

IRRAS

Sektor: MedTech

Kapitalinjektion ger nya förutsättningar

Redeye sänker estimat och värdering av IRRAS radikalt pga. en mer försiktig syn på penetrationsgraden av IRRASflow och som en konsekvens av den annonserade nyemissionen. Emissionen är stor och fullt garanterad, vilket skingrar den finansiella osäkerheten och skapar förutsättningar för en återhämtning under andra halvåret. Bolaget är förhållandevis opåverkat av Corona-krisen.

Nyemissionen alla har väntat på

Sedan vi [tog upp bevakning](#) av IRRAS har vi argumenterat för att kapitalbehovet har varit en våt filt över aktien. Nyemissionen, som är fullt garanterad och med existerande ägare som stora tagare, ser vi nu kan ge ett nytt intresse för aktien. På kort- och medellångsikt är det svårt att sia om IRRAS aktieutveckling med tanke på rådande börs klimat. Vi ser dock att bolaget nu har lagt en avgörande grund genom kapitalanskaffningen för att på längre sikt möjliggöra en fundamental uppvärdering av aktien.

Ny bild av implementeringsgrad – sänkta intäktsprognoser

Vi ser en lägre implementeringsgrad av IRRASflow på de kontrakterade sjukhusen än tidigare, en syn som stärkts efter närmare diskussion med bolaget. Detta föranleder en sänkt intäktsprognos för perioden 2020–2030 och således en nedjustering i vår värdering.

Corona – ingen större effekt på IRRAS verksamhet

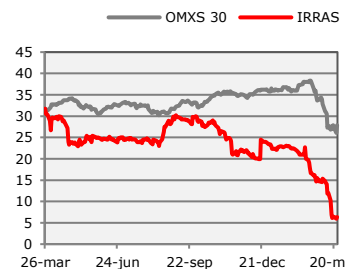
Medan bolaget har en säkrad lagersituation och kan undvika eventuella problem i sin supply chain, till följd av Corona, har det en effekt på potentiella kunder som omprioriterar i sina verksamheter. Detta bedömer vi ger små kort- och medellångsiktiga negativa effekter på ökad nyförsäljning när sjukhus inte prioriterar säljmöten. Vidare har det ingen effekt av existerande försäljning på de rådande sjukhusen. Intrakraniell dränering till följd av hjärnblödning måste nämligen hanteras omgående och går inte att skjuta på. Vår nedjustering kopplat till en lägre uppskattad penetrationsgrad är i det stora hela orelaterat till Corona men vi räknar med ett färre antal säljmöten i närtid.

NYCKELTAL (MSEK)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Net sales	6	6	39	110	258	427
EBITDA	-135	-152	-158	-107	-60	82
EBIT	-143	-162	-158	-120	-67	71
EPS (adj.)	-5.8	-5.6	-5.5	-4.2	-2.3	2.5
EV/Sales	-13.1	2.4	10.2	4.7	2.4	1.4
EV/EBITDA	0.6	-0.1	-2.5	-4.9	-10.6	7.4
EV/EBIT	0.5	-0.1	-2.5	-4.3	-9.4	8.5
P/E	0.0	0.0	-1.3	-1.7	-3.1	3.0

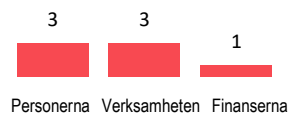
FAIR VALUE RANGE

BEAR	BASE	BULL
6.0	14.0	30.0

IRRAS.ST VERSUS OMXS30



REDEYE RATING



FAKTA

Ticker	IRRAS.ST
Lista	First North
Aktiekurs (SEK)	7
Börsvärde (MSEK)	295
Nettoskuld 20E (MSEK)	-280
Free Float	88 %
Dagl oms. ('000)	96

ANALYTIKER

Oscar Bergman
Oscar.bergman@redeye.se
 Anders Hedlund
Anders.hedlund@redeye.se

Företrädesemission på 217 MSEK

IRRAS tar i ordentligt i sin kapitalanskaffning och tar in 217 MSEK innan transaktionskostnader. Vi hade tidigare räknat med att bolaget skulle ta in +150 MSEK under 1H20. Pengarna ska gå till att fortsätta kommersialiseringsarbetet av IRRFlow och Hummingbird. Vi förväntar oss att bolaget kommer öka sin säljstyrka markant i både USA och EU. I dagsläget har bolaget sju säljare i USA, vi räknar med att bolaget ökar sin säljstyrka till omkring 15 färdigtränade personer under en tolv månadersperiod.

Emissionen har satts på 5,80 SEK per aktie och innebär en ökning om högst 37,46 miljoner aktier. Antalet aktier ökar totalt sett till 66,28 miljoner aktier, en utspädning om 57 procent för de aktieägare som inte försvarar sina positioner i emissionen.

Teckningsförbindelser har erhållits utgörande ungefär 25 procent av emissionen från befintliga aktieägare där tre av bolagets största ägare står för ungefär 22 procent. Dessa tre ägare garanterar, förutom sin pro-rata-andel, ytterligare ungefär 129 MSEK. Externa investerare garanterar den resterande summan om ungefär 34 MSEK. Av de 25 procent som tillförs genom teckningsförbindelser, tecknas tre procentenheter (6 MSEK) av andra existerande ägare utöver de tre i tabellen nedan.

Storägare som tecknar		
Ägare	Pro-rata-andel	Pro-rata-summa
*Lexington Holding Assets	11%	23,8
*Bacara Holdings Limited	5%	10,8
Fjärde AP-fonden	4%	9,4
Carl-Olfo och Jenz Hamrins Stiftelse	2%	4,1
		48,0

Källa: Redeye Research, Holdings

**Styrelseledamot Marios Fotiadis är huvudman i de två family offices Lexington Holding Assets och Bacara Holdings Limited*

Säktrat kassan till 2022

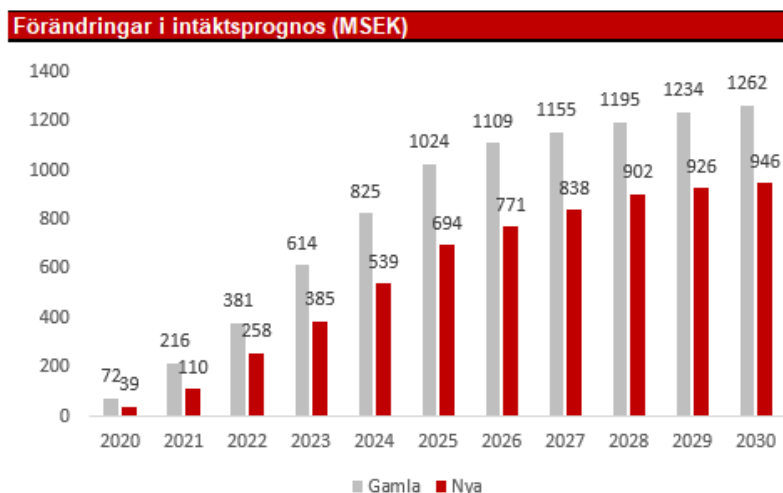
Vi uppskattar att bolaget efter transaktionskostnader får in ungefär 180 MSEK. Vi har tidigare estimerat att bolaget skulle ta in +150 MSEK. Med en nedjusterad intäktsprognos får vi även en ny bild över kapitalbehov innan bolaget kan uppnå positivt kassaflöde. Vi räknar med att denna kapitalinjektion kan ta bolaget fram till 2022. Givet vår nya finansiella prognos ser vi dock ett ytterligare kapitalbehov omkring 100 MSEK för att kunna uppnå positivt kassaflöde år 2023.

Med en kraftig rabatt om cirka 40 procent jämfört med gårdagens stängningskurs och säkrad finansiering i två år framåt tror vi dock på ett nytt intresse för aktien framgent. Samtidigt har vi ett börsklimat med en kraftig nedgång om -25 procent för OMXS30 sedan årsskiftet. En avtagande riskaptit kan således ha en påverkan på deltagandet i emissionen. Nyemission är dock fullt garanterad och bolaget har oavsett utfall säkrat kapitalet för att utveckla sin verksamhet. Teckningsperioden beräknas avslutas 15e april varpå vi återkommer med en kommentar på resultatet.

Nedjusterad försäljningsprognos

Vi reviderar ned vår penetrationsgrad jämfört med tidigare estimat. Vi har redan räknat med en penetrationsgrad mellan 20–50 procent för de kontrakterade sjukhusen under 2020–2023. Efter en närmare utvärdering av dessa estimat justerar vi ned till 10–35 procent under samma period. Enligt oss är detta en konsekvens av en längre och mer omfattande utvärderings- och träningsfas med ett färre antal inblandade läkare än vad vi tidigare bedömt. Vidare har sjukhusens inköpscykler en avgörande roll för penetrationsgraden, där vi bedömer att IRRAS initialt inte kommer fokusera på att utkonkurrera redan implementerade produkter. Istället räknar vi med en viss samexistens mellan olika liknande lösningar på de kontrakterade sjukhusen under perioden. Efter dialog med bolaget gällande dessa frågeställningar bekräftades vår syn på detta ytterligare.

Vi uppdaterar vår intäktsprognos för IRRAS efter dessa förändringar med en sänkning för perioden 2020–2030. Aktien är ned omkring -70 procent för året och vi har ett Base Case om 14 SEK per aktie, ungefär 100 procent upp. Vi har således en förändrad bild av bolagets möjliga intäkter men ser ett investeringstillfälle särskilt nu efter en kraftig nedgång, där vi menar att aktien kan handlas upp till vårt Base Case under året.



Källa: Redeye Research

Bolaget har mycket att bevisa framöver gällande ökad försäljning, trots vår radikalt sänkta intäktsprognos. Vi räknar med en omsättning om cirka 110 MSEK under nästa år, jämfört med sex miljoner för helåret 2019.

Med en förmodad dubblad säljstyrka, utökat produkt erbjudande med Hummingbird och fortsatta kliniska dokumentationer av ingrepp, likt Dr. Sameet Vaderas artikel i World Neurosurgery Journal, menar vi att IRRAS står på startlinjen till den efterlängttade kommersialiseringen.

Värdering

En påfylld kassa och en ändring av antalet aktier slår på vår kassaflödesbaserade modell och, tillsammans med förändringar i intäktsprognosen, manar det till en ny värdering av aktien. Vi uppdaterar vår värdering i samtliga av våra scenarion, med ett Base Case på 14 SEK per aktie följt av Bear och Bull Case på 6 respektive 30 SEK.

Bear Case 6 SEK

Vi räknar med intäkter omkring 16 MSEK under 2020, följt av 50 respektive 90 MSEK för åren 2021 och 2022.

Vi räknar med en ytterligare kapitalinjektion om +150 MSEK för att ta bolaget till positivt kassaflöde under 2024

Base Case 14 SEK

Vi spår intäkter omkring 40 MSEK under 2020, följt av 110 respektive 260 MSEK för åren 2021 och 2022.

Vi räknar med en ytterligare kapitalinjektion under 2022 omkring 100 MSEK för att ta bolaget till positivt kassaflöde under 2023.

Bull Case 30 SEK

Vi estimerar intäkter om 60 MSEK under 2020, följt av 210 respektive 420 MSEK för åren 2021 och 2022.

Emissionen om 217 MSEK räknar vi med räcker för att ta bolaget till positivt kassaflöde

Sammanfattning Redeye Rating

Redeyes Rating utgörs av tre värderingsnycklar. Varje värderingsnyckel består av en sammanvägning av ett antal faktorer som värderas på en betygskala från 0 till 1p. Maxpoängen för en värderingsnyckel är 5 poäng.

Ratingförändringar i denna rapport:

Personerna: 3

IRRAS ledning och styrelse har lång erfarenhet inom sektorn. Vi bedömer att dessa personer har chans att generera värde för aktieägarna.

Verksamheten: 3

Vi tror att bolagets skalbara affärsmodell, tydliga fokus och hängivenhet åt att öka försäljningen kan möjliggöra stor expansion kommande år.

Finanserna: 1

Bolaget har idag inga särskilda intäkter och vi ser ytterligare ett kapitalbehov under 2022

Redeye Rating: Bakgrund och definition

Bolagskvalité

Bolagets kvalité är baserad på ett antal kvantitativa och kvalitativa kriterier i tre olika kategorier: PERSONERNA, AFFÄREN, FINANSERNA. Det är dessa byggstenar som möjliggör för ett bolag att kontinuerligt överprestera och leverera attraktiv långsiktig vinsttillväxt.

Varje kategori är uppdelad i flera underkategorier som bedöms på basis av fem frågor. Dessa baseras på allmänt accepterade och testade investeringskriterier som används av bevisat framgångsrika investerare och investmentbolag. Varje underkategori kan dessutom innehålla en kompletterande fråga som ger ytterligare information för att underlätta investeringsbeslut.

Om ett kriterie är uppfyllt tilldelas det en poäng. Poängen från samtliga kriterier adderas sedan för att poängsätta varje underkategori. Den totala poängen för en kategori är medelvärdet av alla underkategorier och varierar mellan 0 till 5, avrundat uppåt till närmaste heltal. Den totala poängen för varje kategori används sedan för att generera storleken på stapeln i Company Quality-diagrammet.

Personerna

I slutet av dagen är det människor som driver vinsttillväxt, inte siffror. Att förstå motivationen hos personerna bakom företaget är en viktig del i att förstå bolagets långsiktiga drivkraft. Allting handlar om att göra affärer med personer du litar på, eller åtminstone att undvika att göra det med personer av tvivelaktig karaktär.

Ratingen för Personerna baseras på kvantitativ poängsättning av sju kategorier:

- Passion, Exekvering, Kapitalallokering, Kommunikation, Ersättning, Ägarskap och Styrelse.

Affären

Om du inte förstår konkurrenssituationen och inte har en tydlig uppfattning om hur verksamheten kommer att engagera kunder, skapa värde och konsekvent lönsamt leverera det värdet, kommer du inte att lyckas som investerare. Att kunna affärsmodellen utan och innan minskar risken när du köper en aktie.

Affärsbetyget baseras på kvantitativ poängsättning av fem underkategorier:

- Skalbarhet, Marknadsstruktur, Värdeerbjudande, Långsiktiga konkurrensfördelar och Operationella risker.

Finanserna

Investeringar är till hälften en konstform och till hälften en vetenskap. Nyckeltalen utgör det mesta av vetenskapen och används för att utvärdera ett företags finansiella ställning och utsikter. Dessa nyckeltal är också viktiga faktorer som kommer att påverka företagets resultat och värdering. Du behöver dock endast ett fåtal för att avgöra huruvida ett företag är ekonomiskt starkt eller svagt.

Ratingen för Finanserna är baserad på kvantitativ poängsättning av fem separata kategorier:

Långsiktig intjäningsförmåga, Lönsamhet, Tillväxt, Finansiell ställning och Resultatets tillförlitlighet

Redeye Equity Research team

Management

Björn Fahlén

bjorn.fahlen@redeye.se

Håkan Östling

hakan.ostling@redeye.se

Technology Team

Jonas Amnesten

jonas.amnesten@redeye.se

Henrik Alveskog

henrik.alveskog@redeye.se

Havan Hanna

havan.hanna@redeye.se

Kristoffer Lindström

kristoffer.lindstrom@redeye.se

Erika Madebrink

erika.madebrink@redeye.se

Fredrik Nilsson

fredrik.nilsson@redeye.se

Tomas Otterbeck

tomas.otterbeck@redeye.se

Eddie Palmgren

eddie.palmgren@redeye.se

Magnus Skog

magnus.skog@redeye.se

Oskar Vilhelmsson

oskar.vilhelmsson@redeye.se

Viktor Westman

viktor.westman@redeye.se

Linus Sigurdsson (Trainee)

linus.sigurdsson@redeye.se

Editorial

Eddie Palmgren

eddie.palmgren@redeye.se

Mark Siöstedt

mark.siostedt@redeye.se

John Hintze

john.hintze@redeye.se

Johan Kårestedt (Trainee)

johan.karestedt@redeye.se

Life Science Team

Gergana Almquist

gergana.almquist@redeye.se

Oscar Bergman

oscar.bergman@redeye.se

Anders Hedlund

anders.hedlund@redeye.se

Arvid Necander

arvid.necander@redeye.se

Erik Nordström

erik.nordstrom@redeye.se

Klas Palin

klas.palin@redeye.se

Jakob Svensson

jakob.svensson@redeye.se

Ludvig Svensson

ludvig.svensson@redeye.se

Disclaimer

Viktig information

Redeye AB ("Redeye" eller "Bolaget") är en specialiserad finansiell rådgivare inriktad mot små och medelstora tillväxtbolag i Norden. Vi fokuserar på sektorerna Technology och Life Science. Vi tillhandahåller tjänster inom Corporate Broking, Corporate Finance, aktieanalys och investerarelationer. Våra styrkor är vår prisbelönta analysavdelning, erfarna rådgivare, ett unikt investerarnätverk samt vår kraftfulla distributionskanal redeye.se. Redeye grundades år 1999 och står under Finansinspektionens tillsyn sedan 2007.

Redeye har följande tillstånd: mottagande och vidarebefordran av order avseende finansiella instrument, investeringsrådgivning till kund avseende finansiella instrument, utarbeta, sprida finansiella analyser/rekommendationer för handel med finansiella instrument, utförande av order avseende finansiella instrument på kunders uppdrag, placering av finansiella instrument utan fast åtagande, råd till företag samt utföra tjänster vid fusion och företagsuppköp, utföra tjänster i samband med garantigivning avseende finansiella instrument samt bedriva Certified Advisory-verksamhet (sidotillstånd).

Ansvarsbegränsning

Detta dokument är framställt i informationssyfte för allmän spridning och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analysen är baserad på källor som Redeye bedömer som tillförlitliga. Redeye kan dock ej garantera riktigheten i informationen. Den framåtblickande informationen i analysen baseras på subjektiva bedömningar om framtiden, vilka innehåller en osäkerhet. Redeye kan inte garantera att prognoser och framåtblickande estimat kommer att bli uppfyllda. Varje investeringsbeslut fattas självständigt av investeraren. Denna analys är avsedd att vara ett av flera redskap vid ett investeringsbeslut. Varje investerare uppmanas att komplettera med ytterligare relevant material samt konsultera en finansiell rådgivare inför ett investeringsbeslut. Redeye fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av analysen.

Potentiella intressekonflikter

Redeyes analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att undvika intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. Bland annat gäller följande:

- För bolag som är föremål för Redeyes analys gäller bl.a. de regler som Finansinspektionens har uppställt avseende investeringsrekommendationer och hantering av intressekonflikter. Vidare har Redeyes anställda inte tillåtelse att handla i finansiella instrument för det bevakade bolaget, från och med publiceringen plus en handelsdag efter detta datum.
- En analytiker får inte utan särskilt tillstånd från ledningen medverka i corporate finance-verksamhet och får inte erhålla ersättning som är direkt kopplad till sådan verksamhet.
- Redeye kan genomföra analyser på uppdrag av, och mot en ersättning från, det bolag som belyses i analysen alternativt ett emissionsinstitut i samband M&A, nyemission eller en notering. Läsaren av dessa rapporter kan anta att Redeye har erhållit eller kommer att erhålla betalning för utförandet av finansiella rådgivningstjänster från bolaget/bolag nämnt i rapporten. Ersättningen är ett på förhand överenskommet belopp och är inte beroende av innehållet i analysen.

Angående Redeyes analysbevakning

Redeyes analys präglas av case-baserad analys vilket innebär att frekvensen av analysrapporter kan variera över tiden. Om annat inte uttryckligen anges i analysen uppdateras analysen när Redeyes analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till analyserad emittent/analyserat finansiellt instrument.

Rating/Rekommendationsstruktur

Redeye utfärdar ej några investeringsrekommendationer för fundamental analys. Däremot så har Redeye utarbetat en proprietär analys och ratingmodell, Redeye Rating, där det enskilda bolaget analyseras, utvärderas och belyses. Analysen ska ge en oberoende bedömning av bolaget, dess möjligheter, risker mm. Syftet är att ge ett objektivt och professionellt beslutsunderlag för ägare och investerare.

Redeye Rating (2020-03-26)

Rating	Personal	Affärer	Nyckeltal
5p	12	11	3
3p - 4p	94	72	31
0p - 2p	8	31	80
Antal bolag	114	114	114

Mångfaldigande och spridning

Detta dokument får inte mångfaldigas för annat än personligt bruk. Dokumentet får inte spridas till fysiska eller juridiska personer som är medborgare eller har hemvist i ett land där sådan spridning är otillåten enligt tillämplig lag eller annan bestämmelse.
Copyright Redeye AB.

Intressekonflikter

Oscar Bergman äger aktier i bolaget: Ja
Anders Hedlund äger aktier i bolaget: Nej

Redeye utför/har utfört tjänster för Bolaget och erhåller/har erhållit ersättning från Bolaget baserat på detta.
