

## Grundanalys

### RAYTELLIGENCE AB

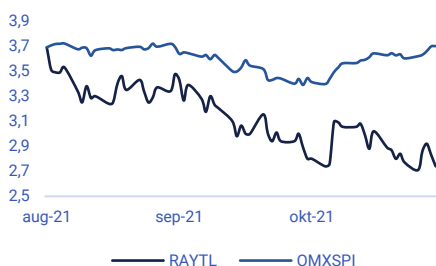
VD: Klas Arvidson  
 SO: Jonas Vikbladh  
 www.raytelligence.com

Bloomberg: RAYTL SS  
 Reuters Eikon: RAYTL.NGM

Lista: NGM Nordic SME

Aktie, senast: 2,7 SEK  
 Marknadsvärde: 70 MSEK

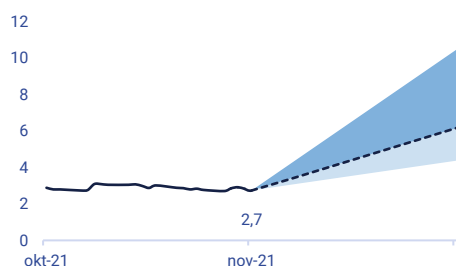
### AKTIEKURSUTVECKLING



	12M	YTD	6M	1M
Utveckling (%)	-40,8	-32,3	-14,4	-2,1

Källa: Refinitiv Eikon

### VÄRDERINGSINTERVALL



	Bear	Bas	Bull
Värde	4,4	6,2	10,5
Upp-/nedsida (%)	60	126	283

Källa: Carlsquare prognoser

### CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

Bertil Nilsson  
 Senior Equity Analyst

Jonatan Andersson  
 Equity Analyst

Lars Johansen Öh  
 Senior Advisor

## Tillväxtbolag med ökande försäljning

Raytelligences sensorsystem eazense™, innefattande sensorer och mjukvara som erbjuds främst i abonnemangsform till offentliga och privata kunder. Lönsamheten är god och förväntas öka över tid i takt med att andelen mjukvaruintäkter stiger. 2021 har varit ett genombrottsår då betydande orders har kommunicerats. Intäkterna väntas öka från kv4 2021 med beställningar från samarbetspartners i Tyskland och Australien. Vi ser ett motiverat värde i ett bas-scenario om 6,2 kronor per aktie.

### Sensorsystem för en effektivare vård

Raytelligence har utvecklat en radarsensor som mäter hur människor i ett rum rör sig, fall, falldetektion, närvaro samt antal personer i rummet. Inom en snar framtid avser bolaget att addera tjänster för att mäta patientens vitalparametrar, som andning och puls. Över tid är målet att addera ytterligare tjänster för att förutse patientens hälso-utveckling och beteenden baserade på en vidare nyttjande av maskininlärning/AI. Att låta sensorer sköta en del av patientövervakningen i hemmet kan bidra till att vårdgivaren kan spara betydande kostnader, jämför med dagens arbetsmetoder. Över tid kan den också leda till proaktivitet och därmed öka patientsäkerheten. De planerade initiativen förväntas bidra till en större andel mjukvaruintäkter med hög lönsamhet.

Potentialen för bolagets lösning i Sverige bedömer vi vara en marknad värd omkring 1,3 miljarder kronor årligen. Den totala marknaden i de nio länder där Raytelligence säljer själva eller via samarbetspartners bedöms ha ett värde i storleksordningen 96 miljarder kronor (där USA och Tyskland står för merparten).

### Lägre produktionskostnader ger bättre lönsamhet

Raytelligence konkurrerar främst med kamerabolag eller IR-styrda övervakningsprodukter. Bolagets fördel är att radarsensorn kan mäta med större noggrannhet och i tuffare miljöer än IR-kameror. Priset för produkterna har anpassats efter konkurrenssituationen, det vill säga vad videokamerabolagen fakturerar för sina tjänster. Samtidigt har Raytelligence produktionskostnader minskat markant jämfört med tidigare, vilket stärker bruttomarginalen.

### Genombrottsår indikerar en hög affärsaktivitet

Under 2021 har Raytelligence fått genombrott både på B2B- och B2C-marknaden. Pilot-installationer finns på plats i Övertorneå och i Luleå samt att en ny order kom 3 november avseende Hofors. Utvärdering pågår och förväntas vara färdig under första kvartalet 2022. Vidare, i juni fick bolaget en order från Australienska Careteq till ett värde om cirka 1,3 miljoner kronor. Nyligen erhöles även en order värd 4,4 miljoner kronor från tyska Zleep Zafe med återkommande intäkter på mellan 2 och 8 miljoner kronor som väntas följa senare.

### Motiverat värde i ett basscenario

Vi prognostiserar en CAGR om 82,7 procent mellan 2021-2031. Vi räknar med att bolaget når positivt ett positivt rörelseresultat (EBIT) under 2025. Vid utgången av 2031 förväntar vi oss att EBIT-marginalen når 24 procent. Vi beräknar ett motiverat värde på 6,2 kronor per aktie i vårt Basscenario baserad på en sammanvägd DCF- och jämförande multipelvärdering. Det motsvarar en potentiell på 126 procent räknat från dagens kursnivå. I vårt Bear-scenario sjunker den motiverade aktiekursen till 4,4 kronor, medan den ökar till 10,5 kronor i vårt Bull-scenariot.

### Finansiella nyckeltal (MSEK)

	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Nettoomsättning	0,3	5,0	14,6	24,3	41,3	67,0
Bruttoresultat	0,1	2,5	8,3	14,9	26,6	44,2
EBITDA	-6,4	-9,1	-7,4	-6,9	-3,9	7,1
EBIT	-6,5	-11,5	-11,5	-11,9	-9,8	0,4
Vinst per aktie	-0,3	-0,5	-0,4	-0,4	-0,3	0,0
Tillväxt, nettoomsättning	n.m.	1367%	192%	66%	70%	62%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	10,7%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	0,6%
EV/Sales (nuv.)	142,3x	9,7x	3,3x	2,0x	1,2x	0,7x
EV/EBITDA (nuv.)	NM	NM	NM	NM	NM	6,8x

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

## Innehållsförteckning

Investment case .....	3
Värdeskapande radarlösning för patientövervakning.....	3
Prognoser och antaganden .....	5
Värdering efter full utspädning.....	6
Risker och utmaningar .....	7
Bolagsbeskrivning .....	8
Introduktion till bolaget.....	8
Intäktmodell och försäljning.....	11
Organisation, finansiella position och ägare.....	14
Marknad och konkurrens .....	16
Marknaden för övervakning av patienter .....	16
Konkurrens.....	20
Sektorbolag & konkurrenter.....	23
Finansiell historik och Carlsquare prognoser.....	25
Finansiell historik.....	25
Prognoser och antaganden.....	27
Värdering.....	29
Motiverat värde inom ett intervall .....	29
Risker.....	32
Nyckeltal och räkenskaper.....	33
Friskrivning.....	35

## Investment case

Raytelligence har sedan 2015 utvecklat en radarsensor med tillhörande mjukvara för övervakning av patienter främst inom äldreomsorg. Bolagets lösning övervakar patienten med falldetektion och närvaro. Inom kort kommer funktionalitet för vitalparameterer att adderas. Vår bedömning är att bolagets lösning kan spela en viktig roll för att effektivisera äldreomsorgen, vilket också kommer krävas för att samhället skall kunna hantera en växande och åldrande befolkning. Bolagets lösning säljs mot offentliga och privata vårdgivare i Sverige men också på andra viktiga marknader som Australien, USA och Tyskland. Vi uppskattar att den potentiella marknaden i Sverige är värd cirka 1,3 miljarder kronor. För samtliga nio länder där bolaget är aktiv bedöms marknadspotentialen uppgå till 96 miljarder kronor. Mot bakgrund av ett starkt erbjudande på en stor marknad räknar vi med en hög CAGR om 82 procent för bolagets intäkter under prognosperioden 2021-2031. Med en hög andel mjukvaruintäkter tror vi på en hög bruttomarginal som toppar runt 67 procent i slutet av prognosperioden. Vid samma tillfälle räknar vi med en rörelsemarginal på 24 procent. Men osäkerheten är hög och marknaden är konkurrensutsatt, vilket kan leda till prispress. I ett basscenario beräknas ett motiverat värde på 6,2 kronor per aktie.

## Värdeskapande radarlösning för patientövervakning

Raytelligence har baserat på radioteknologi utvecklat en sensor med tillhörande system och mjukvara för övervakning av patienter, i huvudsak inom äldreomsorgen. Raytelligence bedöms ha en stor potential på en mångmiljardmarknad. Men samtidigt är osäkerheten och risken hög med hänsyn till konkurrenter och möjlig prispress.

- Raytelligence har en attraktiv lösning som adderar värden för patient, närstående och vårdgivare. Marknaden är etablerad, vilket underlättar säljarbetet samtidigt som nya digitala lösningar som bolaget kan erbjuda efterfrågas. Äldreomsorgen måste effektiviseras för att det offentliga skall kunna mäkta med kostnaderna för en växande och åldrande befolkning.
- Sverige bedöms av oss vara en miljardmarknad. Den riktigt stora marknaden finns dock utanför Sverige, som i USA där bolaget redan är aktiva.
- Lösningen säljs i huvudsak i abonnemangsform. Vi förväntar oss en hög andel mjukvaruintäkter vilket medför en hög bruttomarginal och god lönsamhetspotential.
- Genombrott kom under 2021 i form av pilotinstallationer på kommunala äldreboenden och beställningar från partners för försäljning i Australien, USA och Tyskland. Första halvåret 2022 blir intressant då uppföljning förväntas komma.
- Potentialen bedöms inte vara diskonterad i dagens pressade aktiekurs, som är påverkad av det förväntade intäktslyftet tidigare har låtit vänta på sig. Samtidigt är osäkerheten i den fas som bolaget befinner sig i hög, speciellt när väletablerade konkurrenter rör sig i samma riktning.

## Molnbaserat sensorsystem kan effektivisera äldreomsorgen

Raytelligence radiosensorsystem med tillhörande molnbaserad mjukvarulösning säljs i huvudsak mot offentliga och privata vårdgivare för äldre personer. Med bolagets lösning kan patienter övervakas i ett rum avseende bland annat närvaro, falldetektion och rörelsemönster.

I Sverige är äldreomsorgen redan ansträngd. Frekventa besök hos äldre i hemmen eller på särskilda boenden kräver humankapital och är kostnadskrävande. Parallellt ökar medellivslängden. Antalet personer över 80 år i Sverige förväntas dubblas, från 0,5 miljoner i dag, till en miljon år 2047. Därför finns ett behov och en efterfråga av pålitliga lösningar för att övervaka patienterna på distans. Mot bakgrund av detta anser vi att det finns en uppenbar plats på marknaden för Raytelligence.

## Artificiell intelligens förväntas bli en allt viktigare del av bolagets erbjudande

Det efterfrågas även annan funktionalitet, exempelvis möjligheten för vårdpersonalen att på distans bevaka en patientens andningsfrekvens. Enligt bolaget är detta också en funktion som kommer att lanseras inom kort och därmed göra systemet än mer attraktivt.

| ARPU = Average Revenue per User

Systemets funktionalitet bygger på egenutvecklade algoritmer, vilka också utgör bolagets viktigaste immateriella tillgång. Fler värdeskapande funktioner kan adderas över tid. Detta genom att vidareutveckla algoritmerna och addera ytterligare smart AI. Denna utvecklingspotential som finns i systemet är en effekt av bolagets teknik som har en hög precision.

Marknaden är etablerad och utgörs idag i huvudsak av olika typer av videokameralösningar kombinerat med armband för larmbevakning av patienterna. Vi är av uppfattningen att marknadsdynamiken är på väg att förändras, drivet av en efterfråga på lösningar som kan erbjuda mer intelligenta funktioner.

Bolagets radarsensorbaserade lösning konkurrerar ofta med kamera- eller IR-lösningar som inte har de tekniska förutsättningarna att i samma utsträckning addera funktionalitet eller mäta tillräckligt noggrant. Flexibilitet i teknologin är således en konkurrensfördel som kan medföra en diversifiering relativt konkurrenterna. Med många funktioner kan också den genomsnittliga intäkt per användare (ARPU) successivt öka genom merförsäljning.

### Lösningar inom B2B och B2C diversifierar intäktsmöjligheterna

Raytelligence har en global tillväxtstrategi som möjliggör intäkter från både B2B- och B2C-marknaden. Försäljningsprocesserna inom B2B är mer trögrörliga än B2C då det ofta handlar om offentliga upphandlingar. Däremot är värdet vid en vunnen upphandling stort. Bolaget har som mål att etablera sig på den svenska B2B-marknaden kommande år. Som tabellerna nedan indikerar är marknaden i Sverige värd drygt 1,2 miljarder kronor inom B2B. Lyckas företaget etablera sig på den svenska marknaden med goda referenser bedömer vi det som troligt att en global expansion inom B2B är nära förestående.

Radarsensor filmar inte och tar heller inga foton, något som annars kan uppfattas som integritetskränkande för patienten.

I takt med att Raytelligence adderar AI-lösningar och analys av mönster förväntar vi oss att mjukvaruintäkterna ökar med höga marginaler som följd.

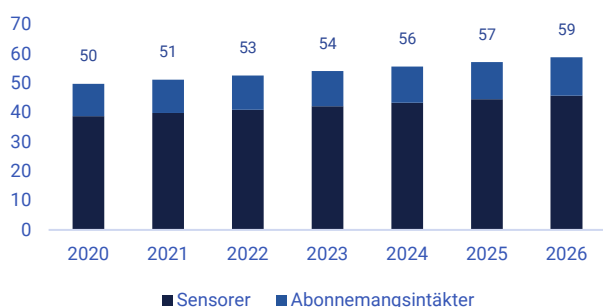
### Uppskattad marknadspotential, B2B-marknaden i nio länder (MSEK)

	Invånare, miljoner	Hälsivårdsinvest. (USD/capita)	Multiplikator	Marknad	Andel
Sverige	10,4	5 782	1,0x	1 257	1,3%
Norge	5,4	6 647	0,6x	750	0,8%
Finland	5,5	4 578	0,4x	526	0,5%
Nederländerna	17,5	5 765	1,7x	2 101	2,2%
Tyskland	83,1	6 646	9,2x	11 517	11,9%
USA	334,0	11 072	61,3x	77 092	79,9%
Australien	25,9	5 187	2,2x	2 803	2,9%
Nya Zeeland	5,1	4 204	0,4x	450	0,5%
<b>Totalt nio länder</b>				<b>96 496</b>	<b>100%</b>

Källa: FN, Carlsquare

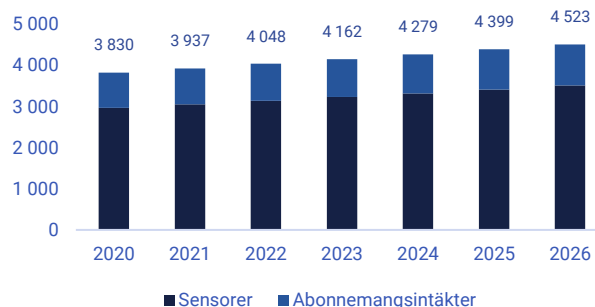
På B2C-marknaden har Raytelligence haft störst genombrott via nyligen kommunicerade orders. Bland annat erhöll bolaget en order värd 4,4 miljoner kronor från det tyska bolaget Zleep Zafe GmbH. Ytterligare återkommande intäkter på mellan 2 och 8 miljoner kronor per år väntas som en följd av affären. Även en order om 1,3 miljoner kronor avseende Australien- och USA-marknaden har mottagits. På B2C-marknaden är slutanvändarna privatpersoner som vill använda Raytelligences lösning för övervakning av sina äldre anhöriga. Den betydande ordern i Tyskland får ses som startskottet i bolagets kommersialiseringsfas och ger förhoppningsvis ringar på vattnet. De två tabellerna nedan illustrerar den svenska marknadsstorleken samt marknaden för nio länder. Givet bolagets senaste framsteg är det uppenbart att Raytelligence vill etablera sig som en viktig aktör på den globala miljardmarknaden för patientövervakning inom B2C.

### Uppskatta marknadspotential B2C, Sverige (MSEK)



Källa: Carlsquare prognoser

### Uppskatta marknadspotential B2C, nio länder (MSEK)



Källa: Carlsquare prognoser

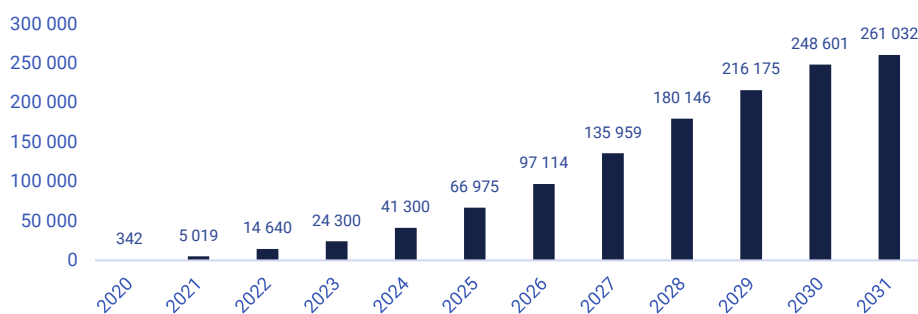
## Prognoser och antaganden

### Hög förväntad tillväxt med stigande marginaler

Under 2021 räknar vi med att bolaget genererar en nettoomsättning på cirka 5,0 miljoner kronor. Vår prognos är att en stor del av den tyska ordern med ett värde av 4,4 miljoner kronor ropas av under det fjärde kvartalet 2021. Under 2022 räknar vi med att bolaget får minst en kommersiell beställning på B2B-marknaden. Vi modellerar med försäljningsintäkter på 14,6 miljoner kronor samma år.

Nedan framgår våra antaganden för utveckling i nettoomsättning jämte justerat bruttoreultat. Under prognosperioden 2021 till 2031 antar vi att den genomsnittliga nettoomsättningstillväxten (CAGR) kommer uppgå till 82,8 procent per år. Våra antaganden kan anses vara aggressiva, å andra sidan motsvarar våra prognoser en förhållandevis låg marknadsandel för bolaget av den totala marknaden.

### Nettoomsättning 2020-2031P (kSEK)

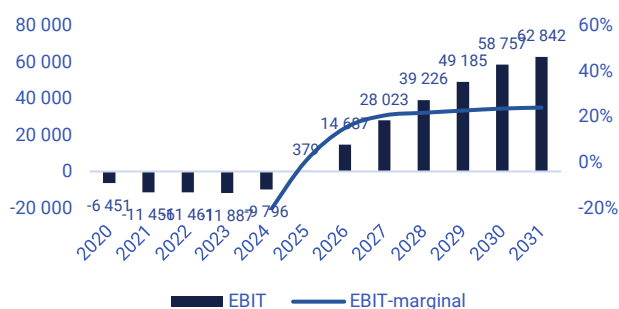


Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

### Positivt rörelseresultat under 2025

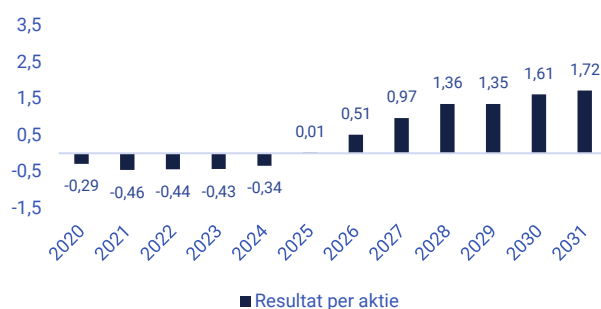
En hög tillväxt är ofta förenat med höga kostnader- och investeringar. Vi räknar med att bolagets största kostnadsposter över prognosperioden är hänförliga till övriga externa kostnader, där bland annat ökade support- och installationskostnader ökar i takt med att en allt stör antal användare blir anslutna till bolagets system. Under 2021 prognostiserar vi med ett rörelseresultat på knappt minus 11,5 miljoner kronor. I vårt scenario nås ett positivt rörelseresultat (EBIT) år 2025. EBIT-marginalen förväntas nå 24,1 procent 2031.

### EBIT-resultat (kSEK) och marginaler (%)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

### Resultat per aktie (kronor)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

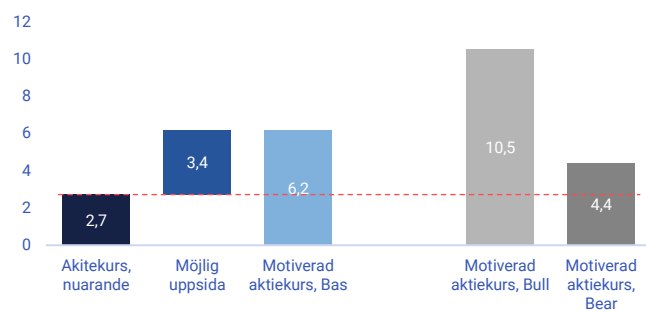
## Värdering efter full utspädning

### Motiverat värde om 6,2 kronor per aktie

Raytelligence är ett tillväxt-case. Jämfört med en ren multipelvärdering är det vår bedömning att en DCF-värdering bättre fångar in tillväxtpotentialen över en längre period. Samtidigt ser vi de uppenbara fördelarna med en multipelvärdering som är direkt kopplad till aktiemarknaden. En traditionell multipelvärdering baserat på jämförelsegruppens medianvärde för exempelvis EV/Sales-multipeln tar dock inte hänsyn till förväntad tillväxt eller marginaler. Därför kan en mer rättvisande multipel för bolag som Raytelligence, vars förväntade tillväxttakt väl överstiger referensgruppen, beräknas genom en regressionsanalys med variablerna EV/Sales och förväntad tillväxt plus EBITDA-marginal under 2022. Därför, i en ansats att värdera Raytelligence har vi kombinerat en DCF-värdering med en multipelvärdering baserat på en regressionsanalys.

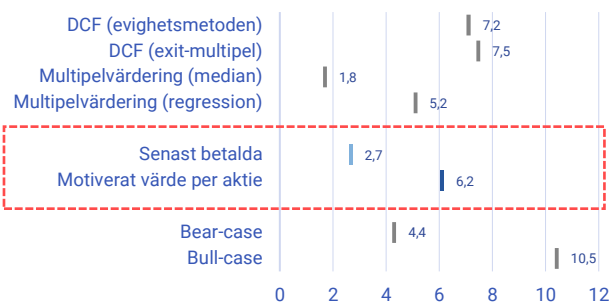
Vår DCF-värdering renderar i ett värde per aktie mellan 7,2 och 9,2 kronor. Vår multipelvärdering ger ett värde per aktie på 5,3 kronor. Genom att kombinera det lägsta värdet för DCF-modellen med multipelvärderingen i ett genomsnitt beräknar vi ett motiverat värde per aktie om 6,2 kronor per aktie för de kommande 6-12 månaderna, efter full utspädning hänförligt till det antagna finansieringsbehovet. Det motsvarar också en bra potentiell uppsida mot senast betalda kurs om 126 procent.

### Motiverat värde, tre scenarion (kr/aktie)



Källa: Carlsquare prognoser

### Värderingsintervall (kr/aktie)



Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare prognoser

### En rimlighetsbedömning

Vår värdering i basscenariot motsvarar multiplar nedan.

### Implicita multiplar, basscenario

	NTM	2021	2022	2023	2024	2025	2026
EV/Sales	13,4x	33,4x	11,5x	6,9x	4,1x	2,5x	1,7x
EV/EBITDA	NM	NM	NM	NM	NM	23,5x	7,5x
EV/EBIT	NM	NM	NM	NM	NM	443,0x	11,4x

Källa: Carlsquare prognoser

I vår referensgrupp har vi inkluderat företag vars affärsmodell påminner om den som Raytelligence har. Referensgruppen handlas till en EV/Sales-multipel på consensusestimater 2021 och 2022 om 3,5x respektive 2,8x. Referensgruppen handlas till en EV/EBIT-multipel 2021 om 19,3x och för prognoser 2022 på 16,2. I vårt basscenario motsvarar vår värdering multiplar på våra prognoser i linje med marknaden omkring 2025-2026.

## Risker och utmaningar

Raytelligence har ett innovativt system som med hög upplösning kan mäta patienters rörelsemönster, vilket är ett unikt säljargument. Men konkurrensen är ändå betydande från kamera- och IR-bolag. Marknaden är stor, inte minst i länder som Tyskland och USA. Men vägen dit går via samarbetspartners vars försäljningsansträngningar Raytelligence inte fullt ut kan kontrollera.

### Produktansvar

Eventuella fel eller brister i Raytelligence system skulle kunna medföra ansvar och krav på skadestånd. Företaget är ansvarigt för skador orsakade av dess produkter, vilket omfattas av ett allmänt produktansvar för tillverkade och sålda produkter.

### Teknikskiften

Tillväxtpotentialerna för digitala lösningar inom hemsjukvården bedöms vara mycket goda, vilket även gäller andra miljöer som exempelvis industrin. Men samtidigt är enskilda produkter och lösningar känsliga för teknikskiften som kan inträffa. Det gäller att Raytelligence bevakar vad som händer i sektorn och vad konkurrenterna har för sig. Även om sådana förändringar identifieras av bolaget, ställs sedan krav på finansiella och personella resurser för att möta utvecklingen genom en snabb utveckling av bolagets system.

### Risk för patentintrång

Även om Raytelligence har fått patent för delar av sin lösning i USA och en liknande process pågår för EU (Europeiska Unionen), så kan det ändå inte uteslutas att andra aktörer kan komma att utöva patentintrång på bolagets lösning. En erfarenhet från teknologi-sektorn i allmänhet är att de större bolagsjättarna inte tvekar att göra sådana patentintrång när de hittar någon intressant nisch. Sedan är det aktuella bolaget beredda på att ta en rättstvist i kraft av egna starka finansiella resurser.

### En växande men konkurrensutsatt marknad

Marknaden för bevakning av patienter är redan förhållandevis väl etablerad i Sverige. Den domineras idag av lågprisprodukter i form av enklare bärbara personlarm, kompletterad med videokamera-övervakningslösningar. Förutom de företag som levererar lösningar i lågprissegmentet som t.ex. Doro och Phoniro, finns aktörer som är mer utmanande konkurrenter till Raytelligence, som exempelvis RoomMate med en IR-lösning. Dessa har visserligen inte lika stor upplösningförmåga som en radarsensor, men har ändå egenskaper som delvis gör den till ett alternativt för kunderna.

### Risk för prispress

Vi bedömer att det finns en gräns för vad privatpersoner (B2C) är beredd att betala för en övervakningsprodukt, i alla fall om man inte får någon subvention av kommunen. Här sätter, tror vi, det lägre prissegmentets larmprodukter ett prisintervall som är möjligt att ta ut. En annan funktion som verkar prispressande är att nya aktörer som Raytelligence ska ta sig in på en marknad där det redan finns etablerade aktörer, om än med enklare produktlösningar.

### Beroende av nyckelpersoner

Raytelligence är grundat av Per-Arne Viberg och Peter Martinson. Även om bolaget numera operativt leds av en annan VD, Klas Arvidson, får ändå personberoendet betecknas som högt. Ett stort aktieäggande och i VDs fall utställda köpoptioner binder ändå dessa nyckelpersoner i viss mån till bolagets fortsatta utveckling. Till det kommer att omsättningen bland personal som arbetar med forskning och utveckling heller inte bör vara alltför omfattande, för att denna verksamhet inte ska råka ut för några större störningar.

## Bolagsbeskrivning

Raytelligence har utvecklat ett molnbaserat sensorsystem under varumärket eazense™. Produkten kan effektivisera patientövervakning på sjukhus eller särskilda boenden och därmed förbättra patientsäkerheten. Lösningen säljs av den egna säljorganisationen samt via partners till både privatmarknaden och andra statligt, regionalt eller kommunalt drivna verksamheter, i huvudsak inom vård. Systemet befinner sig i en tidig kommersialiseringsfas.

### Introduktion till bolaget

Raytelligence har utvecklat en molnbaserad lösning eller systemet eazense™ för att övervaka sjuka och äldre baserat på radar-teknologi. Med bolagets lösning kan så kallade "wearables" eller bärbara produkter undvikas samtidigt som dagens metoder för att övervaka patienter effektiviseras. Det handlar dels om lönekostnaderna, som är jämförelsevis höga i Norden och nordvästra Europa. Men även om att hembesök inräknat biltransport kostar mer i glesbefolkade länder som Sverige, Norge och Finland med förhållandevis långa avstånd mellan patienternas hem. Vidare står de svenska vårdarbetsgivarna inför en utmaning att rekrytera en stor mängd vårdpersonal i samband med pensionsavgångar.

Generation 1 av eazense med funktionerna fall, närvaro och räkning av personer i ett rum är klar och har börjat säljas. Inom kort ska monitoreringstjänster av vitalparametrar som andning, hjärtfrekvens och puls adderas. Över tid är målet att addera ytterligare tjänster för att förutspå patientens hälsoutveckling och beteenden baserade på maskinlärning/AI.

Den befintliga lösningen/systemet består av både hård- och mjukvara. Systemet säljs av den egna säljorganisationen samt via partners till verksamheter och företag (B2B), som vårdgivare, men också till privata hushåll (B2C). Beroende på affärsstruktur och situation finns möjlighet till två typer av intäktsströmmar: (i) Intäkter från försäljning av hårdvara och (ii) abonnemangintäkter för nyttjande av mjukvaran. Med andra ord finns möjligheter till en stor andel återkommande och värdefulla licensintäkter.

Både bolagets radar- och kommunikationsmodul tillverkas i Sverige. Produktionskostnaderna har reducerats väsentligt på senare tid genom inköp i litet större serier samt till följd av färre ingående komponenter i radarsensorn. Dock har de historiska intäkterna varit begränsade. Utmaningen är att expandera intäktsbasen. 2021 har varit ett genombrottsår. Detta då två beställningar inkommit från utländska återförsäljare till ett totalt värde om cirka 5,7 miljoner kronor. Den ena ordern i Tyskland ger även möjlighet till återkommande abonnemangintäkter om mellan 2 och 8 miljoner kronor. Under året har en försäljningsinsats riktats mot svenska kommunala äldreboenden med start under våren. Detta har bland annat renderat i pilotinstallationer från Övertorneå och Luleå kommuner. Den 3 november 2021 annonserades ytterligare en order från Hofors kommun. Med andra ord har det börjat röra på sig. Med fler referenser kan också tillväxten förväntas fortsätta framöver.

### Sensor med stor potential

Per-Arne Viberg, CTO och via företag bolagets största ägare, lade grunden för Raytelligence genom utvecklandet av en radarsensor. Denna baseras på 60 GHz radioteknologi och mäter i dag i huvudsak patientens rörelsemönster samt enskilda personers närvaro i rummet. Personens rörelser kan mätas med 15 meters räckvidd ned på en nivå till 20 micrometer (grekiska bokstaven my). Lösningens funktionalitet skapas genom att sensorerna och de egenutvecklade algoritmerna tillsammans möjliggör att data kan tolkas.

#### Raytelligence radarsensor

---



Källa: Bolagsinformation

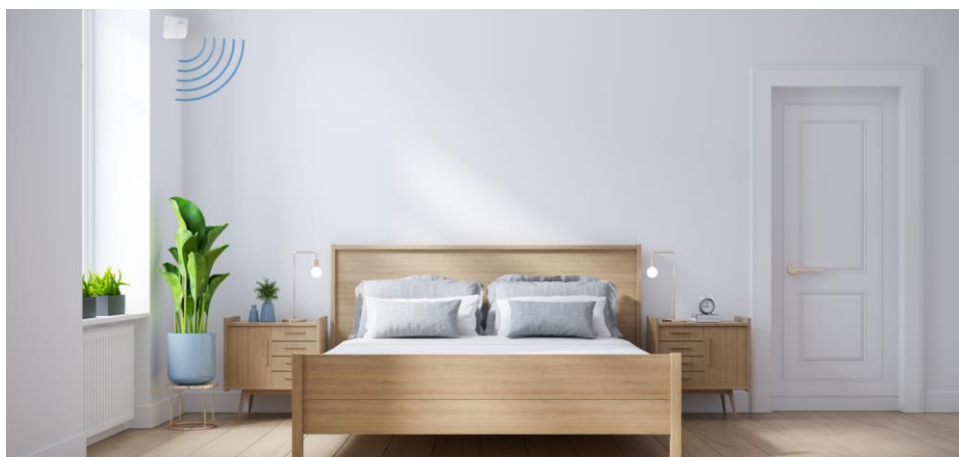


Förmågan att mäta förändrade rörelsemönster hos personer används för att upptäcka risk för fall-olyckor, men även andra olycksfall som kan ha att göra med hjärtsvikt samt frånvaro av aktivitet i ett rum vilket också kan vara en varningssignal. Bolagets radarsensor tar, till skillnad från traditionella videokameror inte några integritetskränkande bilder på patienter. Några sådana integritetskränkande bilder tas dock inte heller av konkurrerande IR-kameror. Det sker däremot av videokameror som en del konkurrenter inom det lägre och etablerade prissegmentet använder.

### Varnar för fall eller andra typer av incidenter

Radarsensorn brukar placeras i ena hörnet av patientens sovrum. Se bild nedan. Men radarsensorn är det möjligt att hålla uppsikt över upp till fem personer i ett rum samt om enskilda personer kommer eller lämnar rummet. Systemet kan även detektera om aktiviteten i ett rum är avvikande låg.

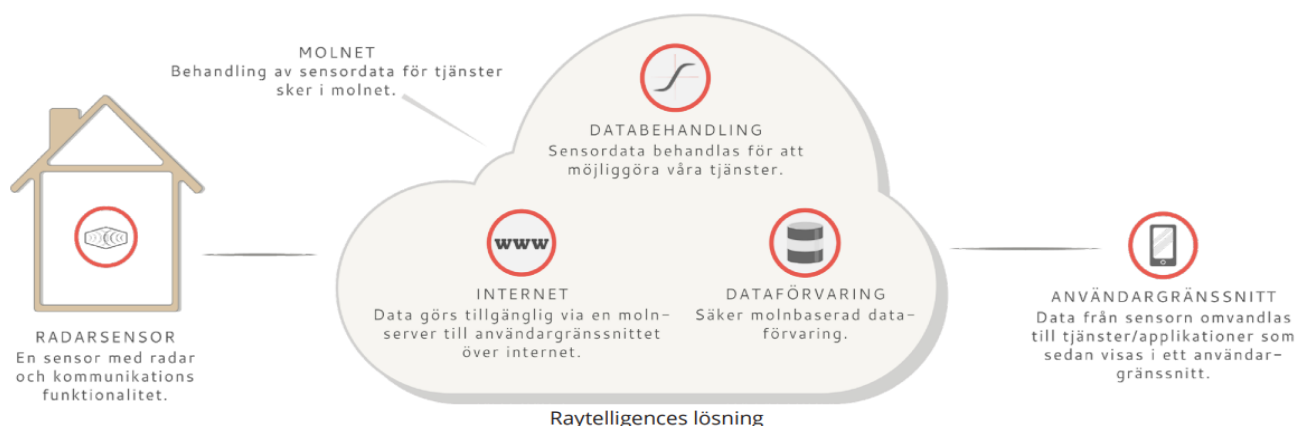
### Radarsensor installerad över säng, principskiss



Källa: Bolagsinformation

All bearbetning sker i sensorn. Systemet har tre sändar- och fyra mottagarkanaler, som gör det möjligt att detektera personer i tre dimensioner. Det gör det möjligt att fånga upp rörelsemönster. Därmed kan kommande fallolyckor identifieras, som är en av två återkommande kravspecifikationer som vårdgivare brukar ställa på sådana här lösningar: När ett avvikande rörelsemönster noteras av radarsensorn utlöser det ett larm som går till vårdpersonalens eller de anhöriga. Varningar och mätdata kan läsas av slutanvändarna via mobiltelefon eller surfplatta.

### Principskiss för Raytelligence molnbaserade sensorsystem eazense™



Källa: Bolagsinformation

Systemet kommunicerar via WiFi, trådlöst internet eller trådbunden Ethernet. Bolaget har även utvecklat en kommunikationslösning som kan anslutas till en lokal server. Denna lämpar sig för fångelser som inte vill att informationen från systemen ska vara tillgängliga över internet.

## Systemlösning med ett brett användningsområde

Med hjälp av bolagets befintliga systemlösning skapas en övervakningstjänst med mer eller mindre funktionalitet. Kunden köper en sensorlösning med grundfunktionalitet där bolaget erbjuder flera funktioner som de har utvecklat. Givet radarsensorernas mätgenskaper skapas en möjlighet att utveckla olika typer av funktionalitet. Det medför att antalet tilläggstjänster över tid kan öka baserat på efterfrågan. Ny funktionalitet adderas genom ytterligare algoritmer.

Den 30 juli 2021 fick Raytelligence ett patent kring algoritmerna och dess funktioner i USA. Bolaget har också en pågående patentansökan för detta i EU. Algoritmerna ger radarsensorn en viss grad av artificiell intelligens, som har förbättrats i samband med de senaste årens produktuppdateringar.

Bolagets lösning har också studerats för att monitorera sömn och ge varning om ett nära förestående självmordsförsök i en tidigare pilotorder till två fängelser i Nederländerna. Detta påvisar flexibiliteten och möjligheterna med bolagets teknologi. Samtidigt bedömer vi det som ett mognadstecken att bolaget valt att tydligt fokusera på vårdsegmentet i Sverige. En viktig anledning till det är att denna marknad är relativt stor och homogen, där bolagets system erbjuder tydliga fördelar för kunden. Likaså kan Raytelligence sälja själva mot de svenska kommunerna på det som är bolagets geografiska hemmamarknad.

## Intäktsmodell och försäljning

### Intäktsmodell med möjlighet till återkommande licensintäkter

Raytelligence strävar efter att få betalt via ett abonnemangsavtal där kunden erlägger en avgift per månad för tjänsten. Normalt är det en sensor som omfattas av varje abonnemangsavtal. Mot större kunder kan det bli en större mängd sensorer som täcks av samma avtal. Alternativt kan ersättningen erläggas som ett engångsbelopp. Här brukar större volymer resultera i rabatter i priset per såld enhet.

Tidigare var bolagets produktionskostnader för radarsensorn höga. Till följd av ökade volymer samt färre ingående komponenter i sensorn har bolaget ungefärligen kunnat halvera sina produktionskostnader per enhet på senare tid. Det innebär att även om kostnaden för ett abonnemang har fått sänkas från den ursprungligen målbilden om 1000 kronor per månad ned till cirka 700 kronor per månad, så bedömer vi att bolaget nu kan sälja sina produkter och system till en bruttomarginal överstigande 50 procent. Bolaget bedömer att de kan nå break-even redan efter tre månaders abonnemang av en sensor.

Även om det varierar erhåller Raytelligence ganska ofta kick-backs per sålt abonnemang via sina partners utanför Sverige, exempelvis med Zleep Zafe GmbH i Tyskland.

Som tidigare nämnts arbetar bolaget både på B2B- och B2C-marknaderna. Prisnivån mot kund per enhet bedömer vi vara högre för privatkunder jämfört med offentliga kunder och vårdföretag. Å andra sidan är kostnaden för kundsupport väsentligt högre för privatkunder jämfört med kommuner och vårdföretag. Prisnivån är likaså väsentligt högre i USA än i Sverige (vilket gäller för merparten av den medicin-tekniska och läkemedelssektorn).

### Flera säljkanaler på den svenska marknaden

Tidigare har bolaget närmat sig potentiella kunder inom flertalet sektorer, inklusive industrin. Med de möjligheter som teknologin medför skulle bolaget även kunna inrikta försäljningen av sina sensorer mot företag inom hemautomatisering samt mätinstrument använda av företag inom industri, jordbruk, marin och säkerhet. Radarsensorn kan penetrera genom vägar, men kan också fungera i rum med sämre belysningsförhållande och med damm. Det sistnämnda gör produkten konkurrenskraftig och användbar i industriella miljöer. Möjligheten att kontrollera rörelsemönster med personer till exempel utanför en butik är något som gör systemet intressant för köpcentrum och andra fastighetsägare. Här finns samtidigt många kamera- och säkerhetsföretag som har specialiserat sig inom detta segment.

### Fokus på vårdsektorn

I dag har Raytelligences ledning beslutat att fokusera marknadsföringen mot i första hand kommuner och privata vårdgivare inom hemsjukvården i Sverige. Det är logiskt mot bakgrund av att sensorsystemet löser relativt sett flest utmaningar för hemsjukvården. Det är också en förhållandevis stor och homogen sektor, där Raytelligence har möjlighet att sälja direkt via den egna säljorganisationen. Raytelligence har även samarbeten med och når en del svenska kommuner via IZafe och Transfer Service Group. Med företaget Cuviva inledde Raytelligence ett samarbete i mars 2019. Cuviva specialiserar sig på en digitaliserad lösning som gör det möjligt att vårda sköra äldre och multisjuka i hemmiljö.

En tredje kanal till den svenska marknaden är företag som Telenor men även lokala aktörer som har utvecklat serviceplattformar anpassade för den svenska sjukvården där lösningar från tredje part kan integreras. Raytelligence för samtal med en sådan lokal aktör i Västra Götaland som har en serviceplattform med en lokal omfattning. Denna tredje kanal är dock inte något som vi ser någon större intäktspotential för.

### Två pilotinstallationer som kan konverteras strax efter årsskiftet

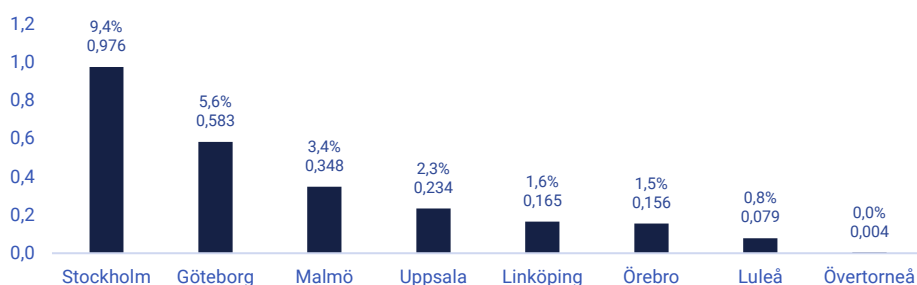
Den inhemska svenska vårdmarknaden har i huvudsak bearbetats av det egna säljteamet med start i början av 2021. Under denna insats approachades bland annat de tio svenska kommuner som har valts ut att gå i fronten för digitaliseringen av den svenska sjukvården. Det är Borås, Eskilstuna, Grästorp, Kalmar, Karlstad, Kramfors, Lund, Skellefteå, Uddevalla och Övertorneå. Dessa kommuner hade en samlad befolkning motsvarande 6,4 procent av Sveriges totala befolkning per 30 juni 2021.

Denna insats har hittills renderat i två pilotinstallationer som just nu är under utvärdering plus en order från Hofors kommun i början av november. En av de två pilotinstallationerna finns i Luleå, en kommun med cirka 80 000 invånare. Raytelligence meddelade om denna affär den 23 juni. Värdet uppgick till 45 000 kronor och motsvarar cirka tio sensorer enligt vår bedömning. Pilotinstallationen skulle vid beställningstillfället utvärderas under en sex-månaders period. Det innebär att vidare kommunikation kring en eventuell kommersiell beställning bör kunna komma under första kvartalet 2022 och i så fall bör vara väsentligt större (i normalfallet omkring 500 sensorer).

Den andra pilotinstallationen finns i Övertorneå kommun. Ordervärdet av denna är inte publicerat men givet invånarantalet på drygt 4 000 är det sannolikt inte större än den som gick till Luleå. Kommunikation från bolaget om pilotordern till Övertorneå kom i maj 2021. Även denna skall utvärderas under sex-månaders period. Enligt uppgift är möjlig leverans till denna kommun vid en kommersiell order cirka 50 sensorer totalt.

Nedan visas de sex befolkningsmässigt största kommunerna i Sverige i jämförelse med Luleå och Övertorneå. Luleå är en drygt medelstor kommun (80 000 innevånare mot genomsnittlig storlek på 36 000 innevånare), medan Övertorneå endast har cirka 4 000 innevånare. Dock är det vår bedömning att det i detta skede inte är storleken på de kommuner som ger pilot-orders som är det viktigaste. I stället är det utlåtandena från testperioden som är avgörande. Givet att dessa pilotinstallationer får positiva utvärderingsomdömen kan det bana vägen för fler kommuner att börja titta på bolagets lösning.

#### Sveriges största kommuner samt Luleå och Övertorneå (befolkning, miljoner innevånare)



Källa: SCB

#### Internationell försäljning via partnersamarbeten

Utanför Sverige säljer Raytelligence via samarbetspartners. Ansvaret för implementeringen av systemet i respektive land vilar fortfarande på Raytelligence, men sedan tar den lokala samarbetspartnern över driften och det operativa ansvaret gentemot sina slutkunder.

För marknaden i Norge har Raytelligence ett återförsäljaravtal med Tellu AS riktade mot kommunerna där. I Finland finns återförsäljaravtal med Mandalay Consulting Oy där landets kriminalvård och kommuner är målgrupper.

I Nederländerna samarbetar Raytelligence med samma partner som för ett par år sedan förmedlade en pilotorder för två av landets fängelser. Denna samarbetspartner marknadsför Raytelligence radarsensor även mot landets äldreomsorg.

I Tyskland har Raytelligence ett samarbete med Zleep Zafe GmbH där försäljningen riktar sig mot tyska privatpersoner som köper systemen främst via olika e-handelsplattformar. De får då en möjlighet till övervakning- och tillsyn av sina anhöriga givet att de har kommit in i ett mer vårdintensivt skede av livet. Den 12 augusti tillkännagavs en initial order värd 4,4 miljoner kronor för den tyska marknaden via Zleep Zafe GmbH. Denna order förväntas följas av årligt återkommande intäkter om mellan 2 och 8 miljoner kronor, beroende på slutanvändarnas val av tilläggstjänster. Vår bedömning är att det förstnämnda handlar om engångsförsäljning av sensorer samt att den efterföljande delen består av abonnemangs- och andra tilläggstjänster.

För marknaderna i USA, Australien och Nya Zeeland har Raytelligence ett samarbetsavtal med det australiensiska företaget Careteq som säljer lösningar mot såväl privata som offentliga vårdgivare, anhöriga till äldre samt mot ländernas fängelser och häkten.

### **Genombrottsbeställningar från samarbetspartners på jättemarknader**

Hittills har de större beställningarna kommit från internationella samarbetspartners. Detta kan till delar vara en effekt av att de privata företagen typiskt sett har en kortare försäljningscykel jämfört med de svenska kommunerna där längre utredningar ofta behövs.

I början av juni 2021 kom en beställning från tidigare nämnda Careteq. Det totala ordervärdet uppgick till 150 000 USD och uppskattas av oss motsvara mellan 250 och 300 sensorer som ska användas på USA-marknaden. Ordern kommer att ropas av i omgångar under tolv månader. Det första avropet kom i augusti 2021 till ett värde på 23 000 USD, uppskattningsvis motsvarande 40 till 50 sensorer. Tidsåtgången mellan avropen ger rimligtvis en god indikation på hur försäljningen utvecklas.

Careteq avser att sälja sensorerna på B2C-marknaden i USA till ett av oss uppskattat pris mot kund på mellan 600-700 USD per sensor. Vad som fortfarande är oklart är om Careteq avser att sälja bolagets mjukvara eller om Careteq kommer att applicera sin egen mjukvara på Raytelligence hårdvara. Det är givetvis önskvärt att Raytelligences mjukvara också marknadsförs och säljs av Careteq.

I oktober kom ytterligare en beställning från en internationell samarbetspartner i form av tyska Zleep Zafe. Det totala ordervärdet uppgick till 4,4 miljoner kronor och motsvarar enligt vår bedömning mellan 900 och 1 000 sensorer. Intressant är också att bolaget nämner möjligheten till återkommande intäkter inom intervallet 2-8 miljoner kronor per år. Av detta drar vi slutsatsen att Zleep Zafe även avser att sälja Raytelligence mjukvara. Det stora intervallet för de återkommande intäkterna förklaras av en osäkerhet hur mycket tjänster som slutanvändarna kommer att efterfråga.

De båda beställningarna från de internationella samarbetspartnerna är båda extra intressanta då det ger bolaget ingångar på stora marknader. USA är cirka 30 gånger större än Sverige mätt till befolkningens mängd, medan Tyskland har cirka åtta gånger fler innevånare än Sverige har.

## Organisation, finansiella position och ägare

### Organisation

Raytelligence har de senaste åren haft en stor andel konsulter, vilket har gett en mer flexibel kostnadsstruktur. Ambitionen är att successivt ersätta dessa konsulter med fast anställd personal. Det ska inte behöva innebära ökade kostnader för koncernen.

För bearbetning av de svenska kommunerna har Raytelligence allokerat tre säljansvariga (där VD Klas Arvidson är en av dem) samt därutöver fyra mötesbokare. Nyligen anställdes David Roy som Affärsutvecklingschef. David har en bakgrund från IT-industrin. Totalt jobbar åtta personer inom företaget heltid med försäljning av bolagets produkter mot svenska kunder inom offentlig och privat sektor. Förutom de svenska kommunerna bearbetas även andra potentiella kunder inom industri- och byggsektorn. För forskning och utveckling har Raytelligence fem personer som jobbar med i Sverige samt tre personer på Sri Lanka.

### Ledning

**JONAS VIKBLADH** är styrelseordförande i Raytelligence AB. Jonas är advokat sedan 1987 samt sedan 2007 delägare och verksam i advokatfirman Delphi i Malmö AB. Andra uppdrag är styrelseordförande i Advokatfirman Delphi i Malmö AB, Advokatfirman Delphi Holding AB, eValent Group AB och Indexera Sweden AB. Jonas innehar 62 500 teckningsoptioner i Raytelligence AB.

**KLAS ARVIDSON** är VD för Raytelligence sedan 2019. Tidigare var han VD för Frisq fram till börsnoteringen 2016 och därefter vice VD för börsnoterade iZafe Group AB. Med en sjuksköterskeutbildning i grunden har han varit med och byggt upp hälsovårdsföretag som Magnetkameran MR AB, Cortree, Cambio Health Care Systems och Cambio Software Engineering PV Ltd. Klas äger 229 500 aktier och 62 500 teckningsoptioner i Raytelligence. Vidare har Swedish Adrenalin AB utfärdat en köpoption till Klas på 400 000 aktier i Raytelligence till kurs 12 kronor. Denna option kan utnyttjas senast den 24 januari 2022.

**PETER MARTINSON** är bolagets finansdirektör (CFO). Peter byggde upp ett eget IT-konsultbolag under 1990-talet och var med på börsnoteringen av Information Highway 1999. Därefter var han Investment Manager på eQuality Ventures 2000-2006, Peter var CFO på Free2move 2007-2012 samt CFO på Swedish Adrenaline AB sedan 2013 och jobbar på Raytelligence sedan 2015. Peters utbildningsbakgrund är Industriell Ekonomi i Linköpings Universitet. Han äger 1 656 4440 aktier och 62 500 teckningsoptioner i Raytelligence via bolag.

**PER-ARNE VIBERG** är grundare, styrelseledamot och största ägare i Raytelligence AB. Han erhöll civilingenjörsexamen från Lunds Tekniska Högskola 1992 och Licentiat i Datorteknik från Chalmers Tekniska Högskola 1996. Anställd vid Halmstad Tekniska Högskola 1987 där han byggde upp forskning och utveckling i datorteknik. Han grundade kommunikationsbolaget Free2move år 2000. Per-Arne äger 1 516 714 aktier och 62 500 teckningsoptioner i Raytelligence AB.

*Källa: Bolagsinformation*

### Finansiell position

Koncernen hade likvida medel om cirka 20,7 miljoner kronor per 30 juni 2021. Baserat på andra kvartalet 2021 omräknat till helår (dvs multiplicerat med fyra) uppgick koncernens resultat med återlagda avskrivningar (burn-rate) till cirka minus 12 miljoner kronor. En ytterligare nyemission kan alltså bli aktuell inom drygt ett år.

### Aktiekursutveckling

Raytelligence aktie handlades tidigare vid tre tillfällen på kurstoppar kring 6-8 kronor men har sedan dess fallit tillbaka. Aktien handlas sedan maj 2021 inom ett intervall mellan 2,38 och 4,03 kronor per aktie. Aktiemarknadens förväntningsbild på företagets försäljning har med andra ord sänkts i takt med att de större beställningarna försenats sedan 2019.

### Grundarens bolag huvudägare i Raytelligence

Det av Per-Arne Viberg och Peter Martinson grundade bolaget Swedish Adrenaline AB är även huvudägare i Raytelligence med knappt 20 procent av kapital och röster. Se tabell nedan för de tio största ägarna.

**De tio största ägarna i Raytelligence per 30 juni 2021**

Ägare	Andel av kapital	Andel av röster	Verifierat
Swedish Adrenaline AB	16,9%	16,9%	2021-09-30
Avanza Pension	5,0%	5,0%	2021-09-30
Andy Holmström	3,9%	3,9%	2021-09-30
Nordnet Pensionsförsäkring	3,5%	3,5%	2021-09-30
Peder Christerson	3,5%	3,5%	2021-09-30
Gunnar, Arvid och Elisabeth Nilssons stiftelse för bekämpning av cancersjukdomar	1,8%	1,8%	2021-09-30
Mikael Bergqvist	1,6%	1,6%	2021-09-30
Tommy Pettersson	1,5%	1,5%	2021-09-30
Klas Arvidson	1,3%	1,3%	2020-12-31
Göran Christian Berggren	0,9%	0,9%	2021-09-30

Källa: Holdings.se

## Marknad och konkurrens

Vi uppskattar bolagets primära marknad, den svenska B2B-markanden inom hälsovård, till cirka 0,9 miljarder kronor per år, givet en någon lägre prissättning än den som bolaget själva gör anspråk på. Marknaden förväntas växa med cirka 2,8 procent per år baserat på en större mängd invånare över 80 år med en åldrande befolkning. Intressant är att Sverige endast uppskattas utgöra cirka 1,3 procent av den totala marknaden inom hälsovård där bolaget själva eller via partner är aktiva. USA är i vanlig ordning den största marknaden och bedöms vara drygt 60x större än Sverige. Raytelligence konkurrerar framför allt med kamerabolag, inklusive företag som erbjuder snarlika lösningar med IR-kameror. På svenska och norska kommuner har norska RoomMate vunnit en del affärer på sistone. Prisbildningen har harmoniserats efter priset på större aktörers (som Doro och Phoniro) videokameralösningar.

## Marknaden för övervakning av patienter

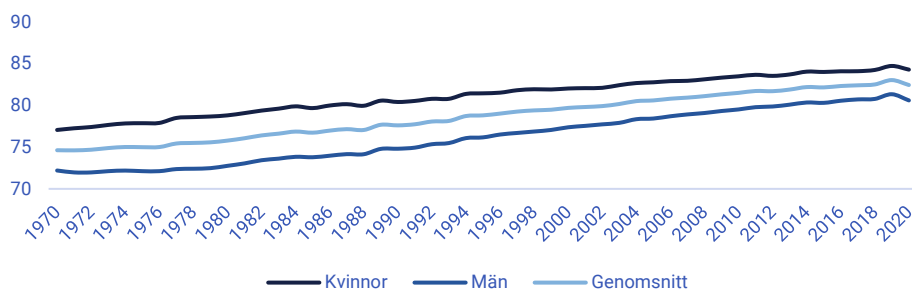
Bolagets lösning har i dag fokuserats till att effektivisera vården av äldre och andra personer med speciella behov genom övervakning med ny teknik. Denna marknad kan delas upp på kommunalt driven vård inkluderat särskilda boenden (B2B) och privatpersoner/hushåll (B2C). Skillnaden mellan de två marknaderna blir grumlig när hushåll erhåller kommunal finansiering. Den absolut största marknaden i Sverige bedöms vara B2B-marknaden.

### Åldrande befolkning driver efterfrågan

Med förbättrade levnadsstandard, arbetsförhållanden, läkemedel med flera bakomliggande har medellivslängden i Sverige, liksom i de flesta andra länder, ökat. 1970 var medellivslängden för kvinnor i Sverige 77,1 år och 72,2 år för män. År 2020 har medellivslängden ökat till 84,3 år för kvinnor 84,3 år och för män 80,6 år. Se graf nedan. Även om hälsan förbättrats medför denna utveckling att bolagets marknad växer då. Exempelvis skriver Sveriges Kommuner och Regioner i artikeln "Särskilt boende för äldre (SÄBO)" från den 22 april 2021 att antalet personer över 80 år i Sverige antas öka från cirka 500 000 till cirka en miljon personer. När det redan i dag är brist på vårdpersonal kommer efterfrågan på system som effektiviserar arbetet vara en nödvändighet för att kommunerna skall mäta med att möta behovet.

Enligt data från SCD antas den förväntade medellivslängden för kvinnor öka till 89,7 år vid 2070. Vid samma tillfälle antas medellivslängden för män vara 87,7 år.

### Utveckling medellivslängd i Sverige (år)



Källa: SCB

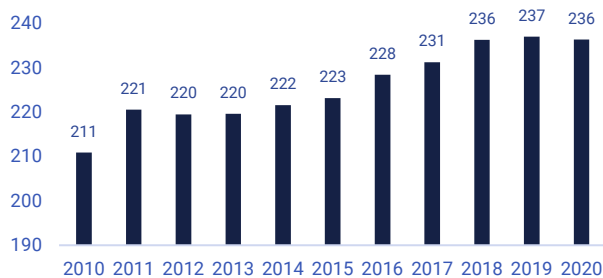
### B2B, hemtjänst den största vertikalen

I Sverige består B2B-marknaden av kommunalt och privat drivna särskilda boenden och hemtjänst. Även om pilotinstallationen i Övertorneå och Luleå kommuner kan betraktas som ett genombrott är vår bedömning att B2B-marknaden är förhållandevis trögriktig. Det beror på långa försäljningsprocesser som i sin tur görs än längre orsakat av utvärderingsperioder när ny teknologi skall utredas. Försäljningsprocesserna kommer rimligtvis att bli kortare när teknologin etablerar sig bland B2B-användarna.

För att utvärdera potentialen på B2B-marknaden i Sverige har vi studerat antalet platser på särskilda boenden och antalet personer med beviljade hemtjänst. På nästkommande sida visas utvecklingen för antalet personer över 65 år beviljade hemtjänst jämte fördelning mellan kommunalt driven verksamhet och särskilda boenden driven av enskilda vårdgivare/privat ägda vårdgivare. Som framgår i den vänstra grafen har antalet personer över 65 år som beviljats hemtjänst ökat från cirka 211 000 år 2010 till cirka 236 000 år 2020. Som framgår av den högra grafen har andelen privata vårdgivare inom hemtjänst ökat sin andel av den totala patientgruppen, från cirka 15 procent år 2010 till cirka 17 procent år 2020.



### Antal >65 år beviljade hemtjänst i ordinärt boende (000)



Per 1 oktober. Källa: Socialstyrelsen och Carlsquare

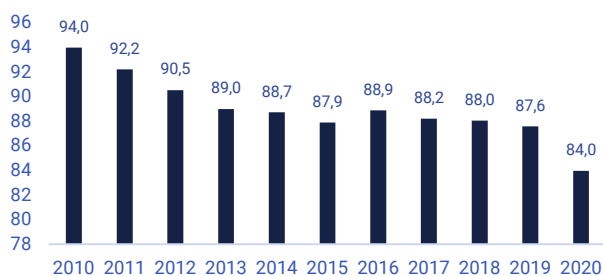
### Fördelning av patienter



Per 1 oktober. Källa: Socialstyrelsen och Carlsquare

Särskilt boende är en boendeform där vård och boende kombineras under samma tak. Särskilda boenden liksom hemtjänst kan drivas kommunalt eller av privata aktörer. Som framgår av den vänstra grafen nedan så har antalet personer över 65 år boende på särskilda boenden minskat från cirka 94 000 år 2021 till cirka 84 000 år 2020. Fördelningen av patienter på kommunalt drivna särskilda boenden har legat relativt stabilt på strax över 80 procent sedan 2010.

### Antal boende >65 år i särskilt boende (000)



Per 1 oktober. Källa: Socialstyrelsen och Carlsquare

### Fördelning av patienter



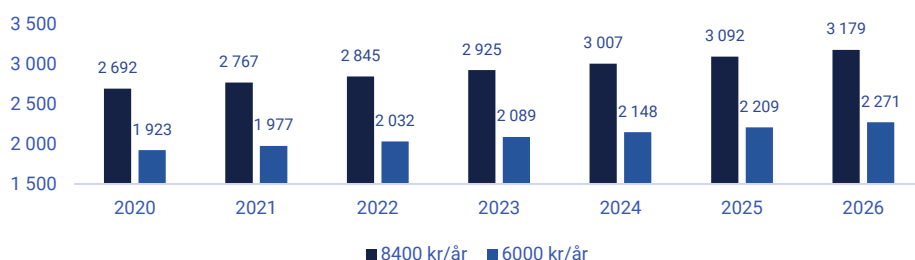
Per 1 oktober. Källa: Socialstyrelsen och Carlsquare

Att det är hemtjänsten som växer i Sverige, sett till antalet patienter, bedömer vi vara en trend som kommer att hålla i sig. Inte minst då allt fler önskar vård i hemmet före flytt till ålderdomshem (90 procent enligt data från American Association of Retired Persons). Utvecklingen bedöms också vara positiv för Raytelligence. Detta då det är vår bedömning att de absolut största besparingarna på kontroller etcetera kan göras inom hemtjänsten, snarare än på särskilda boenden.

### Eazense-systemets potentiella B2B-marknadsstorlek i Sverige

Per den 1 oktober 2020 hade totalt 320 400 personer över 65 år beviljats hemtjänst eller särskilt boende. Givet att bolaget kan sälja sin lösning i abonnemangsform till ett pris på 8 400 kronor per år beräknas ett totalt värde på den svenska marknaden till cirka 2,7 miljarder kronor per år. Antar vi i stället ett lägre pris om 6 000 kronor per år (motsvarande 500 kronor i månaden) beräknas marknadsvärdet till cirka 1,9 miljarder kronor.

### Uppskattad utveckling, B2B-marknaden i Sverige

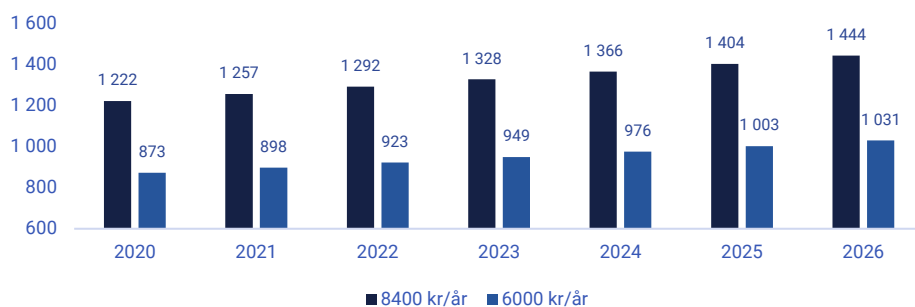


Källa: Carlsquare prognoser

Sveriges Kommuner och Regioner skriver i artikeln "Särskilt boende för äldre (SÄBO)" från den 22 april 2021 att antalet personer över 80 år i Sverige antas öka från cirka 500 000 till cirka en miljon personer. Det motsvarar en genomsnittlig tillväxttakt på 2,8 procent per år. Applicerar vi denna tillväxttakt på bolagets marknad innebär det ett marknadsvärde på cirka 3,2 miljarder kronor i Sverige år 2026 givet ett abonnemangspris om 8 400 kronor per år. Se graf ovan.

Baserat på befolkningsstatistik från 2020 presenterad av SCB framgår att 26,0 procent av befolkningen över 65 år är 80 år eller äldre. Antar vi att 26,0 procent av de som beviljas hemtjänst är kandidater för bolagets lösning skapas en konservativ uppskattning av marknaden. Marknadsvärdet 2020 blir något lägre- 1,2 miljarder kronor, givet ett pris per år om 8 400 kronor. Motsvarande siffra år 2026 blir då cirka 1,4 miljarder kronor. Se graf nedan.

### Uppskattad marknadspotential, B2B-marknaden i Sverige (MSEK)



Källa: Carlsquare prognoser

I båda scenarierna blir det årliga marknadsvärdet stort för B2B-marknaden i Sverige. Det påvisar potentialen på hemmamarknaden, men kräver att bolaget får ett genombrott på den inhemska B2B-marknaden. När och om detta sker är svårt att förutspå, men besked från Övertorneå, Luleå och Hofors kommuner bör komma under första halvåret 2022.

### Sverige bara en liten del av marknaden

För att göra en grov uppskattning av värdet på de nio marknader marknaden inom vården av äldre där bolaget via partner eller själva är aktiva på har vi skalat den svenska marknaden baserat på invånarantal och hälsovårdsinvesteringar (USD per capita) enligt FN samt en multiplikator för vilka ytterligare marknadssegment (industri och fängelser) som bearbetas i respektive land. Genom denna metod beräknas ett värde på bolagets nio marknader till 96,5 miljarder kronor år 2021. Givet en tillväxttakt om 2,8 procent per år ökar marknadens värde till cirka 110,8 miljarder kronor 2026.

### Uppskattad marknadspotential, B2B-marknaden i nio länder (MSEK)

	Invånare, miljoner	Hälsivårdsinvest. (USD/capita)	Multiplikator	Marknad	Andel
Sverige	10,4	5 782	1,0x	1 257	1,3%
Norge	5,4	6 647	0,6x	750	0,8%
Finland	5,5	4 578	0,4x	526	0,5%
Nederländerna	17,5	5 765	1,7x	2 101	2,2%
Tyskland	83,1	6 646	9,2x	11 517	11,9%
USA	334,0	11 072	61,3x	77 092	79,9%
Australien	25,9	5 187	2,2x	2 803	2,9%
Nya Zeeland	5,1	4 204	0,4x	450	0,5%
<b>Totalt nio länder</b>				<b>96 496</b>	<b>100%</b>

Källa: FN, Carlsquare

Som framgår i tabellen ovan är multiplikatorn/skalningsfaktorn 0,6x för Norge. Multiplikatorn för Norge är beräknad genom att dividera Norges invånarantal med invånarantalet i Sverige. Detta för att få en grov indikation på patientpopulationen. Vidare har vi dividerat Norges hälsovårdsinvesteringar per capita med motsvarande i Sverige för att få en grov indikation på den absoluta prisnivån. De två kvoterna är sedan multiplicerade med varandra. Produkten representerar den använda multiplikatorn. USA har den högsta multiplikatorn på 61,3x, vilket är en effekt av större invånarantal och högre hälsovårdsinvesteringar per capita.

Det är också intressant att den svenska marknaden endast utgör 1,3 procent av den totala marknaden där Raytelligence är aktiva. Givet storleken på marknaden i USA kan också denna marknad bli bolagets viktigaste marknad. Som tidigare nämnts är bolaget redan inne på USA-marknaden genom beställningen från Careteq.

## B2C-marknaden

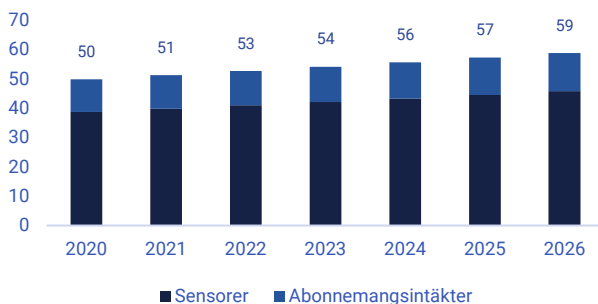
På B2C-marknaden kan Raytelligence anses haft ett första genombrott i form av beställningar från både Careteq och Zleep Zafe. Det är nu spännande att följa denna utveckling. Vi tror inte att samma långa försäljnings- och utvärderingsprocesser hämmar B2C-marknaden i den utsträckning som antas vara fallet på B2B-marknaden och kanske framförallt de nordiska kommunerna. Dock hålls även denna marknad tillbaka av faktorer som höga priser och få subventioner.

Vi bedömer att den typiska köparen på B2C-marknaden är nära familj till de äldre eller personer med andra sjukdomar som exempelvis epilepsi. Denna marknad är svår att estimeras. Rimligtvis överlappar den marknaden för vård i eget boende men varierar också mellan länder med olika kulturer och vårdssystem för respektive patientgrupp.

På B2B-marknaden är det som bekant bolagets avsikt att sälja sin produkt i en abonnemangsstruktur. En abonnemangsmodell på B2C-marknaden skulle reducera livsvärdet på varje kund markant, jämför med en företagskund. Det då den förväntade livslängden efter 80 år i Sverige är 0,6 år för män och 4,3 år för kvinnor. Därför tror vi att sensorerna kommer säljas separat från mjukvarulicenser.

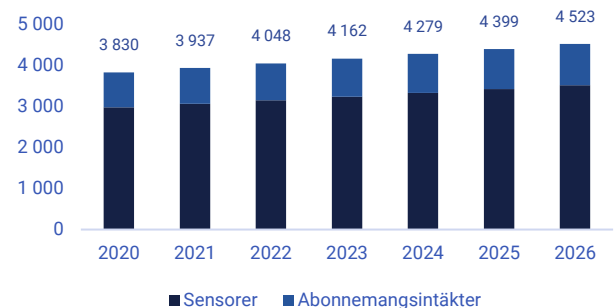
Nedan följer en uppskattning av den svenska B2C-marknadspotentialen, jämte en uppskattning av marknadspotentialen för de nio länder som bolaget själva eller via partners är aktiva på.

### Uppskatta marknadspotential B2C, Sverige (MSEK)



Källa: Carlsquare prognoser

### Uppskatta marknadspotential B2C, nio länder (MSEK)



Källa: Carlsquare prognoser

För att landa i den uppskattade potentialen på B2C-marknaden i Sverige har vi antagit att privatpersoner köper en sensor för 6 300 kronor. Vi har också antagit att kostnad för tillgång till mjukvara uppgår till 150 kronor. För att uppskatta den bearbetningsbara patientpopulationen har vi utgått från antalet patienter över 65 år som är beviljade hemtjänst i oktober 2020 (drygt 236 000). För att reducera denna patientpopulation till de som kan bedömas bolagets lösning som relevant är patientpopulationen justerad (multiplierad) med 26,0 procent. Denna procentsats motsvarar andelen av den svenska befolkningen över 65 år som är 80 år eller äldre. Vi har justerat patientpopulationen ytterligare en gång med 15 procent för att avspegla överlappningen mellan B2C- och B2B-marknaderna och därmed komma åt den andel som faktisk kan tänka sig att köpa bolagets lösning privat. För att landa i den totala marknadspotentialen för de nio länderna där bolaget är aktiva har vi skalat den svenska marknaden med samma multiplikatorer som för B2B-marknaden.

## Marknad, inkluderat andra applikationsområden

Raytelligence huvudmarknad är vården. Dock bearbetar bolaget även andra marknader, som kriminalvård och/eller industri i egen regi, eller via samarbetspartner. Detta innebär att bolagets teknologi har en marknadspotential som sannolikt är mer än det dubbla av vad som anges ovan.

## Konkurrens

### Larmenheter

Den svenska marknaden för hemsjukvård och övervakning av patienter domineras idag av det som kallas trygghetslarm. Patienterna brukar antingen bära larm-armband eller ha någon enklare larmapparat monterad i det egna hemmet eller rum på ett särskilt boende. Vid sidan av det finns det en uppsjö av aktivitetsarmband. Det finns också rörelsedetekterande larm-armband vilket innebär att patientens medvetande inte krävs för att den tilltänkta funktionen skall uppfyllas.

#### Doro Vibby Oak (fallsensor)



Källa: Doro

#### Doro Enzo (trygghetslarm)



Källa: Doro

Doro och Phoniro har ett antal produkter som fungerar som en dosa eller alarmknapp (fastmonterad eller som ett armband) som finns hos eller bärs av patienterna. Denna typ av system är typiskt sett telefonibaserade, där larmet är anslutet till vårdgivarens samordningscenter eller en larmcentral. När larmet aktiveras skapas en tal-kanal mellan enheten (i hemmet) och larmoperatören. Operatören kan då prata med patienten och avgöra om en uttryckning är nödvändig. Dessa trygghetslarm brukar köpas in av den kommunala hemsjukvården (som sedan ofta vidarefaktureras patienten, åtminstone till en del).

För att exempelvis underlätta situationsbedömning kompletteras ofta de enklare larmarmbanden med videokameror av varierande intelligensgrad. Går vi in på övervakningskameror hittar vi ett par svenska företag, som Doro och Axis (uppköpta av Canon). Globalt sett domineras kameramarknaden av kinesiska bolag, där det statsägda företaget Hakvision är det största. Dessa kameror används dock främst som säkerhetslösningar och inte i hemsjukvården. Irisity kan också bli en uppstickare på denna marknad.

#### Doro Visit (kameraövervakning)



Källa: Doro

#### Nooie IPC100 360 IP Security Camera



Källa: Nooie

Det brittiska bolaget Tunstall har funnits sedan 1957. Koncernen har idag 3 000 anställda i 17 länder inklusive Sverige. Det svenska dotterbolaget omsatte 349 miljoner kronor räkenskapsåret 2019/20. Tunstalls erbjudande omfattar:

- Trygghetscentral
- TES-plattform (ett integrerat system för schemaplanering och insatsregistrering för stöd av vårdpersonalens arbete)
- Digital Tillsyn (Tillsyn genom kamera samt övervakning 24 timmar om dygnet via bolagets trygghetscentral). Den digitala tillsynen sker av patienten i ett 20 sekunders-intervall. Är patienten inte där då sker nästa digitala tillsynstillfälle 15 minuter senare. Är patienten fortfarande inte där genomförs en kunduttryckning.

Den 16 oktober 2020 rapporterade SVT om stora problem med Tunstalls trygghetslarm i Krokoms och Luleå kommuner. I Luleå kommun avled en person efter att ha larmat åtta gånger och där larmet nådde nattpatrullen först efter fem timmar. I Krokoms har patienter fått vänta i 24 timmar och i något fall har det därför blivit ambulans till sjukhus i stället för ett besök av Hemtjänsten. Detta illustrerar två saker. Dels en möjlighet för Raytelligence att slå sig in på kommuner som önskar byta leverantör efter att liknande händelser har inträffat. Men också att kommunerna är känsliga för denna typ av offentliga skandaler. Leverantörer av dessa tjänster som ibland handlar om liv eller död måste vara pålitliga.

## IR- och ultraljudslösningar

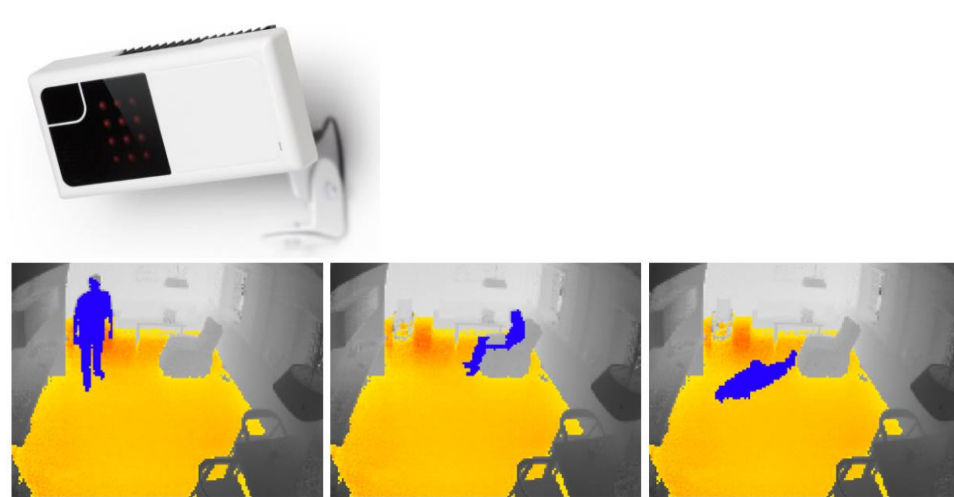
På äldreboenden används sedan länge IR- eller ultraljudsbaserade sängvakter och rörelsedetektorer för att övervaka patienterna på deras rum. Priset för sådana produkter understiger idag 1 000 kronor per styck. Exempel på aktörer inom detta segment är Next Step Dynamics och Noomi. Det sistnämnda bolaget ägs av EQT Ventures och arbetar idag under varumärket Nectarine Health.

Dessa är de huvudsakliga konkurrenter på den marknad där Raytelligence önskar etablera sig. Vår uppfattning är att dessa enklare larmprodukter bäst lämpar sig för en reaktiv övervakning. Systemen brukar generera många onödiga larm. Deras största förtjänst är att det handlar om förhållandevis billiga lösningar för vårdgivarna.

IR-detektering har sämre upplösning än den 60 GHz radar som ingår i Raytelligence lösning. IR klarar inte att detektera vitalparametrarna andning och puls. Det gör det extra intressant för Raytelligence att själva utveckla en sådan funktionalitet. Då får bolaget ett mycket attraktivt erbjudande relativt sina konkurrenter.

En produkt som liknar Raytelligence radarsensor Ray VS1 är RoomMate. Det är en IR-sensor som avpersonifierar brukaren automatiskt. Denna IR-sensor är helt oberoende av dagsljus och har en räckvidd av 8 meter. Personalen behöver inte göra kontinuerliga inspektioner, utan RoomMates inbyggda bildanalys larmar när patienten ramlar, reser sig upp ur sängen eller till exempel befinner sig i ett onaturligt läge i badrummet. Varningarna skickas via App, sms, e-post, MMS eller webben.

### Room Mates övervakningskamera samt detekteringsmönster i ett rum



Källa: [www.nordicwelltech.se/produkter/roommate/](http://www.nordicwelltech.se/produkter/roommate/)

En annan etablerad aktör som jobbar med en IR-sensor är brittiska OxeHealth med sin Digital Care Assistant (DCA™). Bolagets IR-sensor kan enligt uppgift mäta såväl rörelsemönster som puls och andning. I likhet med Raytelligence har OxHealth produkt även algoritmer som kan bearbeta och tolka information från IR-sensorn för att skapa aktivitets- och hälsoinformation som sedan kan delges vårdpersonalen via exempelvis webläsplattor.

## Andra radarsensorlösningar

Den största konkurrenten inom detta segment är Novelda med Xehtru. Som framgår av bilden nedan är detta ett chip och alltså bara en del av den kompletta lösningen. Bolaget levererar UWB (Ultra-Wideband sensorer)- impuls-radar-sensorer med kort räckvidd.

Produkten används framför allt i inomhustillämpningar inklusive konsumentelektroniska enheter och smarta byggsystem/byggnader.

### Bild på Noveldas Xehtru X4M300

---



---

Källa: [www.sensorlogic.ai/xehtru](http://www.sensorlogic.ai/xehtru)

## Sektorbolag & konkurrenter

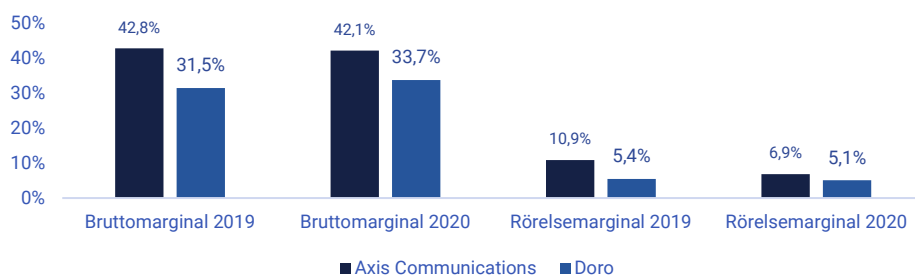
Vi har studerat lönsamheten för ett par av Raytelligence konkurrenter eller strukturmässigt (mix av försäljning av hård- och mjukvara) jämförbara bolag. Det ena är Axis Communications AB (sedan 2015 ägt av Canon Inc-koncernen), medan det andra är det börsnoterade Doro. Noterbart är att även om dessa bolag hade en relativ hög bruttomarginal på sin försäljning 2019-2020, så låg bruttomarginalerna i spannet 31-43 procent och därmed en bra bit under den målbild på överstigande 50 procent som Raytelligence har.

Axis Communications levererar säkerhetskameror (hårdvara) som alltmer blir lösningar, där kamerorna ingår i ett videohanteringssystem. Helåret 2017 redovisade Axis AB intäkter om cirka 8,6 miljarder kronor med en bruttomarginal på cirka 52 procent och en rörelsemarginal om cirka 12 procent. Axis Communications nådde en nettoomsättning på 9,7 miljarder kronor helåret 2020, men av detta var ca 6,6 miljarder kronor koncern-intern försäljning medan resterande ca 3,1 miljarder kronor utgjordes av försäljning till Europa, Afrika och Mellanöstern. Som framgår av grafen nedan har Axis brutto- och rörelsemarginal minskat om vi jämför 2020 med 2017.

Doro-koncernens totala intäkter uppgick till knappt 1,7 miljarder kronor helåret 2020. Av dessa avsåg en knapp tredjedel (524 miljoner kronor) affärsområde Doro Care, där de med Raytelligence konkurrerande produktlösningarna finns. Geografiskt sålde Doro Care 51 procent i Norden, 43 procent i Storbritannien och 6 procent till övriga länder helåret 2020. Doro Care redovisade något bättre rörelsemarginaler på 8,5 procent 2019 och 7,4 procent 2020. Detta jämfört med Doro-koncernen även innehållande affärsområdet Doro Phones.

Inom Assa Abloy Global Solutions, där Phoniro AB hamnade efter uppköpet i februari 2018, ingår en mängd lösningar som mobil access, elektroniska lås, access management (passerkontroll mm), läges-lokalisering, elektroniska kassaskåp (inomhus på hotellrum etc), mekaniska lås, mini-barer, tillämpande produkter på fastighetssidan och säkerhetskontroller mm. Phoniro Systems AB redovisade en nettoomsättning på 127,6 miljoner kronor med ett rörelseresultat på 30,5 miljoner kronor helåret 2017, vilket var det sista året som självständigt bolag. Efter återläggning av aktiverat arbete för egen räkning (som ökade intäkter och förbättrade resultatet) uppgick Phoniro Systems justerade rörelsemarginal till 17 procent helåret 2017. Tre år senare efter uppköpet redovisade Phoniro AB en nettoomsättning på 157,3 miljoner kronor med ett rörelseresultat före avskrivningar på minus 1,1 miljoner kronor helåret 2020. Bolaget skriver i sin verksamhetskommentar att de satsar på att öka andelen återkommande intäkter inom digitala lösningar.

### Axis Communications och Doro, Brutto- och rörelsemarginaler 2019-2020



Källa: Bolagsinformation

Däremot går det att hitta mjukvarubolag som har högre bruttomarginaler än ovanstående. Precise Biometrics är ett sådant som nådde 75 procent bruttomarginal på sina intäkter under första halvåret 2021. Precise säljer algoritmlösningar, för några år sedan till mobiltelefonföretag via mobilernas sensorer och numera till olika former av digital identitetskontroll (passersystem, inloggning till banker och via kreditkort mm).

Raytelligence är inte ett renodlat mjukvarubolag. Däremot ger dess abonnemangsentäkter möjligheter att nå höga bruttomarginaler på denna del av försäljningen. En del av försäljningen kommer troligen att ske som produktförsäljning till större bolag också. Därmed bör marginalerna hamna någonstans mittemellan mjukvaru- och hårdvaruförsäljningens typiska nivåer (omkring 75-80 respektive 30-40 procent rörelsemarginal).

Next Step Dynamics är ett start-up bolag med en omsättning på endast ca 3 miljoner kronor med ett rörelseresultat på 3 tusen kronor helåret 2019. Bolagets verksamhet är att utveckla och leverera en produkt för fallprevention, dvs en direkt konkurrent till Raytelligence. Next Step Dynamics samarbetar med Doro i kommersialiseringen av sin produkt.

Vi bedömer mot bakgrund av konkurrensläget att Raytelligence skulle ha svårt att hävda sig med produkter med en enklare funktionalitet. Detta då det finns teknologier och lösningar som är mer inarbetade och kostnadseffektiva. Istället behöver Raytelligence ökad andelen validerad AI diagnostisering i mer komplexa applikationer. Det kommer att kräva mer investeringar i forskning och utveckling från bolagets sida för att uppnå detta.

Samtidigt bör bolag med ny intressant teknik vara sannolika uppköpskandidater från de etablerade aktörernas sida som önskar befästa sin dominerade marknadsposition och samtidigt bredda sitt erbjudande. Det innebär att förvärvsintensiteten i sektorn lär öka framöver.

### Listade bolag i referensgruppen

Vi har tagit fram åtta börsnoterade bolag vars verksamhet som påminner om den som Raytelligence bedriver. Det är sällan konkurrenter, men däremot bolag inom IT- och Hälsovårdssektorn som säljer produkter och lösningar som har likheter med Raytelligence eazense-system vad gäller utväxling i form av exempelvis bruttomarginaler.

**Saes Getters SpA** är en italiensk industrikoncern som fokuserar sin verksamhet på produktion av komponenter och system i avancerade material och använda i olika industri- och medicinska applikationer där vakuumförhållanden eller rena gaser krävs.

**Brockhaus Technologies AG** är ett tyskt industriföretag. Bolaget ägnar sig åt att förvärva teknikföretag med B2B-försäljning i det tyska Mittelstand (medelstora) företagssegmentet.

**Identiv Inc** är ett globalt säkerhetsteknikföretag som tillhandahåller lösningar för säker identifiering och fysisk säkerhet som skyddar saker, data och fysiska platser. Verksamheten omfattar lösningar för att hantera marknaden för säkerhet i lokaler inklusive åtkomstkontroll, videoövervakning, analys, ljud, åtkomstläsare och identitet.

**Motion Display Scandinavia AB** är ett svenskt teknikföretag som är verksamt inom marknadsföring i butik. Företaget erbjuder en rad displaylösningar med fokus på elektronisk reklam i butikslokaler och elektroniska pappersdisplayer (EPD).

**Doro** är ett svenskt företag som säljer elektroniska produkter, främst inom telekomsektorn. Bolagets produktportfölj är uppdelad i en del som innehåller mobiltelefoner, tråd- och sladdlösa telefoner, fjärrkontroller, väckarklockor och headsets. En annan del är mHealth som tillhandahåller mobilbaserade tjänster inom hälsosektorn. Den tredje divisionen är CareTech som omfattar IT-lösningar och webprodukter samt tjänster.

**Tobii** är en svensk leverantör av teknik för ögonstyrning och teknik för ögonkontroll. En av divisionerna är Tobii Tech som utvecklar ögonspårningsteknik och produkter för konsumentmarknaden. Tobii Dynavox säljer förstärkningslösningar för personer med nedsatt rörelseförmåga och kommunikation med datorer. Tobii Pro säljer ögonspårningslösningar för forskare på mänskligt beteende.

**Irisity** (tidigare Mindmancer) utvecklar Säkerhetslösningar inom videoövervakning med kameror kopplade till larmcentraler samt övervakning av systemet. Lösningarna är utformade för att täcka stora områden med ett begränsat antal kameror. Företagets rörelsedetektorer är väderbeständiga.

**Big Technologies Plc** är ett brittiskt företag som erbjuder lösningar för personspårningar. Företagets främsta varumärke, Buddi, är ett system för personspårning som används för att skydda utsatta personer och barn. Buddi är en bärbar enhet, ett armband, som har en automatisk falldetektering, ett tryckknappsalarm och en lokaliseringsfunktion.

Ovanstående bolag återkommer i värderingsavsnittet under den jämförande multipelvärderingen.



## Finansiell historik och Carlsquare prognoser

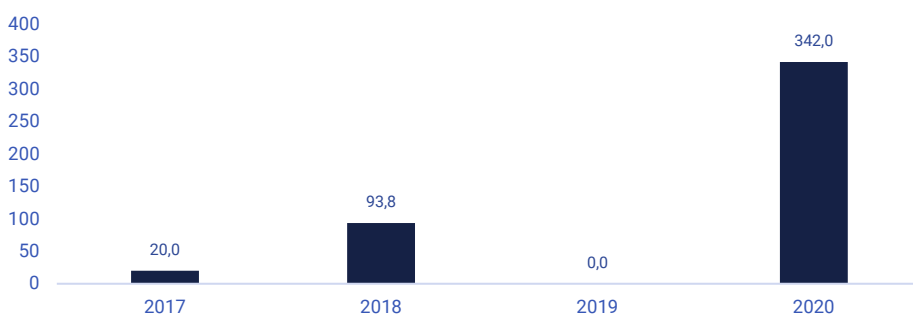
Raytelligences historiska intäkter har legat på låga nivåer. 2021 kan innebära ett intäktslyft givet beställningar från Zleep Zafe och Careteq. Under 2022 räknar vi med att bolaget erhåller minst en kommersiell beställning från B2B-marknaden. Över den prognostiserade perioden, 2021-2031, modellerar vi med en genomsnittlig tillväxttakt om 82,8% per år. Det är vid första anblick en hög siffra men renderar ändå i en låg marknadsandel om 0,1 procent på de nio marknader där bolaget är aktiv i dag. Över tid räknar vi med att bruttomarginalen kan stiga mot 67,5 procent med en hög antal licensintäkter. Under 2031 räknar vi med en rörelsemarginal på 24,1 procent. Osäkerheten i våra prognoser är givetvis hög.

### Finansiell historik

#### Historiska intäkter

Raytelligence har historiskt haft låga intäkter. Intäkterna har mestadels varit hänförliga till olika pilot-orders från exempelvis bolagets fängelsekund i Nederländerna eller ett större tyskt sensorbolag som lade en provorder på cirka 300 000 kronor i slutet av 2019. Tyvärr valde det tyska sensorbolaget att avbryta projektet med hänsyn till effekterna av Covid-pandemin på sin egen verksamhet under 2020. Under årets (2021) första sex månader har Raytelligence nettoomsättning uppgått till drygt 18 500 kronor.

#### Historisk nettoomsättning och övriga rörelseintäkter 2017-2020 (kSEK)



Källa: Bolagsinformation

#### Historisk kostnadsfördelning och lönsamhet

Historiskt har posten övriga externa kostnader varit bolagets kostnad. Det förklaras av företagsledningen strävan efter att hålla nere kostnader genom att låta personalen arbeta i konsultform.

#### Historisk kostnadsfördelning

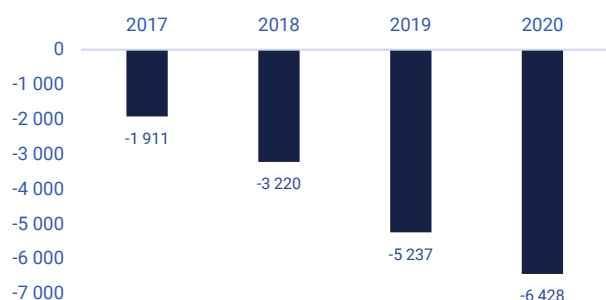


Källa: Bolagsinformation

Till följd av låga intäkter har Raytelligence redovisat negativa rörelseresultat de senaste fyra åren, samt även under första halvåret 2021. Dock så har ändå bolagets kostnads-massa gradvis ökat till cirka 6,8 miljoner kronor för helåret 2020 och drygt 5,2 miljoner kronor under första halvåret 2021. Både personalkostnader och övriga externa kostnader har ökat. Personalkostnaderna har stigit då bolaget valt att anställa personal i stället för att låta dem vara sysselsatta på konsultkontrakt.

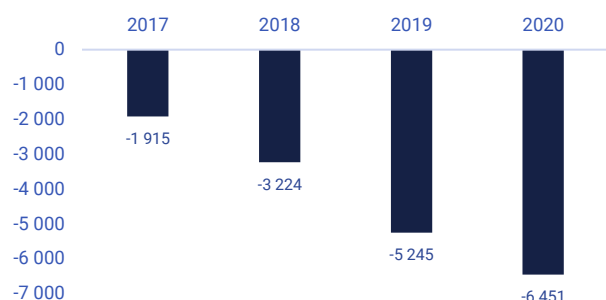
Under 2020 tilltog det negativa EBITDA-resultatet till minus cirka 6,4 miljoner kronor. Under årets första sex månader 2021 blev EBITDA-resultatet minus cirka 5,2 miljoner kronor.

### Historiskt EBITDA-resultat (kSEK)



Källa: Bolagsinformation

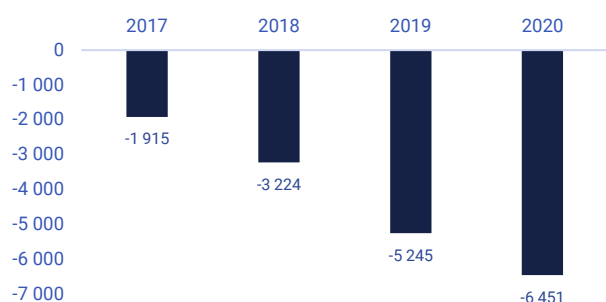
### Historiska EBIT-resultat (kSEK)



Källa: Bolagsinformation

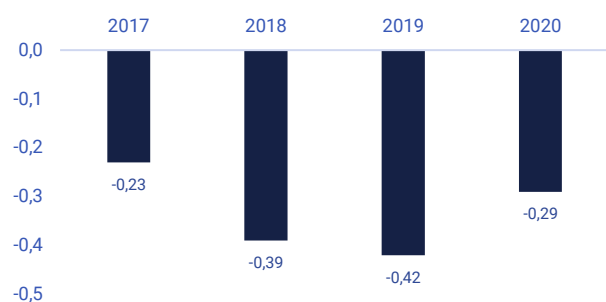
Resultat per aktie var mindre negativt under 2020 jämfört med 2019. Samtidigt ökade antalet utestående aktier från cirka 12,5 miljoner stycken vid utgången av 2019 till cirka 21,9 miljoner stycken vid utgången av 2020.

### Historiskt resultat (kSEK)



Källa: Bolagsinformation

### Resultat per aktie (kronor)



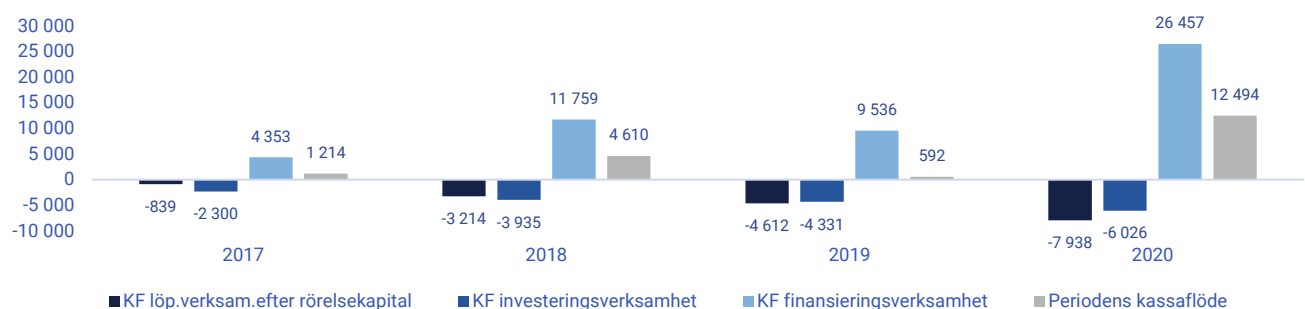
Källa: Bolagsinformation

## Kassaflöde och finansiering

Bolagets likviditetsmässiga underskott har täckts upp med nyemissioner på totalt drygt 50 miljoner kronor från 1 januari 2017 till 31 december 2020. Under första halvåret 2021 togs ytterligare cirka 7,9 miljoner kronor in till bolaget via teckningsoptioner. Bolaget har ytterligare teckningsoptioner som förfaller i september 2024, vilka kan inbringa knappt sju miljoner kronor före relaterade emissionskostnader. Per den 30 juni 2021 hade bolaget cirka 20,7 miljoner kronor i kassan. Det bör kunna finansiera verksamheten i cirka 12 månader utan några intäkter. Det framtida finansieringsbehovet är däremot inte säkrat.

Förutom rörelsekostnader har Raytelligence investerat cirka 21 miljoner kronor under perioden 1 januari 2017 till 30 juni 2021. Förändringarna i rörelsekapital har varit av mindre omfattning, vilket inte är så konstigt eftersom sådana brukar vara knutna till försäljning.

### Kassaflöde 2017-kv2 2021 (kSEK)



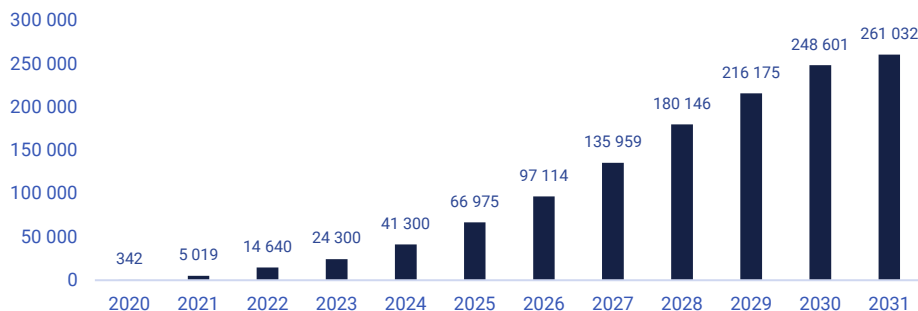
Källa: Bolagsinformation

## Prognoser och antaganden

### Nettoomsättning

Under 2021 räknar vi med att bolaget genererar en nettoomsättning på cirka 5,0 miljoner kronor. Vår prognos är att en stor del av den tyska ordern med ett värde av 4,4 miljoner kronor ropas av under det fjärde kvartalet 2021. Under 2022 räknar vi med att bolaget får minst en kommersiell beställning på B2B-marknaden och modellerar med försäljningsintäkter på 14,6 miljoner kronor samma år. Över prognosperioden, 2021 till 2031, är den antagna genomsnittliga tillväxttakten 82,8 procent per år. Osäkerheten i dessa prognoser är givetvis mycket hög.

### Antagen nettoomsättning 2020-2031P (kSEK)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Våra intäktsantaganden får trots en hög procentuell tillväxt sägas vara relativt försiktiga. Detta mot bakgrund av den stora marknad som bolaget adresserar. 67 miljoner kronor i intäkter 2025 motsvarar enligt vår uppskattning bara cirka 4,8 procent av den potentiella B2B-marknaden i Sverige. Det motsvarar cirka 0,1 procent av den totala B2B-marknaden i de nio länder som bolaget är aktiv på i egen regi eller via partners. Samtidigt bör vi komma ihåg att bolaget slår sig in på en marknad där det redan finns etablerade konkurrenter, vilket gör en kraftig expansion mer utmanande än den annars skulle ha varit.

### Lönsamhet

#### Rörelseresultat

Raytelligence går in i andra halvåret 2021 med en årlig kostnadsmassa på cirka 10,5 miljoner kronor. Denna ska genom ökade intäkter gradvis göra att bolaget snarast möjligt når en resultat- och kassaflödesmässig break-even. Det viktigaste är att bolaget kan sälja sina lösningar (sensorn med molnlösningen) med ett månatligt abonnemang som ger en hög bruttomarginal. I vårt basscenario ökar den justerade bruttomarginalen från 48,4 procent 2021 till 67,5 procent under 2031.

Nästa fråga är i vilket takt som övriga kostnader kan öka när intäkterna växer och företaget behöver expandera inom exempelvis kundsupport och administration. Detta avgör vilken rörelsemarginal som nås samt hur snabbt detta kan ske. Våra antaganden för bolagets rörelseresultat framgår av nedanstående graf. Bolaget når givet våra antaganden break-even vad gäller rörelseresultat under 2025. Rörelsemarginalen ökar till 24,1 procent till 2031 enligt våra prognoser.

### Rörelseresultat 2020-2031P (kSEK)

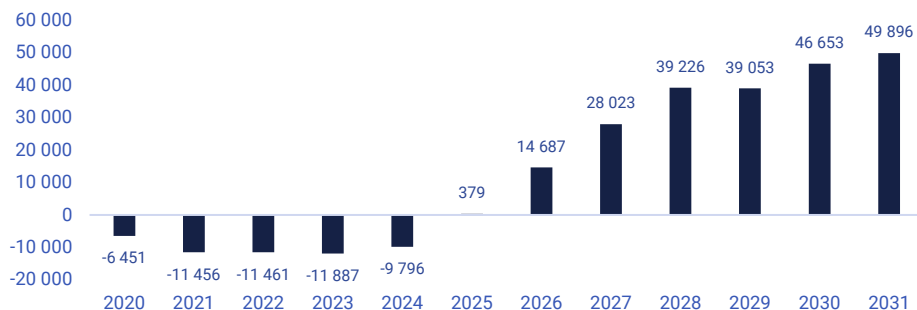


Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

### Periodens resultat och vinst per aktie

Bolagets resultat efter skatt per aktie utvecklas ungefär i linje med ovanstående. Se graf nedan.

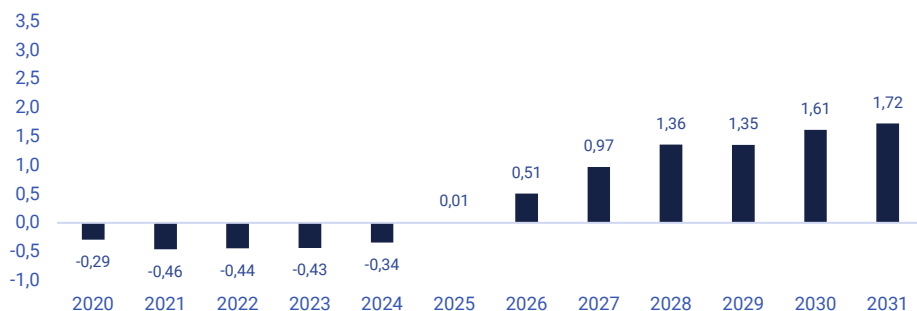
#### Periodens resultat 2020-2031P (kSEK)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Nedan visas antagen utveckling för vinst per aktie. År 2031 uppgår antalet utestående aktier till drygt 28,3 miljoner stocken. Det motsvarar en ökning på drygt 3,4 miljoner aktier hänförlig till antagna nyemissioner och inlösen av teckningsoptioner.

#### Vinst kr per aktie 2020-2031P

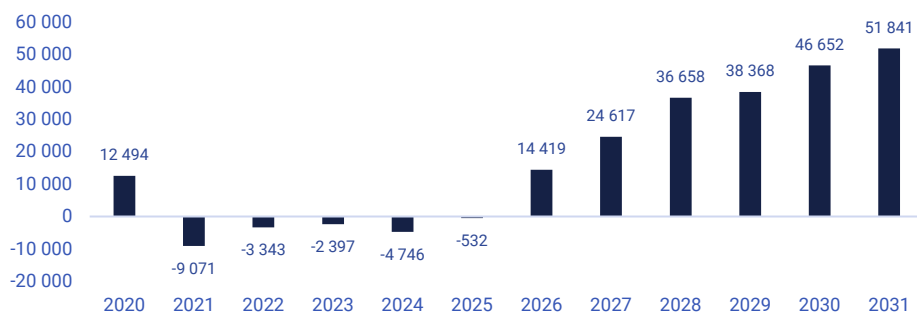


Skatt skapar hack i kurvan år 2029Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

### Kassaflöde och finansiering

Bolagets kassaflöde påverkas förutom av resultatet av avskrivningar och förändringar i rörelsekapital och företagets investeringsbehov. Det är framför allt den sistnämnda posten som vi anser vara svår att bedöma. Vi räknar med att investeringar under 2021 uppgår till cirka 7,9 miljoner kronor. Den minskar sedan successivt till 4,1 miljoner kronor år 2031, samtidigt som kostnader för forskning och utveckling antas tas löpande över resultaträkningen. Under perioden 2022-2024 tar bolaget i vårt scenario in cirka 30 miljoner kronor i nyemission efter relaterade emissionskostnader.

#### Kassaflöde (kSEK)



Skatt skapar hack i kurvan år 2029. Källa: Carlsquare prognoser

## Värdering

Genom att kombinera en multipelvärdering med en kassaflödesvärdering beräknar vi ett motiverat värde i basscenariot till 6,2 kronor per aktie för de kommande 6-12 månaderna. Den implicita EV/Sales-multipeln på prognostiserad nettoomsättning 2025 är 2,5x. Det är i linje med hur de mogna bolagen i referensgruppen handlas i dag. I Bull-scenariot beräknas ett värde om 10,5 kronor per aktie och i Bear-scenariot är värdet 4,4 kronor per aktie.

## Motiverat värde inom ett intervall

### Stor potentiell uppsida till hög risk

Raytelligence är ett tillväxt-case. Jämfört med en ren multipelvärdering är det vår bedömning att en DCF-värdering bättre fångar in tillväxtpotentialen över en längre period. Samtidigt ser vi de uppenbara fördelarna med en multipelvärdering som är direkt kopplad till aktiemarknaden. En "traditionell" multipelvärdering baserat på jämförelsegruppens medianvärde för exempelvis EV/Sales-multipeln tar inte hänsyn till förväntad tillväxt eller marginaler. Därför kan en mer rättvisande multipel för bolag som Raytelligence, vars förväntade tillväxttakt väl överstiger referensgruppens, beräknas genom en regressionsanalys med variablerna EV/Sales och förväntad tillväxt plus EBITDA-marginal under 2022. Därför, i en ansats att värdera Raytelligence har vi kombinerat en DCF-värdering med en multipelvärdering baserat på en regressionsanalys.

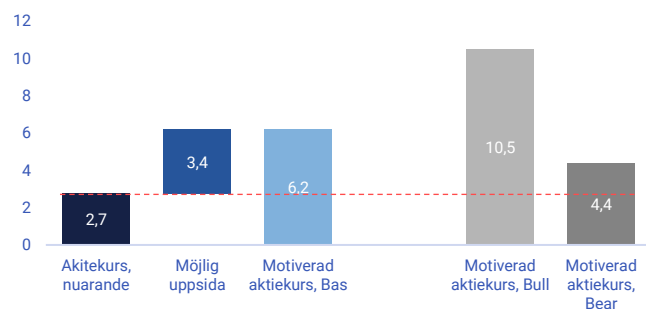
Vår DCF-värdering ger ett värde på mellan 7,2 och 7,5 kronor per aktie. Vår multipelvärdering ger ett värde om 5,2 kronor per aktie. Genom att kombinera det lägsta värdet för DCF-modellen med multipelvärderingen till ett genomsnitt beräknar vi ett motiverat värde om 6,2 kronor per aktie för de kommande 6-12 månaderna, efter full utspädning hänförligt till det antagna finansieringsbehovet. Det motsvarar också en potential om 126 procent jämfört med senast betalda aktiekurs

### Motiverat värde per aktie (kr), basscenario

DCF-värdering	7,2
Multipelvärdering	5,2
<b>Motiverat värde per aktie</b>	<b>6,2</b>
Möjlig upp-/nedsida	126%
Antal aktier, full utspädning (milj. stycken)	28,9
Marknadsvärde (MSEK)	178,8
Kassa (MSEK)	11,0
Skuld (MSEK)	0,0
EV (MSEK)	167,7

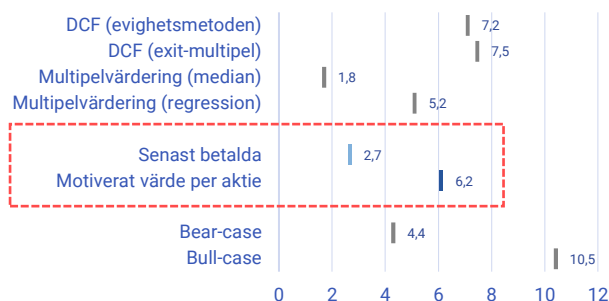
Källa: Carlsquare prognoser

### Motiverat värde per aktie, basscenario (kr)



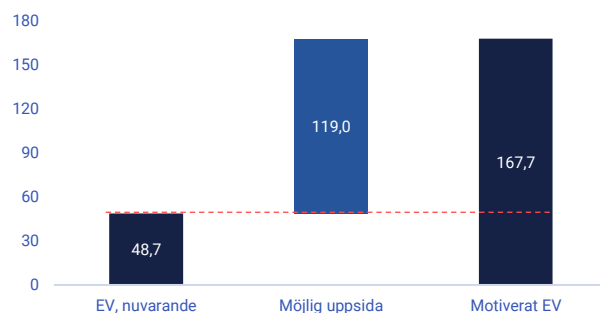
Källa: Carlsquare prognoser

### Motiverat värde inom ett intervall



Källa: Carlsquare prognoser

### Visualisering marknadsvärde, basscenario (MSEK)



Källa: Carlsquare prognoser

## En rimlighetsbedömning

Vår värdering i basscenariot motsvarar multiplar nedan.

### Implicita multiplar, basscenario

	NTM	2021	2022	2023	2024	2025	2026
EV/Sales	13,4x	33,4x	11,5x	6,9x	4,1x	2,5x	1,7x
EV/EBITDA	NM	NM	NM	NM	NM	23,5x	7,5x
EV/EBIT	NM	NM	NM	NM	NM	443,0x	11,4x

Källa: Carlsquare prognoser

I vår referensgrupp har vi inkluderat företag vars affärsmodell påminner om den som Raytelligence har. Referensgruppen handlas till en EV/Sales-multipel på consensusestimat 2021 och 2022 om 3,5x respektive 2,8x. Referensgruppen handlas till en EV/EBIT-multipel 2021 om 19,3x och för prognoser 2022 på 16,3x. I vårt basscenario och motsvarar vår värdering multiplar på våra prognoser i linje med marknaden omkring 2025-2026.

## DCF-värdering

Genom att nuvärdesberäkna framtida det antagna framtida kassaflödet i en DCF-modell med en diskonteringsränta på 13,4 procent beräknas ett motiverat värde på 7,2 kronor per aktie för de kommande 12 månaderna efter full utspädning. Diskonteringsräntan skall avspegla risk och osäkerhet i företagets verksamhet.

### Sammanställning värdering, basscenario

DCF värdering		Disk.ränta prognosperiod		Antaganden	
Nuvärde kassaflöde (UFCF)	37,5	Risikfri ränta, prognostiserad period	0,3%	CAGR, 2020-2031	82,8%
Nuvärde, evighetsvärde (TV)	159	Marknadsriskpremie	6,7%	EBITDA-marginal, 2031	26,7%
<b>Rörelsevärde (EV)</b>	<b>197</b>	Småbolagspremie	4,2%	EBIT-marginal, 2031	24,1%
Nettokassa (31-Dec-21)	11,0	Beta	1,2x	Skattesats	20,6%
<b>Totalt aktievärde</b>	<b>208</b>	Avkastningskrav, EK	13,4%		
				<b>Implicita värderingsmult.</b>	
Befintligt antal aktier	25,6	Skattejust. kreditränta	7,6%	EV/Sales NTM	13,4x
Nya akter	3,4	Belåningsgrad	0,0%	EV/Sales 2022P	11,5x
Antalet aktier, full utspädning	28,9			EV/EBITDA NTM	NM
		WACC	13,4%	EV/EBITDA 2022P	NM
Värde per aktie, före utspädning	8,1	Bolagsspec. Tillgägg	0,0%	EV/EBIT NTM	NM
<b>Värde per aktie, full utspädning (basscenario)</b>	<b>7,2</b>	<b>Disk.ränta</b>	<b>13,4%</b>	EV/EBIT 2022P	NM

\*Marginaler räknade på justerat bruttoresultat. Källa: Carlsquare prognoser

Givet den långa prognosperioden samt att den största delen av värdet ligger i potentialen och därmed framtiden är också vår värdering känslig för förändringar i diskonteringsräntan. Nedan till vänster visas en känslighetsanalys med variablerna diskonteringsränta och antagen tillväxttakt för beräkning av evighetsvärdet.

### Känslighetsanalys (kr/aktie)

	3,0%	4,0%	5,0%	6,0%
11,4%	9,3	10,4	11,8	13,7
12,4%	7,8	8,6	9,6	10,9
13,4%	6,6	<b>7,2</b>	7,9	8,8
14,4%	5,6	6,1	6,6	7,3
15,4%	4,9	5,2	5,6	6,1

Diskonteringsränta på Y-axeln och tillväxt evighet på X-axeln  
 Källa: Carlsquare prognoser

### Känslighetsanalys med exit-multipel (kr/aktie)

	7,7x (60%)	9,7x (50%)	11,6x (40%)	13,5x (30%)
11,4%	7,6	9,0	10,4	11,9
12,4%	7,0	8,3	9,5	10,8
13,4%	6,4	<b>7,5</b>	8,7	9,9
14,4%	5,8	6,9	8,0	9,0
15,4%	5,3	6,3	7,3	8,3

Diskonteringsränta på Y-axeln och exit-multipel på X-axeln  
 (XX%) = rabatt applicerad på jämförelsegruppens medianvärde för EV/EBIT  
 Källa: Carlsquare prognoser

Till höger visas en andra känslighetsanalys för värdering baserat på en DCF-modell med en exit-multipel som metod för beräkning av evighetsvärde – då som alternativ till evighetsmetoden. Med exit multipel-metod har vi tagit jämförelsegruppens medianvärde för EBIT-multipeln, rabatterat denna med 50 procent, och applicerat den rabatterade EBIT-multipeln på det antagna EBIT-resultatet 2031. Detta värde är sedan nuvärdesberäknat för att representera evighetsvärdet i DCF-modellen. Som framgår genererar även denna modell ett motiverat värde om 7,5 kronor per aktie.

## Multipelvärdering

Nedan visas vår multipelvärdering. Den använda EV/Sales multiplern 2022 är beräknad från en regressionsanalys och är sedan rabatterad med 50 procent. Givet att bolagen i referensgruppen redovisar intäkter efter utbetalning till säljare har vi applicerat den beräknade EV/Sales-multiplern på vårt förväntade bruttoreultat för Raytelligence 2022. Som framgår i tabell beräknas ett värde om 5,3 kronor per aktie.

### Sammanställning värdering, basscenario

Bolag	Ticker	CAGR, 2020-2023	µEBITDA-marg., 2021-2023	EV/Sales, 2022	EV/EBIT, 2022
SAES Getters S.p.A.	SG	8%	19%	2,4x	16,2x
Brockhaus Technologies AG	BKHT	16%	36%	2,4x	9,2x
Identiv, Inc.	INVE	24%	8%	3,9x	75,8x
Motion Display Scandinavia AB	MODI	3%	1%	0,6x	NM
Doro AB (publ)	DORO	1%	16%	0,9x	10,6x
Tobii AB (publ)	TOBII	12%	15%	3,6x	176,2x
Irisity AB (publ)	IRIS	159%	34%	3,2x	11,0x
Big Technologies plc	BIG	22%	56%	18,9x	39,0x
<b>Referensgrupp, median</b>		<b>14%</b>	<b>18%</b>	<b>2,8x</b>	<b>16,2x</b>
Referensgrupp, genomsnitt		31%	23%	4,5x	48,3x

	EV/Sales
Multipel, regression	9,5x
Rabatt	0%
<b>Använd multipel, reg.</b>	<b>9,5x</b>
CSQ förv. försäljning 2022	14 640
<b>Implicit EV</b>	<b>138 809</b>
Kassa	11 048
Skuld	0
<b>Aktievärde</b>	<b>149 856</b>
Utestående aktier	25 559
Värde per aktie	5,9
Utestående aktier, full utspädning	28 929
<b>Värde per aktie, full utspädning</b>	<b>5,2</b>

Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare prognoser

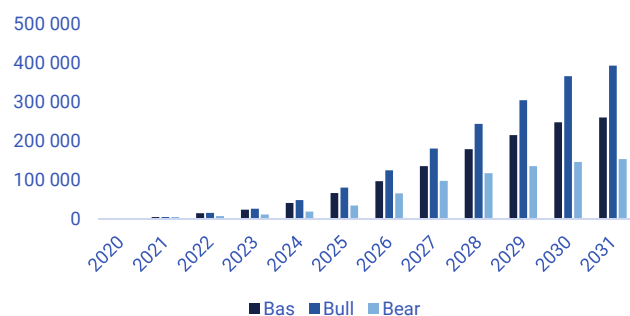
## Värderingsintervall

I Bull- och Bear-scenariot har vi utgått från vår DCF-modell men tagit fram alternativa tillväxtkurvor liksom lönsamhetsutveckling. I Bull-scenariot modellerar vi med en genomsnittlig tillväxttakt på 89,9 procent per år för nettoomsättningen. Rörelsemarginalen beräknad på nettoomsättning är antaget att stiga till 24,9 procent. I Bear-scenariot modellerar vi med en genomsnittlig tillväxttakt för försäljningsintäkter om 74,3 procent per år. Rörelsemarginalen är antaget att öka till 19,5 procent. Den antagna tillväxttakten är aggressiv i samtliga tre scenarion men som tidigare nämnts är den potentiella marknaden också mycket stor.

I det mer optimistiska Bull-scenariot beräknas ett motiverat värde på 10,5 kronor per aktie efter full finansiering och utspädning. I det mer pessimistiska Bear-scenariot beräknas ett motiverat värde om 4,4 kronor per aktie efter full finansiering och utspädning.

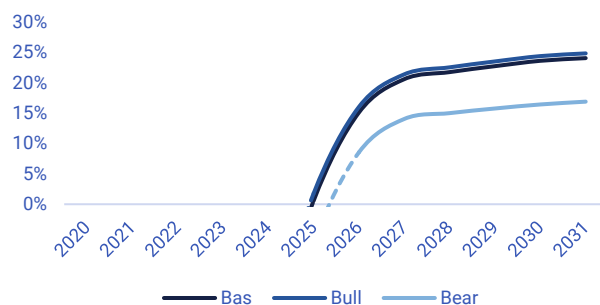
Nedan visas antagen utveckling i de tre scenariona för nettoomsättning och rörelsemarginal.

### Försäljningsintäkter 2020-2031P, tre scenarion (kSEK)



Källa: Carlsquare prognoser

### Just. rörelsemarginal 2025-2031P, tre scenarion



Källa: Carlsquare prognoser

## Risker

Raytelligence har ett innovativt radarsensor-system som med en hög upplösning kan mäta patienters rörelsemönster, vilket är ett unikt säljargument. Men konkurrensen är betydande från kamera- och IR-bolag. Marknaden är stor, inte minst i länder som Tyskland och USA. Vägen dit går via samarbetspartners vars försäljningsansträngningar Raytelligence inte fullt ut kan kontrollera.

### Produktansvar

Eventuella fel eller brister i Raytelligence system skulle kunna medföra ansvar och krav på skadestånd. Företaget är ansvarigt för skador orsakade av dess produkter, vilket omfattas av ett allmänt produktansvar för tillverkade och sålda produkter.

### Teknikskiften

Tillväxtpotentialerna för digitala lösningar inom hemsjukvården bedöms vara mycket goda, vilket även gäller andra miljöer som exempelvis industrin. Men samtidigt är enskilda produkter och lösningar känsliga för teknikskiften som kan inträffa. Det gäller att Raytelligence bevakar vad som händer i sektorn och vad konkurrenterna har för sig. Även om sådana förändringar identifieras av bolaget, ställs sedan krav på finansiella och personella resurser för att snabbt möta det som händer genom utveckling av bolagets system.

### Risk för patentintrång

Även om Raytelligence har fått patent för delar av sin lösning i USA och en liknande process pågår för EU (Europeiska Unionen), så kan det ändå inte uteslutas att andra aktörer kan komma att utöva patentintrång på bolagets lösning. En erfarenhet från teknologi-sektorn i allmänhet är att de större bolagsjättarna inte tvekar att göra patentintrång när de hittar någon intressant nisch. Sedan är det aktuella bolaget berett att ta en rättstvist i kraft av egna starka finansiella resurser.

### En växande men konkurrensutsatt marknad

Marknaden för bevakning av patienter är redan förhållandevis väl etablerad i Sverige. Den domineras idag av lågprisprodukter i form av enklare bärbara personlarm, i vissa fall kompletterad med videokamera-övervakningslösningar. Förutom de företag som levererar lösningar i lågprissegmentet som t.ex. Doro, finns aktörer som är mer utmanande konkurrenter till Raytelligence, som exempelvis RoomMate med sin IR-lösning. Dessa har visserligen inte lika stor upplösningförmåga som en radarsensor, men har ändå egenskaper som delvis gör den till ett alternativt för kunderna.

### Risk för prispress

Vi bedömer att det finns en gräns för vad privatpersoner (B2C) är beredd att betala för en övervakningsprodukt, i alla fall om man inte får någon subvention av kommunen. Här sätter, tror vi, det lägre prissegmentets larmprodukter ett prisintervall som är möjligt att ta ut. En annan funktion som verkar prispressande är att nya aktörer som Raytelligence ska ta sig in på en marknad där det redan finns etablerade aktörer, om än med enklare produktlösningar.

### Beroende av nyckelpersoner

Raytelligence är grundat av Per-Arne Viberg och Peter Martinson. Även om bolaget numera operativt leds av en annan VD, Klas Arvidson, får ändå personberoendet betecknas som högt. Ett stort aktieäggande och i VDs fall utställda köpoptioner binder ändå dessa nyckelpersoner i viss mån till bolagets fortsatta utveckling. Till det kommer att omsättningen bland personal som arbetar med forskning och utveckling inte bör vara alltför omfattande, för att denna verksamhet inte ska råka ut för några större störningar.



# Nyckeltal och räkenskaper

## Resultaträkning (kSEK)

	Kv1, 2020	Kv2, 2020	Kv3, 2020	Kv4, 2020	Kv1, 2021	Kv2, 2021	Kv3, 2021P	Kv4, 2021P
<b>Nettoomsättning</b>	<b>342</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>19</b>	<b>200</b>	<b>4 800</b>
Totala intäkter	355	0	0	0	0	136	200	4 800
Råvaror och förnödenheter	-28	-26	-48	-153	-118	-66	-100	-2 304
<b>Bruttoresultat</b>	<b>327</b>	<b>-26</b>	<b>-48</b>	<b>-153</b>	<b>-118</b>	<b>70</b>	<b>100</b>	<b>2 496</b>
Övriga externa kostnader	-1 619	-1 547	-1 317	-1 805	-1 583	-2 106	-2 143	-2 584
Personalkostnader	-2	-176	0	-20	-495	-918	-918	-918
Av- och nedskrivning	-2	-2	-9	-9	-11	-667	-792	-855
Övriga rörelsekostnader	0	0	-1	-42	-6	-2	-2	-2
Totala rörelsekostnader	-1 650	-1 752	-1 375	-2 029	-2 213	-3 760	-3 956	-6 664
<b>EBIT</b>	<b>-1 296</b>	<b>-1 752</b>	<b>-1 375</b>	<b>-2 029</b>	<b>-2 213</b>	<b>-3 624</b>	<b>-3 756</b>	<b>-1 864</b>
<b>EBITDA</b>	<b>-1 294</b>	<b>-1 749</b>	<b>-1 365</b>	<b>-2 020</b>	<b>-2 202</b>	<b>-2 957</b>	<b>-2 964</b>	<b>-1 008</b>
<b>EBT</b>	<b>-1 298</b>	<b>-1 752</b>	<b>-1 375</b>	<b>-2 029</b>	<b>-2 213</b>	<b>-3 570</b>	<b>-3 756</b>	<b>-1 864</b>
<b>Periodens resultat</b>	<b>-1 298</b>	<b>-1 752</b>	<b>-1 375</b>	<b>-2 029</b>	<b>-2 213</b>	<b>-3 570</b>	<b>-3 756</b>	<b>-1 864</b>
Resultat per aktie	-0,10	-0,12	-0,09	-0,09	-0,10	-0,14	-0,15	-0,07

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

## Resultaträkning (MSEK)

	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
<b>Nettoomsättning</b>	<b>0,3</b>	<b>5,0</b>	<b>14,6</b>	<b>24,3</b>	<b>41,3</b>	<b>67,0</b>	<b>97,1</b>	<b>136,0</b>	<b>180,1</b>	<b>216,2</b>	<b>248,6</b>	<b>261,0</b>
Över rörelseintäkter	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>0,4</b>	<b>5,1</b>	<b>14,6</b>	<b>24,3</b>	<b>41,3</b>	<b>67,0</b>	<b>97,1</b>	<b>136,0</b>	<b>180,1</b>	<b>216,2</b>	<b>248,6</b>	<b>261,0</b>
Råvaror och förnödenheter	-0,3	-2,6	-6,4	-9,4	-14,7	-22,8	-32,5	-45,2	-59,4	-70,8	-80,8	-84,8
<b>Bruttoresultat</b>	<b>0,1</b>	<b>2,5</b>	<b>8,3</b>	<b>14,9</b>	<b>26,6</b>	<b>44,2</b>	<b>64,6</b>	<b>90,8</b>	<b>120,7</b>	<b>145,4</b>	<b>167,8</b>	<b>176,2</b>
Personalkostnader	-0,2	-3,2	-3,9	-5,7	-8,7	-11,5	-14,3	-19,4	-24,8	-28,7	-31,7	-32,0
Av- och nedskrivning	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga rörelsekostnader	0,0	-11,9	-8,2	-8,2	-8,2	-8,2	-8,2	-8,2	-8,2	-8,2	-8,2	-8,2
Totala rörelsekostnader	-6,8	-16,6	-26,1	-36,2	-51,1	-66,6	-82,4	-107,9	-140,9	-167,0	-189,8	-198,2
<b>EBIT</b>	<b>-6,5</b>	<b>-11,5</b>	<b>-11,5</b>	<b>-11,9</b>	<b>-9,8</b>	<b>0,4</b>	<b>14,7</b>	<b>28,0</b>	<b>39,2</b>	<b>49,2</b>	<b>58,8</b>	<b>62,8</b>
<b>EBITDA</b>	<b>-6,4</b>	<b>-9,1</b>	<b>-7,4</b>	<b>-6,9</b>	<b>-3,9</b>	<b>7,1</b>	<b>22,3</b>	<b>32,3</b>	<b>44,2</b>	<b>54,8</b>	<b>65,0</b>	<b>69,7</b>
Ränteutgifter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Räntekostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	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	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Resultat efter finansnetto</b>	<b>-6,5</b>	<b>-11,5</b>	<b>-11,5</b>	<b>-11,9</b>	<b>-9,8</b>	<b>0,4</b>	<b>14,7</b>	<b>28,0</b>	<b>39,2</b>	<b>49,2</b>	<b>58,8</b>	<b>62,8</b>
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-10,1	-12,1	-12,9
<b>Periodens resultat</b>	<b>-6,5</b>	<b>-11,5</b>	<b>-11,5</b>	<b>-11,9</b>	<b>-9,8</b>	<b>0,4</b>	<b>14,7</b>	<b>28,0</b>	<b>39,2</b>	<b>39,1</b>	<b>46,7</b>	<b>49,9</b>
<b>Resultat per aktie</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,0</b>	<b>0,5</b>	<b>1,0</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>1,6</b>	<b>1,7</b>
Utestående aktier, EoP	21,9	25,6	27,1	28,1	28,9	28,9	28,9	28,9	28,9	28,9	28,9	28,9

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
<b>Tillväxt</b>												
Nettoomsättning	NA	1367,4%	191,7%	66,0%	70,0%	62,2%	45,0%	40,0%	32,5%	20,0%	15,0%	5,0%
Totala intäkter	NA	1348,3%	185,0%	66,0%	70,0%	62,2%	45,0%	40,0%	32,5%	20,0%	15,0%	5,0%
Bruttoresultat	NA	2457,1%	225,0%	80,0%	78,7%	65,9%	46,1%	40,5%	33,0%	20,4%	15,4%	5,0%
EBIT	NA	-77,6%	0,0%	-3,7%	17,6%	103,9%	3779,8%	90,8%	40,0%	25,4%	19,5%	7,0%
EBITDA	NA	-42,0%	18,8%	7,1%	43,5%	283,8%	211,7%	44,9%	37,0%	23,9%	18,6%	7,2%
Resultat efter finansnetto	NA	-77,6%	0,0%	-3,7%	17,6%	103,9%	3779,8%	90,8%	40,0%	25,4%	19,5%	7,0%
Periodens resultat	NA	-77,6%	0,0%	-3,7%	17,6%	103,9%	3779,8%	90,8%	40,0%	-0,4%	19,5%	7,0%
Vinst per aktie	NA	-58,8%	4,2%	1,6%	20,7%	103,8%	3779,8%	90,8%	40,0%	-0,4%	19,5%	7,0%

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
<b>Marginaler</b>												
Bruttomarginal	28,1%	49,6%	56,6%	61,3%	64,5%	66,0%	66,5%	66,8%	67,0%	67,3%	67,5%	67,5%
EBIT-marginal	-1818,9%	-223,0%	-78,3%	-48,9%	-23,7%	0,6%	15,1%	20,6%	21,8%	22,8%	23,6%	24,1%
EBITDA-marginal	-1812,5%	-177,8%	-50,7%	-28,3%	-9,4%	10,7%	22,9%	23,7%	24,5%	25,3%	26,1%	26,7%
EBT-marginal	-1818,9%	-223,0%	-78,3%	-48,9%	-23,7%	0,6%	15,1%	20,6%	21,8%	22,8%	23,6%	24,1%
Vinstmarginal	-1818,9%	-223,0%	-78,3%	-48,9%	-23,7%	0,6%	15,1%	20,6%	21,8%	18,1%	18,8%	19,1%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

**Balansräkning (MSEK)**

	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
<b>TILLGÅNGAR</b>							
Balanserade utgifter för utvecklingsarbeten	17	22	25	26	27	26	24
Inventarier, verktyg och installationer	0	0	0	0	0	0	0
Finansiella anläggningstillgångar	0	0	0	0	0	0	0
Summa anläggningstillgångar	17	22	25	27	27	26	24
Färdiga varor och handelsvaror	0	1	1	2	2	4	5
Kundfordringar	0	2	3	3	5	7	11
Fordringar hos intresseföretag	0	0	0	0	0	0	0
Övriga kortsiktiga fordringar	1	1	1	1	1	1	2
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	0	1	2	2	3	5	7
Kassa och bank	20	11	8	5	1	0	14
Summa omsättningstillgångar	21	16	15	13	12	17	39
<b>Summa tillgångar</b>	<b>38</b>	<b>39</b>	<b>40</b>	<b>40</b>	<b>39</b>	<b>43</b>	<b>64</b>
<b>EGET KAPITAL</b>							
Summa eget kapital	37	34	34	34	31	31	46
<b>SKULDER</b>							
Skulder till kreditinstitute	0	0	0	0	0	0	0
Summa långfristiga skulder	0	0	0	0	0	0	0
Leverantörsskulder	0	2	2	2	4	5	8
Leasing	0	0	0	0	0	0	0
Övriga skulder	0	1	1	1	1	2	3
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	1	1	2	2	3	5	7
Summa kortfristiga skulder	1	5	6	6	8	12	18
<b>Summa skulder</b>	<b>1</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>8</b>	<b>12</b>	<b>18</b>
<b>Summa eget kapital och skulder</b>	<b>38</b>	<b>39</b>	<b>40</b>	<b>40</b>	<b>39</b>	<b>43</b>	<b>64</b>

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
<b>Likviditet</b>							
Balanslikviditet	20,2	3,5	2,7	2,2	1,4	1,4	2,2
Kassalikviditet	19,2	2,3	1,4	0,9	0,1	0,0	0,8

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
<b>Soliditet</b>							
Nettoskuld(-)/Nettokassa(+)	20,1	11,0	7,7	5,3	0,6	0,0	14,4
Nettoskuld/EBITDA	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.
Nettoskuld/EK	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.
Skuld/EK	3%	14%	16%	18%	27%	40%	39%
Soliditet	97%	88%	86%	85%	79%	71%	72%

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
<b>Soliditet</b>							
ROA	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	0,9%	23,1%
ROE	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1,2%	38,3%
ROIC	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	0,8%	21,8%

Källa: Bolagsinformation Carlsquare prognoser

**Kassaflöde (MSEK)**

	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
KF löp.verksam. före rörelsekapital	-6,4	-9,2	-7,4	-6,9	-3,9	7,3	22,5
Förändring rörelsekapital	-1,5	-0,4	-1,0	-0,3	-1,2	-1,9	-2,4
KF löp.verksam. efter rörelsekapital	-7,9	-9,7	-8,4	-7,1	-5,0	5,4	20,1
KF investeringsverksamhet	-6,0	-7,9	-6,9	-6,6	-6,2	-5,9	-5,6
KF finansieringsverksamhet	26,5	8,5	12,0	11,3	6,5	0,0	0,0
<b>Periodens kassaflöde</b>	<b>12,5</b>	<b>-9,1</b>	<b>-3,3</b>	<b>-2,4</b>	<b>-4,7</b>	<b>-0,5</b>	<b>14,4</b>
Likvida medel, BoP	7,6	20,1	11,0	7,7	5,3	0,6	0,0
<b>Likvida medel, EoP</b>	<b>20,1</b>	<b>11,0</b>	<b>7,7</b>	<b>5,3</b>	<b>0,6</b>	<b>0,0</b>	<b>14,4</b>
<b>Nyckeltal</b>							
KF löpande verksamhet/nettoomsättning	-2321%	-193%	-58%	-29%	-12%	8%	21%
KF löpande verksamhet/tillgångar	-21%	-25%	-21%	-18%	-13%	12%	32%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

## Friskrivning

Carlsquare AB, [www.carlsquare.se](http://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 Carlsquare för analystäckning. 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.

Analytikerna Bertil Nilsson, Jonatan Andersson och Lars Johansen Öh äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.