

Denne analyse er udarbejdet af Aktieinfo efter aftale med Ivisys AB. Aktieinfo modtager et honorar for analysearbejdet, der er udført på baggrund af offentligt tilgængeligt informationsmateriale på selskabets hjemmeside. Ivisys AB kan ikke påvirke Aktieinfos konklusioner.

## Styrker – Svagheder – Muligheder –Trusler

### Styrker

Unikke produkter omfattet af patent på den vigtige software i Danmark, USA, Kina og Japan. Ledelsen besidder stærk kompetence inden for programmering, idet CTO Moatasem Chehaiber har opfundet algoritmerne, som er hjørnestenen i selskabets visionssystemer. CEO Jakob Kesje har stor erfaring fra produktionsindustrien, som er kernegruppen på kundesiden.

### Svagheder

Selskabet er en lille aktør i et ungt og fragmenteret marked. Det er vanskeligt for en lille organisation med kun 10 ansatte at skulle konkurrere med nogle af verdens største aktører. Da det drejer sig om kvalitetskontrol, er kunderne forsigtige med skift og ønsker at fastholde de hidtidige leverandører (høj indtrængningsbarriere), hvilket gør det svært for en newcommer at opnå gennembrud. Kapitalgrundlaget er svagt (kassebeholdning på 2 mio. SEK + et skatteaktiv og en bogført egenkapital 31-03-2017 på 5 mio. SEK). Børsomsætningen af aktien er begrænset.

### Muligheder

Med de unikke produkter kan Upside blive enorm, såfremt der opnås et gennembrud i salget. Ivisys satser i høj grad på ordrer fra producenter af komponenter til bilindustrien, hvor kvalitetskravene er høje. Hvis det økonomiske opsving fortsætter, kan bilsalget vokse. Markedet for visionssystemer er hurtigt voksende og skalerbarheden er stor, hvis salgsindsatsen bare lykkes. Ivisys er en lille aktør, der ved succes kan blive mødt af et take over bud.

### Trusler

Hvis nye og bedre teknologier udvikles af konkurrenter, kan Ivisys blive klemt ud, da der er begrænset finansielt råderum til at intensivere udviklingsaktiviteterne og følge med i en sådan ny kamp. Et gennembrud skal opnås ud fra den nuværende teknologi med tilgang af ordrer fra store kunder, så der kan komme skub i indtægterne i nær fremtid, idet der ellers kan blive behov for en ny aktieemission næste år. Robotindustrien må til dels vurderes som en trussel - med mindre der kan indgås samarbejde med robotfabrikanter om levering af selskabets løsninger som et led i deres samlede tilbud.

Aktuel Kurs: 6,0 SEK  
 Børs: NASDAQ First North Stockholm  
 Markedsværdi: 47,0 mio. SEK  
 Antal aktier: 7.836.535 styk  
 Næste regnskab: Q2 regnskab 28-08-2017

### Anbefaling:

Kort sigt: Påbegynd mindre køb  
 Langt sigt: Påbegynd mindre køb  
 Kursudvikling 0-6 mdr.: 5,0-8,0 SEK  
 Kursudvikling 12-18 mdr.: 8,0-12,0 SEK  
 Tidligere anbefaling: Ingen da der er tale om første analyse.

### Selskabets forventninger til indeværende regnskabsår

Der foreligger ikke udmeldte mål for 2017. Jf. Børsprospektet fra april 2015 har Ivisys et mål om omsætningsvækst og efter 5 år at opnå en EBITDA-margin på ca. 30 %. I børsmeddelelse af 27-06-2017 oplyser selskabet, at økonomien er sikret frem til 2018.

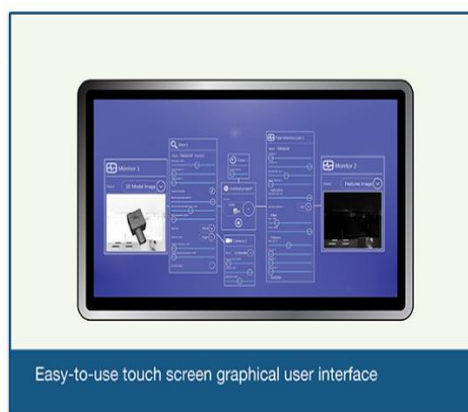


Høj / Lav 12 måneder: 9,5 / 3,72

## Fakta om Ivisys

- Selskabet er ungt med etablering i 2014, og det blev børsnoteret allerede i 2015. Aktiviteten er hjemmehørende i Hvidovre, og Ivisys beskæftigede ved udgangen af 2016 i gennemsnit 7 personer. I Q1 er tallet nået op på 10 medarbejdere. Det danske datterselskab Ivisys ApS er ejet af moderselskabet Ivisys AB, der er et svensk selskab oprettet til brug for børsnoteringen i Sverige. Navnet refererer til Industrial Vision Systems, dvs. automatisk kvalitetskontrol via kamerainspektion og bearbejdning af disse data.
- 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 endnu en emission, hvilket skete til kurs 6,5 SEK og gav et bruttoprovenu på 6,5 mio. SEK.
- Ivisys udvikler og sælger avancerede inspektionssystemer til fejlfinding, kontrol og måling af produkter. Der er tale om kamerabaseret inspektion med en indbygget software baseret på egenudviklede algoritmer. 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 disse kameraer kan arbejde trods skiftende lysforhold. Det udvider anvendelsen af selskabets kontrolsystemer set i forhold til konkurrerende løsninger. Der kan derfor udføres kontroller i høj kvalitet med præcise målinger, der kvalitetsmæssigt ligger over konkurrenternes, ligesom de sikrer bedre kvalitet end ved en manuel menneskelig kontrol, der ofte benyttes før automatisering.
- Produkt paletten omfatter IVISYS Advanced Conveyor Inspection Station, IVISYS Fastener Inspection Station, IVISYS Robo Inspect og IVISYS Pro User Interface. Jvf. selskabet selv er der tale om markedets mest fleksible, robuste og brugervenlige visionssystemer, der er nemme for brugerne at anvende og omkode. Dermed spares der tid både i kontrolfunktionen og ved reduceret brug af specialister. Kunden kan selv indstille kameraerne, der desuden kan flyttes fra et produktionsbånd til et andet. Ivisys har i samarbejde med en fynsk robotvirksomhed udviklet en robotarm, som kan bruges til kvalitetshåndtering.

IVISYS Advanced Conveyor Inspection Station



Easy-to-use touch screen graphical user interface

- Branchen er præget af mange små og mellemstore virksomheder uden en egentlig markedsdominerende aktør. Ivisys har valgt i starten primært at satse på salg af selskabets kontrolsystemer, kaldet visionssystemer, til producenter af komponenter til bilindustrien i Europa.
- Ivisys ejer software-patenter til denne specielle kontrolfunktion, idet der er udtaget to patenter i Danmark, to i USA og et i hhv. Kina og Japan. Patenterne omfatter teknologien bag 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 med en særdeles hurtig frekvens (sammenligning).
- Ledelsen: Ivisys er stiftet af Jakob Kesje (født 1968) og Moatasem Chehaiber (født 1964). De er hhv. CEO og CTO i Ivisys. Forud for deres engagement i Ivisys ejede de selskabet Concurrent Vision ApS. Det er erfaringerne derfra, der er videreført i Ivisys. Lau Norman Jørgensen (født 1966) er formand for bestyrelsen.
- Ejerforhold: Pr. 31-03-2017 ejede de to stiftede 64 % af alle udestående aktier. Antal aktionærer er ikke oplyst.
- Siden børsnoteringen i april 2015 har aktien været oppe i kurs 13,7 SEK. Aktuelt ligger kursen i niveauet 6,0 SEK.

## Selskabets virkefelt og markedsforhold

Ivisys besidder en teknologi, der gør kunder i fremstillingsindustrien i stand til hurtigt, nemt og med stor præcision at foretage kontrol af produkter og komponenter. Kontrol for at undgå fejl i komponenter er særdeles vigtig i industriel seriefremstilling. Med eksempelvis "IVISYS Fastener Inspection Station" er kunden i stand til at kontrollere skruer og sikre, at der ikke er defekte dele i en samleproces. Systemet virker helt ned på mikroniveau og kan således afsløre revner og ridser. Trods flere år med fokus på digitalisering er kvalitetskontrol endnu ikke fuldt automatiseret. Virksomheder med korte produktionslinjer anvender fortsat ofte menneskelig kontrol, hvilket er dyrt og tidskrævende og tit behæftet med en høj fejlmargen. Visionssystemerne fra Ivisys kan anvendes såvel til korte som lange produktionslinjer, men den umiddelbare force synes at ligge på korte produktionslinjer. Det smarte ved kontrolsystemerne fra Ivisys er nemlig, at de er flytbare, nemme at sætte op uden brug af teknisk assistance, lette at anvende og at prisen er forholdsvis lav. Ivisys nævner ikke specifikt deres salgspriser, men det indikeres, at kundens tilbagebetalingstid typisk ligger helt nede på 6 måneder.

De visionssystemer, der i dag findes på markedet, egner sig ikke til de korte produktionsserier med mange skift til nye opgaver. Normalt kræves der konstante lysforhold, og at de kontrollerede effekter sidder fast i en bestemt position under inspektionen. Disse systemer er forholdsvis dyre og kræver stor viden hos det tekniske personale, ligesom ændringer af opsætningen udføres af specialister. De traditionelle systemer er derfor primært egnet til lange produktionslinjer.

Kundernes fordele ved at anvende systemer fra Ivisys er mangfoldige, og en af dem er, at de kan flyttes fra en kontrolfunktionsopgave til en anden – nemt og enkelt. Programmering til nye kvalitetsopgaver kræver blot nogle indtastninger på en skærm. Ivisys tilbyder stand-alone billedbehandlingssystemer (visionssystemer), "plug and play" løsninger med nem installation ned til få timer og individuelle løsninger. Man tilbyder en standardløsning, som kan tilpasses individuelt.

Overordnet betraget er der tale om et særdeles stort marked for kvalitetskontrol via visionssystemer. Branchemediet Associationen for Advancing Automation vurderer, at markedet i Q1 2017 voksede med 10 % til 597 mio. USD, og at væksten vil fortsætte. Væksttempoet er lidt forskelligt afhængigt af, hvilken rapport der ligger til grund. Det totale marked inklusiv både hard- og software nævnes i materialet fra Ivisys at vokse fra 6,6 mia. USD i 2015 til 48,6 mia. USD i 2022 svarende til en årlig vækstrate på 33 %. Ivisys henvender sig dog til en begrænset niche af det totale marked (udelukkende software-delen).

Det amerikanske Magasin – Manufacturing Tech Institute – har i en artikel for nylig udvalgt Ivisys til at være blandt de ti bedste leverandører i visionsindustrien! Det er en flot udmærkelse for en ny aktør, der endnu ikke har opnået sit salgsmæssige gennembrud hos store referencekunder, idet man er oppe mod større aktører som Cognex, Datalogic, Microscan, National Instruments m.fl.

Ivisys skønner, at der i branchen findes cirka 75 vigtige aktører. Ivisys adskiller sig fra flere af konkurrenterne ved at kunne tilbyde helhedsløsninger, mens de fleste andre sælger komponenter til kvalitetskontrollerne. Problematikken omkring lysfølsomhed i forbindelse med kvalitetskontrollen, har Ivisys tilsyneladende løst. Selskabets kernekompetence er software til hurtig bearbejdelse af de informationer, som kamerainspektionens billeder frembringer. Styrken heri muliggør en høj sikkerhed for kvaliteten i analysen.

Markedet er til stede. Nu og her er udfordringen for Ivisys at opnå ordrer og gode referencer herigennem, så salget kan tage fart.

## Svær start på "børslivet" men der er tegn på bedring

Trods de ovenfor nævnte store markedsmuligheder har selskabets start efter børsmissionen været en skuffelse både hvad angår kursudviklingen, salget og indtjeningen. Målsætningerne oplyst i Børsprospektet fra 2015 er ikke blevet opfyldt, idet omsætningen sidste år kun nåede op på 0,4 mio. SEK med et underskud før skat på 10,7 mio. SEK til følge. Første kvartal endte tilsvarende med et underskud før skat på 1,3 mio. SEK, men det positive er, at omsætningen er steget til 1,0 mio. SEK. Der er flere tegn på, at man er ved at få gang i salget, idet der er opnået nogle ordrer, der siden kan blive udvidet betydeligt i omfang. Første kvartal bød på flere opløftende meddelelser. Man modtog en mindre ordre til en værdi på under 10.000 EUR fra Atlas Copco. Desuden blev der indgået aftale med Copenhagen Fur om en ordre til en værdi på 20.000 EUR med levering i Q2. I slutningen af april modtog Ivisys tilsagn for en ordre på et inspektionssystem til en værdi af 40.000 EUR. Kunden sælger emballage til fødevarerindustrien. Det skal desuden nævnes, at man i januar i år oplevede den første måned med positivt driftsresultat. Samlet var der dog for kvartalet underskud.

Kunderne har dog overordnet ikke placeret ordrer hos Ivisys i det tempo, som ledelsen stræber efter at opnå. Det forklares med, at bilindustrien, som man målrettet satser på, har lange beslutningsprocesser. For os at se tyder det på, at der er mulighed for pludselig fremkomst af nye, store ordrer, altså et gennembrud. Det ses også af, at man i en update den 23-02 meddelte, at man har afgivet tilbud på 53 potentielle projekter til en samlet værdi af 2,7 mio. EUR. Kapacitetsmæssigt er man i stand til at håndtere det, hvis alle ordrer pludselig måtte komme i hus, idet man i vid udstrækning gør brug af underleverandører. Man forestår hele opgaven ved hjælp af underleverandører, men det unikke salgspunkt er selskabets egen software. Ultimo 2016 var der afgivet 40 tilbud. Hensigten er hver måned at afgive tilbud på 10 nye projekter. Ivisys kæmper klart en hård kamp for at opnå et gennembrud for sine løsninger, men det høje

tempo i tilbudsgivningen må give mulighed for, at der pludselig kan komme tilsagn fra en række kunder. Anerkendte kundenavne kan så åbne adgang til bredere afsætning.

Ultimo juni har Ivisys meldt om to nye, mindre testordrer, der potentielt kan blive udvidet betydeligt, såfremt kunderne er tilfredse med løsningerne fra Ivisys. Den 26-06 meldte selskabet om en ny ordre til en værdi af minimum 75.000 EUR omfattende et integreret visions- og inspektionssystem med levering i Q3 2017. Ordreafgiver er GKN Sinter Metals, USA, der er underleverandør til bilindustrien. Selskabet råder over 150 fabrikker placeret i hele verden og beskæftiger 58.000 ansatte. Den 30-06 kom der så en ordre til en værdi på 15.000 EUR fra LuK Schaeffler, Tyskland, med levering i starten af Q3. Ordren skal ses som en mulig døråbner til denne store leverandør af komponenter til bilindustrien. Disse ordrer kan efter vores vurdering blive startskuddet til et udvidet samarbejde med GKN Sinter Metals og LuK Schaeffler, hvis alt omkring denne første ordre lever op til kundens forventninger. Det bliver særdeles spændende i de kommende måneder/kvartaler at se, om der kommer opfølgingsordrer fra nogle af de store navne, som man har leveret testordrer til. Såfremt det sker, vil det kunne blive et vigtigt og afgørende gennembrud i salget (mersalg og gode referencekunder).

Tilsyneladende har Ivisys de rigtige produkter på det rigtige tidspunkt. For et lille selskab med nu 10 medarbejdere kan det dog være vanskeligt at angribe markedet optimalt. Vi finder det derfor positivt, at Ivisys i januar i år har ansat en ny COO til at styrke salget og organisationen generelt.

Henset til ordrene fra GKN Sinter Metals og LuK Schaeffler kan et gennembrud i salget komme når som helst, men det skal også snart indtræffe for at sikre økonomien i driften. Vi forstår på ledelsen, at ambitionsniveauet fortsat er højt, men det skal stå klart for alle, at det er vigtigt, at man for alvor får et gennembrud i salget. Ellers vil der blive behov for endnu en aktie-emission.

## Fremtiden og aktiens forhold

Baseret på diverse branchestatistikker er markedet for brug af visionssystemer til kvalitetskontrol i hastig vækst. Som udenforstående kan vi ikke vurdere selskabets produkter specifikt set i forhold til løsningerne hos konkurrenterne, men det synes sandsynliggjort, at Ivisys råder over nogle unikke produkter med stor anvendelsesmulighed. Imidlertid er Ivisys en lille aktør set i forhold til flere af konkurrenterne. Det stiller derfor store krav til ledelsen om at forvalte den beskedne kassebeholdning bedst muligt. På en og samme tid skal der anvendes penge til videreudvikling og salgsindsats, idet det er afgørende, at der for alvor kommer gang i salget i de kommende måneder.

Satsningen på salg til producenter af komponenter til bilindustrien forekommer velovervejet og langsigtet. Desværre for Ivisys skifter disse kunder ikke bare lige til at gøre brug af et nyt kontrolsystem, hvorfor salgsprocessen er langvarig. Imidlertid skal der heller ikke ret meget succes til i salgsarbejdet, før der for alvor kan blive åbnet op for tilgang af ordrer. Når først én kunde kan melde om positive resultater i form af bedre og mere sikker kontrol til en acceptabel pris, kan det brede sig som ringe i vandet. Udfordringen for Ivisys er derfor, at få hul på salget, hvilket indgangen af ordrer hidtil i år viser begyndende signaler om. Imidlertid er der endnu kun tale om beskedne ordrer. På mange måder kan Ivisys sammenlignes med et biotekselskab, der har en pipeline, men hvor man mangler at opnå de endelige godkendelser. Når godkendelserne opnås (hos Ivisys i form af nye ordrer), kan salget pludselig tage fart. Store kunder skal "validere" (godkende) Ivisys-løsningerne og blåstemple dem, hvorefter salget vil kunne rulle for alvor.

Efter vores bedste overbevisning står Ivisys med nogle spændende kort på hånden. Nu og her gælder det om "at spille hånden" optimalt. Lykkes det kan selskabet stå foran en særdeles spændende udvikling. Årets hidtil opnåede ordrer giver grobund for let optimisme, men et fortsat positivt nyhedsflow på ordresiden er absolut også nødvendigt. Vi mener, at man som ny investor kan påbegynde mindre køb af aktien. Det skal dog betones, at der er tale om en virksomhed med høj risiko / højt afkastpotentiale. Ivisys er nået et Take Off punkt: vil det lykkes at komme i luften? Optimister kan gøre en fantastisk investering henset til et enormt potentiale, mens pessimister blot skal holde sig væk. Afslutningsvis skal det påpeges, at selskabets teknologi og patenter må indeholde en betydelig værdi, og dermed indebære Take Over mulighed, hvis selskabet ikke selv formår hurtigt nok at sparke salget i gang og opnå et positivt cash flow, så den uholdbare situation med cash brun ophører. Det er hovedopgaven for ledelsen.

For danske investorer er det en mindre hæmsko at købe foregår i SEK, selvom kursen på svenske kroner efter vores vurdering kan rumme en ekstra gevinstchance på sigt. Aktionærernes interesse for aktien er dalet siden børsnoteringen. I 2015 blev der gennemsnitlig gennemført 36 handler i aktien og omsat for 239.344 SEK dagligt. I 2016 faldt tallene til 11,5 handel pr. dag og en gennemsnitlig omsætningsværdi på 54.724 SEK. Hidtil i år er der i gennemsnit blevet foretaget 15 daglige handler med en daglig omsætning på 69.300 SEK. Henset til den beskedne børsomsætning, skal et køb tilpasses hertil.



## **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 Svendsen 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.

Der foreligger ikke tidligere analyser og kursmål på selskabet, da dette er den første analyse foretaget af Aktieinfo.