	12
Produkten ännu inte kommersiellt prövad.....	12
Teknisk produktutveckling.....	12
Kapitalbehov.....	12
Leverantörer och produktion.....	12
Disclaimer.....	13

Radarsensor med potential

Raytelligence radarsensor mäter patientens vitalparametrar (andning, puls och rörelsemönster). Det molnbaserade sensor-systemet är kostnadsbesparande i vården av äldre där bolagets fokus ligger. Piloter finns också i kriminalvården och industrin. Internationellt noteras intresse i bl.a. Tyskland, Japan och Indien.



Raytelligences radarsensor sänder ut radarimpulser i 60 GHz-ISM-bandet och mäter patientens vitalparametrar med mycket god noggrannhet. Mätdata överförs sedan via molnet till brukarens mobiltelefon eller Ipad. Sensorn tål även smutsiga och mindre belysta miljöer till följd av radar-teknologin och dess inbyggda

linssystem. Den första generationens produkt började utvecklas år 2015. Nästa generations radarsensor lanseras i oktober 2019 bland annat med en förlängd räckvidd. Bolagets produkt intresserar förutom vården även kriminalvården och industrin.

Raytelligence ska slå sig in på en marknad som i ena ändan utgörs av traditionella, relativt billiga telefonbaserade trygghetslarm och enkla IR- och ultraljusbaserade rörelsedetektorer samt i andra ändan definieras av mer komplex kameraövervakning och system med multipla sensorer som sätter en övre gräns för priset för denna typ av lösning. Vi bedömer därför att Raytelligence behöver investera betydande belopp inom produktutveckling för att säkerställa en högre AI-funktionalitet. Under tiden kan kostnadsbesparingar i produktionen ge intressanta effekter.

Vi har antagit 40 procent bruttomarginal och drygt 20 procent rörelsemarginal på tillkommande intäkter i vår kassaflödesvärdering, motsvarande det lägre intervallet bland lönsamheten hos konkurrerande kamerabolag. I vår kassaflödesvärdering kommer vi fram till en motiverad kurs om 4,58 kronor per aktie i Bas-scenariot. Värdet varierar från 2,16 kronor per aktie i Bear-scenariot till 6,24 kronor per aktie i vårt Bull-scenario. Risken i aktien är hög då verksamheten befinner sig i en tidig fas.

Utfall och riskjusterade prognoser, Bas-scenario

	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
Omsättning	0,1	0,1	2,5	12,0	25,0	50,0
Rörelseresultat	-1,9	-3,2	-2,7	-0,7	2,6	8,8
Årets resultat	-1,9	-3,2	-2,7	-0,7	2,0	7,0
Resultat per aktie, kr	neg.	neg.	neg.	neg.	0,17	0,57
P/E-tal, ggr	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	25,7	7,5
Nettokassa	2,4	7,7	10,0	9,3	6,4	13,4
Eget kapital	4,0	12,6	19,9	24,2	26,2	33,2

Källor: Raytelligence (utfall) och Carlsquare (prognoser).

Datum: 9 juli 2019
Analytiker: Bertil Nilsson, Carlsquare (tidigare Jarl Securities)

Företagsnamn: Raytelligence
Lista: NORDIC MTF
Vd: Per-Arne Viberg
Styrelseordförande: Jonas Vikbladh
Marknadsvärde: 35 MSEK
Senast: 4,25 SEK
Kort om Raytelligence: Bolaget började utveckla en radarsensor för äldre vården 2015. Produkten som via en molntjänst kan kopplas upp mot brukarnas mobiltelefoner eller Ipad har även intresserat andra typer av potentiella kunder, som kriminalvården och industriföretag där i några fall pilotstudier har skett med radarsensorn installerad.

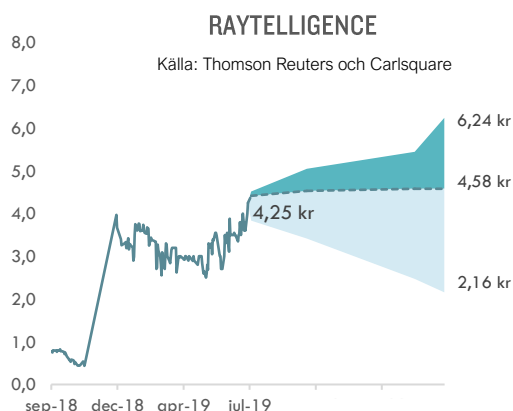
Radarsensorn marknadsförs och säljs främst via partners som Tieto, Tellu AS, Sophia Steria Sweden m.fl. bolag.

Möjligheter och styrkor: Bolagets radarsensor mäter vitalparametrar som andning och puls på patienter. Det ger möjlighet till ett för vården och hemtjänsten kostnadsbesparande övervakningssystem av patienter. Det bör vara intressant speciellt i Europa där lönekostnaderna för vårdpersonal är relativt höga.

Med radarsensorn kan även rörelsemönster hos patienter mätas som exempelvis tidiga tecken på demens/alzheimer.

Risker och svagheter: Raytelligence radarsensorn har ett flertal potentiella konkurrensfördelar men bolaget befinner sig fortfarande i ett tidigt skede och har inte validerat en klar applikation och tydlig positionering på marknaden. Bolaget behöver ta in mer pengar för att produktutveckla och etablera sig på marknader utanför Sverige.

Värdering: **Bear** 2,16 kr **Bas** 4,58 kr **Bull** 6,24 kr



Temperatur

Ledning och styrelse



VD och tillika huvudägare Per-Arne Viberg har jobbat med mikrovågsteknik och data/telekommunikation sedan 1980-talet. Företagsledningen har tidigare tagit Bluetooth-företag till Stockholmsbörsen (Free2Move).

Ledningen bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betygssättningen är ledningens erfarenhet, branschvana, företagsledarkompetens, förtroende hos aktiemarknaden och tidigare genomförda prestationer.

Ägare



Huvudägare i bolaget är Swedish Adrenaline AB med 57 procent av kapitalet. Bakom detta bolag står bolagets VD Per-Arne Viberg. För 90 procent av dessa aktier finns ett lock-up avtal som löper ut i slutet av november 2019, därefter kan denna aktiepost säljas fritt på marknaden. En stiftelse mot bekämpning av cancersjukdomar är bolagets näst största ägare med fem procent av aktierna. En större ägarspridning vore önskvärt.

Ägarna bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betyget är ägarnas tidigare agerande i det aktuella bolaget, deras finansiella styrka, deras representation i styrelsen samt tidigare resultat av investeringar i liknande företag eller branscher. Långsiktighet och ansvarstagande gentemot mindre aktieägare är också väsentliga kriterier.

Finansiell ställning



Bolaget hade en kassa på cirka fem miljoner kronor per 31 mars 2019. Samtidigt har företaget en relativt låg burn-rate på omkring en miljon kronor per kvartal samt att bolaget investerar i ungefär samma takt det senaste året. Vi bedömer att bolaget behöver fortsätta att produktutveckla men även satsa inför en kommande geografisk expansion utomlands.

Den finansiella ställningen bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. I detta beslutsriterium tas hänsyn till bolagets lönsamhet, dess finansiella situation, framtida investeringsåtaganden och andra ekonomiska åtaganden, eventuella övervärden respektive undervärden i balansräkningen samt andra faktorer som påverkar bolagets Finansiella ställning.

Potential



Med koncernens sensorsystem adresserar bolaget en marknad på cirka 200 000 personer enbart i Sverige, motsvarande en årlig intäktsström om drygt två miljarder kronor via abonnemang av varje radarsensor via molntjänsten. Därtill kommer möjligheter utomlands i till exempel Norge, Tyskland, Japan och Indien.

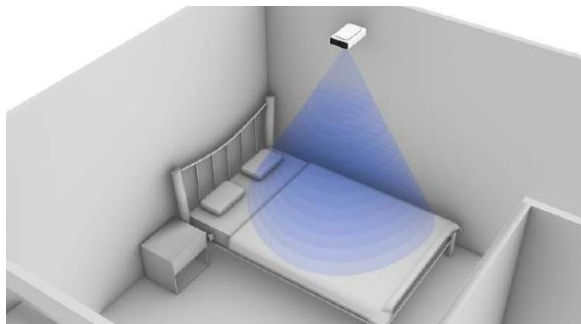
Bolagets potential bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betyget är storleken på bolagets potential i form av ökad vinst i förhållande till hur bolagets aktiekurs värderas i dag. Avgörande är också på vilken marknad företaget verkar och dess framtidsutsikter på denna marknad och lönsamhet. Ett bolag kan få högt betyg även om tillväxutsikterna är låga, förutsatt att aktiens värdering i dag är ännu lägre än utsikterna. På samma sätt kan en högt värderad aktie anses ha hög potential givet att dess tillväxtförutsättningar inte fullt ut redovisas i aktiekursen.

Risk



Bolagets produkt och teknik är inte kommersiellt prövad i större skala. För att slå sig in på marknaden och ta kamerornas plats, tror vi att bolaget behöver fortsätta att utveckla sina artificiella intelligensfunktioner i radarsensorn. Vidare behöver bolaget bygga ut och skaffa fler alternativa underleverantörer samt trimma in sin logistikkedja.

Risken bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Risken är en sammantagen bedömning av alla de risker som ett företag kan utsättas för och som kan komma att påverka aktiekursen. Betyget grundas på en sammantagen bedömning av företagets allmänna risknivå, aktiens värdering, bolagets konkurrenssituation och bedömning av framtida omvärldshändelser som kan komma att påverka bolaget.



En radarsensor för hemvården

Raytelligence grundades 2015 och har utvecklat en radarsensor RayVS1 för mätning av vitalparametrar (andning, hjärtfrekvens och patientens rörelsemönster ned på nivån 20 my). Det finns även pilotstudier gjorda på patientens sömnkvalitet vilket kan bli en tilläggstjänst. Sensorn baserar sig på bolagets 60 GHz radioteknologi. Av företaget utvecklade algoritmer utgör en strategiskt viktig komponent då de redan idag adderar en viss Artificiell Intelligens (AI)-funktionalitet, något som lär utvecklas ytterligare framöver. Radarsensorn känner av hur kroppen rör sig, vilket ger möjlighet att identifiera avvikande mönster och kunna detektera begynnande demens, hjärtsvikt etcetera. En annan fördel för sensorn jämfört med konkurrerande kameror är att den inte tar några integritetskränkande bilder på patienten.

Radarsensorn kan penetrera genom väggar och operera i miljöer med sämre belysnings- och rumsmiljöförhållanden (damm mm) som industrilokaler. Sensorn kommunicerar via WiFi, mobilt internet eller trådbunden Ethernet. Mätdata från övervakning av patienterna läggs upp som en molnlösning, där slutanvändarna kan avläsa mätdata på sin mobiltelefon, läsplatta (IPAD) eller motsvarande. Detta illustreras i nedanstående presentationsbild.

Principskiss för det molnbaserade sensorsystemet

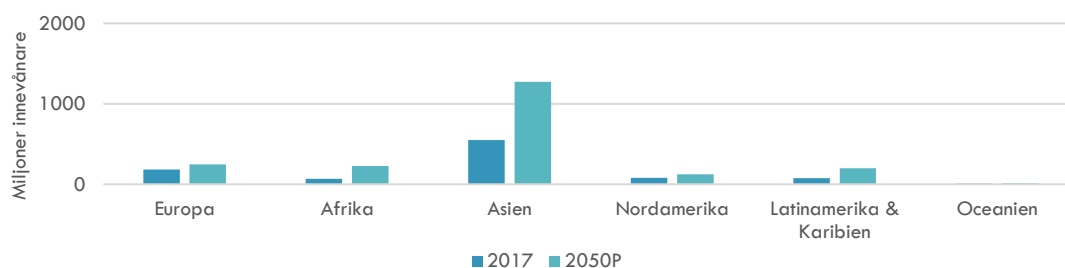


Källa: Bolagets finansiella presentationer

Marknad och distribution

Raytelligence riktar idag huvudsakligen in sig mot hälso- och sjukvården med ett speciellt fokus på övervakning av patienter inom äldre vården. Världens befolkning får snabbt en allt större andel äldre innevånare de kommande decennierna. Exempelvis förväntas antalet personer över 60 år öka från cirka 183 miljoner år 2017 till 247 miljoner kronor år 2050 i Europa. Det är en viktig bakomliggande drivkraft för att hitta olika kostnadseffektiva sätt att lösa vården av de äldre på. Som synes i nedanstående diagram så väntas ökningen av antalet äldre (och även i relativa tal) bli större i Afrika och Asien jämfört med Europa och Nordamerika (där trenden med en åldrande befolkning redan kommit en bit på väg). Däremot är ökningen av personer som är 80 år och äldre (de som verkligen kräver vård) mycket påtaglig i Europa och Nordamerika de närmaste åren.

Snabbt ökad andel äldre (över 60 år) globalt de kommande decennierna



Källa: United Nations. World Population ageing 2017.

Raytelligence produkter bidrar med kostnadsbesparingar i övervakning av äldre och speciellt när de befinner sig i hemmiljö då färre hembesök behöver göras. Dels är lönekostnaderna för vårdpersonal jämförelsevis hög i hela Europa och dels står de svenska vårdarbetsgivarna inför en utmaning att rekrytera ny personal till en växande skara äldre, där 100 tusen nya anställda behövs fram till år 2023.

Marknaden för nattpatruller i Sverige uppskattas vara värd 15 miljarder kronor per år. Prognosen är att mellan ett och två besök per patient och dag kommer att ersättas med någon form av digital tjänst framöver. Med en timtaxa på 472 kronor för hemvård motsvarar det en kostnad på omkring 700 kronor per patient och dygn. Mest påtaglig är besparingseffekten i kommuner och landsting där de geografiska avstånden till patienter är långa (glesbygdslän).

Bolaget räknar med att kunna ta ut en abonnemangsavgift på omkring 1 000 kronor per månad och patient för att installera och använda radarsensorn, vilket är i paritet med priset för en kamera. Som vi kommer till senare bedömer vi att brutto- och rörelsemarginalerna blir något lägre än kameratillverkarna. Avtalens löptid kan variera från fall till fall, alltifrån kortare till längre perioder.

Det finns cirka 190 000 personer i Sverige som är dementa och/eller har ett traditionellt telefonibaserat trygghetslarm i hemmet, som utgör en bakomliggande målgrupp för bolagets produkter och tjänster. 20-30 procent av denna marknad är värd cirka 450-680 miljoner kronor per år. Antalet dementa personer ökar i takt med allt fler blir äldre.

Utanför Sverige har Raytelligence alltifrån installerade piloter (Nederländerna), till olika former av intresse och/eller samarbetspartner-projekt i Tyskland, Norge, men även kontakt med organisationer för äldreomsorg i Japan samt en större provins i Indien. Ett land som Japan med 126 miljoner innevånare varav cirka 44 miljoner är äldre än 65 år är givetvis en marknad som erbjuder en mycket stor potential. Men att etablera sig lokalt i till exempel Asien innebär också initiala kostnader (investeringar) för bolaget.

Kriminalvården

Via ett nederländskt internationellt bolag med 3 000 anställda har Raytelligence installerats i en pilotstudie på två fängelser i Nederländerna under hösten 2018. Här är syftet att kartlägga fångarnas beteende och rörelsemönster för att kunna förebygga risken för självskadebeteende och självmord. Det som studeras och mäts hos fångarna är sömnkvalitet, att de lever och deras andning. Pilotstudien, som gav 100 000 kronor i intäkter, pågick under hösten 2018 och våren 2019. Efter avslutad pilotstudie skulle det alltså potentiellt leda till en beställning.

Säkerhet inom byggbranschen

Genom maskininlärning (Artificiell intelligens [AI]) kan övervakning ske av exempelvis kranförare, där syftet är att förebygga arbetsplatsolyckor. Det handlar om att kartlägga kranförarens rörelsemönster som kan varsla om exempelvis en nära förestående hjärtinfarkt eller liknande hos personen ifråga.

Försäljning via distributörer

Raytelligence säljer sin produkt via distributörer – företag som i olika former är inriktade på digitala transformeringstjänster mot vården av äldre. Ett sådant är det franska koncernen Sophia Steris med omkring 44 000 anställda i 20 länder, varav 440 personer i Sverige. Detta bolag är ett konsultföretag inom digital transformation och rankas av Gartner som ett av topp-fem-bolagen i Europa i denna kategori. Bolaget har funnits sedan 1968/69 och har i Sverige ramavtal med en mängd framförallt statliga myndigheter. Inom vårdsektorn hittar vi Stockholms Läns Landsting och Västra Götalandsregionen, men samarbetet har ännu inte gett några beställningar för Raytelligence del.

Andra distributörer av företagets radarsensor är det finländska IT-serviceföretaget Tieto samt den norska teleoperatören Telenor ASA. Via Tieto Sweden AB har Raytelligence radarsensor möjlighet att komma in via en upphandling till Nacka kommun som Tieto tidigare vunnit. Med Tellu IoT AS, en partner till Telenor, finns ett samarbete kring nattlig tillsyn på den norska marknaden.

Ytterligare en samarbetspartner är det svenska medicinteknikbolaget Medirätt AB, som nu går under namnet IZafe AB. Medirätt köpte tidigare säkerhetsleverantören Sensec och fick då en försäljningsorganisation samt avtal/kontakt med 90 svenska kommuner. Den 1 juli 2019 meddelades att Raytelligence har ingått ett återförsäljaravtal med Sensec.

Raytelligence marknadsförde även sensorsystemet direkt på branschmässor som exempelvis Vitalis. Detta sker samtidigt som distributörerna kan visa upp samma produkt i sina montrar bredvid. Omkring tre personer arbetar på bolagets uppdrag (i konsultform) med marknad och försäljning av bolagets produkt och system.

Konkurrenser

Den förhärskande lösningen inom äldreomsorg i hemmet bygger på ett traditionellt telefonbaserat trygghetslarm med tillhörande larmknapp som bärs som ett armband av den äldre personen. Larmet är anslutet till en larmcentral och när larmet aktiveras skapas en talkanal mellan enheten i hemmet och larmoperatören. Larmoperatören kan då prata med den äldre via enheten i hemmet och avgöra om uttryckning krävs för hjälp på plats. Utöver dessa trygghetslarm, som normalt tillhandahålls av den kommunala äldreomsorgen, finns det naturligtvis olika typer av aktivitetsarmband och kameror som anhöriga kan installera.

På äldreboenden används sedan många år IR- eller ultraljudsbaserade sängvakter och rörelsedetektorer för att övervaka patienter på deras rum. Sådana kan efter vad vi erfar köpas för mindre än 1 000 kronor. Exempel på bolag verksamma inom detta segment är Noomi och Next Step Dynamics som använder wearables, alltså lösningar som bors på kroppen vilket innebär en osäkrare lösning.

AiFloo/Noomi/Nectarine utvecklar/utvecklade en lösning som i första hand var avsett som ett komplement eller ersättning för de traditionella telefonbaserade trygghetslarmen i hemmet. Lösningen är baserad på ett aktivitetsarmband som bärs av den äldre kopplat till en molnapplikation. Noomi har en tidigare historia under namnet Alifloo som grundades 2015 där bolaget tog in totalt 70 miljoner kronor i kapital för att produktutveckling. Men i juli 2018 mottog Bolagsverket en ansökan om konkurs. Verksamheten har sedan dess övergått i det med EQT Ventures nystartade bolaget Noomi AB med varumärket Nectarine Health. En tidigare värdering av verksamheten på 300 miljoner kronor minskade i samband med övergången till det nya bolaget till 60 miljoner kronor enligt www.breakit.se.

Bild på Oxehealths övervakningssystem av patienter (från bolagets hemsida)

AKTIVITETSDETEKTERING



Källa: <https://www.oxehealth.se/the-science-behind-oxehealth>

En konkurrent som produktmässigt liknar Raytelligence är OxHealth med sin Digital Care Assistant (DCA™). Istället för radar bygger lösningen på en IR-sensor som kan mäta puls och andning samt algoritmer som kan bearbeta och tolka information från IR-sensorer för att tillhandahålla aktivitets- och hälsoinformation. Oxehealth är ett brittiskt bolag som håller till i Oxford Science Park i Storbritannien, men samarbetar idag bland annat med Varbergs kommun.

Novelda levererar med sin Xthru-sensor (X4M300) en med Raytelligence jämförbar funktionalitet avseende mätning av patienters rörelsemönster och andning. Novelda levererar dock endast chip och moduler, däremot inte en molnlösning tillsammans med sin sensor. Noveldas sensor har en räckvidd på drygt nio meter.

Då kameraövervakning är en sedan tidigare etablerad metod för försäljning och installation i vårdinrättningar har den också satt en nivå för det pris som kan tas ut på liknande produkter, varav Ray VS1 är en av dessa. Armbanden delar enligt vår uppfattning in denna marknad i ett lågpris- respektive högprissegment. I det högre prisintervallet bör högre värden via funktionalitet kunna påvisas. Enligt vår uppfattning handlar det främst om ökade möjligheter att kartlägga olika tillstånd hos patienten ifråga och helst via AI (Artificiell Intelligens).

Inom kamerasegmentet är Phoniro Systems samt Doro Care ett par större bolag verksamhetsmässigt inriktade mot den svenska äldrevården. Bolagets mjukvaruplattform Phoniro Care har en molntjänst som integreras med kommunernas verksamhetssystem. Bolaget hade år 2017 omkring 150 av Sveriges totalt 290 kommuner som kunder.

I februari 2018 förvärvades Phoniro AB av Assa Abloy. Köpeskillingen offentliggjordes inte, men Assa Abloy meddelade att förvärvet gav en omedelbar positiv påverkan på vinst per aktie. Det innebär att värderingen sannolikt väsentligt understeg P/E 20x för ett bolag som då omsatte 175 miljoner kronor med ett resultat efter finansnetto om 24 miljoner kronor helåret 2017.

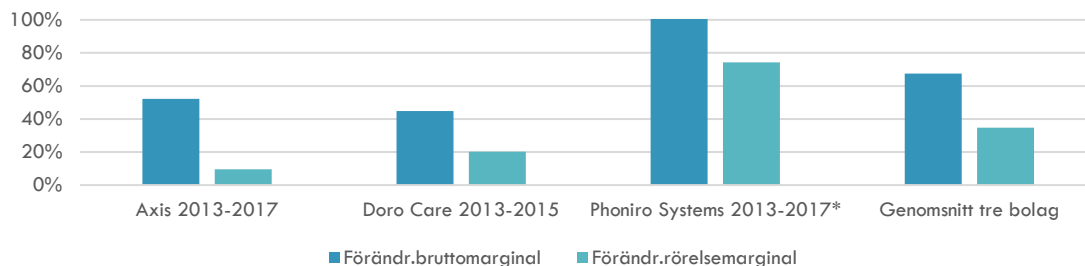
Doro Care är ett företag med huvudkontor i Kalix som har en larmövervakningstjänst med centrala larmcentraler för hemtjänsten, i Malmö och Kalix. I dessa larmcentraler finns vårdpersonal, framförallt undersköterskor.

Vi tror, mot bakgrund av konkurrensläget, att det kommer bli en utmaning för Raytelligence att hävda sig i applikationer med enklare funktionalitet. Där finns det teknologier och lösningar som är mer inarbetade och kostnadseffektiva. Nyckeln till Raytelligence framgång tror vi snarare ligger i att de lyckas koppla fördelarna med dagens erbjudande med en ökad validerad AI diagnostisering i mer komplexa applikationer. Att addera den ytterligare AI-funktionalitet som krävs är givetvis förenad med ett ökat investeringsbehov från bolagets sida.

Konkurrenterna lönsamhet

Vad gäller kamerabolagens lönsamhet så har vi illustrerat skalbarheten i affärsmodellen för tre kamerabolag; Axis mellan 2013 och 2017, Doro Care mellan 2013 och 2015 samt Phoniro System mellan 2013 och 2017 i nedanstående graf. Skillnaderna i marginaleffekt av en extra försäljningskrona mellan det idag världsomspännande företaget Axis (med stora overheadkostnader uppenbarligen) till Phoniro Systems är tydliga. Dock ska beträffande Phoniro tilläggas att intäkterna ökat från 94 miljoner kronor 2013 till 127 miljoner kronor, samtidigt som resultat efter finansnetto förbättrats från knappt sju miljoner kronor 2013 till 24 miljoner kronor 2017. Med återläggning av aktiverat (utvecklings-) arbete redovisade Phoniro en rörelsemarginal om 17 procent och inklusive dessa aktiverade kostnader 22 procent rörelsemarginal.

Effekt av en extra försäljningskrona i några bolag med kameraövervakande lösningar



Källa: Bolagens finansiella rapporter framtagna via Creditsafe.se.

* Intäkter för aktiverat arbete i Phoniro Systems har återlagts både 2013 och 2017 i beräkningen av förändrad brutto- och rörelsemarginal.

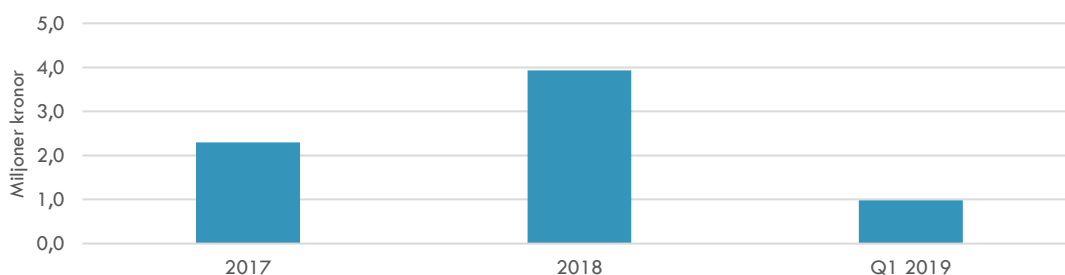
Skalbarheten i ovanstående bolags affärsmodeller får betecknas som relativt god.

Produktutveckling och patent

Omkring fem personer arbetar på Raytelligence uppdrag (konsultbasis) med produktutveckling och teknikfrågor. Produkten består av ett metallhölje som tillverkas via en underleverantör i Taiwan samt speciella linser som monteras i Sverige. Dessa linser är hemligheten bakom att sensorn klarar av att jobba i dammiga miljöer. Sensorn kan ha upp till två radarmoduler som tillverkas i Sverige samt en behandlingsmodul som tillverkas i Kina.

Den andra generationen av radarsensorn väntas vara klar för lansering i augusti 2019. Med hjälp av antenssystem kommer sensorns räckvidd att förlängas. Likaså väntas produktionskostnaden minska, vilket gör det möjligt att börja adressera marknaden för smarta hem samt konsumentmarknaden.

Raytelligence investeringar i immateriella och materiella Anläggningstillgångar



Källa: Bolagens finansiella rapporter.

Bolaget lägger inte särskilt mycket fokus på patent, vis av erfarenheten att större IT-jättar ändå inte tvekar att göra patentintrång, uppbackade av finansiella muskler att vid behov driva rättsliga processer. De av bolaget utvecklade algoritmerna håller dock företagsledningen nära inpå kroppen, eftersom det är nyckeln till de artificiella intelligensfunktionerna som idag finns.

Prognoser och värdering

Medan vi känner till prisbilden för Raytelligence radarsensor har vi inte kunnat verifiera kostnadsbilden för desamma. Vi har därför resonerat oss fram till vårt marginalantagande på en extra försäljningskrona enligt följande.

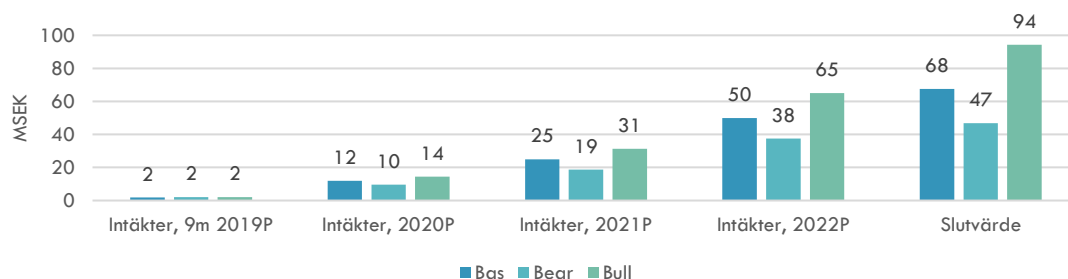
Vad gäller hårdvaran bör radarsensorn vara billigare än en övervakningskamera.

Samtidigt bedömer vi att radarsensorn kräver en mer komplex mjukvarubehandling.

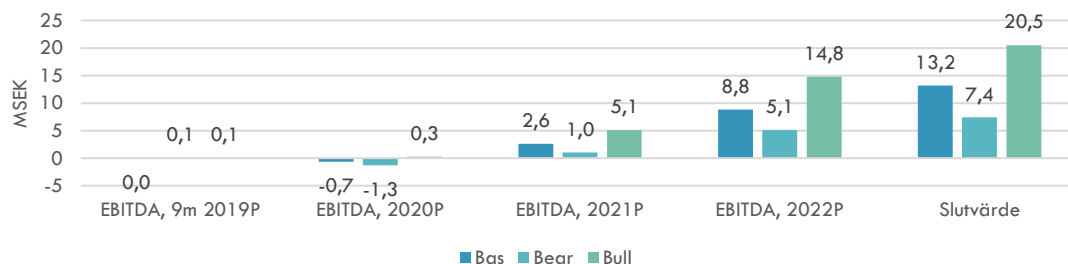
Mot bakgrund av ovanstående är vår samlade bedömning att bruttomarginalen för radarsensorn bör vara lägre än för motsvarande kamerabaserade övervakningstjänst. Dock så är programvaran gratis (kassaflödesmässigt) när den väl är utvecklad.

I följande grafer framgår våra prognoser för koncernens intäkter samt rörelseresultat före avskrivningar för åren 2019–2022.

Prognoser, Intäkter



Prognoser, rörelseresultat före avskrivningar



Källa: Carlsquare

Vi har utgått från bolagets nuvarande konstadsbas på cirka en miljon kronor per kvartal och antagit att denna successivt ökar i takt med att verksamheten expanderar. Utifrån våra intäktsprognoser har vi antagit att bolagets bruttoresultat ökar med 40 procent för varje tillkommande intäktskrona. Genomslaget av en extra intäktskrona på rörelseresultatnivå (det vill säga efter personal och övriga externa kostnader) blir då cirka 24 procent under perioden 2019–2022 och därefter 25

procent. Detta nyckeltal ligger nära Doro Care. Vidare har vi belastat vår kassaflödeskalkyl med investeringar om fem miljoner kronor vart och ett av åren 2019–2021.

Innan de första kundintäkterna landar i företagets böcker utgör olika former av stöd och ersättningar till bolagets forsknings- och utvecklingsverksamhet viktiga bidrag. Här var det uppmuntrande att notera att bolaget gått vidare till en andra omgång i EU:s Horizon 2020-program. Det skulle kunna innebära stöd på maximalt 1,65 miljoner Euro (drygt 17 miljoner kronor) om Raytelligence går vinnande ut även i den andra omgången.

Bolaget tog in cirka fyra miljoner kronor i nyemissionslikvider under 2017 och nästan 12 miljoner kronor 2018. Av den sistnämnda tranchen kom nästan allt under november 2018 inför noteringen av aktien på Nordic MTF som skedde den 20 december 2018).

Vi räknar med att bolaget behöver ta in ytterligare 15 miljoner kronor under slutet av 2019 samt helåret 2020. Förutom produktutveckling av sensorn och systemet kring denna behövs ytterligare kapital om bolaget ska följa upp de spår som finns för geografisk marknadsexpansion i exempelvis Japan och Indonesien.

Värdering Bear, Bas- respektive Bull-scenariot återfinns i tabellen DCF-värdering nedan. Som framgår ger vårt Bas-scenario ett värde på 4,58 kronor. Det varierar sedan från 2,16 kronor per aktie i Bear-scenariot till 6,24 kronor per aktie i Bull-scenario. Vi utgår från en kalkylränta på 14 procent.

Vi har räknat med att bolaget behöver göra nyemissioner om 10 miljoner kronor i Bull-scenariot, 15 miljoner kronor i Bas-scenariot och 20 miljoner kronor om Bear-scenariot skulle bli verklighet.

Det eviga tillväxtantagandet i DCF-värderingen är 2,5 procent per år från och med år 2021 i Bear-scenariot, 3,0 procent i Bas-scenariot och 3,5 procent i Bull-scenariot.

DCF-värdering

	Bear	Bas	Bull
Wacc	14,0%	14,0%	14,0%
CAGR, 2018 - 2020	141%	171%	190%
Tillväxt, evighetsvärde	2,5%	3,0%	3,5%
Rörelsevärde (EV), mkr	4,1	36,0	53,2
Nettokassa inkl. nyemission, mkr	25,2	20,2	15,2
Aktievärde, mkr	29,4	56,2	68,4
Antal aktier efter utspädning, miljoner	13,6	12,3	11,0
Värde per aktie, SEK	2,16	4,58	6,24
Implicit EV/Sales, 2021P	1,6x	2,2x	2,2x
Implicit EV/EBITDA, 2021P	29,3x	21,9x	13,5x

Källa: Carlsquare

Risker

Beroende av nyckelpersoner

Bolaget verkar i en sektor med hög innovationshöjd där ledningens kunskaper inom området mikrovågsteknik och kommunikation spelar en stor roll för bolagets framtida utveckling. Förlust av en eller flera nyckelpersoner skulle allvarligt kunna skada bolagets utvecklingsmöjligheter.

Försäljning via samarbetspartners

Bolagets produkter och tjänster säljs via samarbetspartners. Detta ger en god distributionsräckvidd inte bara i Sverige, utan även internationellt. Samtidigt måste dessa samarbetspartners ha rätt incitament att sälja bolagets radarsensor med tillhörande system.

Produkten ännu inte kommersiellt prövad

Bolaget har sedan bildandet 2015 inte redovisat några större intäkter. Produkten är inte kommersiellt prövad i större skala ännu, inräknat att prissättningen fungerar och ger lönsamhet, utan befinner sig fortfarande i ett antal pilotstudier.

Teknisk produktutveckling

Även om bolaget har tagit fram en första generationens radarsensor som till hösten 2019 väntas följas av en andra generationens produkt, finns det en risk att denna inte håller den teknikhöjd och kvalitet som krävs för att klara konkurrensen med liknande produkter och lösningar. Här ingår tidigare i analysen framförda argument om behovet av högre AI-funktionalitet.

Kapitalbehov

För att utveckla bolagets produkt men även för att kunna inleda en internationell expansion genom att utnyttja de kontakter som knutits med några organisationer och andra potentiella motparter krävs ytterligare kapital. Anskaffandet av detta kapital är beroende av investerarnas intresse samt villkoren på kapitalmarknaden som kan förändras, liksom värderingen av det egna bolagets verksamhet.

Leverantörer och produktion

Det mesta av företagens produktion är idag utlagda på underleverantörer, varav den viktigaste finns i Taiwan. Samarbetet med dessa leverantörer, liksom logistiken kring produktionskedjan utgör riskmoment då dessa funktioner fortfarande är under uppbyggnad. Det gäller även behovet att vid en volymökning knyta ytterligare alternativa underleverantörer till produktionskedjan.

Disclaimer

Carlsquare AB, www.carlsquare.se, nedan benämnt Carlsquare, bedriver verksamhet avseende Corporate Finance samt Equity Research och publicerar därvid bl.a. information om bolag och däribland analyser. Informationen har sammanställts utifrån källor som Carlsquare bedömer som tillförlitliga. Carlsquare kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något som helst finansiellt instrument, option eller liknande. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren.

Innehållet får inte kopieras, reproduceras eller distribueras till annan person utan skriftligt godkännande av Carlsquare. Carlsquare ska inte hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys. Investeringar i finansiella instrument ger möjligheter till värdestegringar och vinster. Alla sådana investeringar är också förenade med risker. Riskerna varierar mellan olika typer av finansiella instrument och kombinationer av dessa. Historisk avkastning ska inte betraktas som en indikation för framtida avkastning.

Analysen riktar sig inte till U.S. Persons (så som detta begrepp definieras i Regulation S i United States Securities Act och tolkas i United States Investment Companies Act 1940) och får inte heller spridas till sådana personer. Analysen riktar sig inte heller till sådana fysiska och juridiska personer där distributionen av analysen till sådana personer skulle innebära eller medföra risk för överträdelse av svensk eller utländsk lag eller författning.

Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal med Aktiespararna och där Aktiespararna i sin tur lagt ut uppdraget att skriva analysen på Carlsquare. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning.

Carlsquare kan eller kan inte ha ett ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Carlsquare värdesätter säkerställandet av objektivitet och oberoende, och har för detta upprättat rutiner för hantering av intressekonflikter.

Analytikern Bertil Nilsson äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.