



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Konsumenttjänster | Sverige | 8 November 2021

Rolling Optics

Nytt fokus med ett optionsvärde

Lägre omsättning y/y

Nettoomsättningen i det tredje kvartalet 2021 uppgick till 4,8 mkr (Q3'20 7,2 mkr), vilket motsvarar en omsättningsminskning om 36% y/y. Minskningen var i sin helhet hänförlig till affärsområdet Brand Security, som för övrigt, i princip, står för all omsättning. Rörelseresultatet uppgick till -3,4 mkr (-4,4 mkr). Det förbättrade resultatet var primärt hänförligt till kostnader av engångskaraktär som bolaget hade föregående år.

Nytt fokus

Bolaget kommunicerade den 20 oktober att man framöver förväntar sig en begränsad tillväxt de kommande åren inom affärsområdena Brand Security och Brand Identity, medan man ser en fortsatt god potential inom High Security om än på några års sikt.

Justerar estimat

Givet att bolaget förväntar sig en begränsad tillväxt inom både Brand Security samt Brand Identity de närmaste åren har vi justerat våra estimat utifrån detta. Vi har dessutom justerat våra estimat vad gäller försäljning inom segmentet High Security. På nuvarande kurs diskonterar marknaden ordervärde motsvarande 2x Libanons storlek år 2024 (ca. 15 mkr). För djupare analys se längre ned.

Estimatändring (kr)				Prognos (kr)					Värde och risk	
	Nu	Förr			20	21e	22e	23e	Motiverat värde	-
EPS, just 21e	-0.07	-0.07	0.0%	Omsättning, mkr	24	29	24	25	Aktiekurs	SEK0.9
EPS, just 22e	-0.06	0.01	-871.4%	Tillväxt	94%	13%	(16)%	2%	Riskenivå	High
EPS, just 23e	-0.07	0.14	-152.6%	EBITDA, mkr	(12.3)	(11.1)	(13.8)	(14.4)	<div>Kursutveckling 12 mån</div>	
<div>Kommande händelser</div> <div>Bokslutskommuniké 2021 2022-02-04</div>				EBIT, mkr	(15)	(13)	(17)	(18)		
				EPS, justerad	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)		
				EK/aktie	0.7	0.7	0.7	0.6		
<div>Bolagsfakta (mkr)</div> <div>Antal aktier 150m</div> <div>Börsvärde 139</div> <div>Nettoskuld (39)</div> <div>EV 100</div> <div>Free float 77%</div> <div>Daglig handelsvolym, snitt 166(k)</div> <div>Reuters/Bloomberg RO.ST / RO:SS</div>				Utdelning/aktie	0.0	0.0	0.0	0.0		
				EBIT-marginal	(53.6)%	(42.0)%	(67.3)%	(70.7)%		
				ROE	(57.3)%	(9.7)%	(10.5)%	(12.2)%		
				ROCE	(19.8)%	(9.1)%	(11.5)%	(12.1)%		
				EV/Sales	4.1x	3.4x	4.1x	4.0x		
				EV/EBITDA	(8.2)x	(9.1)x	(7.3)x	(7.0)x		
				EV/EBIT	(6.9)x	(7.8)x	(5.8)x	(5.4)x		
				P/E, justerad	(4.4)x	(14.0)x	(14.5)x	(12.9)x		
				P/EK	1.3x	1.4x	1.3x	1.5x		
				Direktavkastning	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
				FCF yield	(2.7)%	(21.7)%	(16.5)%	(11.4)%	<div>Analytiker</div> <div>igor.tubic@penser.se</div>	
				Nettosk./EBITDA	4.8g	2.7g	1.8g	0.5g		



Sammanfattning

Nytt fokus med ett optionsvärde

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 2-4 åren ska man expandera produktionen inför en förväntad försäljningsökning inom framförallt sedelapplikationer, vilket på sikt kan generera betydande vinster.

Bevisad historik

Bolaget grundades 2005 och har sedan dess successivt raffinerat den teknik som produkt erbjudandet 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 2-4 år.

Unik teknologi

Sedan grundandet 2005 har bolaget arbetat med att utveckla och tillverka mikroskopiska produkter med en unik teknologi som ger möjlighet att leverera högupplösta och attraktiva säkerhetsetiketter och sedelapplikationer. Bolaget har idag ett tiotal patentfamiljer där de viktigaste löper ut 2030-2032.

Stor uppsida om allt går vägen

Vi ser en stor potential inom High Security förutsatt att bolaget lyckas knyta till sig samarbetsavtal med de större aktörerna inom sedel- och substrattillverkare. Bara den adresserbara marknaden inom sedlar – där bolaget är väl positionerat genom ett samarbetsavtal med CCL Secure, världens största tillverkare av polymera sedlar, samt är i en rad diskussioner med de större producenterna av papperssedlar – beräknas vara värd över 5 mdkr, vilket ska ställas mot bolagets försäljning på 24 mkr för 2020. Vägen dit är dock lång och avspeglas bl a i vår riskbedömning.

Värdering

Vi har utgått ifrån en kassaflödesanalys. För djupare analys om nuvarande börsvärde och optionsvärde se längre fram i analysen.

Kvartalet i detalj

Affärsområdet Brand Security stod fortsatt, i princip, för all omsättning under det tredje kvartalet, främst drivet av befintliga kunder i Asien och Mellanöstern. Nykundförsäljningen inom Brand Security är fortsatt begränsad, där bolaget efter sin kommunikation om nytt strategiskt fokus, signalerar att man framöver ser en begränsad tillväxt inom detta affärsområde. Detsamma gäller Brand Identity. Den stora aktörens och RO:s huvudkonkurrent Cranes patent löper ut i november 2024 (patentdom 2019). Fram till dess måste RO vara noggranna med att informera potentiella kunder, och avtala att varor med Rolling Optics teknologi inte får säljas på den amerikanska marknaden fram till November 2024. Detta gör att förhandlingarna kompliceras och bidrar till att kunder tvekar och i slutänden väljer att inte skriva samarbetsavtal med Rolling Optics. Dock meddelar bolaget att man fortsatt kommer att jobba med sina befintliga kunder som opererar mer på en regional och lokal nivå, där risken att produkterna når den amerikanska marknaden är minimal. Det är detta bolaget menar med att man framöver kommer vara mer selektiv med kunder och samarbetspartners, dvs fokusera mer på att hitta kunder inom affärsområdet Brand Security och Brand Identity som opererar på en regional och lokal nivå. Vårt att påpeka är att bolaget ser en mycket begränsad sannolikhet att tidigare skrivna kontrakt skulle medföra någon risk för ytterligare stämning. Bolaget meddelar att kontrakt sedan patentdomen gick igenom innefattar information om att produkterna med bolagets teknologi inte får säljas på den amerikanska marknaden, vilket rent krasst innebär att bolaget har ifrånsagt sig ansvaret.

Inom affärsområdet High Security driver bolaget fortfarande ett antal projekt både vad gäller integration av sin teknologi i polymera sedlar samt utveckling av säkerhetstrådar till papperssedlar. Sedan tidigare har bolaget tillsammans med CCL Secure, lanserat en minnessedel i Libanon (2020). CCL är världens största producent av polymera sedlar (plast) med ca 80% av marknaden och förser 24 länder i över 160 valörer. Att lansera en minnessedel brukar i marknaden ses som ett första steg till att testa ny teknologi, för att därefter ta nästa steg till att lansera en cirkulationssedel. Processerna är ofta långdragna och tar mellan 3-5 år. Bolagets bedömning om att intressanta volymer inom High Security först kan uppnås inom 2-4 år, tolkar vi som bland annat utgår ifrån lanseringen av minnessedeln i Libanon och när bolaget förväntar sig att eventuella intäkter framöver kommer komma.

Nytt strategiskt fokus

Givet sämre marknadsförutsättningar inom affärsområdena Brand Security samt Brand Identity kommunicerade bolaget i oktober att man sett över sin strategi och förväntar sig en begränsad tillväxt inom dessa affärsområden framöver. Framförallt på grund svårigheterna att vinna nya kunder givet patentdomen som tidigare beskrivet.

Vad gäller High Security meddelar bolaget att man ser stor potential inom detta segment där större delen av arbetet kommer ligga framöver. Fokus på kort sikt kommer vara att utveckla samarbeten med sedel- och substrattillverkare med målet att inom 2-4 år erhålla ordrar på säkerhetskomponenter för sedlar i kommersiellt intressanta volymer. Bolaget för just nu en rad diskussioner med aktörer inom sedelbranschen och har påbörjat utveckling av en mikrooptisk film avsedd att integreras som säkerhetstråd i papperssedlar.

High Security

Av pedagogiska skäl föredrar vi att dela upp High Security i två segmentet:

1. Polymera sedlar
2. Papperssedlar

Polymera sedlar

Som tidigare nämnts har bolaget ett tätt samarbete med CCL Secure, världens största producent av polymera sedlar (plast), där Rolling Optics teknologi redan finns integrerad i tillverkningsprocessen.

Papperssedlar

Inom segmentet papperssedlar har bolaget påbörjat utveckling av säkerhetstrådar. Bolaget för just nu en rad diskussioner med sedel- och substrattillverkare vilket man har goda förhoppningar om ska leda till samarbetsavtal. Bolaget har identifierat betydande affärsmöjligheter i papperssedelmarknaden. Marknaden för papperssedlar utgör mer än 95% av den totala sedelmarknaden och mot bakgrund av att ett antal stora länder står i begrepp att lansera nya generationer sedlar inom de närmsta åren öppnar sig en stor marknad inte minst då bedömningen är att kunderna gärna ser "dual sourcing" som mer önskvärd än den monopolliknande marknadsställning Crane innehar. Rolling Optics nya produktionslina, som nu förväntas bli levererad under Q1'22, kommer även kunna användas till att tillverka säkerhetstrådar till sedlar.

Slutsats

Valet av nytt strategiskt fokus gör bolagets framtid svårbedömt. På kort sikt innebär detta att vi har svårt att bedöma bolagsvärdet givet dess nuvarande intäktsnivå och svårigheter att sälja till nya kunder inom Brand Security och Brand Identity (pga patentdom). På lång sikt ser vi dock möjlighet att bolaget ska kunna utveckla affärsområdet High Security till att bli ett starkt intäktsgenererande ben, men osäkerheten är stor givet historiken. Vår bedömning är att bolaget har tagit kliv framåt i form av att man lyckats integrera sin teknologi i CCLs produktionssystem samt lanserat en minnesedel innehållande dess teknologi. På grund av långa säljprocesser har vi dock svårt att se några betydande intäkter de närmsta åren. Dessa ligger, som bolaget själva kommunicerat, istället 2-4 år framåt i tiden. Vad gäller papperssedlar jobbar bolaget med att få till samarbetsavtal med sedel- och substrattillverkare, vilket är ett första steg för att ta sig in på papperssedelmarknaden. När och om detta leder till eventuella intäkter, ligger enligt vår bedömning bortom 2024.

Vår bedömning är att potentiella ordrar inom segmentet High Security framöver kan variera allt mellan 7,5-200 mkr per år (se teoretisk kalkyl längre ned i analysen). Därmed ser vi att bolagsvärderingen innehåller ett stort mått av optionsvärde, framförallt givet att bolaget har ett tiotal patentfamiljer där de viktigaste patenten löper ut först 2030-2032. Risken är dock fortsatt hög (t om högre än tidigare) och bolaget meddelade i samband med strategiskiftet att man ska undersöka möjligheterna om att genomföra en företrädesemission om ca. 20mkr. Detta tillsammans med en befintlig kassa och en försäljning på nuvarande volymer bedöms ge bolaget möjlighet att bedriva verksamheten minst till utgången av 2023.

Längre ned i analysen har vi utifrån antaganden och med en DCF gjort en scenarioanalys för att illustrera vad marknaden uppfattar är bolagets nuvarande värde. Notera att detta är ett teoretiskt antagande.

Estimatförändringar

Vi justerar våra estimat givet bolagets nya strategiska fokus. Detta innebär att vi framöver förväntar oss en liknande omsättning per kvartal som bolaget i genomsnitt levererat de senaste 1-2 åren (ca. 6 mkr per kvartal). Med andra ord begränsad tillväxt inom Brand Security och Brand Identity (vi har antagit 2% tillväxt per år i linje med inflationen). Detsamma gäller kostnadssidan, även där har vi antagit att den kommer ligga som det historiska snittet och justerat för inflation. Givet svårigheten i att bedöma potentiella kontrakt inom High Security, har vi utifrån nuvarande marknadsvärde i en DCF modellerat för vad som krävs för att bolaget ska uppnå en aktiekurs på 0,93 kr (5 Nov 2021). Detta leder till att vi förutom en genomsnittlig historisk försäljning inom Brand Security, antagit ytterligare försäljning om ca. 15 mkr år 2024. Detta skulle (rent teoretiskt) utifrån våra beräkningar kunna bygga på en potentiell order från ett land av tex 2x Libanons storlek. Vidare har vi antagit en WACC om 16%, vilket resulterar i att vi landar på ett värde per aktie på 0,93 kr, vilket även är aktiekursen i skrivande stund.

Nya estimat	2021e	2022e	2023e	2024e
Intäkter	30,7	25,7	26,2	41,9
Tillväxt	13%	-16%	2%	60%
EBIT	(12,9)	(17,3)	(18,5)	(8,1)
Rörelsemarginal	-42%	-67%	-71%	-19%
EPS (kr)	(0,07)	(0,06)	(0,07)	(0,03)
DPS (kr)	-	-	-	-

Tidigare estimat	2021e	2022e	2023e	2024e
Intäkter	36,3	60,3	102,7	146,0
Tillväxt	34%	66%	70%	42%
EBIT	(12,6)	0,6	25,1	47,4
Rörelsemarginal	-35%	1%	24%	32%
EPS (kr)	(0,06)	0,01	0,14	0,25
DPS (kr)	-	-	-	-

Förändring i %	2021e	2022e	2023e	2024e
Intäkter	-15%	-57%	-75%	-71%
EBIT	-2%	2783%	-174%	-117%
EPS	-5%	-871%	-153%	-112%
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a

Källa: EPB

Värde på aktien idag

Nedan presenteras antaganden kring vår DCF analys som reflekterar aktiekursen i skrivande stund (0,93 kr per aktie). I terminalvärdet har vi byggt våra antaganden kring en jämförelse av Crane, som är ett amerikanskt noterat bolag som delvis just är verksamma inom "Banknotes and Security Product" och har bl.a. Federal Reserve som kund.

Valuation output				WACC assumptions				Sensitivity analysis						
Sum of PV of FCF (explicit period)				35				Risk free nominal rate				0,4%		
PV of terminal value (perpetuity formula)				65				Risk premium				7,0%		
Enterprise value				101				Extra risk premium				9,5%		
Latest net debt				-39				Beta				1,0		
Minority interests & other				0				Cost of equity				17,1%		
Equity value				140				Cost of debt (pre-tax)				5,0%		
No. of shares outstanding (millions)				150				Tax rate				21%		
Equity value per share (SEK)				0,93				Target debt/(debt + equity)				8%		
								WACC				16,0%		
Implicit multipl.				2021		2022		2023		Terminal value assumptions				
EV/Sales				3,3		3,9		3,8		Long term growth rate				
EV/EBITDA				-9,1		-7,3		-7,0		15,0%				
EV/EBIT				-7,8		-5,8		-5,4		Long term EBIT margin				
EV/NOPLAT				-9,8		-7,3		-6,8		15,0%				
P/E										Depreciation (% of sales)				
ROIC/WACC										2,0%				
Current Share price								0,93		Capex (% of sales)				
										2,0%				
										Working cap. (% of sales)				
										-2,6%				
										Tax rate				
										21%				

Teoretisk kalkyl av potentiella kontrakt inom High Security

Global befolkning (mdr)	7,8
Sedelproduktion i värden per år (mdr)	170
Sedlar som produceras per person	22

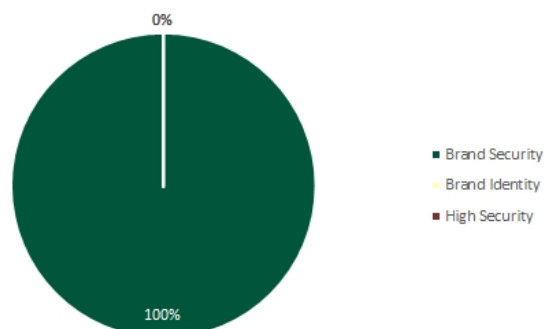
Land (exempel)	Libanon	Sverige	Filippinerna	Nigeria
Antal invånare i landet (m)	7	10	110	200
Antal sedlar som produceras per år (m)	153	218	2397	4359
Tillverkningskostnad per ny sedel (kr)	0,05	0,05	0,05	0,05
Intäktpotential för Rolling Optics per år (mkr)	8	11	120	218

Källa: EPB Research

Ägarbild

Största aktieägare	Röster	Kapital
Forestum Capital AB	12,0%	11,0%
Nordnet Pensionsförsäkring	6,5%	6,4%
Axel Lundvall	5,1%	4,7%
Vaerkstlab Holding ApS	2,8%	4,7%
Övriga	73,6%	73,2%
Ordförande	Johan Stern	
VD	Hans-Petter Andersson	
CFO	Carin Jakobson	
Internet	www.rollingoptycs.com	

Intäktsfördelning - Sept 2021



Källa: Holdings

Resultaträkning (mkr)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	--	--	--	12,8	24,4	29,2	24,5	25,0	40,7
Övriga intäkter	--	--	--	1,1	2,7	1,5	1,2	1,2	1,2
Kostnad sålda varor	--	--	--	-4,1	-7,1	-9,3	-7,5	-7,6	-12,2
Bruttovinst	--	--	--	9,8	19,9	21,4	18,2	18,6	29,7
Försäljningskostnader	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Administrationskostnader	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Forskning- och utvecklingskostnader	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Övriga rörelsekostnader	--	--	--	-29,2	-32,2	-32,5	-32,0	-32,9	-33,6
EBITDA	--	--	--	-19,4	-12,3	-11,1	-13,8	-14,4	-3,9
Avskrivningar	--	--	--	-2,2	-2,2	-1,8	-3,5	-4,1	-4,2
Nedskrivningar	--	--	--	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	--	--	--	-21,6	-14,5	-12,9	-17,3	-18,5	-8,1
Extraordinära poster	--	--	--	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT (justerat)	--	--	--	-21,6	-14,5	-12,9	-17,3	-18,5	-8,1
Finansiella intäkter	--	--	--	0,0	1,4	3,2	4,5	3,8	2,5
Finansiella kostnader	--	--	--	-0,1	-18,1	-0,9	-0,9	-1,0	-0,8
Resultat före skatt	--	--	--	-21,7	-31,2	-10,6	-13,7	-15,6	-6,5
Skatter	--	--	--	0,0	0,0	0,6	2,8	3,2	1,3
Minoritetsintressen	--	--	--	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoresultat (rapporterat)	--	--	--	-21,7	-31,2	-9,9	-10,8	-12,4	-5,1
Nettoresultat (justerat)	--	--	--	-21,7	-31,2	-9,9	-10,8	-12,4	-5,1

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	5,6	6,0	6,3	6,6
Materiella anläggningstillgångar	--	--	--	--	0,9	16,3	34,4	35,0	35,5
Räntebärande anläggningstillgångar	--	--	--	--	59,8	62,8	62,8	64,7	66,5
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	84,7	103,2	105,9	108,5
Varulager	--	--	--	--	2,2	2,7	3,1	3,1	5,1
Kundfordringar	--	--	--	--	6,2	11,7	5,2	5,3	8,7
Övriga omsättningstillgångar	--	--	--	--	0,0	0,6	3,5	6,7	8,0
Likvida medel	--	--	--	--	69,9	45,9	51,7	30,1	7,4
Summa omsättningstillgångar	--	--	--	--	78,3	61,0	63,5	45,2	29,1
SUMMA TILLGÅNGAR	--	--	--	--	144,7	145,8	166,8	151,2	137,7
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	--	--	--	--	107,6	98,5	107,7	95,3	90,1
Minoritetsintressen	--	--	--	--	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa eget kapital	--	--	--	--	107,6	98,5	107,7	95,3	90,1
Långfristiga finansiella skulder	--	--	--	--	4,8	8,0	18,0	14,7	13,0
Pensionsavsättningar	--	--	--	--	19,6	21,3	21,3	21,3	21,3
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	29,3	39,3	36,0	34,3
Kortfristiga finansiella skulder	--	--	--	--	1,8	3,1	3,1	3,1	3,1
Leverantörsskulder	--	--	--	--	0,0	0,0	1,5	1,4	2,0
Skatteskulder	--	--	--	--	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga kortfristiga skulder	--	--	--	--	10,9	14,9	15,2	15,5	8,1
Summa kortfristiga skulder	--	--	--	--	12,7	18,0	19,8	20,0	13,3
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	--	--	--	--	144,7	145,8	166,8	151,2	137,7

Kassaflödesanalys (mkr)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Nettoresultat (rapporterat)	--	--	--	--	-31,2	-9,9	-10,8	-12,4	-5,1
Icke kassaflödespåverkande poster	--	--	--	--	18,3	-1,0	-1,1	-0,9	1,1
Förändringar i rörelsekapital	--	--	--	--	-3,2	-2,2	8,0	0,0	-12,0
Kassaflöde från den operationella verksamheten	--	--	--	--	-16,1	-13,2	-4,0	-13,3	-16,1
Investeringar	--	--	--	--	-0,4	-17,1	-22,0	-5,0	-5,0
Avyttringar	--	--	--	--	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Fritt kassaflöde	--	--	--	--	-16,5	-30,3	-26,0	-18,3	-21,1
Utdelningar	--	--	--	--	-24,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Nyemission / återköp	--	--	--	--	28,7	0,4	20,0	0,0	0,0
Förvärv	--	--	--	--	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lånefinansiering och övriga justeringar	--	--	--	--	4,6	5,9	11,8	-3,3	-1,7
Kassaflöde	--	--	--	--	-7,2	-24,0	5,8	-21,6	-22,8
Omräkningsdifferenser i likvida medel	--	--	--	--	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoskuld	--	--	--	--	-59,5	-29,3	-25,1	-6,8	14,3

Tillväxt och marginaler

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Omsättningstillväxt	--	--	--	--	94%	13%	-16%	2%	60%
EBIT, tillväxt	--	--	--	--	33%	11%	n/a	7%	-56%
EPS, tillväxt	--	--	--	--	n/a	68%	n/a	13%	-59%
EBITDA-marginal	--	--	--	-139%	-45%	-36%	-54%	-55%	-9%
EBIT-marginal	--	--	--	-155%	-54%	-42%	-67%	-71%	-19%
Skattesats	--	--	--	0%	0%	6%	21%	21%	21%

Kapitaleffektivitet

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
ROE	--	--	--	n/a	-57%	-10%	-11%	-12%	-6%
ROCE	--	--	--	n/a	-20%	-7%	-9%	-10%	-4%
ROIC	--	--	--	n/a	-20%	-9%	-12%	-12%	-6%
Investeringar	--	--	--	1,4	0,4	17,1	22,0	5,0	5,0
Investeringar / omsättning	--	--	--	11%	2%	58%	90%	20%	12%
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%	38%	20%	20%	21%
Leverantörsskulder / omsättning	--	--	--	0%	0%	0%	6%	5%	5%
Rörelsekapital / omsättning	--	--	--	-29%	-9%	-2%	-33%	-32%	8%
Kapitalomsättningshastighet	--	--	--	0,4x	0,4x	0,2x	0,2x	0,2x	0,3x

Finansiell ställning (mkr)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Nettoskuld, rapporterad	--	--	--	-17,3	-63,3	-34,9	-30,7	-12,4	8,7
Soliditet	--	--	--	67%	74%	68%	65%	63%	65%
Nettoskuldsättningsgrad	--	--	--	-80%	-55%	-30%	-23%	-7%	16%
Nettoskuld / EBITDA	--	--	--	0,9x	4,8x	2,7x	1,8x	0,5x	-3,7x

Aktiedata (kr)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
EPS, rapporterad	--	--	--	n/a	-0,21	-0,07	-0,06	-0,07	-0,03
EPS, justerad	--	--	--	n/a	-0,21	-0,07	-0,06	-0,07	-0,03
FCF per aktie	--	--	--	n/a	-0,11	-0,20	-0,15	-0,11	-0,12
Utdelning per aktie	--	--	--	n/a	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	--	--	--	n/a	0,72	0,66	0,63	0,55	0,52
Stamaktier efter utspädning, årets slut (milj)	--	--	--	n/a	149,8	149,8	172,0	172,0	172,0
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	neg	neg	neg
P/EK	n/a	n/a	n/a	n/a	5,6x	1,4x	1,5x	1,7x	1,8x
P/FCF	n/a	n/a	n/a	n/a	neg	neg	neg	neg	neg
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	3,4x	5,0x	5,6x	4,0x
EV/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	neg	neg	neg	neg	neg
EV/EBIT	n/a	n/a	n/a	n/a	neg	neg	neg	neg	neg
Aktiekurs, årets slut	n/a	n/a	n/a	n/a	4,00	0,93	0,93	0,93	0,93
EV, årets slut	n/a	n/a	n/a	n/a	536	104	129	148	169

Kvartalsdata (mkr)

	Q1 19	Q2 19	Q3 19	Q4 19	Q1 20	Q2 20	Q3 20	Q4 20	Q1 21	Q2 21	Q3 21
Nettoomsättning	--	3,5	2,0	5,0	7,0	3,0	7,2	7,2	9,7	8,9	4,6
Övriga intäkter	--	0,4	0,2	0,1	0,8	0,3	0,6	1,1	0,5	0,5	0,2
Kostnad sålda varor	--	-0,8	-0,8	-1,6	-2,7	-1,1	-2,0	-1,4	-3,5	-3,0	-1,0
Bruttovinst	--	3,2	1,4	3,5	5,0	2,2	5,8	6,9	6,7	6,4	3,8
Försäljningskostnader	--										
Administrationskostnader	--	-7,1	-5,1	-10,3	-7,5	-7,4	-9,2	-6,7	-7,8	-8,8	-6,9
Forskning- och utvecklingskostnader	--										
Övriga rörelsekostnader	--	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,5	-0,4	-1,2	-0,4	-0,5	-0,2
Extraordinära kostnader	--	-3,0	-2,0	-1,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	--	-7,0	-5,8	-8,1	-2,7	-5,8	-3,8	-1,0	-1,4	-2,9	-3,2
Avskrivningar	--	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,5	-0,5	-0,2
Nedskrivningar	--	-3,0	-2,0	-1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	1,0	1,0
EBIT	--	-10,5	-8,4	-9,7	-3,2	-6,4	-4,4	-1,5	-1,0	-2,5	-2,4
Extraordinära poster	--	-3,0	-2,0	-1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	1,0	1,0
EBIT (justerat)	--	-7,5	-6,4	-8,7	-3,2	-6,4	-4,4	-1,5	-2,0	-3,5	-3,4
Finansiella intäkter	--	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,6	0,5	1,5	0,0	0,6
Finansiella kostnader	--	0,0	0,0	0,0	0,0	-17,8	-0,2	0,0	-0,1	-0,1	-0,5
Resultat före skatt	--	-7,6	-6,4	-8,7	-3,3	-24,0	-4,0	-1,0	-0,6	-3,6	-3,3
Skatter	--	0,0	0,0	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	1,0	1,0
Nettoresultat (rapporterat)	--	-10,6	-8,4	-9,7	-3,3	-24,0	-4,0	-1,0	0,4	-2,6	-2,3
Nettoresultat (justerat)	--	-10,6	-8,4	-9,7	-3,3	-24,0	-4,0	-1,0	0,4	-2,6	-2,3

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 målfaldigas 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 fondhandlarföreningens 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 Instru-ment 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