

Penser Access | Servicetjänster | Sverige | 08 maj 2023

Rolling Optics Holding

Hög orderingång under det första kvartalet

Budet frå Francois-Charles Oberthur

Den 16 januari lämnade Francois-Charles Oberthur SAS ("FCO") ett kontantbud till innehavarna av stamaktier, preferensaktier och teckningsoptioner av serie TO2. En vecka senare lade FCO ett nytt högre bud som styrelsen i Rolling Optics rekommenderade att innehavarna av dessa instrument accepterade. Det nya budet var på 1 kr per stamaktie, oförändrat 2,97 kr per preferensaktie och 0,3 kr per teckningsoption. Per den sista mars kontrollerar FCO bolaget eftersom de äger 71.5% av bolagets aktier.

Bra orderingång och orderbok

Nettoomsättningen för det första kvartalet uppgick till 4,0 mkr (5,6), vilket indikerar en minskning med 27% y/y. Den lägre omsättningen är främst hänförlig till den lägre orderingången under Q4'22. Vi ser dock positivt på kvartalets orderingång på 7,9 mkr (4,3) inför Q2 och resterande del av 2023. Orderstocken uppgick till 8,1 mkr (3,2) vid periodens slut, vilket är en klar ökning jämfört med föregående år. Både orderingången och orderboken indikerar att Q2 bör vara starkare än Q1. Utvecklingen drivs fortsatt av affärsområdet Brand Security.

Genomför endast marginella prognosförändringar

Vi gör inga stora förändringar som följd av det första kvartalet. FCO:s bud visar att det finns betydande värden i Rolling Optics unika teknik, som inte nödvändigtvis återspeglas i vare sig kursen eller intäkterna. Vi ser det som positivt för bolaget att det nu finns en industriell aktör som kontrollerar bolaget. Detta kommer dels att innebära synergieffekter mellan Rolling Optics och FCO, dels krävs det en stark kapitalbas för att realisera Rolling Optics affärsplan och nå företagets fulla potential.

Estimatändring				Prognos (mkr)				Värde och risk		
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	N/A
Totala intäkter	-8,4%	0,0%	-	Totala intäkter	22	24	36	39	Aktiekurs	0,8 kr
EBITDA, just.	-11,6%	0,3%	-	Tillväxt	N.m.	8%	49%	10%	Riskenivå	Hög
EBIT, just.	-2,0%	0,7%	-	EBITDA, just.	-14	-10	-3	0		
				EBIT, just.	-15	-13	-6	-4		
				EPS, just.	-0,1	-0,1	0,0	0,0		
				EPS-tillväxt	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.		
				EK/aktie	0,5	0,2	0,2	0,2		
				Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0		
				EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.		
				ROE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.		
				ROCE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.		
				EV/Sales	2,1x	9,6x	7,6x	7,4x		
				EV/EBITDA	-	-	-	4015,8x		
				P/EK	0,5x	3,4x	4,1x	4,8x		
				Nettoskuld/EBITDA	0,6x	-8,4x	-49,4x	1995,7x		
Kommande händelser										
Q2 - rapport	25 augusti 2023									
Q3 - rapport	10 november 2023									
Bolagsfakta (mkr)										
Antal aktier			190m							
Börsvärde			147							
Nettoskuld			22							
EV			229							
Free float			29%							
Daglig handelsvolym, snitt			26k							
Bloomberg Ticker			RO SS EQUITY							
Analytiker										
Hugo Lisjo										
hugo.lisjo@penser.se										

Kursutveckling 12 mån

Month	RO SS EQUITY	OMX INDEX
May	0.35	0.35
Jun	0.40	0.35
Jul	0.25	0.35
Aug	0.30	0.35
Sep	0.35	0.35
Oct	0.30	0.35
Nov	0.35	0.35
Dec	0.70	0.35
Jan	1.05	0.40
Feb	0.85	0.40
Mar	0.75	0.40
Apr	0.70	0.40

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 substrattillverkarna. 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.

Händelser under och efter periodens utgång

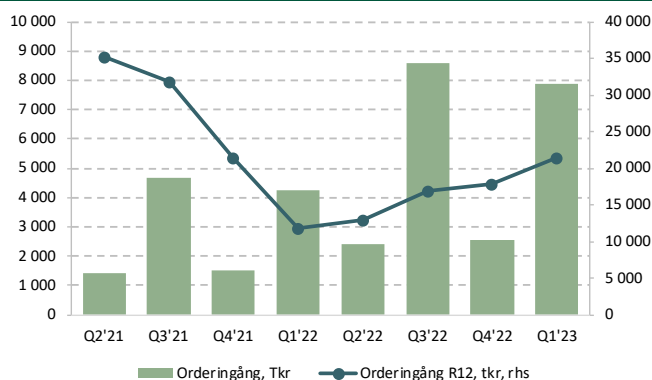
I början av februari gav den polska centralbanken ut en minnessedel med optisk säkerhetseffekt Cinema™ från Rolling Optics. Cinema™ är en säkerhetskomponent med 3D-effekter som utvecklats genom ett samarbete mellan CCL och Rolling Optics. Minnessedeln har en valör på 20 złoty och är tillägnad Copernicus. Den kommer endast att produceras i cirka 100 000 exemplar och förväntas inte påverka Rolling Optics intäkter nämnvärt. Vi ser det som positivt att Rolling Optics och CCL fördjupar sitt samarbete och att Cinema™ används både av säkerhetsskäl och för estetiska ändamål. Minnessedlar tillverkas ofta i mindre serier för att testa nya säkerhetskomponenter. Detta är andra gången som Cinema™ används i en minnessedel och vi tolkar det som att tekniken är ett steg närmare att användas i större volymer.

Efter periodens utgång, i april, sades de två exklusiva avtalen om utveckling och distribution med Fase Srl upp. Diskussioner om fortsatt samarbete pågår.

Prognoser

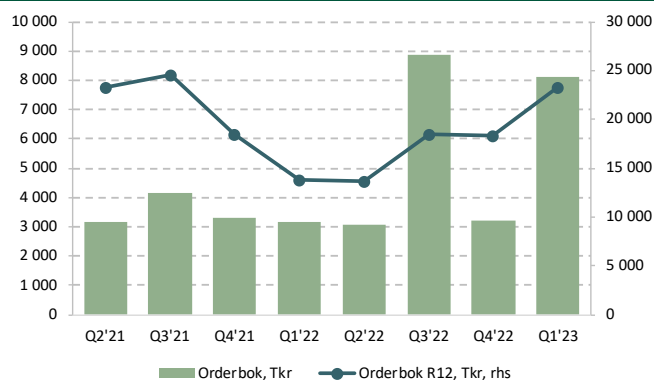
Med tanke på bolagets skede genomför vi inga större prognosförändringar i nuläget.

De längre trenderna i orderingen pekar uppåt...



Källa: EPB, Rolling Optics

... vilket även stärkt orderboken



Källa: EPB, Rolling Optics

Värdekedja papperssedlar



Källa: EPB, Rolling Optics

Resultaträkning						
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e
Nettoomsättning	13	24	27	21	23	34
Övriga rörelseintäkter	1	3	1	2	1	1
Totala intäkter	14	27	28	22	24	36
Kostnad sålda varor	-4	-7	-8	-6	-5	-8
Bruttoresultat	10	20	20	16	19	28
Administrationskostnader	-14	-16	-17	-16	-15	-14
Övriga rörelsekostnader	-16	-16	-17	-14	-14	-17
EBITDA	-19	-12	-14	-14	-10	-3
EBITDA, justerad	-19	-12	-14	-14	-10	-3
EBITA, justerad	-19	-12	-14	-14	-10	-3
EBIT	-22	-15	-15	-15	-13	-6
EBIT, justerad	-22	-15	-15	-15	-13	-6
Finansnetto	0	-17	2	-2	0	-1
Resultat före skatt	-22	-31	-13	-16	-12	-8
Resultat före skatt, justerad	-22	-31	-13	-16	-12	-8
Nettoresultat	-22	-31	-13	-16	-12	-8
Nettoresultat, justerad	-22	-31	-13	-16	-12	-8
Intäktstillväxt	-	94%	5%	N.m.	8%	49%
Bruttomarginal	76,8%	81,9%	74,1%	77,2%	83,7%	81,4%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EPS, justerad	-	-0,21	-0,09	-0,09	-0,07	-0,04
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.

Källa: Rolling Optics Holding, EPB

Kassaflödesanalys						
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e
EBIT	-22	-15	-15	-15	-13	-6
Övriga kassaflödesposter	2	2	1	0	2	1
Förändringar i rörelsekapital	7	-3	1	4	-76	-35
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-13	-16	-13	-11	-87	-40
Investeringar i anläggningstillgångar	0	0	-17	-16	-3	-4
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-1	0	0	0	-1	-1
Övrigt Kassaflöde från investeringar	0	0	2	0	0	0
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-1	0	-15	-15	-4	-5
Fritt kassaflöde	-14	-16	-29	-26	-91	-45
Nyemission / återköp	19	29	0	20	0	0
Förändring av skulder	-5	5	4	-5	-2	-2
Utdelningar	0	-24	0	0	0	0
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	13	9	5	15	-2	-2
Kassaflöde	-1	-7	-24	-11	-93	-47
Nettoskuld	-17	-63	-35	-8	82	126

Källa: Rolling Optics Holding, EPB

Balansräkning						
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e
TILLGÅNGAR						
Övriga immateriella tillgångar	6	6	5	5	5	5
Materiella anläggningstillgångar	2	1	17	32	33	34
Finansiella anläggningstillgångar	0	60	63	17	17	17
Summa anläggningstillgångar	9	66	85	54	55	56
Varulager	2	2	2	1	3	4
Kundfordringar	3	6	6	5	21	29
Övriga omsättningstillgångar	0	0	0	43	67	92
Likvida medel och kortfristiga placeringar	19	70	46	43	-50	-97
Summa omsättningstillgångar	24	78	54	93	40	28
SUMMA TILLGÅNGAR	32	145	139	147	95	84
EGET KAPITAL OCH SKULDER						
Eget kapital	22	108	96	99	44	36
Summa eget kapital	22	108	96	99	44	36
Långfristiga räntebärande skulder	2	5	6	20	9	7
Övriga långfristiga skulder	0	20	21	12	20	20
Summa långfristiga skulder	2	24	28	32	28	27
Kortfristiga räntebärande skulder	0	2	5	15	23	21
Övriga kortfristiga skulder	9	11	11	0	0	0
Summa kortfristiga skulder	9	13	16	15	23	21
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	32	145	139	147	95	84

Källa: Rolling Optics Holding, EPB

Tillväxt och marginaler						
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e
Intäkstillväxt	-	94%	5%	N.m.	8%	49%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	37%	N.m.	N.m.	28%	74%
EBIT-tillväxt, justerad	-	33%	N.m.	3%	12%	50%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
Bruttomarginal	76,8%	81,9%	74,1%	77,2%	83,7%	81,4%
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%	11%	10%
Kundfordringar / totala intäkter	24%	23%	19%	24%	89%	83%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	31%	39%	47%	51%	80%	69%
Rörelsekapital / totala intäkter	-29%	-9%	-12%	>100%	>100%	>100%
Kapitalomsättningshastighet	0,6x	0,2x	0,3x	0,2x	0,3x	0,6x

Källa: Rolling Optics Holding, EPB

Finansiell ställning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e
Nettoskuld	-17	-63	-35	-8	82	126
Soliditet	67%	74%	69%	68%	46%	43%
Nettoskultsättningsgrad	-0,8x	-0,6x	-0,4x	-0,1x	1,9x	3,5x
Nettoskuld / EBITDA	0,9x	5,2x	2,6x	0,6x	-8,4x	-49,4x

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	-0,48	-0,24
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
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

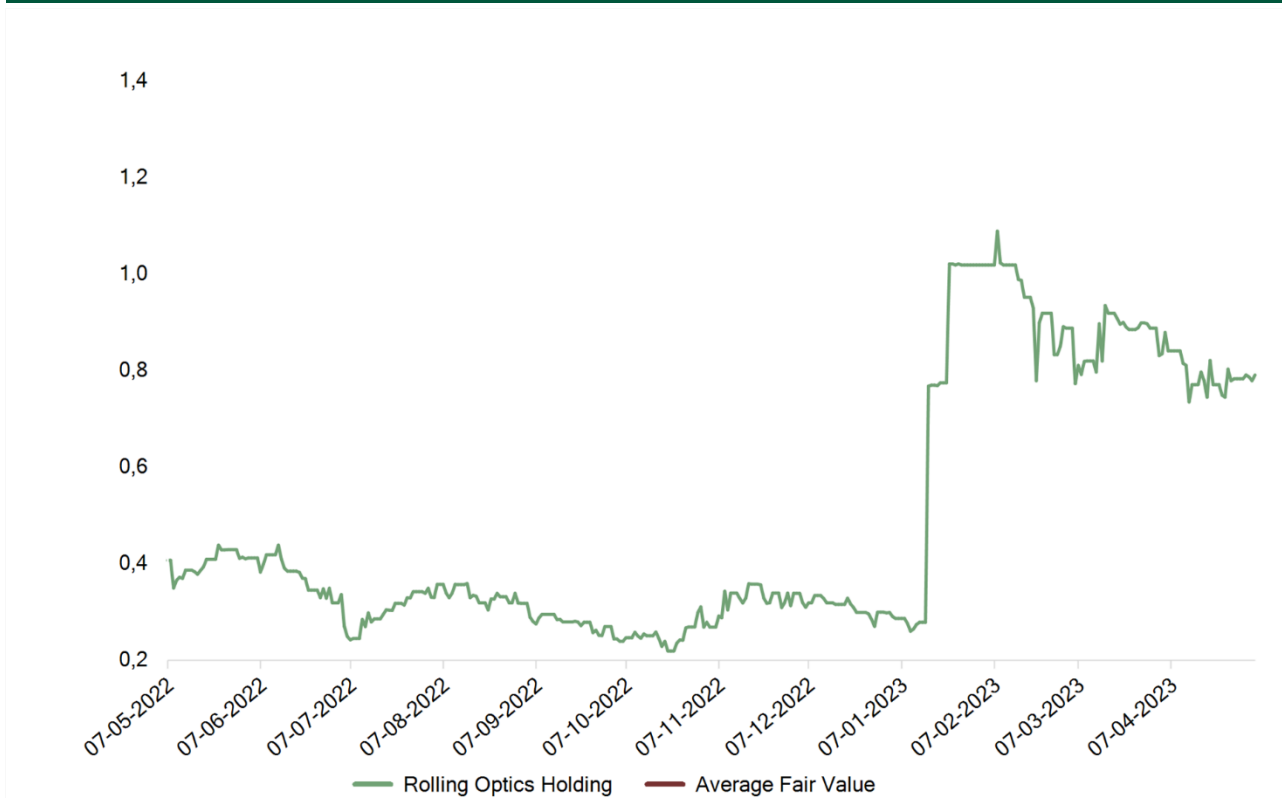
Värdering

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
P/EK	Neg.	5,6x	1,3x	0,5x	3,4x	4,1x
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	9,6x	7,6x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EV	Neg.	536	88	46	229	272
Aktiekurs	5,7	4,0	0,8	0,3	0,8	0,8

Källa: Rolling Optics Holding, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Rolling Optics Holding (RO SS EQUITY)



Källa: EPB, IDC

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 likviditetssgarant 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