

Till styrelsen i:
Ivisys Sweden AB ("IVISYS")
Siktgatan 2
162 50 Vällingby, Sverige

VÄRDERINGSUTLÅTANDE

Till styrelsen för Ivisys Sweden AB

Ivisys Sweden AB har efterfrågat ett utlåtande ("Utlåtandet") om utomstående värdering av Ivisys Sweden AB ("IVISYS") i samband med att Athanase Industrial Partners II och Athanase Industrial Partners Fund ("Athanase") har lagt ett budpliktsbud på IVISYS. Athanase har genom konvertering av konvertibler förvärvat aktier i IVISYS, och har genom detta överstigit ett totalt innehav överstigande 30 % av aktierna i IVISYS, vilket därmed resulterat i att budplikt infallit.

Utlåtandet om värdering har genomförts baserat på publikt tillgänglig information om primärt IVISYS, informationsunderlag från bolaget självt, bland annat framtidsutlåtanden från insynspersoner. Utlåtandet har baserats på antagandet att detta material är korrekt och pålitligt. I samband med Utlåtandet har det inte genomförts någon oberoende undersökning av materialet och inte heller någon garanti om tillförlitlighet. Värderingsutlåtandet av IVISYS har genomförts på objektiva kriterier i den utsträckning det är möjligt, baserat på allmänt accepterade och erkända värderingsmetoder som anses nödvändiga och tillämpbara. Värderingen är i huvudsak baserad på kommersiella, ekonomiska och andra tillgängliga villkor som kan valideras per värderingsdatumet.

Med förbehåll för ovanstående och andra omständigheter som har bedömts vara relevanta, ges en uppfattning från och med dagen för detta Utlåtande, att en tänkbar värderingsnivå av IVISYS är omkring 78,1 MSEK, utifrån en treårsprognos, från vilket en nuvärdesberäkning tillämpats.

För fullständig härledning av gjord värdering, vänligen se Appendix i detta dokument.

För att leverera Utlåtandet kommer en fast avgift erhållas. Avgiften är oberoende av Utlåtandet. Från och med dagen för detta Utlåtande finns inga andra pågående uppdrag för IVISYS. Som en part som genomför värderingsutlåtanden och därmed verkar inom de finansiella marknaderna i Norden kan emellertid i framtiden ytterligare uppdrag erhållas per IVISYS räkning, men inga uppdrag eller åtaganden som anses påverka bedömningarna i detta Utlåtande. Utlåtandet är daterat den 7 december 2020 och värderingsdatumet är den 7 december 2020. Händelser eller information som inträffar efter angivet datumet har inte varit föremål för behandling i detta Utlåtandet.

Utvärderingar av denna typ kommer alltid att innehålla ett element av osäkerhet, och även om rimlig omsorg och ansträngningar har utförts tas inte något juridiskt eller ekonomiskt ansvar relaterat till Utlåtandet eller för några konsekvenser som följer av att agera eller förlita sig på Utlåtandet. Detta Utlåtande representerar inte en rekommendation till IVISYS och dess ledning, styrelse eller aktieägare.

Stockholm den 7 december 2020

AG Equity Research AB

Appendix

1. Kort om Athanase

Athanase är en aktiv ägare i publika bolag där de ser möjligheter för hållbart värdeskapande genom strukturella, operationella, samt finansiella tillväxtinitiativ. Bolaget arbetar med aktieägare och ledning för att utveckla nya sätt att förbättra existerande operationella processer och existerande bolagsstruktur, där Athanase brukar tillsätta en eller flera ledamöter i sina innehavsbolags styrelser. Athanase är huvudsakligen inriktade på att förvärva ägarandelar i små- och medelstora publika bolag, och har en koncentrerad portfölj, där bolaget agerar som en långsiktig ägare. Bolaget äger sina innehav genom fonderna Athanase Industrial Partners II och Athanase Industrial Partners Fund.

Athanase har varit delägare i IVISYS sedan februari 2019, då de deltog i en riktad nyemission, och har sedan dess ökat positionen löpande i IVISYS fram tills nu, då bolaget, genom konvertering av konvertibler, har nått en ägarandel om ca 39,3 %, vilket har föranlett det budpliktsbud som annonserades 2020-11-30 om 3,04 kr per IVISYS-aktie, motsvarande ett börsvärde om 62,6 MSEK.

2. Kort om IVISYS

IVISYS grundades år 2010 och utvecklar samt säljer tekniska system för höghastighetskontroll, där systemen levereras med kameror, hårdvara och mjukvara. Bolagets kunder återfinns huvudsakligen inom tillverkningsindustrin, där tekniken används för att upptäcka, kontrollera, samt lokalisera olika typer av felutföranden i produktionen. Bolagets teknik fungerar som ett visionssystem, som kan utföra en rad kvalitetskontrolluppgifter, och bolagets har produkter för flera olika typer av kvalitetskontroller, bland annat för logistik, komponenter, form, och sortering.

Mellan åren 2011 och 2019 har IVISYS växt omsättningen från 2,7 MSEK till 9,1 MSEK, motsvarande en CAGR om 14,3 %, och bolaget har löpande vunnit nya kunder under perioden. Historiskt har IVISYS haft svårt att visa lönsamhet, då bolaget befunnit sig i en utvecklingsfas, där bolaget har arbetat med att göra sina produkter marknadsredo, men de senaste fem åren har IVISYS visat på en stigande EBITDA-marginal för varje år. Bolaget själva bedömer att de, givet nuvarande kundbas och produktportfölj, har stor potential att kraftigt öka orderingången framgent de kommande åren, samt att brutto- och nettomarginaler om 70 % respektive 30 % är möjliga när bolaget når *break-even*.

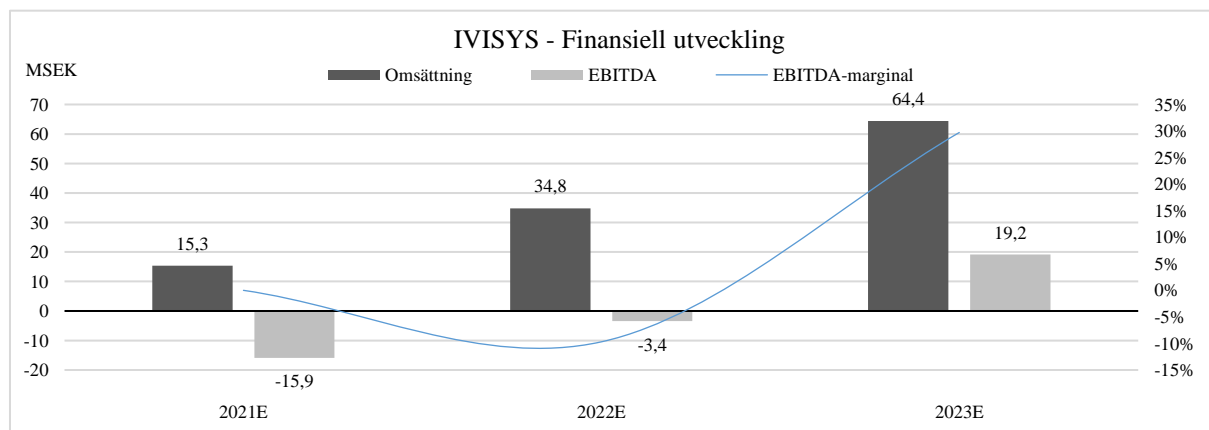
3. Finansiell prognos IVISYS

Följande finansiella prognoser utgår från det material som erhållits direkt av IVISYS och är således bolagets egna estimat. Utifrån erhållet material i samband med detta Utlåtandet, räknar IVISYS, exklusive externt kapitaltillskott samt på *Stand Alone*-basis, d.v.s. som ett fristående bolag, med att uppvisa en genomsnittlig organisk årtillväxt (CAGR) överstigande 61 % från år 2021 till år 2023, där försäljningen baseras på befintlig produktportfölj. Utifrån en estimerad försäljning om 15,3 MSEK under år 2021, innebär det en omsättning som stiger till 64,4 MSEK år 2023. Under samma period estimeras EBITDA-marginalen kunna stiga, vilket möjliggörs vid högre försäljningsvolym i kombination med att rörelsens fasta kostnader ökar i en lägre takt. År 2021 estimerar IVISYS ett rörelseresultat om -15,9 MSEK, vilket sedan stiger till 19,2 MSEK år 2023.

Tabell 1. Och Diagram 1. Finansiell utveckling, framåtblickande, IVISYS (Stand Alone).

I nedan tabell och diagram framgår en sammanfattning kring IVISYS estimerade finansiella utveckling.

Period	2021E	2022E	2023E
Omsättning	15,3	34,8	64,4
Tillväxt	<i>n.a</i>	128%	85%
Rörelsekostnader, inkl. bruttokostnader	-31,2	-38,2	-45,3
EBITDA	-15,9	-3,4	19,2
EBITDA-marginal	Neg.	-9,7%	29,7%



4. Affären i sammandrag

Under IVISYS årsstämma den 27 maj 2020 beslutades det om genomförandet av en riktad emission av konvertibler till Athanase-fonderna. Den 1:a september meddelade Athanase att de beslutat att konvertera sina konvertibler till aktier i IVISYS. Ägarandelen inför konverteringen uppgick till 28,7 % av aktierna och rösterna i IVISYS, och efter konverteringen, nådde bolaget en ägarandel om 39,3 % av aktierna och rösterna i IVISYS. Detta innebar att Athanases ägande översteg 30 % av rösterna i IVISYS, varför budplikt inföll. Det budpliktsbud som Athanase lagt annonserades 30 november 2020, och uppgår till 3,04 kr per IVISYS-aktie, motsvarande ett börsvärde om 62,6 MSEK. Budet som har lagts motsvarar en premie om 3,8 % jämfört med slutkursen 2,93 kronor för IVISYS-aktien på First North den 27 november 2020, den sista handelsdagen före budets offentliggörande. Det pris per aktie som budet motsvarar är det lägsta godkända priset per aktie enligt Aktiemarknadsnämndens beslut, och Athanase har uttryckt att de inte har som avsikt att förvärva samtliga aktierna i IVISYS, utan att budet endast är en följd av budplikt.

Budpliktsbudet avser kontant betalning till aktieägarna i IVISYS AB, org.nr 556998-4981, och förvärv av samtliga utestående aktier i IVISYS, varför Athanase vid genomfört förvärv skulle äga 100 % av de utestående aktierna i IVISYS.

5. Värderingsutlåtande av IVISYS

I samband med detta värderingsutlåtande har extern information inhämtats från ett urval av företag (peers) med liknande affärsmodeller, teknikhöjd, samt kunderbidanden. Urvalsgruppen innehåller en sammanställning av börsnoterade bolag både på och utanför den svenska börsen, från vilka värderingsmultiplar kan härledas baserade på både försäljning (P/S) och rörelseresultat (EV/EBITDA).

Tabell 2. Sammanställning av noterade peers

I nedan tabell framgår börsvärde (Market Cap, MCAP), Enterprise Value (EV), omsättning, bruttomarginal, rörelseresultat (EBITDA) samt värderingsmultiplar baserade på omsättning (P/S) och rörelseresultat (EV/EBITDA).

Bolag	MCAP MSEK	EV MSEK	Omsättning 2019 MSEK	Bruttomarginal 2019	EBITDA 2019 MSEK	EBITDA-marginal	P/S x	EV/EBITDA x
Newton Nordic	70,1	72,2	14,8	73,5 %	-1,5	neg	4,7	neg
Secits Holding	73,8	75,5	48,2	56,3 %	-3,7	neg	1,5	neg
Sensys Gatso Group	1 491,4	1 486,5	479,0	35,0 %	63,2	13,2 %	3,1	23,5
Cognex	110 022,9	111 035,9	6 395,7	74 %	1 316,8	20,6 %	17,2	84,3
Troax	10 320,0	9 848,0	1 734,0	39,3 %	401,8	23,2 %	6,0	24,5
Obducat	136,2	133,6	46,7	53,9 %	-22,8	neg	2,9	neg
Medel	20 352	20 442	1 453	55 %	292	19 %	5,9	44,1
Median	814	810	264	55 %	31	21 %	3,9	24,5

¹Utdrag från Thomson Reuters, data inhämtad 2020-12-04

Vid en värdering av IVISYS tillämpas en *Venture Capital*-metod. Övergripande kan metoden beskrivas utgå från strategin om att inom en tidshorisont om vanligtvis 3-5 år från investeringstillfället göra en *exit*, d.v.s. en realisering av den initiala investeringen. Metoden förutsätter därmed ett bestämt slutår, under vilket ett finansiellt värde, t.ex. omsättning eller rörelseresultat, ligger till grund för att utifrån en värderingsmultipl, t.ex. P/S eller EV/EBITDA, härleda ett potentiellt realiserbart värde av investeringen. Den härledda värderingen som då ligger 3-5 år framåt i tiden nuvärdesberäknas därefter med hjälp av en diskonteringsränta som återspeglar avkastningskravet, där beroende på applicerad diskonteringsränta, vilken reflekterar den tidsrisk som finns av händelser som ligger flera år bort och som ännu ej inträffat, resulterar i olika värderingsnivåer idag.

Då IVISYS estimeras växa i hög takt utgår detta Utlåtandet från försäljningen. P/S-multiplar för bolag verksamma inom IVISYS nisch och liknande branscher är generellt relativt höga, till följd av stor teknikhöjd och en ofta underliggande strukturell tillväxt. I peergruppen som framgår ovan i *Tabell 2*, uppgår medianvärdet av bolagens P/S-multiplar till 3,9x. Givet en konservativ målmultipl om P/S 1,6x, motsvarande en multiplrabatt om 60 % mot urvalsgruppen i *Tabell 2*., på IVISYS estimerade försäljning år 2023 om 64,4 MSEK, resulterar det i ett bolagsvärde om 101,2 MSEK. Den höga rabatten tillämpas då IVISYS bedöms vara i ett tidigare skede än flera av nämnda peers, samt då IVISYS även har avsevärt lägre lönsamhet än samtliga ovan nämnda peers på rullande 12 månader. I detta Utlåtandet tillämpas en diskonteringsränta om 9,0 % för IVISYS, för att fånga den verksamhetsmässiga risk som kan anses föreligga idag, då bolaget inte uppvisat lönsamhet de senaste fem åren samt i dagsläget visar låga omsättningsnivåer. Givet ett estimerat bolagsvärde om 101,2 MSEK år 2023, samt ovanstående tillämpad multiplrabatt samt diskonteringsränta, motiveras ett fundamentalt nuvärde om 78,1 MSEK idag, motsvarande 3,8 kr per aktie.

Tabell 3. Bolagsvärdering av IVISYS.

I nedan tabell framgår den härledda nuvärdesberäkningen av ett bolagsvärde för IVISYS, baserat på angiven prognos och gjorda antaganden.

Estimerad nettoomsättning år 2023:	64,4 MSEK
Applicerad P/S-målmultipl:	1,6x
Multiplrabatt mot urvalsgrupp	-60 %
Bolagsvärde år 2023, utifrån tillämpad P/S-målmultipl:	101,2 MSEK
Nuvärdesberäkning	
Diskonteringsränta (avkastningskrav):	9,0 %
Antal perioder 2020-12-01 t.o.m. 2023-12-01:	3 st.
Diskonteringsfaktor (t-3):	1,2950
Bolagsvärde IVISYS, nuvärde per 2020-12-01:	78,1 MSEK
Värde per aktie (nuvärde per 2020-12-01):	3,8 SEK

6. Avslutande ord

Utöver den finansiella prognosen för år 2021 till 2023 för IVISYS, vilken strukturellt ligger till grund för den härledda värderingen som framgår i *Tabell 3.*, finns andra faktorer som är värda att belysa ur ett värderings- och investeringsperspektiv.

- IVISYS har, trots rådande omständigheter som uppstått till följd av Covid-19, lyckats visa på en högre omsättning på rullande 12 månader jämfört med 2019 års omsättning, vilket bedöms som ett styrketecken.
- IVISYS har en stor och bred produktportfölj, där bolaget kan täcker flera distinkta applikationsområden inom kvalitetssäkring och kvalitetskontroll. Detta gör att bolaget har goda förutsättningar att kapitalisera på den rådande automatiseringstrend som pågår i idag inom tillverkningsindustrin och som ofta benämns "Industri 4.0"
- IVISYS har redan idag en stark kundbas, som bedöms kunna driva omsättningstillväxt framgent i takt med att IVISYS automatiserar deras processer.
- Den globala marknaden för *Vision Systems* uppskattades under år 2019 uppgå till en storlek om 29,7 miljarder dollar, och väntas framgent visa en årlig tillväxttakt (CAGR) om 11,4 % tills år 2027, för att då nå en storlek om 74,9 miljarder dollar. En växande efterfrågan av automatisering inom produktion- och tillverkningsindustri, i linje med "Industri 4.0, väntas driva tillväxten.
- IVISYS har en kapitalstark och långsiktig huvudägare i Athanase Industrial Partners, vilket kan vara gynnsamt vid händelse av framtida kapitalbehov.