



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Servicetjänster | Sverige | 01 februari 2023

Rolling Optics Holding

Ett operationellt framgångsrikt år

Ett finansiellt svagare år...

Rolling Optics avslutade året starkt med en omsättning på 8,7 mkr, en ökning med 134% jämfört med Q4'21 och drygt 100% över snittet av de tre föregående kvartalen. Den starka avslutningen är en följd av den höga orderingången under tredje kvartalet. För helåret landade nettoomsättningen på 20,7 mkr (26,9) vilket innebär en minskning om 23%. Den lägre omsättningen påverkade årsresultatet negativt och uppgick till -16,3 mkr (-12,8). Trots omsättningsminskning och ny produktionslina var det operationella kassaflödet på -15,4 mkr, vilket är samma nivå som föregående år.

...men operationellt framgångsrikt

2022 må ha varit ett finansiellt motigt år, men operationellt har Rolling Optics framgångar inom High Security, och säkerhetskomponenter till sedlar, fortsatt. Under Q2 tecknade bolaget ett exklusivt utvecklings- samt distributörssamtal med Fase Srl, ett dotterbolag till Portals International vilka är världsledande inom sedeltillverkning. Bara dagar senare lanserar Portals säkerhetstråden Motus vilken bygger på Rolling Optics teknik.

Budet

Efter periodens utgång lägger den franska koncernen Francois-Charles Oberthur, vilka är verksamma inom säkerhetsteknologi med fokus på sedelindustrin, ett kontanterbudande på 1,0 kr per stamaktie, 0,3 kr per teckningsoption och 2,97 kr per preferensaktie. Acceptfristen för erbjudandet avslutas den 7 februari 2023. Styrelsen i Rolling Optics har rekommenderat aktieägarna och innehavare av optioner att acceptera budet. Enligt VD kommer det att krävas mer tid och kapital för att nå kommersiellt genombrott för bolagets unika produkter inom visuell autentisering.

Estimatändring (kr)				
	23e	Δ%	24e	Δ%

Totala intäkter	26	0,0	36	0,0
EBITDA, just.	8	0,0	-2	0,0
EBIT, just.	-12	0,0	-5	0,0

Kommande händelser

Q4 - rapport	31 januari 2023
--------------	-----------------

Bolagsfakta (mkr)

Antal aktier	190m
Börsvärde	190
Nettoskuld	-27
EV	163
Free float	74%
Daglig handelsvolym, snitt	3 919k
Bloomberg Ticker	RO SS EQUITY

Analytiker

Hugo Lisjo  
hugo.lisjo@penser.se

Prognos (mkr)			
	2022	2023e	2024e

Totala intäkter	22	26	36
Intäktstillväxt	N.m.	18%	36%
EBITDA, just.	-14	-8	-2
EBIT, just.	-15	-12	-5
EPS, just.	-0,1	-0,1	0,0
EPS-tillväxt	N.m.	N.m.	N.m.
EK/aktie	0,5	0,2	0,2
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.
ROE, just.	Neg.	Neg.	Neg.
ROCE, just.	Neg.	Neg.	Neg.
EV/Sales	2,1x	8,6x	7,0x
P/EK	0,5x	4,4x	5,3x
Nettoskuld/EBITDA	0,6x	-4,1x	-22,9x

Värde och risk	
Motiverat värde	-

Aktiekurs	1,0 kr
Riskenivå	Hög

Kursutveckling 12 mån



Intressekonflikter

	Yes	No
Likviditetsgarant		✓
Certified adviser	✓	
Transaktioner 12m		✓

## 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 de kommande 2–4 åren ska man expandera produktionen inför en förväntad försäljningsökning inom framför allt sedelapplikationer, 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 framför allt tillväxtländer, där problemet med piratkopiering är som störst, och man levererar årligen miljontals etiketter till dessa. I den konservativa sedelbranschen har man idag ett samarbetsavtal med världens största producent av sedlar i plast, CCL Secure, och Fase Srl (dotterbolag till Portals International) inom papperssedelbranschen. Båda dessa samarbeten förväntas leda till kommersiell produktion inom 2–4 år.*

### Unik teknologi

*Sedan grundandet 2005 har bolaget arbetat med att utveckla och tillverka mikrooptiska 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 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 Fase Srl, som är ett systerbolag till Portals paper och en av de större producenterna av papperssedlar - beräknas vara värd över 5 mdkr, vilket ska ställas mot bolagets omsättning om 27 mkr 2021. Vägen dit är dock lång och avspeglas bl.a. i vår riskbedömning.*

### Värdering

*Vi har för närvarande inte ett motiverat värde. Osäkerheten kring framtida intäkter är idag stora. Vi ser en god potential i affärsområdena High Security och Brand Security, men de potentiella intäkterna ligger inom en odefinierad tidshorisont. Med bakgrund av detta har vi idag inget motiverat värde för Rolling Optics.*

## Tankar kring budet

Det första budet som Francois-Charles Oberthur offentliggjorde den 16 januari 2023 uppgick till 0,75 kr per stamaktie, 0,225 kr per teckningsoption och 2,97 kr per preferensaktie. En vecka senare, 23 januari 2023, höjde Francois-Charles Oberthur budet till 1,0 kr per stamaktie, 0,3 kr per teckningsoption och 2,97 kr per preferensaktie. Det nya budet värderar hela Rolling Optics till 237 mkr och motsvarar en premie om 285 procent jämfört med stängningskursen dagen innan det första budet blev offentligt.

Vi delar ledningen och styrelsens vy om att det kommer att kosta mer tid och kapital för Rolling Optics unika teknik att nå kommersiellt genombrott och anser därmed budet som rimligt.

## Prognoser

Med bakgrund av budet och att styrelsen rekommenderar aktieägare och optionsinnehavare att ta budet genomför vi inga prognosförändringar i detta skede.

### Värdekedja papperssedlar



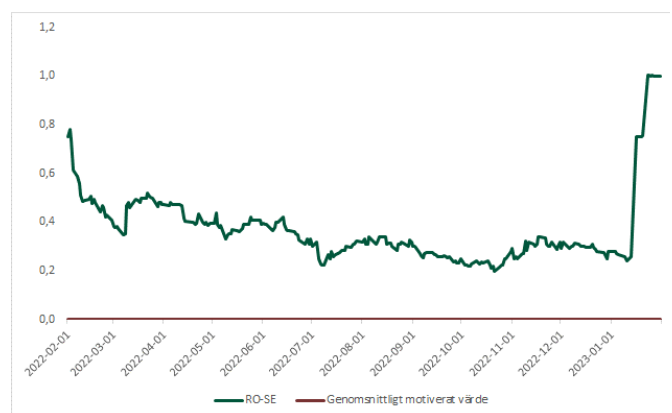
Källa: EPB, Rolling Optics

### Aktieägare och ledning

Största aktieägare	Aktier (tusental)	Kapital	Röster
Sorin Chiorescu	24 317	11,9%	12,7%
Nordnet Pensionsförsäkring	10 989	5,4%	5,8%
Vækstlab Holding ApS	3 540	4,7%	2,8%
Axel Lundvall	7 749	3,8%	4,1%
Svea Srl	5 756	3,8%	4,1%
Avanza Pension	7 358	3,7%	3,9%
Johan Stern	6 219	3,0%	3,3%
Henrik Didner	6 056	3,0%	3,2%
Fredrik Nikolajeff	5 566	2,7%	2,9%
Erik Åfors	2 154	2,5%	1,6%
<b>Totalt, 10 största aktieägare</b>	<b>79 704</b>	<b>39,0%</b>	<b>39,0%</b>
Totalt övriga	124 727	61,0%	61,0%
Totalt antal aktier	204 431	100,0%	100,0%
Ordförande	Johan Stern		
Tf verkställande direktör	Otto Drakenberg		
Vice VD	Axel Lundvall		
Finansdirektör	Fredrik Isaksson		

Källa: Holdings, 31-01-2023

### Genomsnittligt motiverat värde och aktiekurs



Källa: EPB, Factset

## Resultaträkning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e
<b>Nettoomsättning</b>	<b>13</b>	<b>24</b>	<b>27</b>	<b>21</b>	<b>25</b>	<b>34</b>
Övriga rörelseintäkter	1	3	1	2	1	1
<b>Totala intäkter</b>	<b>14</b>	<b>27</b>	<b>28</b>	<b>22</b>	<b>26</b>	<b>36</b>
Kostnad sålda varor	-4	-7	-8	-6	-6	-9
<b>Bruttoresultat</b>	<b>10</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>16</b>	<b>20</b>	<b>27</b>
Totala rörelsekostnader	-29	-32	-33	-30	-28	-29
<b>EBITDA</b>	<b>-19</b>	<b>-12</b>	<b>-14</b>	<b>-14</b>	<b>-8</b>	<b>-2</b>
<b>EBITDA, justerad</b>	<b>-19</b>	<b>-12</b>	<b>-14</b>	<b>-14</b>	<b>-8</b>	<b>-2</b>
Totala avskrivningar	-2	-2	-1	-1	-4	-4
<b>EBITA, justerad</b>	<b>-19</b>	<b>-12</b>	<b>-14</b>	<b>-14</b>	<b>-8</b>	<b>-2</b>
<b>EBIT</b>	<b>-22</b>	<b>-15</b>	<b>-15</b>	<b>-15</b>	<b>-12</b>	<b>-5</b>
<b>EBIT, justerad</b>	<b>-22</b>	<b>-15</b>	<b>-15</b>	<b>-15</b>	<b>-12</b>	<b>-5</b>
Finansnetto	0	-17	2	-2	-2	-1
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-22</b>	<b>-31</b>	<b>-13</b>	<b>-16</b>	<b>-14</b>	<b>-7</b>
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	<b>-22</b>	<b>-31</b>	<b>-13</b>	<b>-16</b>	<b>-14</b>	<b>-7</b>
<b>Nettoresultat</b>	<b>-22</b>	<b>-31</b>	<b>-13</b>	<b>-16</b>	<b>-14</b>	<b>-7</b>
<b>Nettoresultat, justerad</b>	<b>-22</b>	<b>-31</b>	<b>-13</b>	<b>-16</b>	<b>-14</b>	<b>-7</b>

Källa: Rolling Optics Holding, EPB

## Kassaflödesanalys

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e
EBIT	-22	-15	-15	-15	-12	-5
Övriga kassaflödesposter	2	2	1	0	0	1
Förändringar i rörelsekapital	7	-3	1	4	0	-2
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>-13</b>	<b>-16</b>	<b>-13</b>	<b>-11</b>	<b>-12</b>	<b>-6</b>
Investeringar	0	0	-17	-16	-4	-4
Övriga poster	0	0	2	0	0	0
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>-14</b>	<b>-16</b>	<b>-29</b>	<b>-26</b>	<b>-17</b>	<b>-11</b>
Utdelningar	0	-24	0	0	0	0
Nyemission / återköp	19	29	0	20	0	0
Förändringar av lån	-5	5	4	-5	-3	-2
<b>Kassaflöde</b>	<b>-1</b>	<b>-7</b>	<b>-24</b>	<b>-11</b>	<b>-20</b>	<b>-13</b>
<b>Nettoskuld</b>	<b>-17</b>	<b>-63</b>	<b>-35</b>	<b>-8</b>	<b>-2</b>	<b>7</b>

Källa: Rolling Optics Holding, EPB

## Balansräkning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e
<b>TILLGÅNGAR</b>						
Övriga immateriella tillgångar	6	6	5	5	6	6
Materiella anläggningstillgångar	2	1	17	32	32	33
Finansiella anläggningstillgångar	0	60	63	17	17	17
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>9</b>	<b>66</b>	<b>85</b>	<b>54</b>	<b>55</b>	<b>56</b>
Varulager	2	2	2	1	2	3
Kundfordringar	3	6	6	5	2	3
Övriga omsättningstillgångar	0	0	0	43	0	0
Likvida medel och kortfristiga placeringar	19	70	46	43	21	8
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>24</b>	<b>78</b>	<b>54</b>	<b>93</b>	<b>25</b>	<b>14</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>32</b>	<b>145</b>	<b>139</b>	<b>147</b>	<b>80</b>	<b>70</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>						
Eget kapital	22	108	96	99	41	34
<b>Summa eget kapital</b>	<b>22</b>	<b>108</b>	<b>96</b>	<b>99</b>	<b>41</b>	<b>34</b>
Långfristiga räntebärande skulder	2	5	6	20	7	5
Övriga långfristiga skulder	0	20	21	12	20	20
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>2</b>	<b>24</b>	<b>28</b>	<b>32</b>	<b>27</b>	<b>26</b>
Kortfristiga räntebärande skulder	0	2	5	15	12	10
Övriga kortfristiga skulder	9	11	11	0	0	0
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>9</b>	<b>13</b>	<b>16</b>	<b>15</b>	<b>12</b>	<b>10</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>32</b>	<b>145</b>	<b>139</b>	<b>147</b>	<b>80</b>	<b>70</b>

Källa: Rolling Optics Holding, EPB

## Tillväxt och marginaler

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e
Intäkstillväxt	-	94%	5%	N.m.	18%	36%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	37%	N.m.	N.m.	36%	71%
EBIT-tillväxt, justerad	-	33%	N.m.	3%	14%	49%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
Bruttomarginal	76,8%	81,9%	74,1%	77,2%	77,1%	75,7%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.

Källa: Rolling Optics Holding, EPB

## Avkastning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.

Källa: Rolling Optics Holding, EPB

## Kapitaleffektivitet

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e
Varulager / totala intäkter	12%	8%	9%	6%	3%	4%
Kundfordringar / totala intäkter	24%	23%	19%	24%	15%	15%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	31%	39%	47%	51%	47%	39%
Rörelsekapital / totala intäkter	-29%	-9%	-12%	>100%	>100%	>100%
Kapitalomsättningshastighet	0,6x	0,2x	0,3x	0,2x	0,4x	0,6x

Källa: Rolling Optics Holding, EPB

## Finansiell ställning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e
Nettoskuld	-17	-63	-35	-8	36	58
Soliditet	67%	74%	69%	68%	50%	48%
Nettoskuldsättningsgrad	-0,8x	-0,6x	-0,4x	-0,1x	0,8x	1,6x
Nettoskuld / EBITDA	0,9x	5,2x	2,6x	0,6x	-4,1x	-22,9x

Källa: Rolling Optics Holding, EPB

## Aktiedata

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e
EPS	-	-0,21	-0,09	-0,09	-0,07	-0,04
EPS, justerad	-	-0,21	-0,09	-0,09	-0,07	-0,04
FCF per aktie	-	-0,11	-0,19	-0,14	-0,24	-0,13
Eget kapital per aktie	-	0,72	0,64	0,52	0,23	0,19
Antal aktier vid årets slut, m	0,00	150	150	190	190	190
Antal aktier efter utspädning, snitt	0,00	150	150	190	190	190

Källa: Rolling Optics Holding, EPB

## Värdering

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
P/EK	Neg.	5,6x	1,3x	0,5x	4,4x	5,3x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	-	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	Neg.	19,8x	3,1x	2,1x	8,6x	7,0x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EV	Neg.	536	88	46	226	248
Aktiekurs	5,7	4,0	0,8	0,3	1,0	1,0

Källa: Rolling Optics Holding, EPB

## Disclosure

Denna publikation (nedan "Publikationen") har sammanställts av Erik Penser Bank AB (nedan "Banken") i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsedd att vara rådgivande. Banken har tillstånd att bedriva bank- och värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan dock aldrig garanteras av Banken.

Som ett steg i utformandet av Publikationen har det analyserade bolaget (nedan "Bolaget") verifierat faktainnehållet i Publikationen. Bolaget kan dock aldrig påverka de delar av Publikationen som innefattar slutsatser eller värderingar.

Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns egna 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 heller sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Publikationen utgör därmed inget investeringsråd och ska inte heller uppfattas som sådan. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på Publikationen alltid fattas självständigt av investeraren och Banken fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller direkt/indirekt skada som grundar sig på användandet av denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk då dessa både kan öka och minska i värde. 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 ska 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. Värderingsmetoden ska läsas tillsammans med riskklassificeringen. Vad gäller riskklassificeringen: 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%.

För mer detaljerad information om värderingsmodeller klicka [här](#).

### 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 innehåll i Publikationen.

Bankens analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att förebygga och förhindra intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. För att förebygga intressekonflikter har Banken bl. a. vidtagit åtgärder för att förhindra otillbörlig informationsspridning, även kallade 'Chinese Walls'. Analysavdelningen är därmed fysiskt avskild från Corporate Finance-avdelningen som inte heller får delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Banken har även interna regler för att hantera eventuella intressekonflikter mellan analytikern, Bolaget och Banken.

Det kan dock, från tid till annan, förekomma att Banken utför 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 det analyserade bolaget. Banken har dock utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för analysen samt utformat interna regler för anställdas egna affärer som gäller för analytiker. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Den analytiker som har utarbetat Publikationen, och andra medverkande som har vetskap om analysens slutsats, får inte för egen räkning handla i berörda finansiella instrument eller med därtill relaterade finansiella instrument.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt Bolaget. Klicka [här](#) för mer information om tjänsten.

Om annat inte uttryckligen anges i Publikationen uppdateras analysen kvartalsvis samt när Bankens analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till det analyserade bolaget eller finansiella instrument.

Banken erhåller ersättning från Bolaget för tjänsten Penser Access.

---

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](http://www.penser.se)