



# ERIK PENSER BANK

Penser Access | Konsumenttjänster | Sweden | 5 February 2021

## Rolling Optics

### Odramatiskt Q4

#### Försäljning som förväntat...

Rolling Optics försäljning i Q4 blev 7,2 mkr, vilket var i linje med vår förväntan om 7,0 mkr och innebar hela 46% tillväxt yoy. Jämfört med föregående kvartal var försäljningen oförändrad. Försäljningstillväxten var som tidigare kvartal helt driven av affärsområdet Brand Security. Inga investeringar har ännu genomförts i det nya produktionssystemet, varför vi räknar med att dessa kommer i sin helhet under 2021.

#### ...och något bättre resultat

Rörelsekostnaderna var i linje med vår förväntan (7,9 mkr vs 7,9 mkr), men övriga rörelseintäkter blev 1,1 mkr vs förväntade 0,3 mkr. Tillsammans med högre bruttomarginal (81% vs 65%) betydde detta att EBITDA blev -1,0 mkr vs förväntade -3,0 mkr, vilket vi tycker är ett styrkebesked och visar på den skalbarhet och höga intjäningspotential som finns i bolaget när intäkterna börjar öka på allvar.

#### Motiverat värde justeras upp

Vi justerar våra prognoser marginellt för 2021-2022 med anledning av högre antagen investeringsnivå 2021, men behåller estimaten oförändrade i övrigt. Risknivån i bolaget bedöms ha kommit ner något pga de gradvisa framsteg man gjort, samtidigt som multiplarna för jämförbara bolag expanderat betydligt, varför vi justerar upp motiverat värde per aktie till 3,90-4,00 kr (3,50-3,60 kr). Hög risk kvarstår dock.

Estimatändring (SEK)				Prognos (SEK)				Risk och Avkastning			
	Nu	Förr		20	21e	22e	23e	Motiverat värde	3.90 - 4.00		
EPS, just 21e	-0.07	-0.07	0.0%	Sales,m	24	32	59	102	Current price	SEK3.84	
EPS, just 22e	0.01	0.01	0.0%	Sales Growth	94.5%	23.3%	80.6%	70.4%	Riskenivå	High	
EPS, just 23e	0.14	0.14	0.0%	EBITDA, m	(12.3)	(11.5)	4.6	29	<b>Kursutveckling 12 mån</b> 		
<b>Kommande händelser</b> Årsstämma 2021-05-04 Delårsrapport Q1 2021 2021-05-04 Delårsrapport Q2 2021 2021-08-19 Delårsrapport Q3 2021 2021-11-04 Bokslutskommuniké 2021 2022-02-04				EBIT, m	(14.5)	(14.4)	(0.2)	24.4			
				EPS, adj	(0.21)	(0.07)	0.01	0.14			
				Equity/Share	0.7	0.6	0.7	0.8			
				Dividend	0.00	0.00	0.00	0.00			
				EBIT Marginal	(53.6)%	(43.3)%	(0.3)%	23.7%			
				ROE (%)	(57.3)%	(10.5)%	0.8%	19.0%			
				ROCE	(19.8)%	(10.1)%	(0.1)%	16.6%			
				EV/Sales	21.03x	15.91x	8.67x	5.04x			
				EV/EBITDA	(41.7)x	(44.6)x	111.3x	17.6x			
				EV/EBIT	(35.3)x	(35.4)x	(3,058.1)x	21.0x			
<b>Bolagsfakta (mkr)</b> Antal aktier 149,8m Market cap 575 Nettoskuld (63) EV 512 Avg. No. of Daily Traded Sh. 403.3(k) Reuters/Bloomberg RO.ST / RO:SS				P/E, adj	(18.3)x	(53.7)x	753.2x	28.1x			
				P/Equity	5.3x	5.9x	5.9x	4.9x			
				Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%			
				FCF yield	(2.7)%	(9.4)%	(1.6)%	1.7%			
				Net Debt/EBITDA	4.8g	0.6g	0.1g	(0.3)g			
				<b>Analytiker</b> oscar.holm@penser.se							



# Sammanfattning

## Odramatiskt Q4

### 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 förrän 2023. Potentiella triggers framöver är framförallt nya kundavtal.

## Kvartalet i detalj

Då kvartalets kanske mest intressanta händelse inte syntes i siffrorna så kommer vi fokusera på vad denna potentiellt kan betyda för bolaget, snarare än att i detalj gå in på varje enskild komponent i resultat- och balansräkningen. Den händelse vi syftar på är libanesiska centralbankens utgivande av en minnessedel med Rolling Optics 3D-teknologi integrerad. En minnessedel ges ut i mindre upplaga varför den direkta effekten på bolagets intäkter kommer bli mycket begränsad, men potentialen om landet (eller något annat land för den delen) skulle välja Rolling Optics teknologi för samtliga utgivna sedlar är betydande.

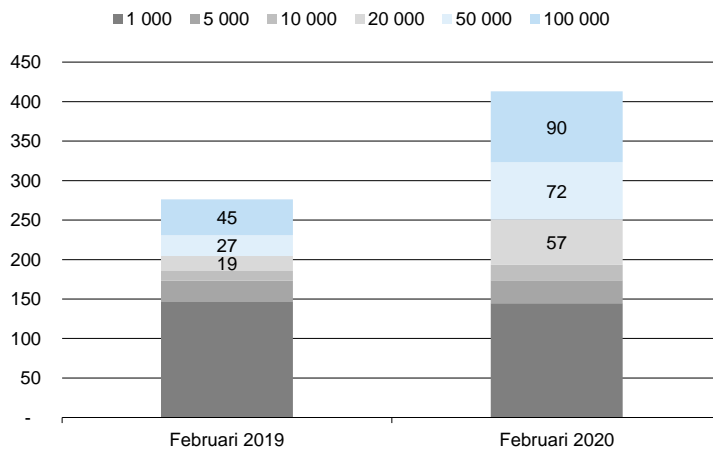
### Minnessedel om 100 000 libanesiska pund (LBP) utgiven av Banque Du Liban i december 2020



Källa: Bolaget

Enligt statistik från Libanons centralbank Banque Du Liban uppgick antalet sedlar i cirkulation per februari 2020 (senast tillgängliga data) till 413 miljoner, varav 219 miljoner eller 53% avsåg de tre högsta valörerna. Antalet sedlar har också ökat med 49% från februari 2019, varav de tre högsta valörerna har stått för 2/3 av ökningen. Bakgrunden är i vår bedömning att Libanon befinner sig i en ekonomisk kris med bl.a. inflation på 85% under 2020 enligt IMF, vilket betyder större penningmängd. Därför kan antalet sedlar i omlopp också förväntas ha ökat betydligt sedan februari 2020.

### Libanon: antalet sedlar i omlopp per valör (miljoner)



Källa: Banque Du Liban, EPB

Att det är sedlarna av högst valör som ökar i antal mest är positivt ur sedelproduktionsperspektiv, eftersom det typiskt sett är de mest värdefulla sedlarna och de som är i omlopp mest som centralbankerna vill göra svårast att kopiera.

Vi vill poängtera att det inte nödvändigtvis behöver bli så att Libanon beslutar sig för att applicera Rolling Optics teknologi på sedlar i kommersiell volym, utan det hela kan stanna vid den enskilda minnessedeln, eftersom designen av minnessedlar och kommersiella sedlar inte behöver vara synkroniserad. Det kan också bli så att ett annat lands centralbank tycker att Libanons minnessedel är bevis nog för att teknologin fungerar i kommersiell produktion och direkt väljer att beställa i volym utan att först ta fram en minnessedel. Vad som dock gör Libanons minnessedel särskilt intressant i vår bedömning är att landets sedlar idag tillverkas av papper, medan minnessedeln är en polymer-sedel och därmed skulle kunna fungera som ett test inför en framtida övergång från papper till plast för sedlarna i allmän cirkulation.

I ett hypotetiskt scenario där Libanon beslutar sig för att byta sedelmateriale till polymer och därtill använda Rolling Optics teknologi i samtliga sedelvalörer, så räknar vi med att det kan innebära intäkter på omkring 7 mkr per år för bolaget. Vi har då som utgångspunkt räknat på 413 miljoner sedlar i omlopp med en antagen livslängd på tre år, vilket betyder 136 miljoner sedlar per år, och att Rolling Optics kan erhålla 0,05 kr per producerad sedel. Intäktpotentialen är alltså betydande även i relativt små länder.

## Estimatförändringar

Vi justerar upp resultatprognosen för 2021 något pga lägre avskrivningar, men justerar ner den marginellt för 2022 pga högre räntekostnader, till följd av något högre nettoskuld än tidigare antaget. Intäktsprognoser och estimat i övrigt lämnas oförändrade.

### Estimatförändringar (mkr / kr)

<b>Nya estimat</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>
Intäkter	33,4	60,3	102,7	146,0
Tillväxt	23%	81%	70%	42%
EBIT	(14)	(0)	24	47
Rörelsemarginal	-43%	0%	24%	32%
EPS (kr)	(0,07)	0,01	0,14	0,26
DPS (kr)	-	-	-	-
<b>Tidigare estimat</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>
Intäkter	33,4	60,3	102,7	146,0
Tillväxt	28%	81%	70%	42%
EBIT	(15)	(0)	24	47
Rörelsemarginal	-46%	0%	24%	32%
EPS (kr)	(0,07)	0,01	0,14	0,26
DPS (kr)	-	-	-	-
<b>Förändring i %</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>
Intäkter	0%	0%	0%	0%
EBIT	5%	-1%	0%	0%
EPS	5%	-13%	-1%	0%
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a

Källa: EPB

## Värdering

Sedan vi tog upp bevakning av Rolling Optics den 28 maj förra året har bolaget utvecklats i väsentligt positiv riktning, med distributionsavtal i Kina, en första minnessedel utgiven och med förstärkt finansiell ställning som viktigaste milstolpar. Detta motiverar en sänkning av avkastningskravet för eget kapital i vår kassaflödesvärdering från 15% till 14,5%, något som tillsammans med kortare diskonteringsperiod lyfter det beräknade nuvärdet till ~4,00 kr.

Den grupp av bolag som vi anser bolaget mest jämförbart med i mogen fas – dvs nischade teknikbolag med hög tillväxt och höga marginaler – har fått se sina värderingsmultiplar expandera väsentligt sedan maj 2020, varför vi anser det befogat att även justera upp vår relativvärdering av Rolling Optics. Vid initieringen värderades jämförelsegruppen (som består av bolagen i tabellen nedan) till EV/Sales på i genomsnitt ~6x för 2022e, vilket nu har ökat till ~10x, och även om vi har en viss skepsis till att värdera upp bolag enbart för att kursutvecklingen i jämförbara bolag har ökat så ser vi ingen anledning till att Rolling Optics skulle värderas väsentligt annorlunda över tid, givet bolagets tillväxtutsikter och kvaliteter. Med en skönsässig multipelrabatt om 10% pga Rolling Optics lägre mognadsgrad (dock delvis uppvägt av högre förväntad tillväxt) ger relativvärderingen nu ett värde per aktie om ~3,90 kr.

En sammanvägd bedömning av ovanstående resulterar i att vi höjer motiverat värde per aktie till 3,90-4,00 kr från 3,50-3,60 kr. Risken bedöms fortsatt som Hög.

### Jämförbara bolag: nyckeltal och värderingsmultiplar

Bolag	Börsvärde mkr	Försäljningstillväxt			Bruttomarginal			EBIT-marginal			EPS-tillväxt		
		2020e	2021e	2022e	2020e	2021e	2022e	2020e	2021e	2022e	2020e	2021e	2022e
HMS Networks	14 373	19%	11%	9%	62%	62%	62%	20%	20%	21%	16%	14%	10%
Invisio	9 195	10%	32%	22%	60%	62%	61%	23%	30%	32%	-11%	88%	32%
MIPS	13 759	31%	40%	28%	73%	72%	72%	45%	48%	48%	39%	52%	28%
Mycronic	22 775	-8%	7%	6%	53%	53%	52%	23%	24%	25%	-17%	12%	6%
SinterCast	983	-19%	17%	32%	72%	75%	76%	26%	32%	38%	-49%	57%	64%
<b>Medel</b>	<b>12 217</b>	<b>6%</b>	<b>21%</b>	<b>19%</b>	<b>64%</b>	<b>65%</b>	<b>65%</b>	<b>27%</b>	<b>31%</b>	<b>33%</b>	<b>-4%</b>	<b>45%</b>	<b>28%</b>
<b>Median</b>	<b>13 759</b>	<b>10%</b>	<b>17%</b>	<b>22%</b>	<b>62%</b>	<b>62%</b>	<b>62%</b>	<b>23%</b>	<b>30%</b>	<b>32%</b>	<b>-11%</b>	<b>52%</b>	<b>28%</b>

<i>Rolling Optics</i>	575	94%	23%	81%	71%	65%	69%	-54%	-43%	0%	n/a	66%	n/a
-----------------------	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	------	------	----	-----	-----	-----

Bolag	Börsvärde mkr	EV/Sales			EV/EBIT			P/E			Nettoskuld / EBITDA		
		2020e	2021e	2022e	2020e	2021e	2022e	2020e	2021e	2022e	2020e	2021e	2022e
HMS Networks	14 373	8,4x	7,6x	7,0x	42,1x	37,0x	33,5x	56,5x	49,6x	44,9x	0,1x	-0,4x	-0,7x
Invisio	9 195	19,9x	12,6x	10,3x	87,7x	42,4x	32,0x	102,5x	54,4x	41,1x	-1,2x	-1,1x	-1,3x
MIPS	13 759	37,7x	27,4x	21,4x	83,9x	56,9x	44,3x	111,5x	73,6x	57,4x	-1,4x	-1,2x	-1,3x
Mycronic	22 775	5,9x	5,2x	4,9x	25,6x	21,2x	19,9x	32,1x	28,6x	26,8x	-0,9x	-1,4x	-1,7x
SinterCast	983	8,9x	8,6x	6,5x	35,0x	26,7x	17,3x	39,6x	25,2x	15,4x	-1,0x	-0,9x	-0,7x
<b>Medel</b>	<b>12 217</b>	<b>16,2x</b>	<b>12,3x</b>	<b>10,0x</b>	<b>54,9x</b>	<b>36,9x</b>	<b>29,4x</b>	<b>68,4x</b>	<b>46,3x</b>	<b>37,1x</b>	<b>-0,9x</b>	<b>-1,0x</b>	<b>-1,1x</b>
<b>Median</b>	<b>13 759</b>	<b>8,9x</b>	<b>8,6x</b>	<b>7,0x</b>	<b>42,1x</b>	<b>37,0x</b>	<b>32,0x</b>	<b>56,5x</b>	<b>49,6x</b>	<b>41,1x</b>	<b>-1,0x</b>	<b>-1,1x</b>	<b>-1,3x</b>

<i>Rolling Optics</i>	575	19,8x	16,9x	9,5x	neg	neg	neg	neg	neg	753,2x	4,8x	0,6x	0,1x
-----------------------	-----	-------	-------	------	-----	-----	-----	-----	-----	--------	------	------	------

Källa: FactSet, EPB

## Resultaträkning (mkr)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
<b>Nettoomsättning</b>	--	--	--	12,8	24,4	32,2	59,1	101,5	144,8
Övriga intäkter	--	--	--	1,1	2,7	1,2	1,2	1,2	1,2
Kostnad sålda varor	--	--	--	-4,1	-7,1	-11,3	-18,1	-31,6	-48,1
<b>Bruttovinst</b>	--	--	--	9,8	19,9	22,1	42,2	71,1	97,9
Försäljningskostnader	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Administrationskostnader	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Forskning- och utvecklingskostnader	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Övriga rörelsekostnader	--	--	--	-29,2	-32,2	-33,6	-37,6	-42,0	-46,4
<b>EBITDA</b>	--	--	--	-19,4	-12,3	-11,5	4,6	29,1	51,5
Avskrivningar	--	--	--	-2,2	-2,2	-3,0	-4,8	-4,7	-4,7
Nedskrivningar	--	--	--	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	--	--	--	-21,6	-14,5	-14,4	-0,2	24,4	46,8
Extraordinära poster	--	--	--	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT (justerat)</b>	--	--	--	-21,6	-14,5	-14,4	-0,2	24,4	46,8
Finansiella intäkter	--	--	--	0,0	1,4	1,8	1,8	1,8	1,8
Finansiella kostnader	--	--	--	-0,1	-18,1	-0,9	-0,7	-0,4	-0,2
<b>Resultat före skatt</b>	--	--	--	-21,7	-31,2	-13,5	1,0	25,8	48,4
Skatter	--	--	--	0,0	0,0	2,8	-0,2	-5,3	-10,0
Minoritetsintressen	--	--	--	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoresultat (rapporterat)</b>	--	--	--	-21,7	-31,2	-10,7	0,8	20,5	38,4
<b>Nettoresultat (justerat)</b>	--	--	--	-21,7	-31,2	-10,7	0,8	20,5	38,4

## Balansräkning (mkr)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
<b>TILLGÅNGAR</b>									
Goodwill	--	--	--	--	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga immateriella tillgångar	--	--	--	--	5,8	5,4	5,1	4,8	4,6
Materiella anläggningstillgångar	--	--	--	--	0,9	34,3	34,9	35,4	35,8
Räntebärande anläggningstillgångar	--	--	--	--	59,8	59,6	59,6	61,4	63,2
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
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	--	--	--	--	66,4	99,3	99,5	101,6	103,7
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	5,8	8,4	12,4	16,5
Likvida medel	--	--	--	--	69,9	27,8	15,5	20,7	46,6
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	--	--	--	--	78,3	42,1	43,8	67,4	112,0
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	--	--	--	--	144,7	141,4	143,3	169,0	215,7
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>									
Eget kapital	--	--	--	--	107,6	96,9	97,7	118,1	156,5
Minoritetsintressen	--	--	--	--	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Summa eget kapital</b>	--	--	--	--	107,6	96,9	97,7	118,1	156,5
Långfristiga finansiella skulder	--	--	--	--	4,8	14,6	9,5	4,7	1,6
Pensionsavsättningar	--	--	--	--	19,6	19,6	19,6	19,6	19,6
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
<b>Summa långfristiga skulder</b>	--	--	--	--	24,4	34,2	29,0	24,3	21,2
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
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	--	--	--	--	12,7	10,3	16,6	26,6	38,0
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	--	--	--	--	144,7	141,4	143,3	169,0	215,7

## Kassaflödesanalys (mkr)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Nettoresultat (rapporterat)	--	--	--	--	-31,2	-10,7	0,8	20,5	38,4
Icke kassaflödespåverkande poster	--	--	--	--	18,3	-1,6	2,9	2,9	2,9
Förändringar i rörelsekapital	--	--	--	--	-3,2	-5,6	-7,7	-8,4	-7,3
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>-16,1</b>	<b>-17,9</b>	<b>-4,0</b>	<b>15,0</b>	<b>34,0</b>
Investeringar	--	--	--	--	-0,4	-36,0	-5,0	-5,0	-5,0
Avyttringar	--	--	--	--	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>-16,5</b>	<b>-53,9</b>	<b>-9,0</b>	<b>10,0</b>	<b>29,0</b>
Utdelningar	--	--	--	--	-24,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Nyemission / återköp	--	--	--	--	28,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Förvärv	--	--	--	--	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lånefinansiering och övriga justeringar	--	--	--	--	4,6	11,8	-3,4	-4,8	-3,1
<b>Kassaflöde</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>-7,2</b>	<b>-42,1</b>	<b>-12,4</b>	<b>5,3</b>	<b>25,9</b>
Omräkningsdifferenser i likvida medel	--	--	--	--	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoskuld</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>-58,5</b>	<b>-6,6</b>	<b>0,7</b>	<b>-9,4</b>	<b>-38,4</b>

## Tillväxt och marginaler

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Omsättningstillväxt	--	--	--	--	94%	23%	81%	70%	42%
EBIT, tillväxt	--	--	--	--	33%	0%	99%	n/a	92%
EPS, tillväxt	--	--	--	--	n/a	66%	n/a	2579%	88%
EBITDA-marginal	--	--	--	-139%	-45%	-34%	8%	28%	35%
EBIT-marginal	--	--	--	-155%	-54%	-43%	0%	24%	32%
Skattesats	--	--	--	0%	0%	21%	21%	21%	21%

## Kapitaleffektivitet

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
ROE	--	--	--	n/a	-57%	-10%	1%	19%	28%
ROCE	--	--	--	n/a	-20%	-9%	1%	19%	30%
ROIC	--	--	--	n/a	-20%	-10%	0%	17%	26%
Investeringar	--	--	--	1,4	0,4	36,0	5,0	5,0	5,0
Investeringar / omsättning	--	--	--	11%	2%	112%	8%	5%	3%
Försäljnings- och adminkostnader / omsättning	--	--	--	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Varulager / omsättning	--	--	--	12%	8%	10%	12%	12%	12%
Kundfordringar / omsättning	--	--	--	24%	23%	16%	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	0,7x	0,8x

## Finansiell ställning (mkr)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Nettoskuld, rapporterad	--	--	--	-17,3	-63,3	-11,4	-4,2	-14,2	-43,2
Soliditet	--	--	--	67%	74%	69%	68%	70%	73%
Nettoskuldsättningsgrad	--	--	--	-80%	-54%	-7%	1%	-8%	-25%
Nettoskuld / EBITDA	--	--	--	0,9x	4,8x	0,6x	0,1x	-0,3x	-0,7x

## Aktiedata (kr)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
EPS, rapporterad	--	--	--	n/a	-0,21	-0,07	0,01	0,14	0,26
EPS, justerad	--	--	--	n/a	-0,21	-0,07	0,01	0,14	0,26
FCF per aktie	--	--	--	n/a	-0,11	-0,36	-0,06	0,07	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	0,65	0,65	0,79	1,04
Stamaktier efter utspädning, årets slut (milj)	--	--	--	n/a	149,8	149,8	149,8	149,8	149,8
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	753,2x	28,1x	15,0x
P/EK	n/a	n/a	n/a	n/a	5,6x	5,9x	5,9x	4,9x	3,7x
P/FCF	n/a	n/a	n/a	n/a	neg	neg	neg	57,5x	19,8x
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	16,9x	9,5x	5,5x	3,6x
EV/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	neg	neg	124,2x	19,3x	10,3x
EV/EBIT	n/a	n/a	n/a	n/a	neg	neg	neg	23,0x	11,4x
Aktiekurs, årets slut	n/a	n/a	n/a	n/a	4,00	3,84	3,84	3,84	3,84
EV, årets slut	n/a	n/a	n/a	n/a	536	564	571	561	532

## Kvartalsdata (mkr)

	Q1 18	Q2 18	Q3 18	Q4 18	Q1 19	Q2 19	Q3 19	Q4 19	Q1 20	Q2 20	Q3 20	Q4 20
<b>Nettoomsättning</b>	--	--	--	--	--	3,5	2,0	5,0	7,0	3,0	7,2	7,2
Övriga intäkter	--	--	--	--	--	0,4	0,2	0,1	0,8	0,3	0,6	1,1
Kostnad sålda varor	--	--	--	--	--	-0,8	-0,8	-1,6	-2,7	-1,1	-2,0	-1,4
<b>Bruttovinst</b>	--	--	--	--	--	3,2	1,4	3,5	5,0	2,2	5,8	6,9
Försäljningskostnader	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Administrationskostnader	--	--	--	--	--	-7,1	-5,1	-10,3	-7,5	-7,4	-9,2	-6,7
Forskning- och utvecklingskostnader	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Övriga rörelsekostnader	--	--	--	--	--	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,5	-0,4	-1,2
Extraordinära kostnader	--	--	--	--	--	-3,0	-2,0	-1,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0
<b>EBITDA</b>	--	--	--	--	--	-7,0	-5,8	-8,1	-2,7	-5,8	-3,8	-1,0
Avskrivningar	--	--	--	--	--	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6
Nedskrivningar	--	--	--	--	--	-3,0	-2,0	-1,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	--	--	--	--	--	-10,5	-8,4	-9,7	-3,2	-6,4	-4,4	-1,5
Extraordinära poster	--	--	--	--	--	-3,0	-2,0	-1,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT (justerat)</b>	--	--	--	--	--	-7,5	-6,4	-8,7	-3,2	-6,4	-4,4	-1,5
Finansiella intäkter	--	--	--	--	--	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,6	0,5
Finansiella kostnader	--	--	--	--	--	0,0	0,0	0,0	0,0	-17,8	-0,2	0,0
<b>Resultat före skatt</b>	--	--	--	--	--	-7,6	-6,4	-8,7	-3,3	-24,0	-4,0	-1,0
Skatter	--	--	--	--	--	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
<b>Nettoresultat (rapporterat)</b>	--	--	--	--	--	-10,6	-8,4	-9,7	-3,3	-24,0	-4,0	-1,0
<b>Nettoresultat (justerat)</b>	--	--	--	--	--	-10,6	-8,4	-9,7	-3,3	-24,0	-4,0	-1,0

	Q1 18	Q2 18	Q3 18	Q4 18	Q1 19	Q2 19	Q3 19	Q4 19	Q1 20	Q2 20	Q3 20	Q4 20
Omsättningstillväxt	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	-16%	259%	46%
EBIT, tillväxt	n/a	n/a	n/a	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	n/a	n/a	n/a
EBITDA-marginal	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	-175%	-270%	-160%	-35%	-178%	-49%	-12%
EBIT-marginal	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	-264%	-388%	-191%	-42%	-195%	-56%	-18%
Skattesats	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	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](http://www.penser.se)