



Clemondo

Med målet mot nollbarhet

Clemondo utvecklar och producerar hållbara rengöringslösningar till den nordiska marknaden, där Sverige står för lejonparten av intäkterna. Bolagets egna varumärken är exponerade mot fordon, industri, hygien och städsektorn. Kunderna består framför allt av företag och offentlig sektor. Med stabila kassaflöden och en starkare balansräkning ser vi goda möjligheter för bolaget att framöver växa organiskt och via förvärv.

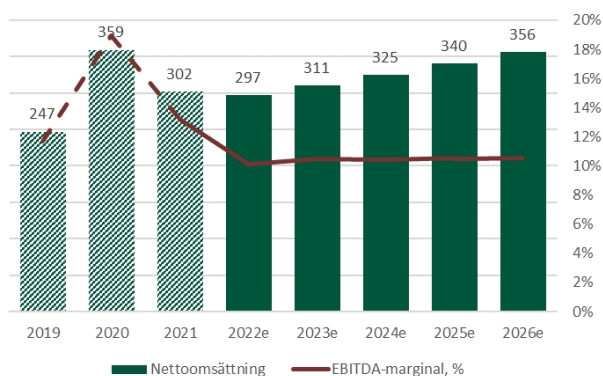
I linje med sin vision om nollbarhet (dvs noll negativ inverkan på miljön), lanserade bolaget i början av 2021 sitt egenutvecklade hållbara varumärke Greenium, som till skillnad från konkurrenternas erbjudande är tillverkat på växtbaserad råvara. Clemondo är först på marknaden med denna lösning, som nu drygt ett år efter lanseringen står för 25% av total omsättningen inom segment fordon (53% av total omsättning).

Aktien har gått svagt senaste året baserat på att bolaget kommer från en period där 2020 gynnades av pandemin och som 2021 bidrog till höga jämförelsetal. Situationen börjar stabiliseras och bolagets omsättning är trots det starkare nu jämfört med innan pandemin. Drivet av Greenium, tar bolaget nu nästa steg och investerar i sälj och marknad för att ta ytterligare marknadsandelar. Motiverat värde om 1,6-1,7kr. Medelrisk.

Calendar Events		Estimates (kr)				Risk and Potential		
Delårsrapport Q1 2022	2022-05-12		21	22e	23e	24e	Motivated value	1.6 - 1.7
Delårsrapport Q2 2022	2022-08-18							
Delårsrapport Q3 2022	2022-11-11	Sales, mkr	302	297	311	325	Current price	SEK1.2
Bokslutskommuniké 2023	2023-02-17	Growth	(16)%	(2)%	5%	5%	Risk level	Medium
		EBITDA, mkr	40	30	33	34		
		EBIT, mkr	23	14	18	19		
		EPS, adjusted	0.1	0.1	0.1	0.1		
		EPS growth	(55)%	(45)%	32%	10%		
		Equity/share	0.7	0.8	0.9	1.0		
		Dividend/share	0.0	0.0	0.0	0.0		
		EBIT margin	7.7%	4.8%	5.6%	5.9%		
		ROE	20.1%	9.8%	11.4%	11.2%		
		ROCE	11.4%	7.1%	8.5%	8.7%		
		EV/Sales	0.7x	0.7x	0.7x	0.7x		
		EV/EBITDA	5.5x	7.2x	6.7x	6.4x		
		EV/EBIT	9.4x	15.4x	12.5x	11.4x		
		P/E, adjusted	9.2x	16.6x	12.6x	11.4x		
		P/Equity	1.7x	1.4x	1.3x	1.2x		
		Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
		FCF yield	13.7%	9.8%	14.6%	15.0%		
		Net debt/EBITDA	1.6g	1.8g	1.3g	0.9g		
Key Figures (mkr)							One Year Performance Chart	
Number of shares	133m							
Market cap	157							
Net debt	64							
EV	221							
Free float	85%							
Average number of daily traded shares	986(k)							
							Analysts	
							igor.tubic@penser.se	

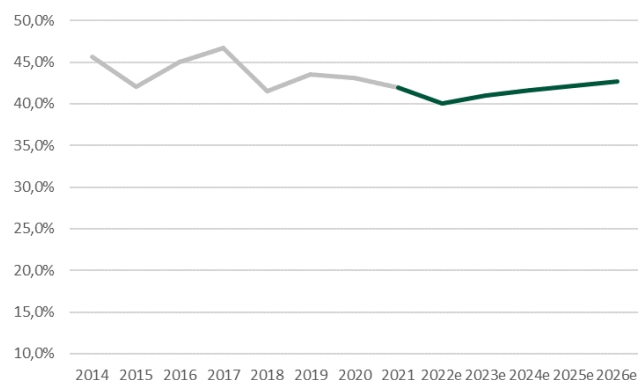
Clemondo - Överblicksbild

Historik utveckling och estimat



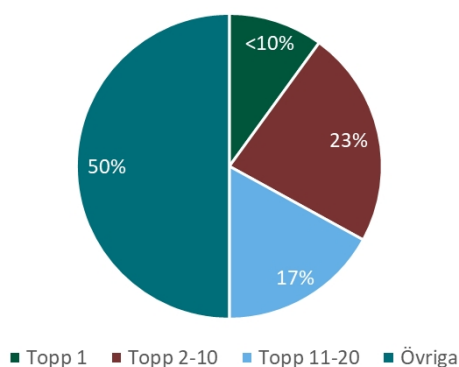
Källa: Bolaget, EPB

Bruttomarginal



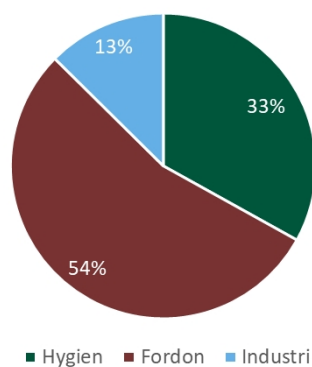
Källa: Bolaget, EPB Research

Kundkoncentration - 2021



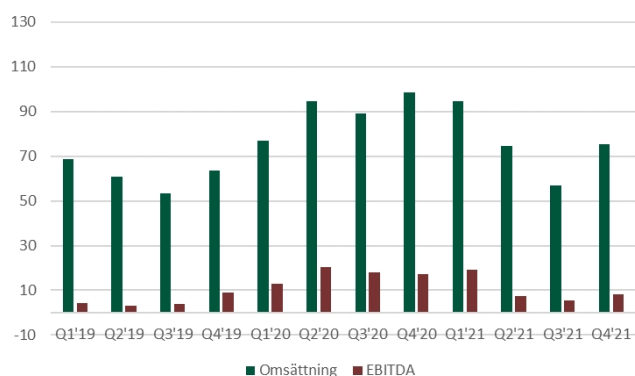
Källa: Bolaget

Intäktsfördelning per segment - 2021



Källa: Bolaget

Historik utveckling - per kvartal



Källa: Bolaget

Bolagsfakta

Största aktieägare	Röster	Aktier
LMK Forward	15,1%	15,1%
Avanza pension	4,9%	4,9%
Nordnet pensionsförsäkring	3,6%	3,6%
Swedbank försäkring	3,3%	3,3%
Övriga	73,1%	73,1%
Ordförande	Michael Engström	
Verkställande direktör	Jesper Svensson	
Finansdirektör	Jesper Friis-Jespersen	
Investerarkontakt	Jesper Svensson	
Hemsida	https://www.clemondo.se/	

Källa: Holdings

Clemondo - bolagsprofil

Introduktion

Clemondo Group är en kemteknisk koncern med säte i Helsingborg. Koncernen utvecklar, producerar och marknadsför rengörings- och underhållsprodukter för den privata- och professionella marknaden. Bolaget har egna varumärken men erbjuder även private labels. Bolaget jobbar även med utbildning, översyn av arbetsmetoder samt stöd gällande lagstiftning och tillstånd för ex. kemi, farligt gods och miljö åt dess kunder. Lejonparten av intäkterna kommer från den svenska marknaden men bolaget är även verksamma i hela norden. Aktien är noterad på Nasdaq First North Growth Market sedan 2013.

Tillverkning sker vid bolagets anläggning i Helsingborg, medan R&D, order och produktadministration samt marknadsföring även sker i Lammhult, Småland. Per den sista december 2021 har bolaget 64 anställda.

Bolaget har tre egna varumärken som är exponerade mot tre olika marknadssegment:

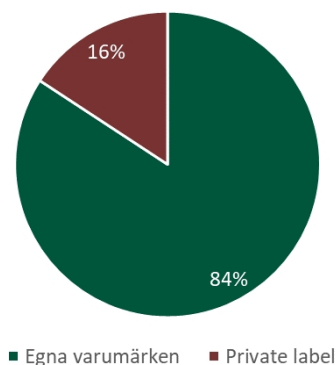
- Fordon - Lahega
- Hygien & Städ - Liv
- Industri - Strovel

Clemondo lägger stor vikt vid sitt hållbarhetsarbete. Bolaget har som mål om att uppnå "nollbarhet" år 2030, vilket innebär noll negativ inverkan på luft, mark och vatten under tillverkning, transport och användning samt arbetsmiljö. Förutom att det bidrar till en bättre miljö, kan man även se att det skapat en konkurrensfördel för bolaget.

Sedan början av 2019 har bolaget genomgått en rekonstruktion, där omstruktureringsarbetet dock behövt sättas på paus sedan mars 2020 givet pandemin. Pandemin gav en skjuts i bolagets intjäning under 2020, detta då bolaget försåg sjukvården men framför allt handdesinfektion. Givet den starka utvecklingen år 2020 kunde bolaget påskynda processen med att återbetala sina utomstående bankkulder, som i slutet av 2019 uppgick till 69 mkr men som vid slutet på 2021 är nere på 10 mkr.

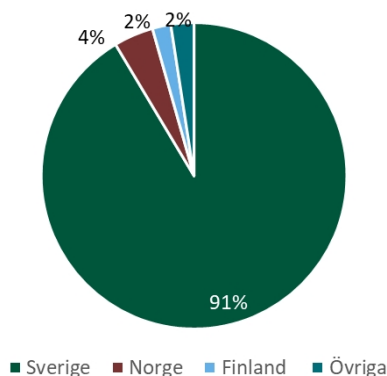
I början av 2021 tog bolaget över Tammermatics svenska verksamhet, som utvecklar och säljer tvättanordningar för fordon. Affären innebär att Clemondo blir exklusiv importör av Tammermatics produkter i Sverige. Övertagandet är i linje med bolagets strategi om att bli en helhetsleverantör för kunder. Se djupare analys och rational kring tillväxtstrategin längre ned i analysen.

Egna varumärken vs Private label - 2020



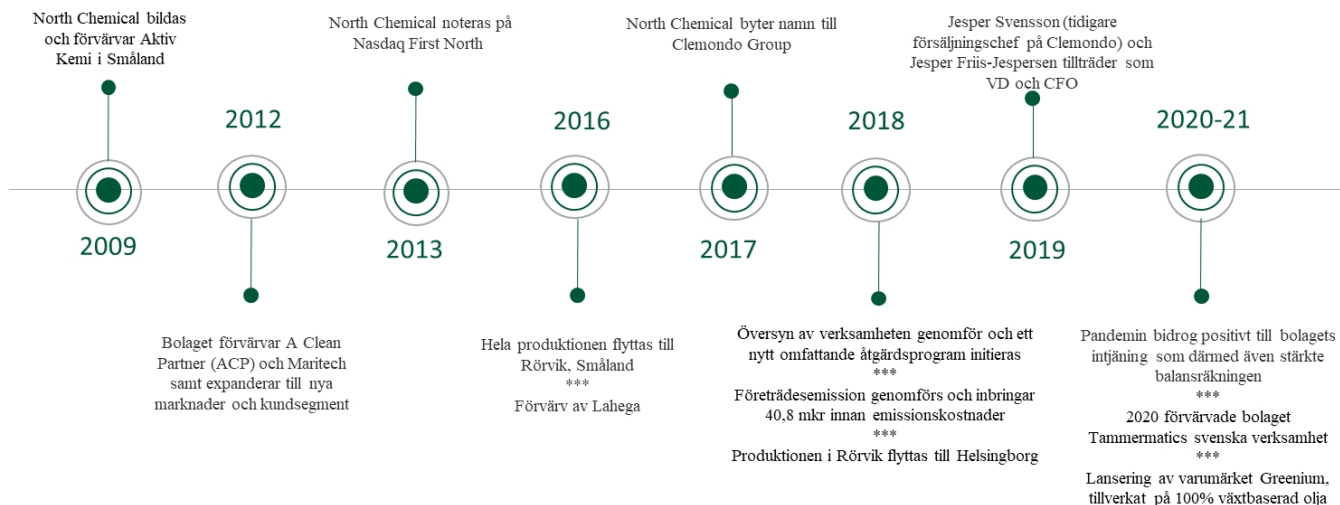
Källa: Bolaget

Intäktsfördelning per geografi - 2020



Källa: Bolaget

Historik



- 2009 bildas North Chemical och förvärvar Aktiv Kemi i Småland
- 2016 förvärvade North Chemical Lahega, som då fokuserade på fordon och industri. Lahegas huvudkontor och produktion var i Helsingborg. Till skillnad från North Chemical, hade Lahega en större andel egna varumärken. Köpeskillingen uppgick till 120 mkr och finansierades med en kombination av nyemitterade aktier och banklån. Efter förvärvet bytte koncernen namn till NC Lahega, som under 2017 bytte namn till Clemondo Group
- Sammanslagningen fick inte det utfall man hade hoppats på. En översyn av verksamheten genomfördes och ett nytt omfattande åtgärdsprogram initierades. 2018 genomförde bolaget en nyemission för att finansiera åtgärdsprogrammet
- Årsskiftet 2018/2019 tillträdde Jesper Svensson och Jesper Friis-Jespersen som VD och CFO
- 2020 bidrog pandemin positivt till bolagets intjäning, vilket påskyndade processen att återbetala utomstående bankfinansiering. Omstruktureringsarbetet fick sättas på paus för att framför allt tillgodose vården med hygienprodukter. Detta bidrog till att bolaget nu står i en ny stabilare fas för att fortsätta sin tillväxtresa
- Hösten 2020 tog Clemondo över Tammermatics svenska organisation för maskinförsäljning, service och leverans av rengöringsmedel till tvättanläggningar för fordon
- 2021 lanserar bolaget varumärket Greenium, baserat på växtbaserad insatsvara

Varumärken & marknadsområden

Clemondo har idag tre egna varumärken exponerade mot tre marknadsområden. Dessa levereras till både den privata men även offentliga sektorn. Varumärket Liv, exponerat mot marknadsområdet Hygien, ger en trygg bas i intjäningen medan varumärkena Lahega och Strovels är mer konjunkturkänsliga givet dess exponering mot fordon och industrin. Vår bedömning är att exponeringen är väl diversifierad där bolaget förlitar sig på ett flertal intäktskanaler.

Den offentliga sektorn står totalt för ca 10-12% av total omsättning, baserat på rullande tolv månaders nettoomsättning. Resterande del är mot den privata sektorn, dvs 88-90%.



Fordon (54%)

- Erbjuder produkter och tjänster inom fordonstvätt och fordonsvård för alla branscher
- Säljs till professionella kunder såsom lastbils- och biltvättar, rekonditioneringsföretag och bilåterförsäljare.
- Produkterna är till stor del miljömärkta med Svanen, Kemikaliesvepet samt den egenutvecklade **Greenium**
- Erbjuder även private label, utbildningar, översyn av arbetsmetoder och stöd gällande exempelvis miljöstånd



Hygien (33%)

- Erbjuder produkter inom desinficering, hudvård och rengöring samt produkter inom lokalvård för samtliga branscher
- Ledande inom offentlig sektor och majoriteten av Sveriges regioner använder produkter från Livs sortiment
- I produktutbudet ingår även produkter märkta med den egenutvecklade miljöprofilen, **Greenium**



Industri (13%)

- Erbjuder rengöringsprodukter för tillverknings-, underhålls och livsmedelsindustrin
- Rengöringsmedel för livsmedelssektorn och industrisektorn
- Tre produktserier:
 - En riktad mot livsmedelsbranschen
 - En serie för generell industrirengöring
 - En mot tyngre tillverkningsindustri
- Primärt fokus ligger på renhållning av maskiner och anläggningar
- Nytt tillskott sedan 2019, Outdoor, säljs som private label. Vänder sig till privatpersoner med behov av utomhustvätt

Källa: Bolaget, EPB Research

Produkter

Fordon - Lahega

Produkter inom fordon inkluderar produkter för bla exteriör, interiör och driftrengöring. Produkterna säljs till professionella kunder såsom lastbils- och biltvättar, rekonditioneringsföretag och bilåterförsäljare. I linje med bolagets strategi om "nollbarhet", lägger bolaget just nu stor vikt vid att få ut sitt nya varumärke Greenium, givet att man ser en fördel med att vara först på marknaden med ett växtbaserat alternativ. I övrigt är sektorn fordon ett område bolaget ser stor potential inom och lägger vikt vid att utveckla än mer.



Källa: Bolaget

- **Exteriör:** Avfettningsmedel, rengöringsmedel för fälgar, bilschampo, bilvax, polering
- **Interiör:** Textilrengöringsmedel, glas- och fönsterputsmedel, Rengörings- och fläckborttagningsmedel
- **Drift:** Spolarvätska, AdBlue, Kylglykol, batterivatten
- **Utrustning:** Doseringsutrustning för kemikalier i fat, tvättsvamp, dukar, fordonsborste, skumpåläggare
- **Vattenrening:** pH-justerare, fällningsmedel för vattenreningsanläggningar, industrisalt

Hygien & Städ - Liv

Hygien och städ inkluderar produkter som handdesinfektion, tvål, allrengöringsmedel, diskmedel ytdesinfektion etc.. Varumärket Liv levereras både till den privata marknaden men även till den offentliga sektorn, som exempelvis sjukvården. Varumärket Liv är, tillsammans med Lahega, de två varumärken som bolaget ser störst potential inom på kort sikt.



Källa: Bolaget

Hygien:

- **Handdesinfektion:** Handsprit
- **Hår och kroppstvätt:** tvål till hår- och kroppstvätt
- **Tvål:** tvål till handtvätt
- **Utrustning:** dispenser, dispenserhållare, golvställ till pumpflaska

Städ:

- **Allmänna ytor:** allrengöringsmedel, grovrengöringsmedel, textilrengöring, klotter och fläckborttagningsmedel
- **Fönster & spegel:** fönster- och glasputs
- **Golvrengöring:** skurrengöringsmedel, golvsåpa, sten såpa, avlopprengöringsmedel
- **Kök:** rengöringsmedel för rostfritt stål
- **Sanitetsutrymme:** rengöringsmedel för toaletter, duschar, handfat, bad etc.
- **Tvätt & diskmedel:** handdiskmedel, maskindiskmedel, tvättmedel, sköljmedel
- **Ytdesinfektion:** desinficerande och rengörande ytdesinfektion

Industri - Strovvels

Varumärket Strovvels riktar sig framför allt till industri- och livsmedelssektorn. Produktutbudet innefattar bla avfettningsmedel, avkalkningsmedel, diskmedel, kylsmörjmedel etc.. Marknadsområdet Industri, som står för ca 13% av nettoomsättningen, är ett område bolaget valt att inte lägga lika stor vikt vid på kort sikt, givet omstruktureringsarbetet samt att man ser större potential i de övriga två områdena. Vi ser dock en stor potential inom detta affärsområde och möjlighet att även här erbjuda det hållbara varumärket Greenium på sikt.



Källa: Bolaget

- **Aerosoler:** avfettningsmedel för industriellt bruk (tex driv- och bromsdelar)
- **Livsmedelsindustri:** rengöringsmedel för livsmedelsindustrin
- **Rengöring & desinfektion:** diskmedel, avkalkningsmedel, maskindiskmedel, skumrengöringsmedel, skumdämpande medel, desinficieringsmedel, grovrengöringsmedel
- **Skärvätskor & smörjmedel:** motorolja, kylsmörjmedel, universalsmörjfett

Fordon - Tammermatic

Tammermatic utvecklar och säljer system för fordonstvättar för personbilar, bussar, tunga fordon och tåg. Förutom försäljning av tvättanordningar sköter bolaget även servicen av maskinerna.

Vid ett försäljningsavtal av en tvättanordning ingår även försäljning av rengöringsmedel i vanligtvis 3 år. Clemondo tog över verksamheten i januari 2021.



Källa: Tammermatic

Kunder & leverantörer

Kunder

Clemondos kundbas består av en storkund, som står för drygt 10% av omsättningen. Dvs ca 30 mkr sett till total omsättning 2021. Därefter består kundbasen av ett gäng mediumstora kunder (genomsnittlig omsättning om ca 6-8 mkr), samt en mängd mindre kunder som genererar mindre än 2 mkr i omsättning per år. Exempel på kunder som bolaget har annonserat inkluderar Bilia, Tvätta, Region Stockholm, Apotea, DFS (fartygsleverantör). Vi ser en risk i att bolaget är beroende av ett fåtal större kunder.

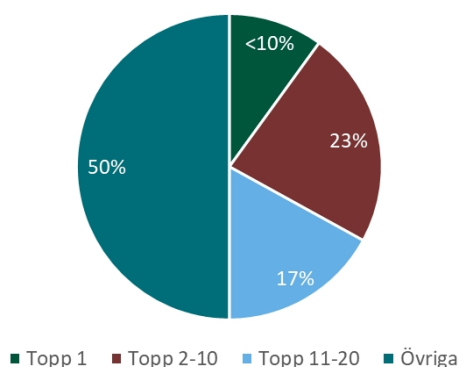
I december 2021 annonserade bolaget att man tecknat ett två-årigt avtal med Varuförsäljningen, vilket är ett samarbetsorgan mellan regionerna Dalarna, Västmanland, Sörmanland, Uppsala och Örebro. Avtalet gäller leverans av hygien- och städprodukter från varumärket Liv. Ordervärdet beräknas uppgå till 13-17 mkr med möjlighet att förlängas ytterligare två år, vilket innebär att ordern har möjlighet att uppgå till 26-34 mkr, dvs 6-7 mkr per år. Ordern från Varuförsäljningen betyder att dem placeras i kundbasens topp 2-20 segmentet.

Enligt vår bedömning speglar detta att bolagets fokus på att hållbarhet passar väl in bland större kunder. Vår bedömning är att bolagets utveckling av Greenium och DES +24/7 (se längre ned i analysen), successivt kommer bidra till större kundordrar och därmed minimera kundkoncentrationen.

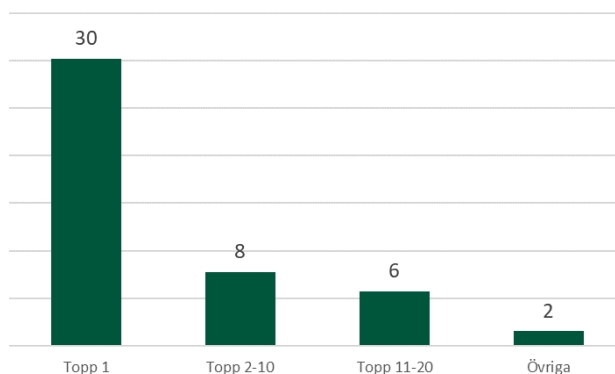
Leverantörer

Bolaget förlitar sig idag på en handfull leverantörer, vilket rent spontant kan tyckas ökar risken och försämrar förhandlingsförmågan. Givet bolagets historik, har man valt att fokusera på partnerskap snarare än att spela ut leverantörer om bästa pris, detta då bolaget av erfarenhet förstått att leverantörerna kan vara till stor hjälp vid turbulenta tider. Även här ser vi dock goda möjligheter för bolaget att på sikt att minimera leverantörsrisken och dessutom skapa sig ytterligare möjligheter att stärka marginalen.

Kundkoncentration - 2021



Genomsnittlig storlek per kundgrupp - 2021



Källa: Bolaget, EPB Research

Säljkanal

En stor del av bolagets mindre ordrar sköts idag via återförsäljare medan större kunder sköts direkt via bolagets säljteam. Givet svårigheten i att kontrollera återförsäljares beslut att sälja just Clemondos produktutbud, jobbar bolaget aktivt med att förstärka säljteamet för att på så sätt även nå ut till än fler större kunder.

Marknadsområdet Hygiens basaffär består av de offentligt upphandlade marknaderna, i form av sjukhus och landsting, där stora regioner handlar upp direkt med producenter medan mindre regioner köper via upphandlade distributörer och återförsäljare.

Lista på bolagets återförsäljare:

Fordon

- Alltank
- Autoexperten
- Gelins KGK
- KG Knutsson
- Meca
- Osby Autokemi
- Skellefteåbränslen
- Skoogs bränsle
- Sölvesborg Gossmix
- Toplux
- Trollhättans Oljor

Hygien & Städ

- Cat Nordic
- Hygienteknik Sverige
- Kontrosspecial
- Lifco Dental
- Mediq
- Onemed
- Pac
- Packoplock Scandinavia
- PacsOn
- Procurator Sverige
- Städ Materiel Bolaget
- Staples Sverige
- Supplies Direct
- Swetex Produkter
- Colorama Norrköping
- NKV Kontorsvaror

Industri

- Ahlsell
- Anderstorp Hydraulik
- Färghuset Österport
- Ikaros
- Luna
- Malmqvist & Edling
- Swedol
- Tools

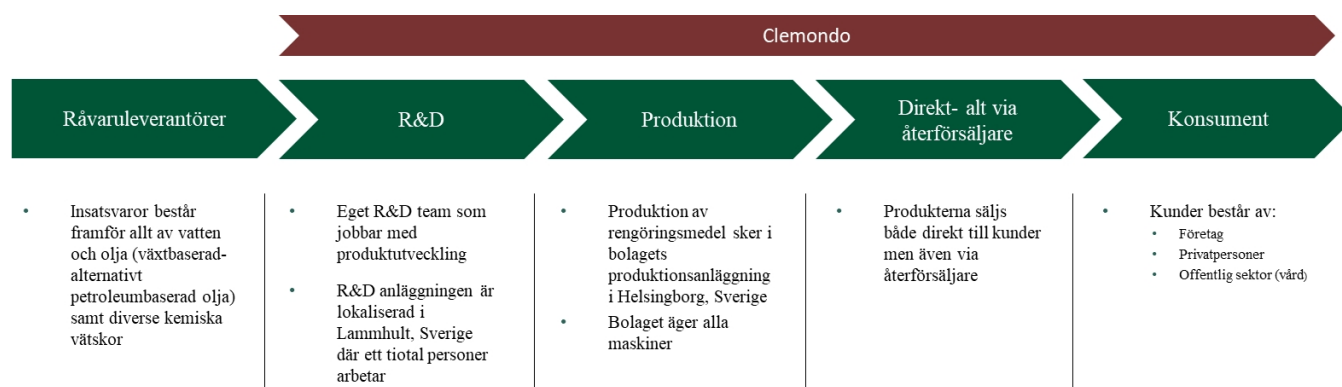
Källa: Bolaget

Värdekedjan

Clemondo, som är ett tillverkande bolag, täcker större delen av värdekedjan. Bolaget är rent geografiskt väl positionerat i Helsingborg, där man har god tillgång till sjöfrakt. Vår bedömning är att den geografiska positioneringen skapar goda möjligheter för bolaget att expandera än mer i den norska och danska marknaden.

Vidare äger bolaget idag all sin utrustning i fabriken, bestående av maskiner och diverse inventarier. Fabriken har en kapacitet att uppnå en omsättning om ca 750 mkr, att jämföra med dryga 300 mkr år 2021.

Produkterna når konsumenterna både via direktförsäljning men även via återförsäljare. Säljkåren uppgår idag till ca 15 personer, där bolaget har som ambition att stärka den ytterligare framöver.



Källa: Bolaget, EPB Research

Produktutveckling - R&D

Branschen för rengöringsmedel kännetecknas av att vara konkurrensutsatt med relativt få konkurrensfördelar. För att ligga steget före konkurrenter och på så sätt ha möjlighet att klassas som en premiumprodukt krävs att bolaget kontinuerligt är proaktivt och utvecklar sin produktportfölj. Bolaget har idag en facilitet i Lammhult, Sverige, bestående av 10 personer där fyra av dessa enbart arbetar med R&D. Alla kostnader gällande produktutveckling tas idag över resultaträkningen. Nedan presenteras de senast utvecklade koncepten och produkterna.



Källa: Bolaget

Greenium

Under 2020 utvecklades det nya växtbaserade varumärket Greenium, som till skillnad från övriga produkter, använder sig utav växtbaserad insatsvara istället för petroleumolja. Enligt bolagets egna studier minskar detta miljöbelastningen med upp till 85% jämfört med traditionella rengöringsprodukter baserade på fossil råvara, samtidigt som funktionaliteten förbättras med upp till 40%. Produktserien lanserades i början av 2021 och står redan för 25% av den totala omsättningen inom marknadsområdet fordon.

Enligt vår bedömning speglar utvecklandet av Greenium bolagets aktiva arbete om att uppnå sitt hållbarhetsmål om noll utsläpp och negativ påverkan på miljön till 2030. Till skillnad mot rengöringsmedel baserat på fossil råvara, där man endast tar hänsyn till hur användningen påverkar miljön, är vår tolkning att bolaget tagit ett steg längre till att även fokusera på miljöavtrycket vid framställningen (dvs tillverkningsprocessen). Allt annat lika bör detta bidra till att potentiella större kunder, med stort hållbarhetsfokus, bör bli intresserade av produkter som dessa.

I skrivande stund visar vår research att bolaget är ensamt på marknaden med växtbaserad insatsvara inom marknadsområdet fordon. Vad gäller hygien och städ har vi hittat en konkurrent som liksom Clemondo, använder sig utav växtbaserad insatsvara. Enligt vår bedömning speglar detta att bolaget har en tydlig konkurrensfördel och skapat sig en god möjlighet att ta ytterligare marknadsandelar framöver.

DES +24/7

Givet att bolaget sen tidigare levererat handsprit och diverse desinfektionsmedel till den offentliga sektorn, gynnas bolagets försäljning än mer när Covid-19 var ett faktum. I samband med det tog bolaget fram ett nytt desinficerande och rengörande ytdesinfektionsmedel, DES +24/7. Detta är ett medel för alla ytor som rengör och dödar bakterier och virus (som Covid-19), och där effekten på den rengjorda ytan varar upp till 24 timmar. Även detta speglar bolagets snabbfotade förmåga att anpassa sig till rådande situationer och utveckla nya produkter som ligger bra i tiden.

Slutsats - produktutveckling

Framtagningen av Greenium samt DES +24/7 speglar bolagets proaktiva förmåga och vision om att nå sitt hållbarhetsmål om noll negativ påverkan på miljön till 2030. Vi ser det av ytterst vikt att bolaget fortsätter jobba aktivt med sin produktutveckling för att bibehålla sin konkurrenskraft och bevara positionen inom premiumsegmentet. Vidare bedömer vi att bolaget är väl positionerat för att kapitalisera på den underliggande miljö- och hygientrenden som uppstått i samband med den globala uppvärmningen samt pandemin.

Turnaround / omstrukturering

Sammanslagningen av North Chemical och Lahega fick inte den genomslagskraft och fördel som man hade hoppats på. Efter två och ett halvt års negativ utveckling tillsattes en ny ledningsgrupp, där en ny strategi togs fram. Bolaget har sedan dess genomgått en omstrukturering.

15 månader in i omstruktureringen kom pandemin, vilket bidrog till att processen fick "pausas". Efterfrågan för bolagets hygienartiklar (framför all handdesinfektion) ökade kraftigt och gjorde att produktionen fick ställas om för att bemöta den höga efterfrågan. Detta i sin tur gav en positiv resultateffekt och bidrog till att bolaget kunde återbetalade större delen av sin utomstående banksskuld. Även om 2020 års resultatutveckling kan ses som en typ av "engångseffekt", ger detta bolaget andrum och möjlighet att bygga en stabil grund.

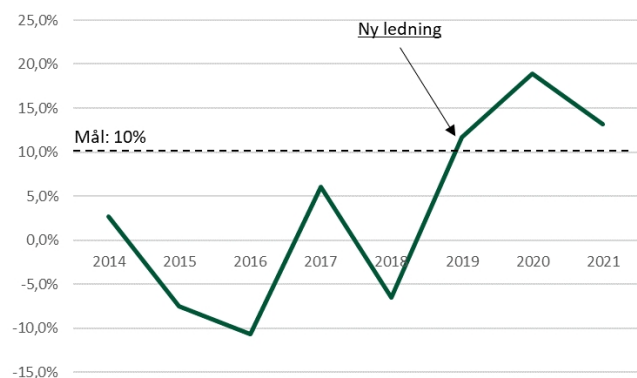
Vad vi vidare kan se ur 2019 års kvartalssiffror, är att den nya ledningen direkt lyckades stabilisera den eskalerande situationen som uppstod sedan tidigare. Vad siffrorna tydligt visar är att den nya ledningen direkt anpassade kostnadskostym utifrån omsättningsnivån.

I samband med att samhället nu återgår mer till det normala, förväntar vi oss att bolaget återgår till sitt omstruktureringsarbete. Bolaget är beroende av ett fåtal större kunder, samtidigt som man fortsatt har en stor andel mindre kunder, där årsomsättningen uppgår till 2 mkr per kund. Lyckas bolaget knyta till sig fler kunder av storleksklassen 6-8 mkr per år, skapar inte detta enbart en stabilare affärsmodellen, utan även möjligheter för god tillväxt framöver.

Slutsats - omstrukturering

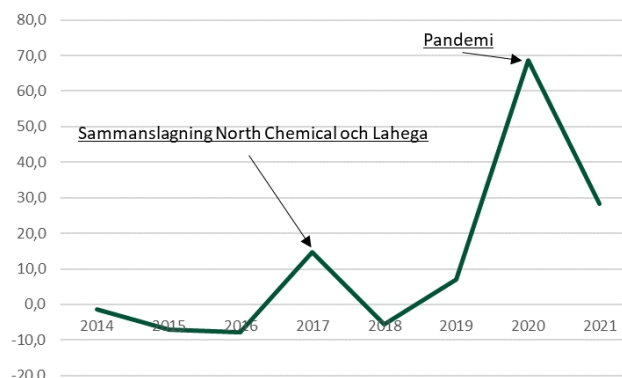
Med en starkare balansräkning, stabilare kassaflöden, lansering av varumärket Greenium samt fortsatta investeringar i att utöka säljteamet, är vår bedömning att bolaget står inför ett nytt skede i omstruktureringsarbete. Från att tidigare ha fokuserat på att bromsa den negativa utvecklingen, till att nu lägga större vikt vid att växa.

EBITDA-marginal - årlig utveckling



Källa: Bolaget

Operativt kassaflöde - Mkr



Källa: Bolaget

Marknad

Överblick Europa

International Association for Soaps, Detergents and Maintenance Products (A.I.S.E), uppskattade den Europeiska marknaden för hygien- och rengöringsprodukter till ca EUR 41,2 mdr år 2020. Den genomsnittliga årliga tillväxten från 2014-2020 har uppgått till 2,8%.

Vidare kan marknaden delas upp i privat- och professionell rengöring:

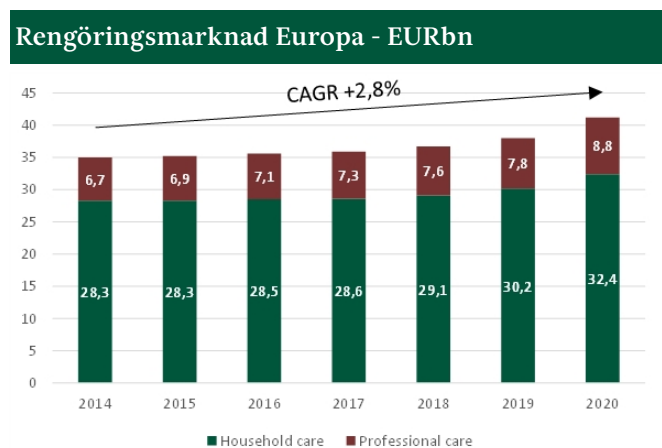
- Privat rengöring uppskattades ha en marknadsstorlek om EUR 32,4 mdr år 2020. Perioden mellan 2014-2020 var den genomsnittliga årliga tillväxten 2,3%
- Professionell rengöring uppskattades ha en marknadsstorlek om EUR 8,8 mdr år 2020, och har vuxit med i genomsnitt 4,6% årligen mellan perioden 2014-2020

Ser vi till Clemondos segment inom professionell rengöring, ser det ut enligt följande:

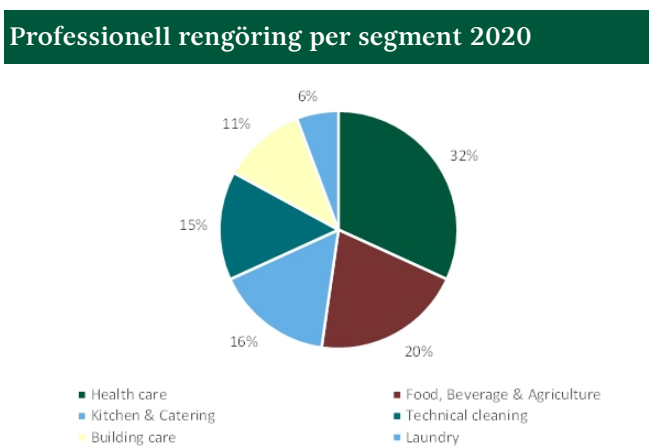
- Technical cleaning, vilket innefattar fordons- och basindustrin, uppskattades marknadsstorleken till EUR 1,3 mdr år 2020 (CAGR 2014-2020: +2,2%)
- Health care, som innefattar Clemondos segment inom Hygien, uppskattas ha en storlek om EUR 2,8 mdr (CAGR 2014-2020: +10,4). År 2020 drevs den positiva utvecklingen framför allt av pandemin.
- Livsmedel (Food, Beverage & Agriculture), innefattar Clemondos segment Industri, uppskattades storleken till EUR 1,5 mdr (CAGR 2014-2020: +5,2%)

Trender/drivkrafter:

- Produktutveckling
- Hög efterfrågan på hållbara produkter
- Pandemin bidragit till en mer frekvent rengöring och ett hygienfokus
- Produkter med förebyggande syfte. Studier visar att människor är villiga att betala mer för att inte behöva städa lika ofta (tex DES +24/7)



Källa: A.I.S.E 2020-21



Källa: A.I.S.E 2020-21

Clemondos marknadsområden

Fordon

Efterfrågan på rengöringsmedel inom fordonsindustrin drivs bland annat av tillväxten i antalet nyregistrerade fordon. Detta bygger på att bilhandlare kontinuerligt tvättar bilen innan den levereras till slutkund. Under 2021 uppgick antalet bilar på de svenska vägarna till ca 5 miljoner, fördelat på ca 4 miljoner ägda av privatpersoner och ca 1 miljon tjänstebilar. Enligt undersökningar tvättar privatpersoner bilen mer sällan jämfört med individer med tjänstebilar. Enlig BilSweden så prognostiseras att antalet nyregistrerade bilar under 2022 ska växa med 3,4% y/y.

Organisationen Hållbar biltvätt, har sedan början av 2020 fört statistik på antalet biltvättar per år i landet. Ur statistiken kan vi se att det år 2020 skedde ca 24 miljoner biltvättar, där ca hälften av alla tvättar sker hemma och ca 11 miljoner vid godkända anläggningar. Detta indikerar att en fortsatt hög andel biltvättar utförs på anläggningar som saknar oljeavskiljare och reningsverk, och som direkt skadar miljön.

- Givet att organisationen Hållbar biltvätt började föra statistik på antalet biltvättar så sent som år 2020, finns idag lite historisk data. Ser vi dock till det senaste årets kvartalsutvecklingen så ser vi att antalet biltvättar under perioden Q2'21 och Q3'21 växte med 12% respektive 5% y/y
- Enligt en undersökning gjord av Kantar Sifo i mars 2021, tvättar 30-35% av alla svenska bilägare bilen en gång i månaden eller mer. Medan 65-70% tvättar bilen varannan månad eller mer sällan
- Notera att detta inkluderar enbart biltvättar. Därutöver tvättas lastbilar, tåg, husbilar och husvagnar. Vår efterforskning visar att lastbilar och bussar tvättas mer frekvent, givet att dessa fordon körs mer frekvent och kräver underhåll för att undvika böter

För att få bort biltvättandet hemma och på övriga icke godkända anläggningar, driver organisationen Hållbar biltvätt ett arbete med kommunerna om att upplysa invånarna om miljöriskerna, vilket enligt vår bedömning indikerar att Clemondo, med sitt varumärke Greenium, är väl positionerat för att kapitalisera på trenden.

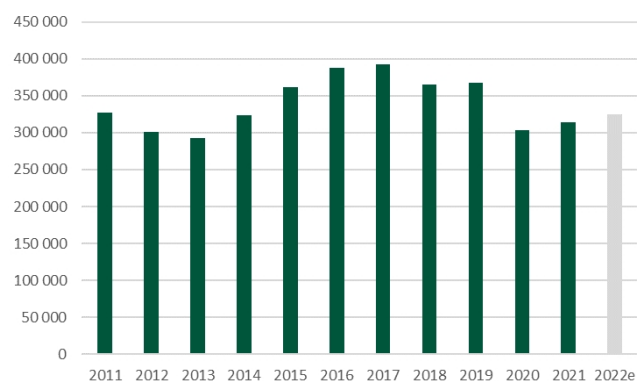
Vidare visar vår efterforskning att det idag inte finns någon lag som förbjuder individer från att tvätta bilen hemma. Däremot är det olagligt att släppa ut orenat avloppsvatten i naturen. Vi har just nu inte hittat någon information som pekar mot en lagändring gällande biltvätt hemma, vilket annars indirekt skulle gynna Clemondo.

Enligt kemikalieinspektionen, uppgick den totala marknaden för kemiprodukter inom fordon, och som Clemondo opererar inom, till ca 6 mdr kr år 2019 i Sverige. Ser vi till Clemondos försäljningsvolym inom segmentet Fordon, motsvara detta att bolaget har en marknadsandel om ca 3%.

I nedanstående tabell kan vi se de olika bensinstationernas intäkter som härrör till biltvättar i Sverige. Vår analys pekar på att för varje biltvätt i en automattvätt, står kostnaden för rengöringsmedel för mellan 5-20 kr per tvätt, beroende på om rengöringsmedlet är miljövänligt eller inte (högre pris för miljövänligt). För självtvätt motsvarar kostnaden 2,5-10 kr per tvätt.

Om vi leker med tanken att bolaget knyter till sig EMAB som kund, där man i sådant fall levererar varumärket Greenium, innebär detta potentiella intäkter om ca 7 mkr årligen ($20kr * 306k + 10kr * 79k$). Om bolaget däremot knyter till sig exempelvis OKQ8 som kund, är potentialen upp mot 60 mkr ($20kr * 1,8m + 10kr * 2,4m$). Detta illustrerar vilken potential det finns för rengöringsprodukter inom fordonsindustrin.

Nyregistrerade personbilar



Källa: SCB, BilSweden

Biltvåtsstatistik 2020

Omsättning - mkr	2020		
Organisation	Automatvätt	Självtvätt	Totalt
Circle K	457	12	469
EMAB	42	4	47
OKQ8	307	166	472
Preem	75	10	85
St1/Preem	67	-	67
Total omsättning	948	192	1 140

Antal - '000	2020		
Organisation	Automatvätt	Självtvätt	Totalt
Circle K	2 674	240	2 914
EMAB	306	79	385
OKQ8	1 793	2 443	4 236
Preem	467	138	605
St1/Preem	416	-	416
Totalt antal	5 657	2 900	8 557

Totalt antal biltvättar ('000)	24 057
---------------------------------------	---------------

Källa: Hållbar biltvätt

Hygien & Städ

Marknadssegmentet Hygien kännetecknas av hög konkurrens med många mindre aktörer. Enligt kemikalieinspektionen bedöms den svenska marknaden för Clemondos hygiensegment uppgå till ca 3-3,5 mdr kronor år 2019. Ser vi till Clemondos försäljningsvolym inom segmentet Hygien motsvara detta att bolaget har en marknadsandel om ca 3%

Från offentligt upphandlade myndigheter, pekar trenden åt tuffare miljökrav och krav på högre effektivitet. Miljökraven blir därmed en allt viktigare parametrar för de grossister som är med på kommunala upphandlingar. Upphandlingar leder emellertid ofta till pressade priser och låga marginaler, varför vikten av hållbarhet och produktinnovation blir av ytterst vikt för att bibehålla marginaler (vår tolkning).

Trender:

- Ökad medvetenhet på sjukhus, vårdcentraler och vårdboenden kring vårdrelaterade infektioner
- Global befolkningstillväxt och urbanisering driver hygienkrav
- Större nyttjande av städhjälp hemma driver marknaden för professionella städfirmor
- Pandemin skapar nya beteendemönster
- Miljöhänsyn allt viktigare vid inköp

Viktiga aspekter för att bibehålla konkurrenskraft och "pricing power" består enligt vår bedömning, och som vi nämnde tidigare, av två faktorer, högt hållbarhetsfokus samt produktinnovation. Clemondo ligger enligt vår bedömning långt fram ur båda aspekterna, dels vad gäller hållbarhetsfokus (mål om nollbarhet 2030), men även produktinnovation (Des+ 24/7)

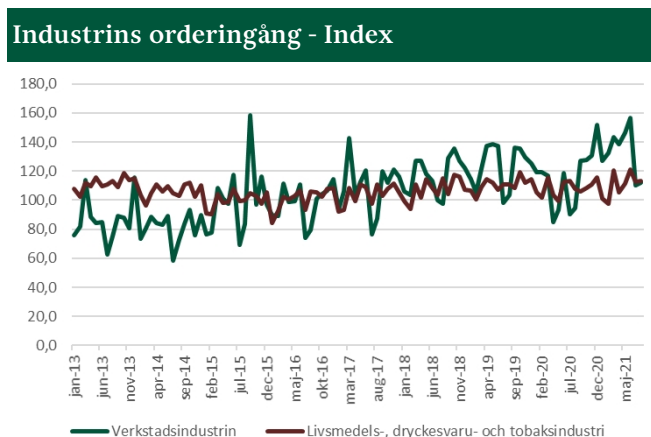
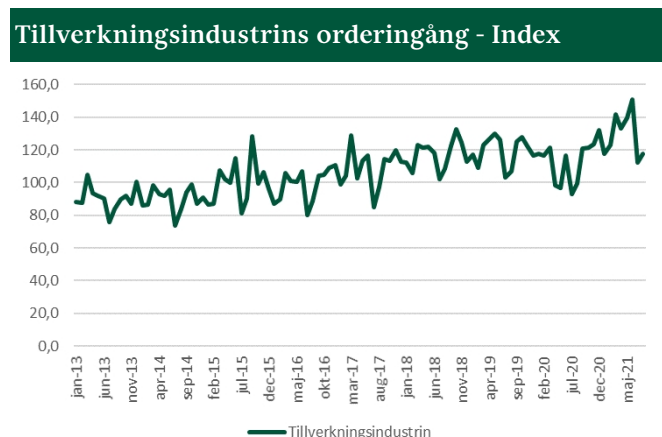
Industri

Marknadsområdet Industri innefattar Clemondos produkter inom rengöring för tillverknings- och livsmedelsindustrin. Sektorn kännetecknas av att bolagen lägger stor vikt vid hållbarhetsaspekten längs hela produktionskedjan. Sett till Clemondos totala omsättning så är marknadsområdet Industri det minsta segmentet med just nu minst fokus.

Bolagets utvecklingen inom marknadsområdet industri, är nära kopplat till den generella utvecklingen inom tillverknings- och livsmedelsindustrin. Enligt kemikalieinspektionen uppgick Clemondos adresserbara marknad inom industri till 3-3,5 mdr kr år 2019, vilket implicit innebär en marknadsandel om ca 1%.

Trender:

- Högre krav på hållbar rengöring längs hela produktionskedjan
- Generellt ökade krav på hållbarhet



Källa: SCB

Konkurrenter - fordon

Vi har i denna analys främst fokuserat på Clemondos konkurrenter inom marknadsområdet Fordon samt Hygien & Städ. Notera att konkurrenterna nedan är privatägda bolag.

Arom Dekor

- Produktion, paketering och försäljning av kemiprodukter för fordon, industri och hushåll
- Produktionsanläggning i Borås, Sverige, där bolaget har egna tur- och tankbilar, samt utplaceringar av olika typer av tankar och pumpstationer på plats hos kunder
- Bolagets huvudmarknader är Sverige, Norge och Finland, där man förutom i Sverige, vuxit via förvärv
- 2016 förvärvades Arom Dekor av Vilokan koncernen, vilket är ett familjeägt investmentbolag. Förutom att erbjuda olika typer av rengöringsmedel har koncernen ytterligare två affärsområden:
 - Recycling Tech: teknisk utveckling och projektförsäljning av anläggningar för rening och återvinning mot industri och offentlig sektor
 - Solutions: erbjuder flygplatser hantering av använd avsningsvätska, dvs rening av vatten och återvinning av glykolen
- Produktfokus: AdBlue, Spolarvätska, Glykol och rengöringsmedel till transportsektorn.

Arom Dekor AB

SEKm	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Omsättning	120	136	155	187	224	263
Bruttomarginal	23,1%	26,2%	23,5%	21,1%	19,7%	28,6%
EBITDA-marginal	4,5%	7,0%	3,1%	3,3%	3,5%	11,9%

Vilokan AB

SEKm	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Omsättning		144	232	246	353	399
Bruttomarginal		27,1%	27,4%	30,5%	30,1%	32,6%
EBITDA-marginal		2,6%	4,0%	6,0%	8,2%	9,5%

Källa: EPB Research

Blue & Green

- Erbjuder rengöringsmedel för fastigheter, fordon, hygien och städ
- R&D och produktionsanläggning i Landskrona, Sverige
- Huvudmarknader är Sverige, Norge och Danmark
- Erbjuder liksom Clemondo, Private Label
- Renodlat bolag som enbart säljer rengöringsmedel, både direkt till kund samt via återförsäljare

Blue & Green AB

SEKm	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Omsättning	29	33	36	43	45	59
Bruttomarginal	31,5%	33,3%	34,9%	34,0%	35,6%	33,9%
EBITDA-marginal	1,1%	7,5%	1,5%	5,2%	3,3%	3,8%

Blue & Green AS - Norge

NOKm	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Omsättning	11	12	13	17	15	23	20
Bruttomarginal	29,7%	31,4%	34,1%	30,6%	29,4%	28,3%	21,4%
EBITDA-marginal	7,1%	8,4%	11,5%	8,6%	8,4%	16,0%	1,8%

Källa: EPB Research

Smartab

- Erbjuder rengöringsmedel för fordonsindustrin, industri och verkstad, jordburksindustrin, samt städ och hygien
- Bolaget har agentur för bla Autosmart, Rozone och Vaportek
- Bolaget fokuserar på att vara en ”rullande butik” och erbjuder kunder utkörning av produkter
- Ren återförsäljare/grossist med säljare över hela Sverige

Smartab AB

SEKm	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Omsättning	90	96	107	113	64	128	123
Bruttomarginal	64,5%	64,4%	64,9%	66,0%	63,8%	64,7%	65,0%
EBITDA-marginal	12,0%	11,8%	13,1%	12,7%	8,9%	14,0%	17,1%

Källa: EPB Research

Pro Wash

- Leverantör av rengöringsmedel och tvättanläggningar för fordonsindustrin
- Levererar även rengöringsmedel och diskanläggningar till restaurangbranschen (ink. service)
- Produktion av rengöringsmedel sker i samarbete med Svenska Diskbolaget, som under 2021 förvärvades av Kiilto
- Försäljning av tvättanläggningar sker i samarbete med tyska WashTec där bolaget även sköter servicen
- Fokusmarknader är Sverige och Finland
- Produktutbud innefattar: spolarvätska, bilschampo, avfettning, vax, allrengöring etc.

ProWash AB

SEKm	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Omsättning	161	226	203	221	231	201
Bruttomarginal	50,0%	46,1%	49,7%	47,5%	42,6%	48,0%
EBITDA-marginal	10,1%	11,9%	11,2%	10,7%	6,7%	11,7%

Källa: EPB Research

Konkurrenter - Hygien & Städ

Kiilto

- Kiilto är ett finskt familjeägt bolag som utvecklar, tillverkar och marknadsför kemiska industrilösningar inom fyra affärsområden: bygg, industriell limning och flamskydd, privat och professionell hygien
- Bolaget är verksamma i elva länder: Finland, Sverige, Norge, Danmark, Ryssland, Belarus, Ukraina, Polen och de Baltiska länderna
- Bolaget har drygt 1,000 anställda med en omsättning om EUR 222m år 2019
- Under 2021 förvärvade bolaget Svenska Diskbolaget, som tillverkar och säljer rengöringsmedel (tvål, såpa, tvättmedel och polermedel), doseringssystem samt teknisk support och service av diskutrustning i Sverige

Kiilto AB

SEKm	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Omsättning	150	137	250	268	283	395
Bruttomarginal	23,2%	26,6%	23,4%	22,9%	25,8%	26,2%
EBITDA-marginal	3,7%	8,9%	7,0%	6,3%	8,8%	6,7%

Svenska Diskbolaget AB

SEKm	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Omsättning	28	33	38	42	45	42
Bruttomarginal	33,5%	31,6%	31,3%	30,9%	42,3%	46,6%
EBITDA-marginal	11,2%	11,3%	12,3%	9,1%	14,5%	19,4%

Källa: EPB Research

Finanser - historik

Omsättning

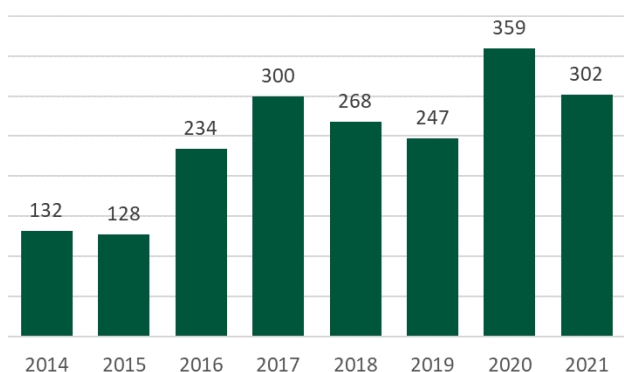
Sammanslagning av North Chemicals och Lahega skedde i juni 2016. Två i princip lika stora bolag sett till omsättning.

Som vi kan se i grafen nedan minskade North Chemicals nettoomsättning med 3% 2015. I och med förvärvet av Lahega innebar det en pro forma nettoomsättning år 2015 om 357 mkr. Problemen i North Chemical var dock uppenbara redan innan, vilket bidrog till att nettoomsättningen minskade direkt år 2017 och uppgick till 300 mkr, att jämföra med PF 2015 om 357 mkr. Försäljningen fortsatte minska 2018 och i början av 2019 tog Jesper Svensson och Jesper Friis-Jespersen över VD och CFO rollen och initierade omstruktureringsprogrammet.

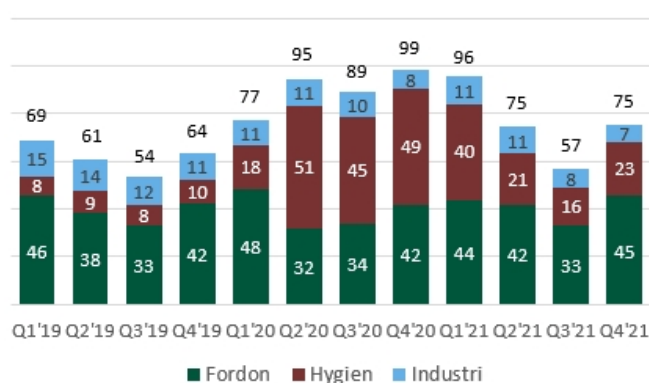
Även om nettoomsättningen fortsatte minska 2019 så stabiliserades situationen. 15 månader in i rekonstruktionen slog pandemin till, vilket tvingade bolaget stoppa omstruktureringsarbetet och fokusera på att leverera hygienprodukter till framför allt sjukvården, där efterfrågan blev enorm. Försäljningen tog därav rejäl fart under 2020 och slog nytt rekord. Under 2021 ser vi en avtagande takt i pandemin vilket speglas i försäljningsnivån av Hygien.

Inom marknadsområdet fordon är bolaget exponerat mot säsongvariationer, där det första och fjärde kvartalet kännetecknas av att vara de starkast kvartalen (pga väderleken), medan det tredje kvartalet kännetecknas av att vara svagast.

Historisk nettoomsättning - mkr



Kvartalsvis utveckling per segment - mkr



Källa: Bolaget

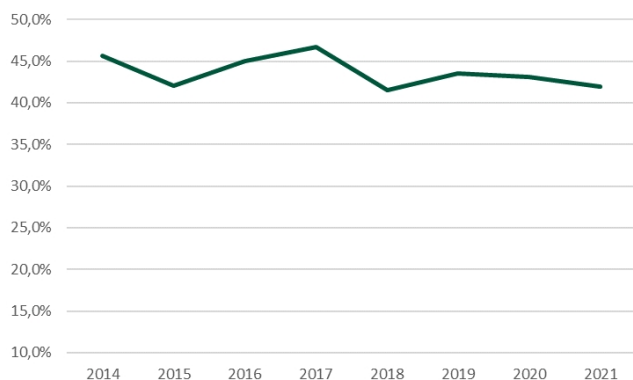
Bruttomarginal

Bruttomarginalen har historiskt legat relativt stabilt. I samband med sammanslagningen ökade marginalen från ca. 42% 2015 till 45% 2016/17, vilket enligt vår bedömning speglar att varumärket Lahega (fordon), med stor sannolikhet har en högre marginal jämfört med övriga segment.

Förutom pris mot kund, påverkas bruttomarginalen till 80% av fluktuationer i råvarupriser (ffa olja), samt 20% personalrelaterade kostnader. Vi har den senaste tiden sett kraftiga prisökningar på råvarumarknaden, vilket även speglas i bolagets bruttomarginal de senaste två kvartalen. Bolaget meddelar dock att man genomfört prishöjningar från årssiftet 2020/2021 för att kompensera för tappet. Vår bedömning är att bruttomarginalen successivt kommer röra sig tillbaka till den nivå bolaget påvisat historiskt.

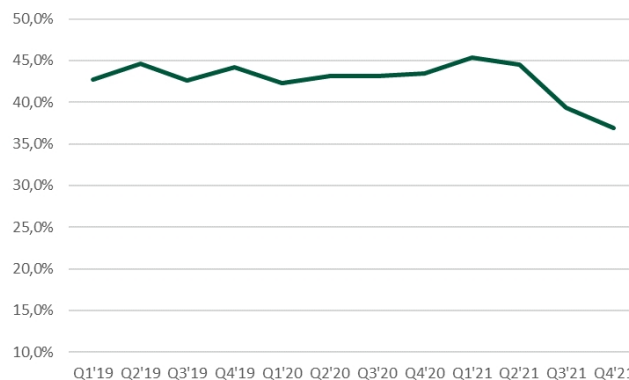
Slutsatsen kring bruttomarginalen är att bolaget trots sin dåliga historik, har kunnat bibehålla en relativt stabil bruttomarginal under en lång period. Vår tolkning är att detta går väl ihop med bolagets information om att man relativt snabbt kan överföra eventuella kostnadsökningar i råvarupriser till kund.

Historisk bruttomarginal - %



Källa: Bolaget

Bruttomarginal per kvartal - %



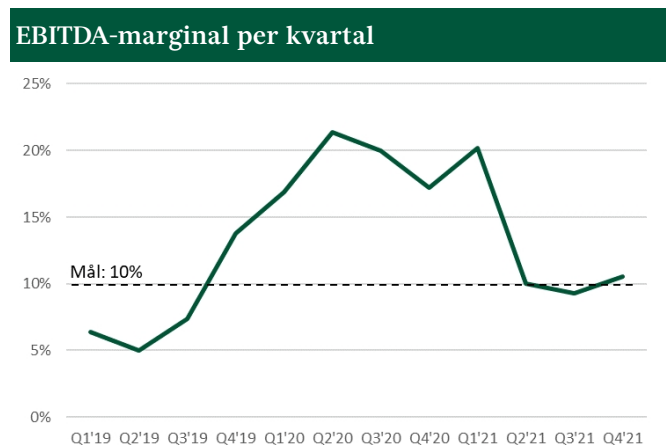
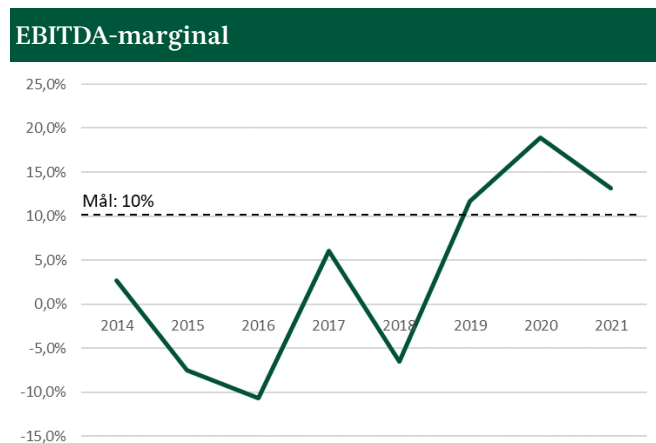
Källa: Bolaget

EBITDA-marginal

Redan 2014 tampades North Chemical med låga EBITDA-marginaler, men som de efterföljande två åren eskalerade än mer. Enligt vår bedömning var detta med stor sannolikhet drivet av en försämrad kostnadskontroll.

Lahega hade 2015 en EBITDA-marginal om ca 13%, vilket bidrog till att den negativa resultatutvecklingen i North Chemical kunde bromsas och ”döljas” bakom Lahegas goda marginaler.

Vad som dock sticker ut är att från 2019, när den nye VDn och CFO:n tillträdde, anpassade bolaget kostnaderna efter intäktsmassa omgående. Vilket sedan dess bidragit till en stabilare och klart högre marginal. Bolaget har som mål att uppnå en EBITDA-marginal om minst 10%.



Källa: Bolaget

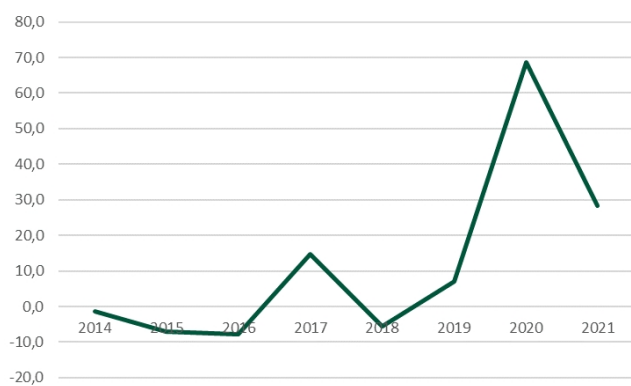
Kassaflöde

Givet den historiskt negativa utvecklingen av resultatet, har bolaget även tampats med svaga kassaflöden. Under perioden 2014-2020 har bolaget finansierats genom banklån och nyemission från bla sammanslagningen av North Chemical och Lahega.

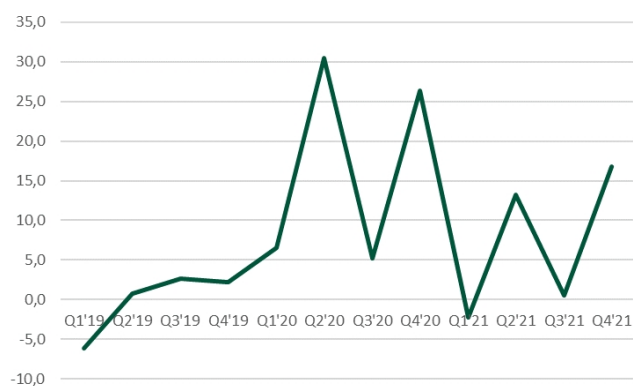
Kikar vi dock på kvartalsutvecklingen sedan rekonstruktionen år 2019, har bolaget genererat ett positivt operativt kassaflöde i princip varje kvartal, med undantag för Q1 2019 och 2021. I Q1 2019 påverkades det operativa kassaflödet framför allt av inbetalning till leverantörer, medan Q1 2021 betalade bolaget en högre skatt givet den starka utvecklingen 2020.

Givet att bolaget från 2020 bytte redovisningsprincip (IFRS 16), reviderades även siffrorna från 2019 års bokslut. Nedan har vi därför justerat det operativa kassaflödet för leasingkostnader. Förändringen innebär att en stor del av kostnaderna relaterade till leasing nu går under kassaflöde från finansieringsverksamhet, från att tidigare ha varit inkluderat under operativ verksamhet. Vår bedömning är att bolaget trots denna justering påvisar ett stabilt kassaflöde.

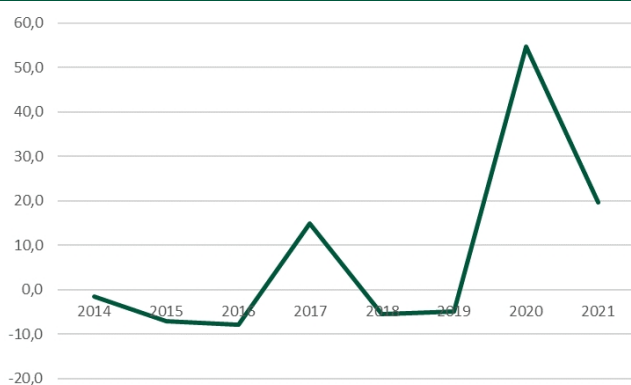
Operativt kassaflöde - mkr



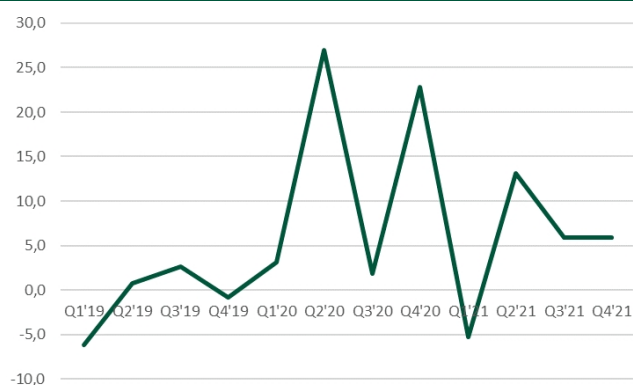
Operativt kassaflöde per kvartal - mkr



Operativt kassaflöde (justerad) - mkr



Operativt kassaflöde per kvartal (justerad) - mkr



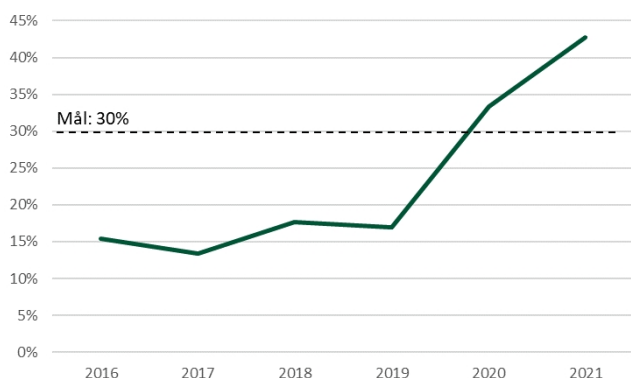
Källa: Bolaget

Balansräkning

Skuldsättningen har historiskt varit relativt hög. Bolaget tog i samband med förvärvet av Lahega upp ett lån om 37,5 mkr för att finansiera förvärvet. Förutom detta har bolaget haft ett tidigare banklån om ca 5 mkr, samt nyttjat en checkräkningskredit som 2016 uppgick till ca 39 mkr. I och med det förbättrade resultat- och kassaflödesgenereringarna har bolaget de senaste åren betalat ned i princip hela sin utomstående bankskuld. Per den sista december 2021 har bolaget endast ett banklån om 10 mkr kvar (som förväntas amorteras under 2022). Förutom banklånet har bolaget även en leasingskuld som uppgår till ca 66 mkr per den sista december 2021. Vidare har bolaget en outnyttjad checkräkningskredit om 40 mkr.

Clemondos banklån har idag covenant kopplade till sig i form av koncernsoliditetskrav om 30%. Historiska nivåer har pendlat mellan 13-18%, men sedan 2020 har soliditeten förbättrats och ligger nu klart över 30%.

Utveckling soliditet



Källa: Bolaget

Tillväxtmål

Sedan maj 2021 har bolaget följande målsättning:

- Tillväxt överstigande 12% (hälften organiskt och hälften via förvärv)
- EBITDA-marginal om minst 10%
- Soliditet om minst 30%

Tillväxten framöver förväntas framför allt drivas av marknadsområden Fordon samt Hygien & Städ. Bolaget upplever att det hållbara varumärket Greenium, har tagits emot väl på marknaden och har därmed goda förhoppningar om att detta ska bidra till ytterligare tillväxt.

EBITDA-marginalen bedömer bolaget har goda möjligheter att bli än bättre än målsättningen om 10%, vilket även har setts historiskt. Givet att bolaget vill fortsätta växa och ta nya marknadsandelar är planen att fortsätta investera i personalstyrkan, mer specifikt sälj och marknadsföring.

Vidare har man som mål att bredda kunderbjudandet och fördjupa kundrelationer, vilket skulle skapa goda möjligheter till merförsäljning. Ett sätt att bredda kunderbjudandet är via värdeskapande förvärv.

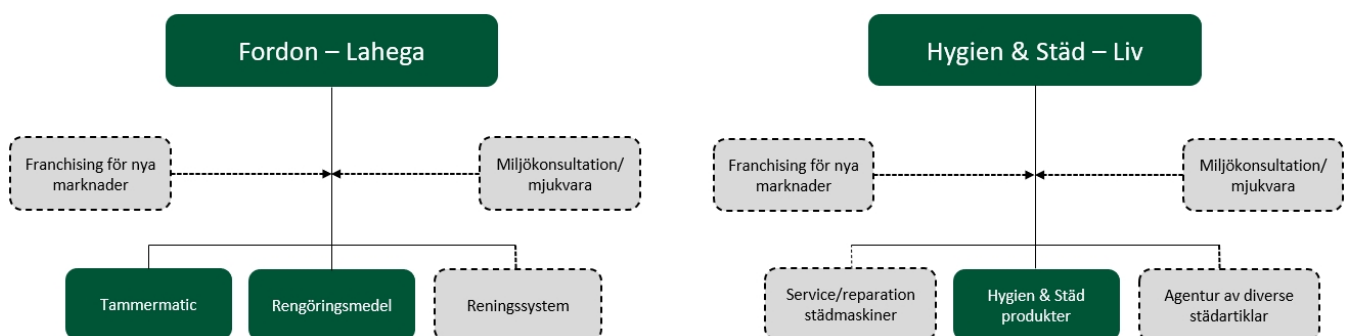
Förvärvsstrategi

Enligt bolaget efterfrågar många större kunder helhetslösningar, vilket innebär att de inte enbart efterfrågar rengöringsprodukter utan även andra typer av lösningar. Exempel på dessa lösningar skulle kunna vara miljökonsultation alternativt någon typ av mjukvara som förenklar kundernas miljöarbete.

Ett annat mer konkret exempel kan vi se inom marknadsområdet fordon. I och med förvärvet av Tammermatic har bolaget tagit steget till att bli en helhetsleverantör för tvättanläggningar. På en tvättanläggning för fordon finns en tvättanordning (exempelvis Tammermatic), reningssystem (dvs olje-, slam- och fettavskiljare) samt rengöringsmedel. Har bolaget möjligheten att leverera en helhetslösning som exemplet ovan visar, skapar detta möjligheter till fler intäktskällor i form av service av tvättanordningar och reningssystem, samt kontinuerliga leveranser av rengöringsmedel. Som vi nämnde i marknadsavsnittet, är vår bedömning att detta skulle skapa bättre möjligheter till att knyta till sig större kunder som exempelvis Circle K och OKQ8.

Vidare bedömer vi att en annan möjlighet till att växa är via nya marknader, som exempelvis Norge och Danmark. Detta skulle kunna ske via exempelvis franchising, vilket vår konkurrentanalys visar att andra lyckats med. Fortsätter bolaget bygga upp varumärket Greenium ser vi goda möjligheter till en sådan typ av modell.

För att tydliggöra hur eventuella förvärv skulle kunna komplettera bolagets nuvarande erbjudande, har vi nedan försökt illustrera det i bild. Notera att detta är vår egen bedömning och tolkning av hur bolagets förvärvsstrategi skulle kunna se ut.



Prognoser

Prognosmodellen bygger på estimat om tillväxt i de olika marknadsområden Fordon, Hygien & Städ samt Industri. Dessa grundas på vår analys av marknaden samt de finansiella mål bolaget har kommunicerat. Vi har inte inkluderat några eventuella förvärv i estimaten.

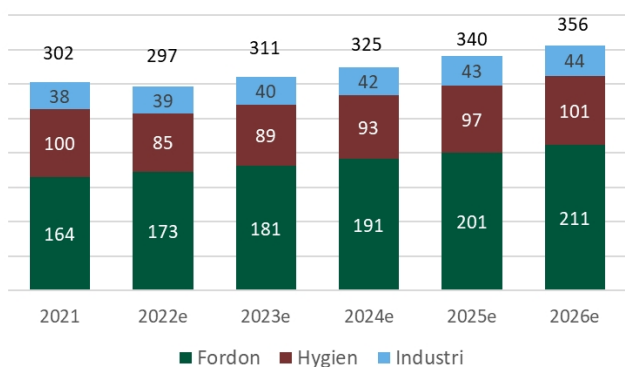
Omsättning

Givet att pandemin fortsatt varit en del av samhället större delen av 2021, har vi i våra estimat utgått ifrån att marknadsområdet Hygien, kommer minska sin omsättning något under 2022 innan den stabiliseras och pandemin är ett minne blott. Även om vi bedömer att trenden om god hygien fortsatt kommer finnas bedömer vi att det blir svårt för bolaget att upprätthålla samma nivåer vi såg 2020 och Q1'21.

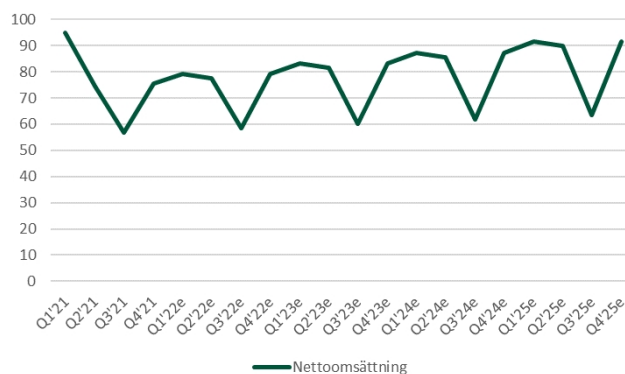
Från 2023 och framåt har vi i våra estimat utgått ifrån att bolaget i snitt växer med ca 5% per år fram till 2026. Detta betyder att vi förväntar oss att bolaget ska växa snabbare än vad marknaden för rengöringsprodukter har gjort i Europe de senaste åren. Drivkrafterna bakom detta är fortsatt hållbarhetsfokus och god hygien bland dess kunder. Vi ser goda möjligheter för bolaget att ta än mer marknadsandelar med dess varumärke Greenium, som sedan lanseringen i Q1'21 nu står för 25% av total omsättning i marknadsområdet Fordon. Vi har dessutom i våra estimat tagit hänsyn till bolagets målsättning om att växa med 6% organiskt.

För att få en känsla av hur mycket detta innebär i absoluta tal och ordervärde, kan vi gå tillbaka till den nuvarande kundbas och dess genomsnittliga ordervärde per år. Om vi antar att bolaget bevarar nuvarande kundstock med en nettoomsättning om 300 mkr per år, innebär en tillväxt om 5% under perioden 2023-2026 att bolaget behöver få in ordrar i storleksordning 15-16 mkr per år. Om vi ser till bolagets nuvarande kundstock, där topp 2-10 i genomsnitt köper för ca 8 mkr per år, innebär detta att bolaget behöver få in i snitt två kunder per år. Ser vi till bolagets adresserbara marknad i Sverige, så bedömer vi dessa chanser som goda, speciellt med tanke på att bolaget nu även investerar i sälj och marknadsföring.

Estimat per marknadsområde - mkr



Omsättning per kvartal - säsongvariation



Bruttomarginal

I våra estimat gällande bruttomarginalen har vi valt att vara något försiktiga år 2022. Detta grundas i att bolaget i de senaste två kvartalen märkt av kraftigt ökande råvarupriser. Bolaget har meddelat att prisjusteringar gjorts och trätt i kraft vid årsskiftet 2021/2022. Vår bedömning är dock att bruttomarginalen successivt kommer förbättras och nå liknande nivåer som de vi såg år 2019 över tid.

EBITDA-marginal

Sedan 2019 har bolaget genererat en EBITDA-marginal som är högre än det uppsatta målet om 10%. År 2021 blev återigen ett bra år sett till EBITDA-marginalen som uppgick till 13%. Vi har i våra estimat dock utgått ifrån att bolaget kommer ha en marginal om ca 10% mellan perioden 2022-2026. Detta grundar sig i bolagets mål samt tydliggörandet av att fokus framöver kommer vara att investera i sälj och marknad. Vilket allt annat lika innebär en något högre kostnadsbas.

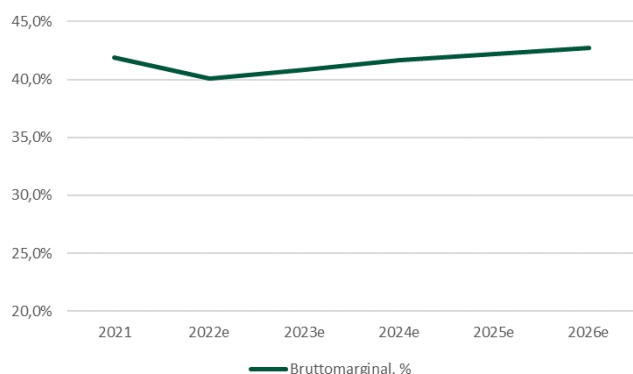
Kassaflöde

Det fria kassaflödet förväntas stärkas ytterligare framöver med undantag för 2022. Som vi nämnt tidigare grundas detta i att bolagets intjäning från hygienartiklar relaterat till pandemin kommer normaliseras något mer framöver.

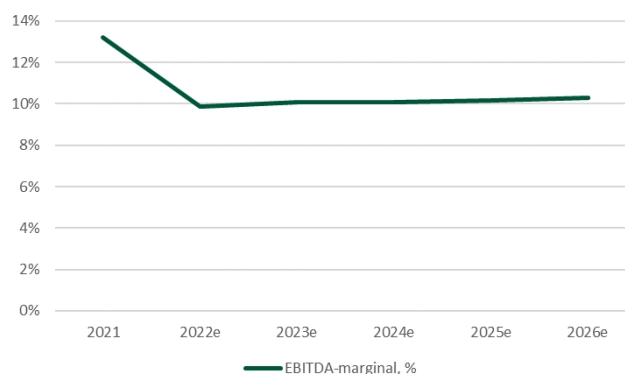
Som vi kan se i diagrammet nedan har bolaget historiskt sett jobbat aktivt med sitt rörelsekapital. Vi räknar med att kassacykeln kommer röra sig tillbaka till nivåer i linje med vad bolaget uppvisat innan pandemin.

Vidare kräver bolagets produktionsanläggning inte några större investeringar framöver, dessa förväntas ligga på liknande nivå som vi sett historiskt (ca 2 mkr per år).

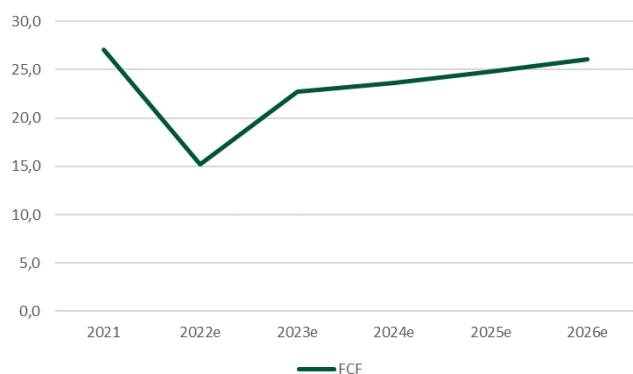
Estimerad bruttomarginal



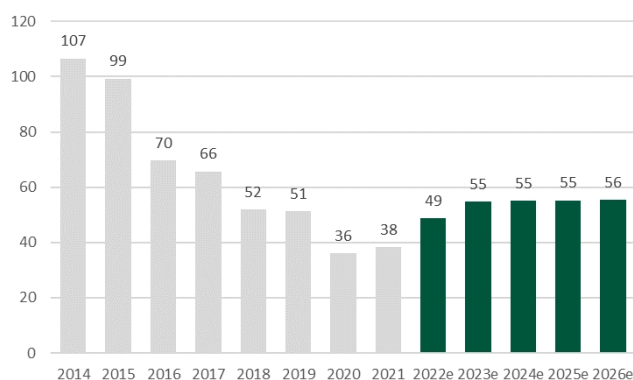
Estimerad EBITDA-marginal



Fritt kassaflöde - mkr



Cash cycle - antal dagar



Värdering

Vi har i vår värderingsansats utgått ifrån en kassaflödesvärdering med stöd av relativvärdering. Avseende relativvärdering har vi utgått ifrån bolag i en noterad miljö med exponering mot hygien och städ, samt fordonsvård.

Kassaflödesvärdering

Kassaflödesvärderingen baseras på tre perioder: en prognosperiod som omfattas av våra estimat t.o.m. 2026, därefter en period med något lägre tillväxt från 2027-2033 och avslutningsvis den långsiktiga "steady-state" nivån, år 2034.

Avkastningskravet på eget kapital är satt till 11,5%, givet bolagets storlek och historisk. Den vägda kapitalkostnaden (WACC) är satt till 11%.

Den långsiktiga tillväxttakten är satt till 3% med en EBIT-marginal om 6,5%. Marginalen är baserad på att vi i vår modell successivt tar oss upp till en EBIT-marginal om 6,5% mot slutet av 2026.

Valuation output			
Sum of PV of FCF (explicit period)	216		
PV of terminal value (perpetuity formula)	71		
Enterprise value	287		
Latest net debt	64		
Minority interests & other	0		
Equity value	222		
No. of shares outstanding (millions)	133		
Equity value per share (SEK)	1,68		

Implicit multipl.	2021	2022	2023
EV/Sales	0,9	1,0	0,9
EV/EBITDA	7,1	9,4	8,7
EV/EBIT	12,2	19,9	16,2
EV/NOPLAT	15,4	25,1	20,4
P/E			
ROIC/WACC			
Current Share price		1,18	

WACC assumptions	
Risk free nominal rate	0,4%
Risk premium	7,0%
Extra risk premium	4,0%
Beta	1,0
Cost of equity	11,5%
Cost of debt (pre-tax)	2,5%
Tax rate	21%
Target debt/(debt + equity)	5%
WACC	11,0%

Terminal value assumptions	
Long term growth rate	2,0%
Long term EBIT margin	6,5%
Depreciation (% of sales)	2,5%
Capex (% of sales)	2,5%
Working cap. (% of sales)	14,7%
Tax rate	21%

Sensitivity analysis						
WACC	Long-term growth rate					
	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	
	10,0%	1,78	1,83	1,88	1,93	1,99
	10,5%	1,69	1,73	1,77	1,82	1,87
	11,0%	1,61	1,64	1,68	1,72	1,76
	11,5%	1,53	1,56	1,59	1,63	1,67
	12,0%	1,46	1,49	1,51	1,54	1,58

WACC	Long-term EBIT margin					
	4,5%	5,5%	6,5%	7,5%	8,5%	
	10,0%	1,57	1,72	1,88	2,03	2,19
	10,5%	1,49	1,63	1,77	1,91	2,05
	11,0%	1,42	1,55	1,68	1,81	1,94
	11,5%	1,35	1,47	1,59	1,71	1,83
	12,0%	1,29	1,40	1,51	1,62	1,73

Kassaflödesvärderingen indikerar ett motiverat värde om **1,68 kr**. Lyckas bolaget istället växa i linje med sitt mål om drygt 12% och uppnå en EBIT marginal i linje med 2021 års resultat (7,7%), indikerar kassaflödesvärderingen ett värde om 2,50 kr.

Relativvärdering

I vår relativvärdering har vi utgått ifrån noterade bolag med liknande affärsmodell med fokus på hygien och städprodukter, samt noterade bolag med exponering mot fordonsvård. Givet att det inte finns ett direkt jämförbart bolag i noterad miljö på den nordiska marknaden, har vi utgått ifrån ett globalt perspektiv.

Jämförbara bolag inom både hygien och städ samt fordon, har överlag lägre bruttomarginal, men högre EBITDA- och EBIT-marginal än Clemondo. Multiplarna på EBITDA-nivån ligger högre för jämförbara bolag, medan på EBIT skiljer sig multiplarna för hygien och städ jämfört med fordon. Som vi kan se i tabellen nedan ligger Clemondo någorlunda i linje med bolag som har exponering mot fordon baserat på våra estimat.

Vi har i vår relativvärdering utgått ifrån en EV/EBIT-multipel baserat på 2023 års estimat. Därutöver har vi, baserat på intäktsfördelningen inom de olika marknadsområden, utgått ifrån en pro-rata fördelning av EBIT. Inom marknadsområdet Fordon har vi utgått ifrån medianmultiplern från jämförbara bolag med exponering mot fordon/bilvård. Medan marknadsområdet Hygien & Städ samt Industri har vi utgått ifrån jämförbara bolag med exponering mot just hygien och städ. Se nedanstående tabell för detaljerad information.

Intäktsfördelning	dec-21	EBIT		
		LTM	2022e	2023e
Fordon	54%	13	8	10
Hygien & Städ	33%	8	5	6
Industri	13%	3	2	2
EBIT		23	14	18
Median multipel Hygien & Städ		10,8x	27,9x	20,3x
Median multipel Fordon		11,8x	12,9x	11,9x
EV Fordon		150	100	115
EV Hygien & Städ		84	133	119
EV Industri		32	51	45
EV		265	284	278
Net debt Q4'21		64	64	64
Antal aktier		133	133	133
Värde per aktie		1,52	1,65	1,62

Baserat på en "Sum of The Parts" värdering för de olika marknadsområdena, uppgår vårt motiverade värde baserat på relativvärdering till **1,62 kr**.

I ett scenario där bolaget växer med 12% per år, enligt bolagets målsättning, samt att bolaget uppnår en EBIT-marginal om 7,7% (baserat på bolagets 2021 års EBIT-marginal), ser vi ett motiverat värde om 2,65 kr. Baserat på 2023 års estimat.

	MCAP	EV	EV / Sales			EV / EBITDA			EV / EBIT			Price / Earnings		
Bolag	(sek)	(sek)	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023
<u>Hygien & Städ</u>														
McBride	1 051	2 446	0,3x	0,3x	0,3x	4,4x	27,8x	6,6x	9,3x	n.m.	19,7x	6,1x	-	21,1x
Ocean Bio-Chem	817	802	1,4x	-	-	6,8x	-	-	7,7x	-	-	10,1x	-	-
Clorox	173 449	202 549	3,1x	3,0x	2,9x	21,6x	21,5x	16,8x	27,7x	27,2x	20,3x	75,7x	34,9x	25,5x
Ecolab	479 278	557 689	4,7x	4,3x	4,1x	22,9x	19,6x	17,7x	33,5x	28,6x	25,2x	45,7x	34,0x	29,1x
PCC Exol	1 106	1 552	0,9x	-	-	9,0x	-	-	10,8x	-	-	10,6x	-	-
Average			2,1x	2,5x	2,4x	12,9x	23,0x	13,7x	17,8x	27,9x	21,7x	29,6x	34,4x	25,2x
Median			1,4x	3,0x	2,9x	9,0x	21,5x	16,8x	10,8x	27,9x	20,3x	10,6x	34,4x	25,5x
<u>Fordon/Bilvård</u>														
Soft99	2 315	808	0,33x	0,31x	0,30x	2,07x	-	-	2,60x	2,48x	2,33x	15,27x	10,73x	10,07x
Energizer Holdings	22 967	53 834	1,94x	1,93x	1,89x	9,47x	10,17x	9,55x	11,76x	13,17x	11,90x	17,59x	10,69x	9,36x
3M Company	790 326	913 666	2,77x	2,70x	2,61x	10,29x	10,20x	9,69x	12,91x	12,86x	12,07x	14,60x	14,16x	13,30x
Average			1,7x	1,6x	1,6x	7,3x	10,2x	9,6x	9,1x	9,5x	8,8x	15,8x	11,9x	10,9x
Median			1,9x	1,9x	1,9x	9,5x	10,2x	9,6x	11,8x	12,9x	11,9x	15,3x	10,7x	10,1x
Clemondo			0,9x	0,8x	0,7x	6,5x	7,5x	6,6x	11,2x	15,9x	12,2x	11,6x	17,6x	13,3x
			Gross Income			EBITDA			EBIT			Net Income		
			LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023
<u>Hygien & Städ</u>														
McBride			34,4%	-	-	6,7%	1,0%	4,1%	3,2%	-1,3%	1,4%	2,1%	-1,1%	0,6%
Ocean Bio-Chem			37,8%	-	-	19,9%	-	-	17,6%	-	-	13,7%	-	-
Clorox			37,6%	36,2%	40,0%	14,0%	14,1%	17,3%	10,9%	11,1%	14,3%	3,5%	7,4%	9,9%
Ecolab			45,9%	41,1%	41,9%	-	21,9%	23,0%	13,8%	15,0%	16,2%	8,9%	10,9%	12,0%
PCC Exol			18,1%	-	-	10,1%	-	-	8,4%	-	-	6,0%	-	-
Average			34,8%	38,6%	40,9%	12,7%	12,3%	14,8%	10,8%	8,3%	10,6%	6,8%	5,7%	7,5%
Median			37,6%	38,6%	40,9%	12,0%	14,1%	17,3%	10,9%	11,1%	14,3%	6,0%	7,4%	9,9%
<u>Fordon/Bilvård</u>														
Soft99			37,3%	38,7%	38,9%	15,9%	-	-	12,7%	12,5%	12,7%	6,5%	8,7%	8,8%
Energizer Holdings			37,3%	37,6%	38,3%	20,1%	19,0%	19,8%	16,2%	14,7%	15,9%	5,1%	7,6%	8,6%
3M Company			47,0%	47,0%	47,6%	26,7%	26,5%	26,9%	21,3%	21,0%	21,6%	16,7%	16,6%	17,1%
Average			40,5%	41,1%	41,6%	20,9%	22,8%	23,4%	16,7%	16,1%	16,7%	9,4%	10,9%	11,5%
Median			37,3%	38,7%	38,9%	20,1%	22,8%	23,4%	16,2%	14,7%	15,9%	6,5%	8,7%	8,8%
Clemondo			41,9%	40,0%	41,0%	13,2%	10,1%	10,5%	7,7%	4,8%	5,6%	5,6%	3,3%	4,2%

Risker

Konkurrens

Marknaden Clemondo är verksam inom kännetecknas av att vara en fragmenterad marknad med många mindre aktörer. Vidare är det relativt låga inträdesbarriärer och en bransch där det är svårt att skilja sig från mängden. Vid offentliga upphandlingar finns det dessutom en underliggande risk för prispress. Vikten av att vara proaktiv och jobba med produktutveckling bedömer vi är nyckeln för att särskilja sig från konkurrenter.

Fluktuationer i omsättning och resultat givet historik

Givet den svaga historiken samt effekten av pandemin ser vi en risk i att både omsättningen och resultatet fortsatt kan fluktuera från kvartal till kvartal. Bolagets omsättning och resultat ökade kraftigt under pandemin och vi ser en risk i att när väl samhället återgår till det mer normala, kan efterfrågan på desinfektionsmedel avta och påverka resultatet. Vår bedömning är att den kraftiga omsättningsökningen vi såg under 2020, har under 2021 börjat stabiliseras vilken bör minimera risken något.

Produktion

Vid en potentiell brand alternativt problem med elförsörjning, cyberattack etc., kan bolagets produktionsanläggning tvingas stoppa all produktion på obestämd tid. Vad vi förstår har bolaget inte haft några sådana problem historiskt.

Miljörisk

Vid fel etikettering, användning och allmän dålig upplysning om produktens innehåll finns risken för skadlig inverkan på miljön. Vi bedömer denna risk som låg givet bolagets fokus på växtbaserade insatsvara.

Fluktuationer i råvarupriser

Olja är en av de större insatsvarorna vid framställning av rengöringsmedel. Fluktuationer i världsmarknadspriset kan ha en signifikant effekt på Clemondos resultat. Bolaget har historiskt sett varit bra på att skicka över eventuella prisförändringar till kund.

Konjunktur

Givet bolagets exponering mot fordon och industrisektorn, kan eventuella förändringar i det makroekonomiska läget påverka bolagets intjäningsförmåga. Som exempel är Clemondos exponering mot fordonsindustrin i sin tur är någorlunda beroende av utvecklingen i nybilsförsäljningen. Ser vi en allmän nedgång i den generella ekonomin, kan detta komma att påverka utvecklingen av nybilsförsäljningen som i nästa steg även kan komma att påverka Clemondos intjäning.

Ägare och ledning

Den största ägaren i Clemondo sett till kapital såväl som röster är LMK-bolagen & Stiftelse, med 15,08% av vardera. Därefter följer Avanza Pension med 4,91% av röster och 4,91% av kapital. Vidare återfinns Nordnets Pensionsförsäkring som tredje största ägare med 3,55% av såväl kapital som röster. Swedbank försäkring äger 3,34% av kapital och innehar 3,34% av röster. Lottie Norén är bolagets femte största ägare med 2,14% av såväl kapital som röster.

Styrelse

Nuvarande styrelse i Clemondo består av 1+4 ordinarie styrelseledamöter vilka presenteras nedan.

Michael Engström, styrelseordförande

Styrelseordförande sedan 2019 och styrelseledamot sedan 2014. Övriga styrelseuppdrag innefattar styrelseordförande i Hammerglass AB. Övriga uppdrag innefattar VD och delägare i utbildningsföretaget Ahrens & Partners AB. Michael Engström har över 20 års erfarenhet inom försäljning, marknadsföring och som VD för flera bolag, både i Sverige och under sina 14 år utomlands. Han är marknadsekonom från Lunds Universitet och har en MBA vid University of Sheffield. Michael Engström äger 177 014 aktier i bolaget, och anses som oberoende i förhållande till bolaget och bolagets ledning.

Cecilia Lager, styrelseledamot

Styrelseledamot sedan 2016. Övriga styrelseuppdrag omfattar styrelseordförande i Navigera AB, styrelseledamot i Sherpani Advisors AB samt styrelseledamot i Elanders AB, Capacent Holding AB, Altor Fund Manager AB och Sveab Holding AB. Cecilia Lager har mångårig erfarenhet från finanssektorn, inom strategisk utveckling och transformation, samt marknad och kommunikation. Hon har haft ledande befattningar på bland annat Alecta, SEB, Sapa och ABB. Oberoende i förhållande till huvudägarna, bolaget och bolagets ledning.

Camilla Dahlin, styrelseledamot

Styrelseledamot sedan 2018. Övriga styrelseuppdrag innefattar styrelseledamot i Sparbanksstiftelsen Finn samt Nilsson Special Vehicles AB. Övriga uppdrag omfattar VD för IUC Syd AB och vice ordförande i Sparbanken Skåne. Camilla Dahlin är civilekonom från Lunds universitet och har tidigare erfarenheter som VD i industribolaget FM industri och ledande befattningar inom SEB och Nordea. Oberoende i förhållande till bolaget, bolagets ledning och huvudägarna.

Marie-Louise Cedermalm, arbetstagarrepresentant

Invald som arbetstagarrepresentant 2021. Marie-Louise Cedermalm har varit anställd i bolaget sedan 1996 och har i olika perioder arbetat inom produktionsplanering, inköp, lager, laboratoriet och kundsupport. Sedan 2020 arbetar hon som produktansvarig för Liv, Strovells och Private Label. Oberoende i förhållande till bolaget, bolagets ledning och huvudägarna.

Ledningsgrupp

Clemondos koncernledning består av:

Jesper Svensson

VD sedan 2019. Jesper Svensson har tidigare varit försäljningschef på Clemondo. Han har erfarenhet från roller som VD för ett av Cavotec-koncernens dotterbolag i mellanöstern med placering i Dubai, samt som marknadsdirektör och VD för utländska bolag inom flygsäkerhetskoncernen ADB Safegate. Jesper Svensson är ordförande i sitt eget bolag Mera Tillväxt i Malmö AB samt styrelsemedlem i Garden Invest i Skåne AB.

Jesper Friis-Jespersen

CFO sedan 2019. Jesper Friis-Jespersen kommer närmast från rollen som CFO på Dreamwork och har tidigare bland annat varit CFO på Fiskars AB samt controller och IT-chef för divisionen Doors i Nobia-koncernen. Jesper Friis-Jespersen är civilekonom.

Eva Ärlebo

Försäljnings- & marknadschef sedan 2016. Eva Ärlebo har tidigare arbetat som försäljningschef inom läkemedelsindustrin och har erfarenhet från andra chefsroller i olika branscher. Eva har en vårdhögskoleexamen och en DIHM i marknadsföring från IHM.

Mathias Andersson

COO sedan 2017. Mathias Andersson började som inköpschef på Clemondo 2017. Han har erfarenhet av ledande befattningar och strategiskt arbete från sina 14 år som inköpare inom den kemitekniska branschen. Mathias har en inköpsutbildning från SILF Competence.

Veronica Sköld

CSO sedan 2020. Veronica Sköld har erfarenhet från fordonsbranschen och har arbetat i olika chefsroller och med affärsutveckling hos både generalagent och i den oberoende servicemarknaden. Tidigare Nordisk Affärsområdeschef vid Nordic Truckcenter Group. Veronica Sköld har Bachelors degree i strategisk affärsutveckling med tyngdpunkt i Business Finance och Operations Management från IHM Business School.

ESG profil

Clemondo är ett Helsinborgbaserat tillverkningsbolag. Bolaget tillverkar rengöringsmedel och underhållsprodukter som används huvudsakligen inom fordons-, livsmedels- och hygienindustrin. Clemondo startades 1952 och är idag en av marknadens främsta aktörer inom formulerad kemi. Bolaget strävar efter att vara ett ansvarsfullt företag och hållbarhet genomsyrar hela verksamheten. Målet är att vara ett föredöme när det gäller att bidra med hållbara, innovativa och effektiva helhetslösningar för en hållbar framtid.

Environment

Hållbarhet genom omtanke styr Clemondos väg framåt - enligt bolaget. Clemondo vill uppnå maximal effekt med minimal påverkan på miljön och har som mål att öka andelen miljömärkta produkter samt att vara ett klimatneutralt företag 2030, i linje med Agenda 2030. Krav ställs på den egna verksamheten med framställning och transporter, men ur ett holistiskt perspektiv vill bolaget även ta fasta på kundernas användning av Clemondos produkter för att minska miljöpåverkan även i detta led. Bolaget följer ISO 45000 och har ett strukturerat arbetssätt kring hantering av miljöfrågor inom verksamheten och utför månatliga kontroller och uppföljningar. Inom fabriksanläggningar sker kontinuerliga riskanalyser som bidrar till att identifiera förbättringspotentialer. Bland Clemondos produkter idag återfinns en serie växtbaserade rengöringsmedel med minimal miljöpåverkan som ändå inte kompromissar effektivitet. Den vegetabiliska basen innebär även att produkterna är biologiskt nedbrytbara och kan förpackas i flaskor av 50% återvunnen plast.

Social

På resan mot att bli ett hållbarhetsbolag krävs det att de anställda ska känna sig trygga och att deras arbetsuppgifter känns meningsfulla. Bolaget arbetar främst med kultur som styrmedel i denna fråga, som bygger på att Clemondo ska stötta sina anställda i deras utveckling. Regelbundna möten hålls med VD och chefer för att på individnivå gå genom trivsel, trygghet och välmående bland de anställda. Inom bolaget är en av grundidéerna att även se hur de kan bidra till kundernas hållbarhetsarbete. I linje med detta utvecklas produkter som svarar mot kundernas behov och ambitioner. De miljövänliga produkterna har hög effektivitet så att arbetsinsatsen kan halveras samtidigt som arbetsmiljön blir mer hälsosam. Det i sin tur minskar belastningen på kroppen och gör att kundernas anställda mår bättre.

Governance

Clemondo Group är ett svenskt publikt bolag noterat på Nasdaq First North Growth Market sedan 2013. Bolaget förhåller sig till svenska lagar och EU direktiv. Clemondo följer också Nasdaq Stockholms regelverk för emittenter och tillämpar Svensk kod för bolagsstyrning. Styrelsen består av 3+1 styrelsemedlemmar, varav 3 är kvinnliga representanter.

Resultaträkning

Mkr	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Nettoomsättning	234	300	268	247	359	302	297	311	325	340	356
Övriga intäkter	1	1	1	3	5	3	3	3	3	3	3
Kostnad sålda varor	-130	-161	-158	-143	-209	-179	-181	-187	-193	-200	-208
Bruttovinst	105	140	111	107	155	126	119	127	135	144	152
Övriga externa kostnader	-67	-48	-46	-24	-31	-30	-30	-31	-33	-34	-36
Personalkostnader	-63	-74	-82	-53	-53	-55	-57	-61	-67	-71	-77
Övriga kostnader	-1	0	-1	-1	-3	-2	-2	-2	-2	-2	-2
Extraordinära kostnader	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBITDA	-25	18	-17	29	69	40	30	33	34	36	38
Avskrivningar	-13	-17	-17	-16	-17	-17	-16	-15	-15	-15	-15
Nedskrivningar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBIT (justerat)	-38	1	-34	13	52	23	14	18	19	21	23
Jämförelsestörande poster	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBIT	-38	1	-34	13	52	23	14	18	19	21	23
Finansiella intäkter	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Finansiella kostnader	-5	-6	-5	-6	-4	-3	-2	-1	-1	-1	-1
Resultat före skatt	-43	-5	-40	7	48	21	12	16	18	20	22
Skatt	7	-3	7	-1	-10	-4	-3	-3	-4	-4	-5
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat (rapporterat)	-36	-8	-33	5	38	17	10	13	14	16	18
Nettoresultat (justerat)	-36	-8	-33	5	38	17	10	13	14	16	18

Balansräkning

Mkr	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
TILLGÅNGAR											
Goodwill	92	81	70	70	70	70	70	70	70	70	70
Övriga immateriella tillgångar	8	7	5	4	2	1	0	0	0	0	0
Materiella anläggningstillgångar	20	21	17	6	8	8	8	8	8	8	8
Räntebärande anläggningstillgångar	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga anläggningstillgångar	3	3	8	79	62	55	53	52	51	50	50
Summa anläggningstillgångar	123	112	101	159	144	134	132	131	130	129	129
Varulager	41	40	34	32	36	38	38	40	41	43	45
Kundfordringar	46	35	33	29	47	42	44	46	48	51	54
Övriga omsättningstillgångar	6	9	6	3	2	3	3	3	3	3	3
Likvida medel	0	0	0	0	0	1	0	10	22	35	50
Summa omsättningstillgångar	93	85	73	64	84	84	84	98	114	132	151
SUMMA TILLGÅNGAR	216	196	174	223	228	218	216	229	244	261	280
EGET KAPITAL OCH SKULDER											
Eget kapital	33	26	31	38	76	93	108	121	136	152	169
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Summa eget kapital	33	26	31	38	76	93	108	121	136	152	169
Långfristiga finansiella skulder	43	34	23	72	63	41	39	38	37	37	36
Uppskjutna skatteskulder	0	3	2	1	2	3	3	3	3	3	3
Övriga långfristiga skulder	34	33	29	18	0	0	0	0	0	0	0
Summa långfristiga skulder	77	70	54	90	65	44	43	42	41	40	40
Kortfristiga finansiella skulder	42	53	33	58	25	24	15	14	14	14	14
Leverantörsskulder	34	33	37	25	46	43	37	38	40	42	44
Skatteskulder	0	0	0	0	5	3	3	3	3	3	3
Övriga kortfristiga skulder	30	15	20	12	11	10	10	10	10	10	10
Summa kortfristiga skulder	106	100	90	95	87	80	65	66	67	69	71
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	216	196	174	223	228	218	216	229	244	261	280

Kassaflödesanalys

Mkr	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Nettoreultat (rapporterat)	-36	-8	-33	5	38	17	10	13	14	16	18
Icke kassaflödespåverkande poster	19	19	7	15	23	12	16	15	15	15	15
Förändringar i rörelsekapital	9	4	20	-13	7	-1	-8	-2	-3	-3	-3
Kassaflöde från den löpande verksamheten	-8	15	-6	7	69	28	18	26	27	28	29
Investeringar	0	-1	-1	0	-4	-1	-2	-2	-2	-2	-2
Avyttringar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Fritt kassaflöde	-8	14	-7	7	64	27	16	24	25	26	27
Utdelningar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nyemission / återköp	71	1	37	2	0	0	5	0	0	0	0
Förvärv	-95	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Lånefinansiering och övriga justeringar	30	-14	-31	-9	-64	-26	-23	-14	-13	-13	-13
Kassaflöde	-2	0	0	0	0	1	-1	10	12	13	15
Omräkningsdifferenser i likvida medel	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoskuld	85	86	56	130	88	64	55	43	30	16	1

Tillväxt och marginaler

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Omsättningstillväxt	83%	28%	-10%	-8%	45%	-16%	-2%	5%	5%	5%	5%
EBIT-tillväxt	167%	-101%	-6291%	-137%	309%	-55%	-39%	23%	9%	11%	9%
EPS-tillväxt	-36%	-77%	56%	-116%	621%	-55%	-45%	32%	10%	12%	9%
Bruttomarginal	45%	47%	42%	44%	43%	42%	40%	41%	42%	42%	43%
EBITDA-marginal	-10,7%	6,0%	-6,5%	11,8%	19,2%	13,3%	10,3%	10,6%	10,5%	10,6%	10,6%
EBIT-marginal	-16,4%	0,2%	-12,8%	5,2%	14,6%	7,8%	4,8%	5,7%	6,0%	6,3%	6,5%
Skattesats	17%	-73%	18%	21%	21%	20%	21%	21%	21%	21%	21%

Kapitaleffektivitet

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
ROE	-241%	-27%	-115%	15%	67%	20%	10%	11%	11%	11%	11%
ROCE	-37%	1%	-23%	8%	26%	11%	7%	8%	9%	9%	9%
ROIC	-42%	0%	-27%	8%	25%	12%	7%	8%	8%	9%	9%
Investeringar, mkr	0	1	1	0	4	1	2	2	2	2	2
Investeringar / om sättnng	0%	0%	0%	0%	1%	0%	1%	1%	1%	1%	1%
Personalkostnader / om sättnng	27%	25%	30%	21%	15%	18%	19%	20%	20%	21%	21%
Varulager / om sättnng	17%	13%	13%	13%	10%	13%	13%	13%	13%	13%	13%
Kundfordringar / om sättnng	20%	12%	12%	12%	13%	14%	15%	15%	15%	15%	15%
Leverantörsskulder / om sättnng	14%	11%	14%	10%	13%	14%	13%	12%	12%	12%	12%
Rörelsekapital / om sättnng	17%	14%	11%	14%	10%	12%	15%	15%	15%	15%	15%
Kapitalomsättningshastighet	1,7x	1,5x	1,5x	1,3x	1,6x	1,4x	1,4x	1,4x	1,4x	1,4x	1,3x

Finansiell ställning

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Nettoskuld	85	86	56	130	88	64	55	43	30	16	1
Soliditet	15%	13%	18%	17%	33%	43%	50%	53%	56%	58%	61%
Nettoskuldsättningsgrad	69%	50%	35%	22%	10%	1%	0%	0%	0%	0%	0%
Nettoskuld / EBITDA	-3,4x	4,8x	-3,2x	4,4x	1,3x	1,6x	1,8x	1,3x	0,9x	0,4x	0,0x

Aktiedata

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
EPS, rapporterad	-0,70	-0,16	-0,25	0,04	0,29	0,13	0,07	0,09	0,10	0,12	0,13
EPS, justerad	-0,70	-0,16	-0,25	0,04	0,29	0,13	0,07	0,09	0,10	0,12	0,13
FCF per aktie	-0,16	0,27	-0,05	0,05	0,48	0,20	0,12	0,17	0,18	0,19	0,19
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	0,65	0,51	0,23	0,29	0,57	0,70	0,78	0,87	0,98	1,09	1,22
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (miljoner)	51,0	51,0	132,7	132,7	132,7	132,7	139,3	139,3	139,3	139,3	139,3

Värdering

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
P/E	neg	neg	neg	18,5x	10,5x	11,6x	16,6x	12,6x	11,4x	10,2x	9,3x
P/EK	4,1x	3,1x	1,8x	2,6x	5,3x	2,1x	1,5x	1,4x	1,2x	1,1x	1,0x
P/FCF	neg	5,9x	neg	13,9x	6,2x	7,3x	10,2x	6,9x	6,7x	6,3x	6,1x
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
EV/Sales	0,9x	0,6x	0,4x	0,9x	1,4x	0,9x	0,7x	0,7x	0,6x	0,5x	0,5x
EV/EBITDA	neg	9,2x	neg	7,8x	7,1x	6,5x	7,2x	6,3x	5,7x	5,0x	4,4x
EV/EBIT	neg	300,4x	neg	17,8x	9,3x	11,2x	15,2x	11,7x	10,0x	8,4x	7,1x
Aktiekurs, årets slut	2,7	1,6	0,4	0,7	3,0	1,5	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
EV, årets slut	221	167	111	227	489	262	219	207	194	180	165

Kvartalsutveckling

	Q1 19	Q2 19	Q3 19	Q4 19	Q1 20	Q2 20	Q3 20	Q4 20	Q1 21	Q2 21	Q3 21	Q4 21
Nettoomsättning	69	61	54	64	77	95	89	99	95	75	57	75
Övriga intäkter	1	1	1	1	1	1	1	2	1	1	1	1
Kostnad sålda varor	-40	-34	-31	-36	-45	-55	-51	-58	-53	-42	-35	-48
Bruttovinst	29	27	23	28	33	41	38	43	43	33	22	28
Övriga externa kostnader	0	0	0	-6	-6	-7	-8	-10	-7	-10	-6	-7
Personalkostnader	-15	-14	-11	-13	-13	-13	-12	-15	-16	-15	-11	-13
Övriga kostnader	-10	-10	-8	0	-1	0	-1	-1	0	-1	0	0
EBITDA	4	3	4	9	13	20	18	17	19	8	5	8
Av- och nedskrivningar	-4	-4	-4	-4	-4	-4	-4	-4	-4	-4	-4	-4
EBIT	0	-1	0	5	9	16	14	13	15	3	1	4
Jämförelsestörande poster	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBIT (justerad)	0	-1	0	5	9	16	14	13	15	3	1	4
Finansiella intäkter	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Finansiella kostnader	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	0	0	-1
Resultat före skatt	-1	-2	-1	3	8	15	13	13	14	3	1	3
Skatt	0	0	0	-1	-2	-3	-3	-3	-3	-1	0	-1
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat (rapporterat)	-1	-2	-1	3	6	12	10	10	11	3	1	3
Nettoresultat (justerat)	-1	-2	-1	3	6	12	10	10	11	3	1	3

	Q1 19	Q2 19	Q3 19	Q4 19	Q1 20	Q2 20	Q3 20	Q4 20	Q1 21	Q2 21	Q3 21	Q4 21
Omsättningstillväxt	n/a	n/a	n/a	n/a	12%	55%	66%	55%	23%	-21%	-36%	-24%
EBIT-tillväxt (justerad)	n/a	n/a	n/a	n/a	1707%	2036%	9490%	173%	69%	-79%	-92%	-71%
Bruttomarginal	43%	45%	43%	44%	42%	43%	43%	43%	45%	45%	39%	37%
EBITDA-marginal	6%	5%	7%	14%	17%	22%	20%	18%	20%	10%	9%	11%
EBIT-marginal	1%	-1%	0%	8%	12%	17%	16%	13%	16%	5%	2%	5%
Skattesats	-53%	-4%	-25%	22%	22%	21%	22%	21%	20%	20%	19%	21%

This publication ("the Publication") has been compiled by Erik Penser Bank ("the Bank") exclusively for clients of the Bank. The contents are based on information from publicly available sources which have been deemed reliable. No guarantee is extended as to the accuracy and completeness of the contents of the document or the forecasts and recommendations provided therein. The Bank may permit employees of another department or analysed company ("the company") to read facts or series of facts in order to verify the same. The Bank does not disclose conclusions or assessments included in the Publication in advance. Opinions stated in the Publication are those of the analyst at the time the Publication was prepared and such opinions are subject to change. No assurance is provided that future events will be in accordance with opinions stated in the Publication.

The information in the Publication must not be understood as encouragement or recommendation to enter into transactions. The information does not take into account an individual recipient's investment knowledge and experience, financial situation, or investment goals. The information thus does not constitute a personal recommendation or investment advice.

The Bank disclaims all liability for direct or indirect loss that may be based upon the Publication. Investments in financial instruments are associated with financial risk. The investment may go up or down in value or become entirely worthless. Past favourable performance of an investment is not a guarantee of future performance.

Fair value and risk

The fair value reflects a value for the share on the day the analysis is published in a range corresponding to approximately 5-10%. The Bank uses several different valuation models to value financial instruments, such as cash flow models, valuation of multiples and breakup value analysis.

The valuation method and the approach for determining the fair value should be apparent in the analysis and may vary from company to company. Significant assumptions used in valuations are based on currently available market data and a scenario for the company's future development that we consider reasonable. As regards risk, the share is classified on a High-Medium-Low scale based on a number of known parameters relevant to the company. A general guideline for being classified as low risk is that the company has positive cash flow and that no individual factor affects net sales by more than 20%. The corresponding general description of high risk is that the company has not achieved positive cash flow or that an individual factor affects net sales by more than 50%.

The research presented in the Publication was performed in accordance with the terms and conditions of the "Penser Access" service that the Bank performs on behalf of analysed companies. The analysed company remunerates the Bank for the aforementioned service. The fair value and risk classifications are continuously updated. Click here <https://www.penser.se/historiska-analysrekommendationer/> to view the history of investment recommendations issued by the Bank.

General

The Bank's consent is required to copy or disseminate the Publication in whole or in part. The Publication must not be disseminated or made available to any natural or legal person in the United States of America (other than as provided under Rule 15a-16, Securities Exchange Act of 1934), Canada, or any other country that imposes statutory restrictions on the dissemination and availability of the contents of the material.

The Bank has prepared an Ethics Policy and a Conflicts of Interest Policy. The aim of these policies is to protect against and prevent conflicts between the interests of clients and departments within the Bank. The approach used by the Bank to prevent conflicts of interest includes restrictions on communications (Chinese Walls). The Research Department is physically separated from the Corporate Finance department, which occupies separate premises. The Corporate Finance department is not permitted to participate in the production of a Publication or to express opinions on a Publication. However, there may from time to time exist a client relationship or advisory situation between a company covered in a Publication and a department of the Bank other than the Research Department. The Bank has drawn up internal restrictions concerning when employees are permitted to conduct trades in a financial instrument that is the subject of an Investment Recommendation.

From time to time, the Bank performs assignments for a company that is mentioned in a Publication. The Bank may, for example, be acting as an advisor or issuer agent to the company or as the liquidity guarantor for one of the company's securities. If such is the case, this has been stated in the Publication. The Bank, its owners, directors, or employees may own shares in companies mentioned in the Publication. All employees of the Bank must report their holdings in securities and must report all transactions. The Bank and its employees comply with guidelines issued by the Swedish Securities Dealers Association concerning employee transactions. The analyst who has prepared Investment Research as referred to in Chapter 11, section 8 of the Swedish Financial Supervisory Authority's Regulations regarding securities (FFFS 2007:16) and others involved in this work are not permitted to trade on their own account in the covered Financial Instrument or related Financial Instruments in contravention of the applicable recommendation. The Bank's Compliance Department monitors all employee transactions.

The Bank pays salaries to analysts, which may also consist of a share of the Bank's profits but which is never linked to the financial performance of another department. Neither the Bank nor the individuals who compiled the Publication have holdings (long or short) in the financial instruments issued by the analysed company that exceed 0.5% of the analysed company's share capital.

For the company in question, the Bank also conducts research in accordance with the terms of the "Penser Access" paid-for service. Click here <https://epaccess.penser.se/> for more information about this service.

Erik Penser Bank is authorised to conduct securities operations and is under the supervision of the Swedish Financial Supervisory Authority (Finansinspektionen)

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