

IVISYS satser på at præstere sit afgørende salgsgennembrud i 2019

- Med overtagelsen af det svenske ingeniørfirma Image Control Systems AB har IVISYS fået en indarbejdet organisation, som kan tilbyde kunderne løsninger. Udstyr med IVISYS' egen teknologi vil fremover indgå sammen med eksterne leverandørers. Fokus er at opnå et veritabelt gennembrud hos store industriselskaber, som efter en start med testkarakter vil indføre udstyret som standard på deres produktionslinjer. Store referencekunder skal gå foran og benyttes for at sparke salget i gang.
- Ledelsen stiler mod en omsætning i år på mindst 20 mio. SEK med et EBITDA-bidrag på 4 mio. SEK. Ordrebogen, letters of intent, tilbud og forespørgsler fra kunder er baggrund for denne optimistiske guidance. Omsætningen i 2018 proforma (12 måneder for tilkøbte ICS) anslår vi til 11 mio. SEK. Den faktiske omsætning var på 6,8 mio. SEK og EBIT-resultatet -12,4 mio. SEK. Resultatet før skat endte på -12,9 mio. SEK. Særlige projektkostninger og nedskrivninger belaster resultatet hårdt.
- Pointen aktiemæssigt er, at IVISYS som virksomhed er nået frem til det afgørende punkt for succes eller fiasko i afsætningen. Hvis det lykkes nu, åbnes der op for eventyrlige vækstmuligheder. Hvis det mislykkes, vil der være behov for at skaffe en principal til at overtage virksomheden. Investorenes tålmodighed sættes under pres, mens man venter på denne succes.
- Odds for et gennembrud i salget må efter vores vurdering anses for gode. Produktkonceptet er stærkt og har mulighed for bred anvendelse. For kunden indebærer automatisk kvalitetskontrol både en højere standard og lavere udgifter. Tilbagebetalingstiden for udstyret er typisk på kun 6 måneder. Men industrivirksomheder er konservative og skifter først efter dokumentation af faktisk performance. Ledelsen i IVISYS skal nu virkeliggøre det fantastiske potentiale i deres avancerede teknologiske platform.
- Den akkumulerede ressourceindsats opgjort netto som cash burn kan estimeres til 34 mio. SEK. Købsprisen for ICS er i tilgift 7 mio. SEK. Det samlede input af kapitalressourcer bliver dermed på 41 mio. SEK.
- Economic value (aktiekurs 5,5 SEK) kan opgøres til ca. 67,8 mio. SEK (børsværdi - nettofinansposter: 71,8 - 4 mio. SEK).
- Ud fra ledelsens guidance for 2019 må der være udsigt til et positivt frit cash flow og nettooverskud. Egenkapitalen vil blive forrentet med ca. 12 %. P/E vil dog ligge på et højt niveau med ca. 46 (5,5/0,12).
- Risikoprofilen er høj. Forretningsmodellen har endnu ikke dokumenteret sin kommercielle styrke i form af overskudsgivende drift. Finansielt har man opnået fornyet handlefrihed med tilførslen (26-02-2019) af 6,6 mio. SEK i ekstra egenkapital og 6 måneders forlængelse af det konvertible lån.
- IVISYS befinder sig derfor i en særdeles spændende situation. Det er afgørelsens time for at bevise produktkonceptets kommercielle styrke. Dette spørgsmål er man som investor nødt til at overveje grundigt før køb eller salg af aktien. Samtidig skal man ved et eventuelt køb afgrænse placeringens størrelse i forhold til den formodede risikoprofil, der her må anses som høj.

Anbefaling:

Kort sigt: Hold

Langt sigt: Køb afpasset til risiko

Kursudvikling 0-6 mdr.: 4,0-6,5 SEK (før 5,0-8,0)

Kursudvikling 12-18 mdr.: 5,0-10,0 SEK (før 8,0-12,0)

Tidligere anbefaling: Påbegynd mindre køb 03-07-2017 v/kurs 6,0.

Aktuel Kurs: 5,5 SEK

Børs: NASDAQ First North Stockholm

Markedsværdi: 71,8 mio. SEK

Antal aktier: 13.060.533 styk

Næste regnskab: Q1 rapport 13-05-2019

Selskabets forventninger til 2018 og 19

Guidance for 2019 er en omsætning på mindst 20 mio. SEK og 4 mio. SEK i EBITDA-bidrag. Pr. 04-02 blev ordrebogen opgjort til 10 mio. SEK inklusive hensigtserklæringer. Den 26-02 er der tilført 6,6 mio. SEK ved en aktietegning (1,88 mio. aktier til 3,5 SEK) fra Athanase Investment Partner, der også har overtaget det konvertible lån. De er blevet en ny stor aktionær med en direkte aktiepost på 14,4 %.



Høj / Lav 12 måneder: 7,24 / 2,36

Aktieinfo modtager honorar fra selskabet for det udførte analysearbejde. Konklusion og anbefaling er alene udtryk for Aktieinfos vurdering, og selskabet kan ikke påvirke anbefaling og kursmål. I øvrigt henvises til ansvarsfraskrivelsen på sidste side.

Fakta om IVISYS

- Selskabet er ungt med etablering i 2014, og det blev allerede børsnoteret i 2015 via etablering af et svensk moderselskab, IVISYS AB. Navnet refererer til Industrial Vision Systems, dvs. automatisk kvalitetskontrol via kamerainspektion og IT-bearbejdning af disse data. Grundlaget var et omfattende teknisk udviklingsarbejde på DTU, der blev indledt i 2010. Aktiviteten i Danmark er beliggende i Hvidovre. I maj 2018 købte man det svenske selskab Image Control Systems AB (ICS), Stockholm, der er et 8 år gammelt ingeniørfirma med aktivitet inden for løsninger til automatisk kvalitetskontrol baseret på brug af kamerateknologi. Selskabets navn er blevet ændret til IVISYS Sweden AB. De to selskaber har i dag henholdsvis 5 og 9 medarbejdere. Det strategiske rationale i sammenlægningen er at kombinere ICS' evner og kundebase inden for praktiske ingeniøropgaver med IVISYS' banebrydende og cost-effektive teknologi.
- Moderselskabets aktie er noteret på First North i Stockholm under tickerkoden "IVISYS". Selskabet blev børsnoteret den 13-04-2015 til kurs 7,0 SEK, hvilket gav selskabet et bruttoprovenu på 12,2 mio. SEK. Efterfølgende er der gennemført en emission til kurs 6,5 SEK og gav et bruttoprovenu på 6,5 mio. SEK. I 2017 er tilført netto 9,6 mio. SEK. I 2018 er købet af ICS AB blevet gennemført ved udstedelse af 1,2 mio. styk aktier til kurs 5,16 SEK (plus betalt 1 mio. SEK kontant, og samtidig overtaget 2 mio. SEK i form af selskabets cash reserve). I august 2018 optog man et konvertibelt lån på 5,0 mio. SEK med en løbetid på kun 1 år, der nu er blevet forlænget med 6 måneder. I februar 2019 er der tilført 6,6 mio. SEK ved en direkte aktietegning. Samlet er der tilført brutto 41,1 mio. SEK + 5,0 mio. SEK i et konvertibelt lån (hvoraf 0,5 mio. SEK er blevet konverteret i Q4).
- Selve IVISYS (uden det tilkøbte ICS) udvikler og sælger avancerede inspektionssystemer til fejlfinding, kontrol og måling af seriefremstillede produkter. Der er tale om en særdeles avanceret kamerabaseret inspektion med indbygget software baseret på egenudviklede algoritmer. Dette punkt udgør selskabets afgørende styrke, og metoden er blevet patentbeskyttet – et "unique selling point". Kameraerne kan sikre kontrol af selv roterende komponenter på både for-, over-, under- og bagside i en og samme måling. Styrken består desuden i, at kameraerne kan arbejde driftssikkert trods skiftende lysforhold. Det udvider anvendelsen af selskabets kontrolsystemer set i forhold til konkurrerende løsninger. Der kan derfor udføres kontrol i høj kvalitet med præcise målinger. Kvaliteten er højere end konkurrenternes. Derfor giver IVISYS' løsning en højere og mere ensartet kvalitet, der dækker alle enheder, end udførelse af manuel kontrol, hvilket i reglen udføres ved stikprøver.
- Teknologien er udmøntet i en række produkter, der er beregnet til forskellige formål. Selskabet påpeger, at der er tale om en unik metode, som tilbyder markedets mest fleksible, robuste og brugervenlige visionssystemer. Samtidig er det nemt for brugeren at klare opsætningen ved start, hvilket også gælder for skift til det næste emne for en kontrol. Det sparer tid og kan udføres uden hjælp fra en specialist. Kunden kan selv indstille kameraerne, der kan flyttes fra en produktionslinje en anden.
- Branchen er ung og præget af mange små og mellemstore virksomheder uden en egentlig dominerende aktør. IVISYS valgte i starten primært at satse på salg af selskabets kontrolsystemer, kaldet visionssystemer, til producenter af komponenter til bilindustrien i Europa. Det er siden blevet ændret til en bredere dækning men fortsat med vægt på metalkomponenter.
- IVISYS ejer software-patenter til denne specielle kontrolmetode. Der er udtaget to patenter i Danmark, to i USA og et i hhv. Kina og Japan. Patenterne omfatter teknologien for hurtig billedbehandling kaldet "Method and Device for Parallel Processing of Images". Det andet patent kaldes "Method and Device for Finding Nearest Neighbor", hvor billedet "slås op" i databaser for at sammenligne kameradata med modeldata, hvilket kan udføres med en særdeles hurtig frekvens (sammenligning).
- Pr. 28-05-2018 er det svenske selskab ICS, Image Control Systems AB, blevet købt. Prisen var 7,2 mio. SEK, hvoraf 1,0 mio. SEK blev betalt kontant og resten ved udstedelse af 1,2 mio. styk nye aktier i IVISYS (kurs 5,16 SEK). Selskabet har ændret navn til IVISYS Sweden AB. Aktiviteten har haft samme karakter men er blevet udøvet som ingeniørfirma uden en kerne dannet omkring egen teknologi men derimod orienteret mod levering af løsninger ud fra den enkelte kundes behov. IVISYS har brugt en anden angrebsvinkel ved at tage udgangspunkt i sine egne nye metoder og udviklet produkter ud fra dette grundlag. Hensigten med købet, der har karakter af en sammenlægning, er at kombinere de to selskabers styrkepositioner for herigennem at få sat skub i salg og indtjening af IVISYS-teknologien, hvor indtjeningen er høj. Ønsket er at det bliver en win-win løsning for begge virksomheder. ICS har en indarbejdet markedsposition med 8 år bag sig i dette markedssegment.
- IVISYS blev stiftet af Jakob Kesje (født 1968) og Moatasem Chehaiber (født 1964). Forud for deres engagement i IVISYS ejede de selskabet Concurrent Vision ApS, og erfaringerne herfra er videreført i IVISYS. Efter købet af den svenske ingeniørvirksomhed ICS AB er der gennemført en ændring af ledelsesforholdene. Mikael Sjöholm (CEO og ejer af ICS) har overtaget ledelsen af begge selskaber. Jakob Kesje er ny formand for bestyrelsen og arbejder videre i selskabet. Moatasem Chehaiber har besluttet at fratræde som CTO (chef for teknisk udvikling) men fortsætter i bestyrelsen og som storaktionær.

- Ejerforhold (efter kapitaludvidelsen 26-02-2019): Kesje Holdings ApS 21,6 %, Chehaiber Holding ApS 16,3 %, Athanase Industrial Partner 14,4 % og MLTS Tech AB 7,9 %. De resterende 39,8 % ejes af andre investorer og udgør det egentlige frie flow af aktier. Antallet af aktionærer er ikke oplyst. Det konvertible lån såvel som renter kan ombyttes til aktier senest 29-02-2020, og derved vil aktiekapitalen blive udvidet.

Teknologi og anvendelsesmuligheder

Evnen til automatisk at fotografere en genstand i bevægelse med høj opløsning og kontrollere overholdelse af tekniske normer er det centrale punkt i de produktløsninger, som IVISYS leverer. I den sammenhæng benyttes algoritmer for at kunne sammenholde det pågældende emne i testen med den på forhånd angivne specifikation, og derfor skal disse input-data optaget med kamera både foreligge med en tilfredsstillende billedkvalitet og lynhurtigt kunne bedømmes effektivt. Denne funktion er opnået i kraft af selskabets IT-metoder, og kernen udgøres således af software. Her fremstår IVISYS' løsninger med et højt niveau i evnen til at overholde de fastlagte krav. Udstyret er samtidig opbygget velgennemtænkt, robust og fleksibelt med let anvendelighed i praksis.

De tekniske muligheder for at benytte automatiske systemløsninger er vokset markant som følge af stærkt forbedret udstyr til fotooptagelse og computerkapacitet, der kan håndtere enorme mængder af data så hurtigt, at frasortering af fejlbehæftede emner kan finde sted med en frekvens ned til 1 sekund pr. inspiceret styk. Setup'et hos IVISYS er en integreret løsning, og man søger hele tiden at benytte metoden på nye måder for at kunne udvide antallet af mulige genstande for sådanne test for dermed at øge afsætningen.

Kundekredsen har i første omgang bestået af industrivirksomheder med serieproduktion og omfattende kontrol af deres output. Metalforarbejdning af komponenter til biler, maskiner og lignende med stramme krav til kvalitet udgør en vigtig kundegruppe. Ledelsen søger helt bevidst at oparbejde en referenceliste med kendte firmaer, da det kan benyttes som spydspids i den videre salgsindsats.

En række andre produktområder er ligeledes blevet håndteret, fx kontrol af overflader. Tilbuddet om forbedret og billigere kvalitetskontrol fra IVISYS passer godt ind i de moderne produktionsnormer med certificering og brug af færre udvalgte underleverandører, der så stilles over for stramme krav om kvalitet og præcision i levering af vareflow'et. Højere krav til mærkning af varer øger ligeledes behovet for kontrol af de færdige produkter (at hvert eneste styk af færdigvaren rent faktisk er blevet mærket).

Mere simple opgaver er også en del af aktiviteten. Der tilbydes eksempelvis udstyr til check af kvaliteten for tomme paller, og nu har man også fået ordre på kontrol af lastede paller, før de placeres i høj-lagre. Der er tale om en regulær sikkerhedsforanstaltning for at undgå nedstyrtning. Jo mere udbredt metoden bliver ved varemodtagelse, des større styksalg for IVISYS. Høje normer for kvalitet og sikkerhed er en fordel. Udviklingen i industriproduktion og de stadig skærpede myndighedskrav udvider derfor markedet for inspektionsløsninger.

I reglen er udfordringen dog at klare helt nye og endnu mere komplekse, kundespecifikke opgaver. Her oparbejder man hele tiden kompetence til at kunne påtage sig nye og endnu mere vanskelige opgaver. En ny stor kunde er Trelleborg, som driver mange fabrikker. Nobel Biocare har netop i januar i år indgået en ny og omfattende aftale om levering af udstyr til kontrol af deres produktion af præcisionskomponenter på en ny fabrik.

IVISYS løsninger indføres ofte for at fjerne manuel kontrol. Det giver store og sikre omkostningsbesparelser med en hurtig tilbagebetalingstid for de fleste IVISYS-anlæg. Normen for payback tid af en investering angives til at være cirka et halvt år. Opgaven salgsmæssigt består derfor i at bryde isen og overbevise kunden om muligheden for både at forbedre output-kontrollen og reducere de samlede udgifter til denne nødvendige funktion. Blåstempling hos en række store industrivirksomheder er vigtig, men det udgør indledningsvis en virkelig hård udfordring. IVISYS er først nu ved at få hul på denne problematik, så der kan åbnes adgang til levering uden behov for en omfattende dokumentation og vurdering, før en ordre er i hus. Det bremser tempoet i leveringerne. Opfølgningssalg er det bedste af alt. For at fremme salget er produktsortimentet gjort mere helstøbt via en stor indsats ved at udforme færdige standardløsninger. En anden indgangsvinkel til et stort salg er at få gang i et stort salgsvolumen ved at optræde som fast underleverandør til maskinfabrikker, hvor udstyr fra IVISYS tilbydes som en del af en samlet produktpakke.

Fordelene ved kombinationen af det tilkøbte selskab ICS og IVISYS skal udnyttes hurtigt

De to selskaber har haft hver sit udgangspunkt. Som anført er IVISYS etableret på grundlag af ny teknologi, som anvendes til automatisk kvalitetskontrol. Denne indgangsvinkel indebærer i sig selv en barriere i åbningen af salget, da kunderne skal opdage de nye muligheder og indse fordelene ved at bruge udstyr baseret på den nye metode. IVISYS har kæmpet hårdt for at opnå et gennembrud i sin afsætning.

Her har det tilkøbte svenske selskab ICS AB (Image Control Systems) en helt anden forretningsmodel. Som ingeniørfirma løser man opgaver for kunderne inden for feltet med visionsbaseret kontrol men uden at være bundet af sin egen teknologiplatform. ICS har i stedet frembragt løsninger og indkøbt udstyr fra forskellige leverandører. Selskabet er derfor kundeorienteret med fokus på at udvikle individuelle løsninger til ordregiveren, der typisk er en industrivirksomhed. Selskabet er 8 år gammelt, men topchefen Mikael Sjöholm har arbejdet 20 år i dette segment og var tidligt med i brugen af automatiseret kontroludstyr. Kunderne efterspørger løsninger, mens IVISYS

gerne vil sælge sit eget udstyr, så opgaven består i at kombinere de to forhold på en konstruktiv måde efter at selskaberne er gået sammen. Hovedopgaven i det sammenlagte selskabs udvikling er at få sat skub i salget, og her passer ICS godt ind. Fremover vil det svenske selskab ICS forestå salget og selve udførelsen af opgaverne, mens den oprindelige virksomhed i Hvidovre skal varetage den videre udvikling af udstyr og teknik.

Organisationen omfatter 14 medarbejdere, hvoraf 9 er placeret i Stockholm og 5 i Danmark. Salgsforløbet varierer meget i tidsmæssig udstrækning. Man har opnået gennembrud hos flere store kunder, der har behov for leverance af en række kontrolanlæg i løbet af kort tid. Ledelsen forventer derfor et decideret niveauskift opad i 2019 (og videre frem) med et løft i omsætningen til over 20 mio. SEK. Da ICS blev overtaget pr. 28-05 sidste år, vil dette nye datterselskab kun blive indregnet i årsregnskabet med 7 måneder. Her viser 2018 en bogført omsætning på 6,7 mio. SEK. Væksten i 2019 skal vurderes ud fra 2018 opgjort proforma (12 måneder basis for ICS), og her skønner vi en omsætning på ca. 11 mio. SEK. Ledelsen forventer altså et decideret niveauskift med et løft i omsætningen på over 80 %.

Svensk industri og erhvervsliv er generelt meget dynamisk, og ICS kan forhåbentlig styrke den allerede igangværende indsats over for store kunder som AtlasCopco, Nobel Biocare og IKEA, så denne reference kan bruges som afsæt for et virkeligt stort ryk i salget i de kommende år. IVISYS i sin oprindelige danske forretning har satset de begrænsede ressourcer på salgssiden ved at koncentrere indsatsen om de nærmest beliggende lande, dvs. Sverige, Tyskland, Benelux og Polen.

Potentiale og risikoforhold

Det danske IVISYS selskab har befundet sig i en startfase og derfor satset omkostninger fremadrettet i et langt større omfang end salgsindtægterne gav grundlag for. For 2015-18 udgør det samlede cash burn ca. 34 mio. SEK.

De indledende øvelser i forhold til mulige storkunder har vist sig at forløbe langsomt og besværligt. Kunderne ønsker normalt at afprøve udstyret i en begrænset skala (pilotprojekt), før der sættes gang i en generel brug af teknologien. Virksomhederne har typisk en række produktionslinjer, som skal kunne levere output i høj kvalitet og på det ønskede tidspunkt. Derfor er det vanskeligt at slå hul på indførelsen af disse nye metoder, og indtrængningskurven kan først tage form efter en høj startbarriere er overvundet.

For IVISYS som leverandør må det formodes at indebære beskeden indtjening på de første opgaver med karakter af test. Hvis det åbner adgang til salg af mange anlæg (hvoraf en stor del vil være fuldstændig ens), kan indtjeningen efterfølgende blive løftet op på et højt niveau. Dækningsbidraget indikeres til at ligge rundt 70 % på individuelle opgaver, så gennemslaget ved robust vækst kan blive stort. Overhead-udgifterne vil ikke vokse markant, selv om der er behov for en større organisation til at håndtere det ønskede niveauskift i salget, og udgifterne hertil hele tiden ligger foran indtægterne. Principielt må hver ny ordre opfattes som et projekt med behov for specifik udformning og opsætning, idet der ikke er tale om "aflevering ved fabriksporten" af seriefremstillede maskiner. Med standardløsninger søger man at opnå en ramme, som muliggør ensartet ordreduførelse suppleret med individuelle tilpasninger.

Ledelsen regner for 2019 med at kunne opnå et decideret løft i aktivitetsniveauet, men man tør ikke på forhånd satse aggressivt ved at udvide kapacitetsindsatsen. I den seneste opdatering primo februar i år angiver ledelsen, at ordreindgangen ser ud til at kunne opfylde ambitionen om et løft i omsætningen til over 20 mio. SEK. Heri indgår dog også hensigtserklæringer om ordrer. Først skal de endegyldige ordrer i hus, hvorefter personalestaben kan øges. Den begrænsede økonomiske handlefrihed kræver en balanceret takt i optrapningen af aktiviteten. Derfor er ledelsen på forhånd opmærksom på muligheden for problemer med flaskehalse, når afsætningen for alvor kommer i gang. Med købet af ICS og samling af salgsindsatsen her er der opnået en ny og mere markedsorienteret forretning med fokus på de enkelte kunders behov for konkrete løsninger (styret ud fra deres efterspørgsel) frem for IVISYS' udgangspunkt i sin teknologi, og de løsninger som løbende udvikles (styret ud fra udbud). Kunsten bliver at forene de to selskabers kompetencer og styrkepositioner.

Afsætningsmulighederne er teoretisk set enorme, og nye former for anvendelse vil fremkomme. Begrænsningen og dermed risikoen for selskabet ligger i evnen til at opnå et afgørende gennembrud og hurtigt at udnytte markedspotentialet. Her har tidsfaktoren betydning, idet IVISYS skal udnytte sit forspring, før tilsvarende løsninger eller helt andre metoder med samme funktion æder sig ind på markedet. Risikoen ligger i første omgang i kravet til selskabet om at kunne løfte opgaven (fagligt og økonomisk) med at slå hul på dette marked og opnå et "take off", der kan virkeliggøre de indtil videre teoretiske ideer om brug af IVISYS' metoder i kvalitetskontrol. I anden omgang gælder det evnen til at udnytte potentialet bedst muligt. I tredje omgang er opgaven at kunne videreføre sit teknologiske (og til den tid også markedsmæssige) forspring, inden andre aktører og tiden (øget kendskab til metoderne og udløb af patenter) indhenter det.

Aktievurdering

Warren Buffet, der er anerkendt som en af de mest velkørende investorer igennem de seneste 70 år, omtales ofte for at fokusere på fire forhold ved bedømmelse af en forretningsmulighed: 1) Kan jeg forstå produktet? 2) Er produktet rentabelt? 3) Kan jeg stole på ledelsen? 4) Er prisen (aktiekursen) attraktiv? For IVISYS' vedkommende ser disse punkter således ud efter vores bedømmelse:

Forståelsen af produktløsningen er klar nok angående funktionalitet og de store fordele, der kan opnås ved automatisering af et ofte manuelt arbejde sammen med en højere og ensartet kvalitet plus lavere omkostninger. Derimod er selve kernen i produktet (software og algoritmer til lynhurtig håndtering af billederne) umulig at begribe. Det er selskabets unikke selling point.

Rentabiliteten er særdeles høj for kunden, hvilket fremgår af en ekstrem kort tilbagebetalingstid på 6-12 måneder. Et stort "consumer surplus" (gevinst for brugeren) giver IVISYS plads til en høj bruttoavance i sin salgspris. Udfordringen består i at få omsætningen i gang. Den akkumulerede kapitalindsats i opbygningsforløbet (kan samlet anslås til ca. 34 mio. SEK til og med 2018) skal dog tjenes hjem igen, før selskabet samlet set er blevet til en rentabel affære. IVISYS må vurderes til at rumme særdeles lovende indtjeningsmuligheder fremadrettet. Den forventede rentabilitet er høj og derfor interessant for investorerne i aktien.

Tillid til ledelsen er afgørende for evnen til at realisere det store teoretiske potentiale, uden at det går galt undervejs i et forløb med store forandringer af ukendt art. Samtidig er tillid nødvendig, for at man som investor vil betroe sine penge i hænderne på ledelsen, som har vide muligheder for at tilegne sig selv fordele på bekostning af de øvrige, passive aktionærer. Ledelsen i IVISYS, der samtidig også er de største aktionærer, har endnu ikke været i stand til at fremvise dokumenterbar succes i form af positiv indtjening, idet selskabet er ungt, og salget først nu er ved at tage fart. Efter tilkøbet af ICS er ledelsen blevet ændret og omfatter nu en indarbejdet virksomhed med 8 år bag sig, og chefen/ejeren Mikael Sjöholm herfra er blevet daglig leder af det hele. I kølvandet på ændringen og selskabets skift fra udvikling til salg (modning) har den ene af de to stiftere, Moatasem Chehaiber, der som CTO har forestået udviklingen af selskabets afgørende algoritmer og tekniske setup, besluttet at træde ud af ledelsen. Han vil dog fortsætte som medlem af bestyrelsen. Vi mener, at ledelsen vil være i stand til at integrere de to selskaber og udnytte det store potentiale, som teknologien indeholder.

Aktiens kursniveau er vanskelig at bedømme, idet indtjeningen endnu ikke er positiv, og værdien i virkeligheden skal vurderes som summen af teknologien i form af patenter og IVISYS-produktplatformene plus en mere normal værdifastsættelse af det tilkøbte ICS-selskab. Sidstnævnte blev ved overtagelsen i maj måned vurderet til 7,2 mio. SEK, og det må anses for bedste skøn for den del. Børsværdien ved kurs 5,5 SEK udgør 71,8 mio. SEK, hvorfra skal reguleres for den likvide nettoformue på formentlig +4 mio. SEK (efter kapitaltilførslen i februar og fraregnet det convertible lån). Economic Value er dermed på ca. 67,8 mio. SEK. Implicit indebærer børskursen dermed en værdi af det oprindelige danske IVISYS på ca. 60 mio. SEK (67,8-7,2 mio. SEK). Det samlede cash burn i det oprindelige IVISYS (excl. ICS) i årene 2015-18 anslår vi til ca. 34 mio. SEK. Samtidig skal det tages i betragtning, at IVISYS + ICS samlet set bør være væsentligt mere værd end de to isolerede dele (synergi). Set i forhold til egenkapitalen (vores estimat efter aktietegningen i februar: 12,2 mio. SEK) er aktien dog højt prissat (indre værdi nu: 0,93 SEK), idet børsværdien som anført udgør 71,8 mio. SEK

Man skal imidlertid vurdere selskabet ud fra den forventede fremtidige indtjening. Denne pengestrøms nutidsværdi kan blive langt højere, hvis det lykkes at opnå et veritabelt salgsgennembrud med en stejl indtrængningskurve straks herefter. Ud fra ledelsens guidance (opdatering af 06-02 plus Q4 rapporten) angående forventningerne til 2019 om en omsætning på mindst 20 mio. SEK og 4,0 mio. SEK i EBITDA bidrag vil aktien i stedet fremstå med en lav værdisætning. Nøgletallet EBITDA/Omsætning vil ligge helt oppe på 20 %, hvilket indikerer mulighed for stærkt stigende indtjening fremover i takt med, at den forventede høje vækst kan tage fart. Selskabets risikoprofil må dog betegnes som høj. Gennembruddet salgsmæssigt er endnu ikke et faktum. Tilbagebetalingstiden beregnet på EBITDA-niveau vil ud fra den senest fremlagte guidance for 2019 være: ca. $68/4=17$ år.

Som placering beror aktiens afkastmulighed og risiko på evnen til succesfuldt at udrulle salget af den nye og effektive teknologi. Man skal bedømme teknologiens potentiale og ledelsens evne til at kunne udnytte det i praksis. P/E tallet for 2019 kan estimeres til 46 (5,5/0,12). Med et højt dækningsbidrag på ca. 70 % og en kerneydelse bestående af ingeniørarbejde og montage af indkøbte komponenter plus implementering af egen software ude hos kunden er forretningsmodellen skalerbar. Yderligere vil der nærmest af sig selv opstå afledt salg i form af aftersales service. Ved succes vil der hurtigt fremkomme et stort frit cash flow, og det betyder, at IVISYS vil kunne præstere høj vækst i de kommende år, hvis efterspørgslen som ønsket kan indlede et boom. Kernepunktet er: hvad er teknologien værd?

Styrker – Svagheder – Muligheder –Trusler

Styrker

Unikke produkter med høj effektivitet, som vil give kunderne store gevinster. Der er udtaget patenter på den afgørende software i Danmark, USA, Kina og Japan. Sammenlægningen med ICS giver adgang til en eksisterende ingeniørvirksomhed i dette segment med fokus på løsninger/projekter. Teknologien er i absolut top og kan udbredes til en række andre formål end de nuværende.

Svagheder

De markedsmæssige muligheder overstiger selskabets kampkraft. Der er endnu ikke opnået et så klart gennembrud i brugen af teknologien hos store anerkendte industrivirksomheder, at salget begynder "at gå af sig selv" uden en besværlig introduktionsproces for at opnå accept hos den næste kunde. De begrænsede økonomiske ressourcer indebærer en relativ langsom indtrængning på markedet.

Muligheder

Udbredelsen af udstyret kan blive stor. Det gælder især ved godkendelse og generel anvendelse hos store industrivirksomheder. Tilsvarende potentiale findes, hvis IVISYS-testudstyr indføres som et ekstra modul i maskinleverandørers tilbud. Ved at forbedre kvalitetsniveauet fremmer man indirekte salget af sit eget udstyr. Licenser til partnere i fjerne lande kan tilføje ekstra indtjening ved at åbne disse markeder (Japan, Korea, Kina osv.). Selskabet har take over potentiale, idet forretningsmulighederne langt overstiger evner/ressourcer.

Trusler

På kort sigt er den vigtigste trussel, hvis teknologien ikke er stærk nok. I løbet af 2019 skal det lykkes at frembringe et afgørende gennembrud i afsætningen. Besværlige salgsforløb indebærer ekstra udgifter, og volumen vil ikke kunne vokse tilstrækkeligt hurtigt. Selskabets økonomi kan blive spoleret herved, da yderligere kapitaltilførsel så bliver nødvendig. Det konvertible lån på 5 mio. SEK skal ombyttes til aktier i løbet af det kommende år for at undgå tilbagebetaling, og det afhænger af aktiekursen. Hvis det ikke lykkes, skal der skaffes likviditet til tilbagebetaling. Konvertering til aktier vil kræve overbevisende fremdrift i virksomhedens salg og indtjening, da det kan føre til stigning i aktiekursen. På langt sigt findes den alvorligste trussel i muligheden for konkurrence fra lignende eller en helt ny, anderledes teknologi. Kapitalstærke konkurrenter udgør en særlig trussel.

Regnskabstal

1.000 SEK	2015	2016	2017	2018	2019E
Omsætning	1150	400	2349	6726	20.000
Vareforbrug mv.	4287	5089	3880	9385	7.000
Løn	4011	5993	6204	8514	9.000
Afskrivninger	0	9	19	1227	1.800
Primær drift EBIT	-7148	-10691	-7754	-12400	2.200
Finansposter	-92	-24	43	-526	-200
Res. Før skat EBT	-7240	-10715	-7771	-12926	2.000
Skat	1529	2128	1542	2143	-400
Nettoresultat	-5711	-8587	-6169	-10783	1.600
Frit cash flow - Cash burn	-6969	-8826	-5891	-12220	2.800
Tilført egenkapital netto	11314	6942	9574	6692	6600
Konvertibel lån tilført	0	0	0	4500	0
Medarbejderantal	4,3	6,5	9,5	11,0	16,0
Aktiver	8326	7617	10714	18845	28000
Immaterielle poster	0	85	66	9116	7700
Nettofinansiel stilling	6488	4654	8396	2473*	11700*
Egenkapital	7829	6213	9639	5560	13700
Aktier ultimo 1.000 styk	6740	7837	9961	11177	13060
EBITA ordinær %	NA	NA	NA	NA	18,0
EBT %	NA	NA	NA	NA	10,0
Egenkapitalforrentning %	NA	NA	NA	NA	12,4
Indtjening pr. aktie	-0,85	-1,10	-0,62	-1,02	0,12
Udbytte	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Indre værdi	1,16	0,79	0,97	0,50	1,05
Pr. ansat 1.000 SEK					
Omsætning	267	62	247	611	1250
Løn	933	922	653	774	563
EBITA ordinært	-1662	-1645	-816	NA	225

NB: Image Control Systems er købt pr. 28-05-2018 og indregnes i estimatet med årets sidste 7 måneder. 2019E har fuld vægt. Estimat for 2019 tager udgangspunkt i ledelsens guidance om en omsætning på mindst 20 mio. SEK og et EBITDA bidrag på 4,0 mio. SEK. Der er i 2018 optaget et 1-årigt konvertibelt lån, hvoraf 0,5 mio. SEK er konverteret til aktier i Q4. Lånet har netop fået forlænget sin løbetid til 29-02-2020, idet lånet er overtaget af Athanase Industrial Partner, der samtidig her i februar 2019 har tilført Ivisys 6,6 mio. SEK i ekstra egenkapital ved en rettet emission (kurs 3,5 SEK). Herved er der blevet udstedt 1,88 mio. aktier. *Nettofinansiel stilling 2018 (og 2019 estimatet) er angivet for aktiver, da gældsposterne først vil fremgå af det fulde 2018-årsregnskab.

Seneste analyse:

Dato	Kurs	Anbefaling: Kort sigt	Langt sigt
03-07-2017	6,0	Påbegynd mindre køb	Påbegynd mindre køb

**Forbehold og ansvarsfraskrivelse**

Denne analyse er udarbejdet af Aktieinfo på baggrund af offentligt tilgængeligt materiale omkring selskabet. Aktieinfo modtager et honorar for det udførte analysearbejde. Konklusion og anbefaling er alene udtryk for Aktieinfos vurdering. Aktieinfo, John Stihøj og Lau Svenssen ejer ikke aktier i selskabet på analysetidspunktet, men påtænker at gøre dette i nær fremtid. Aktieinfo kan ikke drages til ansvar for rigtigheden af oplysningerne i analysen, ej heller for opstået tab eller manglende fortjeneste som følge af at råd og forslag følges, og efterfølgende viser sig at være tabsgivende eller resultere i ikke opnået fortjeneste. Det anbefales altid at rådføre sig med et pengeinstitut eller en mægler før der disponeres. Investering i aktier er altid behæftet med risiko for tab.