



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Konsumenttjänster | Sweden | 5 May 2021

Rolling Optics

Stark intäktsutveckling i Q1

God tillväxt inom Brand Security

Rolling Optics levererade fin tillväxt i Q1, med en nettoomsättning som ökade 39% yoy till 9,7 mkr. Omsättningsökningen var driven av affärsområdet Brand Security, som också stod för i princip all omsättning under kvartalet. Kostnadskontrollen var också god – delvis pga begränsade möjligheter att genomföra marknadsaktiviteter till följd av pandemin – vilket innebar att löpande kassaflöde blev svagt positivt.

Begränsat med nyheter i övrigt

Bolaget rapporterar att man påbörjat tekniska och kommersiella aktiviteter tillsammans med kinesiska YUTO under det distributionsavtal man tecknade förra året, men utöver detta innehöll rapporten inte mycket nytt på den kommersiella fronten. Man fortsätter söka efter liknande samarbetspartners, men pandemin gör arbetet mer utmanande. VD-skiftet som annonserades i november pågår därtill fortfarande.

Motiverat värde bibehålls

Vi justerar upp intäktsestimatet för 2021 något pga den starka Q1:an, och gör smärre justeringar i övrigt under prognosperioden, dock utan några materiella implikationer på estimaten. Motiverat värde på 3,90-4,00 kr bibehålls därför. Risken bedöms fortsatt som hög.

Estimatändring (SEK)				Prognos (SEK)				Risk och Avkastning																																																															
	Nu	Förr		20	21e	22e	23e	Motiverat värde	3.90 - 4.00																																																														
EPS, just 21e	-0.06	-0.07	-22.0%	Sales,m	24	34	59	102	Current price	SEK2.94																																																													
EPS, just 22e	0.01	0.01	0.0%	Sales Growth	94.5%	30.2%	70.9%	70.4%	Riskenivå	High																																																													
EPS, just 23e	0.14	0.14	0.0%	EBITDA, m	(12.3)	(10.0)	4.6	29	<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px; text-align: center;">Kursutveckling 12 mån</div>																																																														
<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Kommande händelser</div>				EBIT, m	(14.5)	(12.5)	0.6	25.1																																																															
				EBITDA, adj	(0.21)	(0.06)	0.01	0.14																																																															
<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Bolagsfakta (mkr)</div>				Equity/Share	0.7	0.7	0.7	0.9																																																															
				Dividend	0.00	0.00	0.00	0.00																																																															
Delårsrapport Q2 2021	2021-08-19			EBIT Marginal	(53.6)%	(35.3)%	1.0%	24.4%																																																															
Delårsrapport Q3 2021	2021-11-04			ROE (%)	(57.3)%	(8.1)%	1.4%	17.8%																																																															
Bokslutskommuniké 2021	2022-02-04			ROCE	(19.8)%	(8.5)%	0.4%	15.6%																																																															
<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>				EV/Sales	15.79x	11.36x	6.51x	3.79x																																																															
				EV/EBITDA	(31.3)x	(38.3)x	83.6x	13.2x																																																															
				EV/EBIT	(26.5)x	(30.8)x	609.9x	15.3x																																																															
				P/E, adj	(14.0)x	(52.7)x	324.2x	21.2x																																																															
				P/Equity	4.1x	4.4x	4.3x	3.3x																																																															
				Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%																																																															
				FCF yield	(2.7)%	(11.5)%	(2.1)%	2.2%																																																															
				Net Debt/EBITDA	4.8g	1.1g	(0.8)g	(0.9)g																																																															
				Antal aktier	149.8m			<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Bolagsfakta (mkr)</div>		<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																																																													
				Market cap	440																																																																		
Nettoskuld	(55)			<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																																																																			
EV	384																																																																						
Avg. No. of Daily Traded Sh.	342.0(k)							<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																																																															
Reuters/Bloomberg	RO.ST / RO:SS													<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																																																									
<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																		<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																																																					
																						<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>				<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																																													
																														<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>				<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																																					
																																						<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>				<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																													
												<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																																		<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																									
																																																		<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>				<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																	
				<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																																																						<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>													
																																																														<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>				<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>					
								<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																																																														<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>	
																<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																																																							
<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																				<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																																																			
																								<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>				<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																																											
																																<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>				<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																																			
																																								<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>				<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																											
												<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																																				<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																							
																																																				<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>				<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>															
				<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																																																								<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>											
																																																																<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>				<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>			
								<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																																																															
																<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																																																							
<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																				<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																																																			
																								<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>				<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																																											
																																<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>				<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																																			
																																								<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>				<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																											
												<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																																				<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																							
																																																				<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>				<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>															
				<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																																																								<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>											
																																																																<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>				<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>			
								<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																																																															
																<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																																																							
<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																				<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																																																			
																								<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>				<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																																											
																																<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>				<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																																			
																																								<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>				<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																											
												<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																																				<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																							
																																																				<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>				<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>															
				<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																																																								<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>											
																																																																<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>				<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>			
								<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																																																															
																<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																																																							
<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																				<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																																																			
																								<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>				<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																																											
																																<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>				<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																																			
																																								<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>				<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																											
												<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																																				<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																							
																																																				<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>				<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>															
				<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																																																								<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>											
																																																																<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>				<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>			
								<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																																																															
																<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																																																							
<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																				<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																																																			
																								<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>				<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																																											
																																<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>				<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																																			
																																								<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>				<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																											
												<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																																				<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																							
																																																				<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>				<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>															
				<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																																																								<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>											
																																																																<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>				<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>			
								<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																																																															
																<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																																																							
<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																				<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																																																			
																								<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>				<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																																											
																																<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>				<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																																			
																																								<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>				<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																											
												<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																																				<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																							
																																																				<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>				<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>															
				<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																																																								<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>											
																																																																<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>				<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>			
								<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																																																															
																<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																																																							
<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																				<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																																																			
																								<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>				<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																																											
																																<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>				<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																																			
																																								<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>				<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																											
												<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																																				<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																							
																																																				<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>				<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>															
				<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																																																								<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>											
																																																																<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>				<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>			
								<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																																																															
																<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																																																							
<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																				<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																																																			
																								<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>				<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																																											
																																<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>				<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																																			
																																								<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>				<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																											
												<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																																				<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																							
																																																				<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>				<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>															
				<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																																																								<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>											
																																																																<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>				<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>			
								<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																																																															
																<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																																																							
<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																				<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																																																			
																								<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>				<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																																											
																																<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>				<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																																			
																																								<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>				<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																											
												<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																																				<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																							
																																																				<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>				<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>															
				<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>																																																																			



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Konsumenttjänster | Sweden | 5 May 2021

Sammanfattning

Stark intäktsutveckling i Q1

Investment Case

Rolling Optics erbjuder exponering mot den växande marknaden för tekniker mot piratkopiering och äkthetsverifiering. Genom världens mest högupplösta tryckteknik erbjuder man kopieringssäkra etiketter och säkerhetsdetaljer med 3D-effekter för i huvudsak varumärkesägare men även sedeltillverkare och andra med behov av kopieringssäkra tekniker. Under kommande år ska man expandera produktionen inför en förväntad försäljningsökning inom samtliga affärsområden, vilket på sikt kan generera betydande vinster.

Bevisad historik

Bolaget grundades 2005 och har sedan dess successivt raffinerat den teknik som produkterbjudandet bygger på. Idag har man ett knappt tjugotal kunder i framförallt tillväxtländer, där problemet med piratkopiering är som störst, och man levererar årligen miljontals etiketter till dessa. I den konservativa sedelbranschen har man också lyckats slå sig fram och har idag ett samarbetsavtal med världens största producent av sedlar i plast, vilket förväntas leda till kommersiell produktion inom några år.

Växlar upp och breddar erbjudandet

Under 2021 kommer Rolling Optics expandera produktionskapaciteten väsentligt och därigenom dels kunna sänka produktionskostnaderna, men framförallt bredda produkterbjudandet till att tillverka material för hela förpackningar. Bolagets material är visuellt mycket tilltalande och lämpar sig därför väl som förpackningsmaterial för premiumprodukter, något man märkt av stort intresse för. Genom att bredda erbjudandet på detta vis kan man addera ett tredje ben jämte säkerhetsetiketterna och sedelapplikationerna, vilket ökar förutsättningarna för att visa hög uthållig tillväxt.

Stor uppsida om allt går vägen

Vi räknar med en kraftig intäktsökning kommande år, men trots det finns det ännu större potential därefter om stjärnorna står rätt. Bara den adresserbara marknaden inom sedlar – där bolaget är mycket väl positionerat genom ett samarbetsavtal med CCL Secure som är världens största tillverkare av polymera sedlar – beräknas vara värd över 5 mdkr, vilket ska ställas mot bolagets försäljning på 24 mkr för 2020. Därtill kommer den gigantiska potentialen inom förpackningar för lyxprodukter, en marknad som beräknas vara värd drygt 160 mdkr.

Värdering

Vårt motiverade värde per aktie uppgår till 3,90-4,00 kr och baseras på en kassaflödesvärdering med stöd i en relativvärdering. Risknivån bedöms som hög då bolaget inte förväntas visa positivt kassaflöde på helårsbasis förrän 2023. Potentiella triggars framöver är framförallt nya kundavtal.

Kvartalet i detalj

Affärsområdet Brand Security har upplevt ökat intresse från befintliga kunder och det är också merförsäljning till dessa som står för tillväxten under kvartalet, vilket i våra ögon är en styrka då det visar på beständigheten i bolagets intäkter när man väl har kommit in hos en kund. Försäljningen till nya kunder och marknader är alltså begränsad, vilket beror på coronapandemin och de svårigheter detta innebär med att genomföra fysiska försäljningsaktiviteter. För att inte enbart vara beroende av fysisk försäljning har Rolling Optics börjat bygga upp sin digitala närvaro, vilket vi ser som positivt eftersom det potentiellt kan bredda bolagets marknadsnärvaro på ett mer kostnadseffektivt sätt.

De kommersiella aktiviteter som pågår inom Brand Identity tillsammans med YUTO syftar till att hitta rätt kunder och projekt att börja arbeta med, snarare än att till varje pris leta efter de kunder som kan ge intäkter snabbast. Även om denna strategi kan komma att betyda att intäkter kommer senare än förr, så tror vi att volymerna å andra sidan kan bli högre om man hittar rätt kund som är villig att satsa på ett långsiktigt och djupgående samarbete. Vi förstår också att det kan bli fråga om mindre testprojekt innan en fullskalig satsning från en kunds sida, så det kan för Rolling Optics del bli fråga om en eller flera små affärer innan ett större kontrakt landas. Inom High Security finns inget nytt att kommentera.

Under kvartalet påbörjades investeringen i det nya produktionssystemet, som ska kunna tas i bruk vid årsskiftet. Produktionssystemet medger produktion av material i väsentligt större bredd och är en nyckel för att leverera produkter inom Brand Identity, så materiell tillväxt inom detta segment kan därmed förväntas först under 2022.

Bolaget annonserade i november att nuvarande VD och tillika grundaren Axel Lundvall kommer övergå i en roll som inbegriper ansvar för teknologiutveckling och affärsområdet High Security, och att en ny VD därför kommer rekryteras. Ambitionen var då att rekryteringen skulle vara klar till årsstämman som hölls idag, men än så länge kvarstår Axel Lundvall i rollen. Vi tror inte att man ska lägga alltför mycket vikt vid detta, utan konstaterar att det viktigaste är att bolaget får in rätt person i rollen och tills så sker så har man en VD på plats som kan bolaget utan och innan.

Nedan syns i detalj utfallet under kvartalet jämfört med vår prognos.

Avvikelseanalys Q1 (mkr)

	Utfall	EPB estimat	Diff	Kommentar
Omsättning	9,7	8,0	21%	Stark utveckling inom Brand Security
Bruttoresultat	6,7	5,5	22%	
Rörelsekostnader	(8,1)	(8,4)	-3%	Fortsatt låga kostnader pga pandemin
EBITDA	(1,4)	(2,9)	-51%	
EPS	(0,00)	(0,02)	-94%	
Bruttomarginal	64%	65%	-1%	
EBITDA-marginal	-14%	-34%	n/a	

Källa: Bolaget, EPB

Estimatförändringar

Vi höjer estimaten för 2021 pga det bättre Q1, och gör därutöver endast smärre justeringar för övriga prognosår. Justeringarna avser längre antagen avskrivningstid för immateriella tillgångar basis observerad avskrivningstid för förra räkenskapsåret, samt fler antal aktier 2023-2024 pga antaget utnyttjande av optioner under teckningsoptionsprogrammet som lanserades i slutet av 2020.

Nedan presenteras estimatförändringarna i detalj. Till följd av små absolutvärden för 2022 avseende EBIT och EPS ser de procentuella avvikelserna abnormt stora ut.

Estimatförändringar (mkr / kr)

Nya estimat	2021e	2022e	2023e	2024e
Intäkter	35,3	60,3	102,7	146,0
Tillväxt	30%	71%	70%	42%
EBIT	(12,5)	0,6	25,1	47,4
Rörelsemarginal	-35%	1%	24%	32%
EPS (kr)	(0,06)	0,01	0,14	0,25
DPS (kr)	-	-	-	-
Tidigare estimat	2021e	2022e	2023e	2024e
Intäkter	33,4	60,3	102,7	146,0
Tillväxt	23%	81%	70%	42%
EBIT	(14,4)	(0,2)	24,4	46,8
Rörelsemarginal	-43%	0%	24%	32%
EPS (kr)	(0,07)	0,01	0,14	0,26
DPS (kr)	-	-	-	-
Förändring i %	2021e	2022e	2023e	2024e
Intäkter	6%	0%	0%	0%
EBIT	14%	476%	3%	1%
EPS	22%	78%	1%	-1%
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a

Källa: EPB

Värdering

De estimatförändringar vi gör är små i sammanhanget och rapporten innehöll ingenting som föranleder en förändrad syn på bolaget, varför vi bibehåller motiverat värde på 3,90-4,00 kr per aktie. Hög risk kvarstår också.

Resultaträkning (mkr)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	--	--	--	12,8	24,4	33,8	59,1	101,5	144,8
Övriga intäkter	--	--	--	1,1	2,7	1,4	1,2	1,2	1,2
Kostnad sålda varor	--	--	--	-4,1	-7,1	-11,9	-18,1	-31,6	-48,1
Bruttovinst	--	--	--	9,8	19,9	23,3	42,2	71,1	97,9
Försäljningskostnader	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Administrationskostnader	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Forskning- och utvecklingskostnader	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Övriga rörelsekostnader	--	--	--	-29,2	-32,2	-33,3	-37,6	-42,0	-46,4
EBITDA	--	--	--	-19,4	-12,3	-10,0	4,6	29,1	51,5
Avskrivningar	--	--	--	-2,2	-2,2	-2,4	-4,0	-4,1	-4,2
Nedskrivningar	--	--	--	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	--	--	--	-21,6	-14,5	-12,5	0,6	25,1	47,4
Extraordinära poster	--	--	--	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT (justerat)	--	--	--	-21,6	-14,5	-12,5	0,6	25,1	47,4
Finansiella intäkter	--	--	--	0,0	1,4	2,8	1,8	1,8	1,8
Finansiella kostnader	--	--	--	-0,1	-18,1	-0,7	-0,8	-0,5	-0,3
Resultat före skatt	--	--	--	-21,7	-31,2	-10,4	1,7	26,4	48,9
Skatter	--	--	--	0,0	0,0	2,0	-0,4	-5,4	-10,1
Minoritetsintressen	--	--	--	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoresultat (rapporterat)	--	--	--	-21,7	-31,2	-8,3	1,4	21,0	38,8
Nettoresultat (justerat)	--	--	--	-21,7	-31,2	-8,3	1,4	21,0	38,8

Balansräkning (mkr)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
TILLGÅNGAR									
Goodwill	--	--	--	--	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga immateriella tillgångar	--	--	--	--	5,8	6,0	6,3	6,6	6,8
Materiella anläggningstillgångar	--	--	--	--	0,9	32,7	33,4	34,0	34,6
Räntebärande anläggningstillgångar	--	--	--	--	59,8	60,9	60,9	62,7	64,5
Innehav i intresseföretag och andelar	--	--	--	--	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga anläggningstillgångar	--	--	--	--	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa anläggningstillgångar	--	--	--	--	66,4	99,5	100,5	103,3	106,0
Varulager	--	--	--	--	2,2	3,2	7,4	12,7	18,1
Kundfordringar	--	--	--	--	6,2	5,2	12,6	21,6	30,8
Övriga omsättningstillgångar	--	--	--	--	0,0	5,1	7,6	11,7	15,8
Likvida medel	--	--	--	--	69,9	32,7	20,1	37,3	62,7
Summa omsättningstillgångar	--	--	--	--	78,3	46,2	47,7	83,2	127,3
SUMMA TILLGÅNGAR	--	--	--	--	144,7	145,7	148,2	186,5	233,2
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	--	--	--	--	107,6	99,7	101,1	134,5	173,4
Minoritetsintressen	--	--	--	--	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa eget kapital	--	--	--	--	107,6	99,7	101,1	134,5	173,4
Långfristiga finansiella skulder	--	--	--	--	4,8	15,8	10,6	5,4	1,9
Pensionsavsättningar	--	--	--	--	19,6	19,9	19,9	19,9	19,9
Uppskjutna skatteskulder	--	--	--	--	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga långfristiga skulder	--	--	--	--	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa långfristiga skulder	--	--	--	--	24,4	35,7	30,5	25,4	21,9
Kortfristiga finansiella skulder	--	--	--	--	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8
Leverantörsskulder	--	--	--	--	0,0	2,4	3,7	5,7	7,2
Skatteskulder	--	--	--	--	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga kortfristiga skulder	--	--	--	--	10,9	6,0	11,1	19,0	29,0
Summa kortfristiga skulder	--	--	--	--	12,7	10,3	16,6	26,6	38,0
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	--	--	--	--	144,7	145,7	148,2	186,5	233,2

Kassaflödesanalys (mkr)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Nettoresultat (rapporterat)	--	--	--	--	-31,2	-8,3	1,4	21,0	38,8
Icke kassaflödespåverkande poster	--	--	--	--	18,3	-2,4	2,1	2,2	2,3
Förändringar i rörelsekapital	--	--	--	--	-3,2	-5,6	-7,7	-8,4	-7,3
Kassaflöde från den operationella verksamheten	--	--	--	--	-16,1	-16,3	-4,2	14,8	33,9
Investeringar	--	--	--	--	-0,4	-34,4	-5,0	-5,0	-5,0
Avyttringar	--	--	--	--	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Fritt kassaflöde	--	--	--	--	-16,5	-50,7	-9,2	9,8	28,9
Utdelningar	--	--	--	--	-24,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Nyemission / återköp	--	--	--	--	28,7	0,3	0,0	12,5	0,0
Förvärv	--	--	--	--	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lånefinansiering och övriga justeringar	--	--	--	--	4,6	13,1	-3,4	-5,2	-3,5
Kassaflöde	--	--	--	--	-7,2	-37,2	-12,6	17,1	25,4
Omräkningsdifferenser i likvida medel	--	--	--	--	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoskuld	--	--	--	--	-59,5	-11,0	-3,5	-25,8	-54,7

Tillväxt och marginaler

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Omsättningstillväxt	--	--	--	--	94%	30%	71%	70%	42%
EBIT, tillväxt	--	--	--	--	33%	14%	n/a	3877%	89%
EPS, tillväxt	--	--	--	--	n/a	73%	n/a	1429%	84%
EBITDA-marginal	--	--	--	-139%	-45%	-28%	8%	28%	35%
EBIT-marginal	--	--	--	-155%	-54%	-35%	1%	24%	32%
Skattesats	--	--	--	0%	0%	19%	21%	21%	21%

Kapitaleffektivitet

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
ROE	--	--	--	n/a	-57%	-8%	1%	18%	25%
ROCE	--	--	--	n/a	-20%	-7%	2%	18%	27%
ROIC	--	--	--	n/a	-20%	-9%	0%	16%	24%
Investeringar	--	--	--	1,4	0,4	34,4	5,0	5,0	5,0
Investeringar / omsättning	--	--	--	11%	2%	102%	8%	5%	3%
Försäljnings- och adminkostnader / omsättning	--	--	--	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Varulager / omsättning	--	--	--	12%	8%	9%	12%	12%	12%
Kundfordringar / omsättning	--	--	--	24%	23%	15%	21%	21%	21%
Leverantörsskulder / omsättning	--	--	--	0%	0%	7%	6%	6%	5%
Rörelsekapital / omsättning	--	--	--	-29%	-9%	9%	18%	19%	18%
Kapitalomsättningshastighet	--	--	--	0,4x	0,4x	0,2x	0,4x	0,6x	0,7x

Finansiell ställning (mkr)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Nettoskuld, rapporterad	--	--	--	-17,3	-63,3	-15,1	-7,7	-30,0	-58,9
Soliditet	--	--	--	67%	74%	68%	68%	72%	74%
Nettoskuldsättningsgrad	--	--	--	-80%	-55%	-11%	-3%	-19%	-32%
Nettoskuld / EBITDA	--	--	--	0,9x	4,8x	1,1x	-0,8x	-0,9x	-1,1x

Aktiedata (kr)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
EPS, rapporterad	--	--	--	n/a	-0,21	-0,06	0,01	0,14	0,25
EPS, justerad	--	--	--	n/a	-0,21	-0,06	0,01	0,14	0,25
FCF per aktie	--	--	--	n/a	-0,11	-0,34	-0,06	0,06	0,19
Utdelning per aktie	--	--	--	n/a	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	--	--	--	n/a	0,72	0,67	0,67	0,88	1,14
Stamaktier efter utspädning, årets slut (milj)	--	--	--	n/a	149,8	149,8	149,8	152,5	152,5
Preferensaktier efter utspädning, årets slut (milj)	--	--	--	n/a	14,6	14,6	14,6	14,6	14,6

Värderingsmultiplar

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
P/E	n/a	n/a	n/a	n/a	neg	neg	324,2x	21,2x	11,5x
P/EK	n/a	n/a	n/a	n/a	5,6x	4,4x	4,3x	3,3x	2,6x
P/FCF	n/a	n/a	n/a	n/a	neg	neg	neg	45,2x	15,5x
Direktavkastning	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel	n/a	n/a	n/a	n/a	0%	0%	0%	0%	0%
EV/Sales	n/a	n/a	n/a	n/a	19,8x	12,0x	7,2x	4,1x	2,7x
EV/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	neg	neg	93,9x	14,3x	7,5x
EV/EBIT	n/a	n/a	n/a	n/a	neg	neg	685,5x	16,7x	8,2x
Aktiekurs, årets slut	n/a	n/a	n/a	n/a	4,00	2,94	2,94	2,94	2,94
EV, årets slut	n/a	n/a	n/a	n/a	536	425	432	417	389

Kvartalsdata (mkr)

	Q1 19	Q2 19	Q3 19	Q4 19	Q1 20	Q2 20	Q3 20	Q4 20	Q1 21
Nettoomsättning	--	3,5	2,0	5,0	7,0	3,0	7,2	7,2	9,7
Övriga intäkter	--	0,4	0,2	0,1	0,8	0,3	0,6	1,1	0,5
Kostnad sålda varor	--	-0,8	-0,8	-1,6	-2,7	-1,1	-2,0	-1,4	-3,5
Bruttovinst	--	3,2	1,4	3,5	5,0	2,2	5,8	6,9	6,7
Försäljningskostnader	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Administrationskostnader	--	-7,1	-5,1	-10,3	-7,5	-7,4	-9,2	-6,7	-7,8
Forskning- och utvecklingskostnader	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Övriga rörelsekostnader	--	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,5	-0,4	-1,2	-0,4
Extraordinära kostnader	--	-3,0	-2,0	-1,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0
EBITDA	--	-7,0	-5,8	-8,1	-2,7	-5,8	-3,8	-1,0	-1,4
Avskrivningar	--	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,5
Nedskrivningar	--	-3,0	-2,0	-1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0
EBIT	--	-10,5	-8,4	-9,7	-3,2	-6,4	-4,4	-1,5	-1,0
Extraordinära poster	--	-3,0	-2,0	-1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0
EBIT (justerat)	--	-7,5	-6,4	-8,7	-3,2	-6,4	-4,4	-1,5	-2,0
Finansiella intäkter	--	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,6	0,5	1,5
Finansiella kostnader	--	0,0	0,0	0,0	0,0	-17,8	-0,2	0,0	-0,1
Resultat före skatt	--	-7,6	-6,4	-8,7	-3,3	-24,0	-4,0	-1,0	-0,6
Skatter	--	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Minoritetsintressen	--	-3,0	-2,0	-1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0
Nettoresultat (rapporterat)	--	-10,6	-8,4	-9,7	-3,3	-24,0	-4,0	-1,0	0,4
Nettoresultat (justerat)	--	-10,6	-8,4	-9,7	-3,3	-24,0	-4,0	-1,0	0,4
	Q1 19	Q2 19	Q3 19	Q4 19	Q1 20	Q2 20	Q3 20	Q4 20	Q1 21
Omsättningstillväxt	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	-18%	261%	65%	32%
EBIT, tillväxt	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EPS, tillväxt	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EBITDA-marginal	n/a	-175%	-270%	-160%	-35%	-178%	-49%	-12%	-14%
EBIT-marginal	n/a	-264%	-388%	-191%	-42%	-195%	-56%	-18%	-9%
Skattesats	n/a	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

Denna publikation (nedan "Publikationen" har sammanställts av Erik Penser Bank (nedan "Banken") exklusivt för bankens kunder. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan således inte garanteras. Banken kan låta medarbetare från annan avdelning eller analyserat bolag (nedan "bolaget") läsa fakta eller serier av fakta för att få dessa verifierade. Banken lämnar inte i förväg ut slutsatser eller omdömen i Publikationen. Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns åsikter vid tillfället för upprättandet av Publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer att vara i enlighet med åsikter framförda i Publikationen.

Informationen i Publikationen ska inte uppfattas som en uppmaning eller råd att ingå transaktioner. Informationen tar inte sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Informationen är därmed ingen personlig rekommendation eller ett investeringsråd.

Banken fransäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grunda sig på denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Placeringen kan öka eller minska i värde eller bli helt värdelös. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden

Motiverat värde och risk

Det motiverade värdet speglar ett värde för aktien per den dag analysen publicerats i ett intervall motsvarande ca 5-10%. Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument såsom till exempel kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler.

Värderingsmetod och ansats för att bestämma motiverat värde skall framgå av analysen och kan variera från bolag till bolag. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata och ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. Vad gäller risk klassificeras aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån ett antal kända parametrar som är relevanta för bolaget. En generell riktlinje för att klassificeras som låg risk är att bolaget har positivt kassaflöde och att ingen enskild faktor påverkar omsättningen mer än 20%. Motsvarande generella beskrivning av hög risk är att bolaget inte nått positivt kassaflöde alternativt att en enskild faktor påverkar omsättningen mer än 50%.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt analyserat bolag. Banken erhåller ersättning för nämnda tjänst från det analyserade bolaget. Potential- och riskklassificeringen uppdateras kontinuerligt. Klicka <https://www.penser.se/historiska-analysrekommendationer/> för att se historik över investeringsrekommendationer från Banken

Allmänt

Bankens medgivande krävs om hela eller delar av denna Publikation mångfaldigas eller sprids. Publikationen får inte spridas till eller göras tillgänglig för någon fysisk eller juridisk person i USA (med undantag av vad som framgår av Rule 15a – 16, Securities Exchange Act of 1934), Kanada eller något annat land som i lag fastställt begränsningar för spridning och tillgänglighet av materialets innehåll.

Banken har utarbetat en Etikpolicy samt en Intressekonfliktpolicy. Dessa syftar till att förebygga och förhindra intressekonflikter mellan kunders intressen och avdelningar inom Banken. Sättet som Banken använder för att förebygga intressekonflikter är bl. a. restriktiva kommunikationer (Chinese Walls). Analysavdelningen är fysiskt belägen avskild från Corporate Finance-avdelningen, som sitter i egen lokal. Corporate Finance-avdelningen får inte delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Det kan dock, från tid till annan, föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan ett bolag som förekommer i en Publikation och någon annan avdelning i Banken än Analysavdelningen. Banken har utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för Investeringsrekommendation.

Från tid till annan utför Banken uppdrag för ett bolag som är omnämnt i en publikation. Banken kan bl. a. vara rådgivare eller emissionsinstitut, till bolaget eller likviditetsgarant i ett av bolagets värdepapper. Om så är fallet har det angivits i Publikationen. Banken, dess ägare, styrelseledamöter eller anställda kan äga aktier i omnämnt bolag. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Banken och dess anställda följer svenska fondhandlarförningens riktlinjer för anställdas affärer. Den analytiker som har utarbetat en Investeringsanalys som avses i 11 kap. 8 § FFFS 2007:16 och andra som medverkat i detta arbete får inte för egen räkning handla i be-rörda Finansiella Instrument eller med därtill relaterade Finansiella Instrument i strid med gällande rekommendation. Bankens Compliance-avdelning övervakar anställdas transaktioner.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat. Varken Banken eller de personer som sammanställt denna publikation har innehav (varken långa eller korta) i analyserat bolags emitterade finansiella instrument överstigande 0,5 % av det analyserade bolagets aktiekapital.

För det aktuella bolaget utför Banken även analys i enlighet med villkoren för den kostnadsbelagda tjänsten "Penser Access". Klicka här <https://epaccess.penser.se/> för mer information om tjänsten.

Erik Penser Bank har tillstånd att bedriva värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn

Erik Penser Bank (*publ.*)

Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM

tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 www.penser.se