



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Industri | Sverige | 13 Maj 2022

Clemondo

Omvärldsfaktorer påverkade marginalen negativt under kvartalet

Omvärldsfaktorer påverkar marginalen negativt i Q1'22

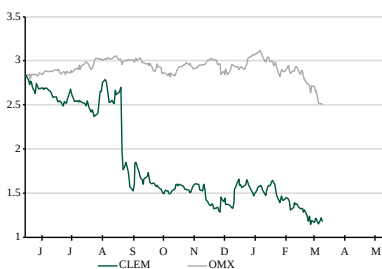
Nettoomsättningen i Q1'22 uppgick till 81,5 mkr (94,8 mkr i Q1'21), motsvarar en negativ tillväxt om 14%. Den negativa tillväxten var framför allt drivet av lägre intäkter inom segmentet Hygien, där efterfrågan normaliserats efter pandemin. Bruttomarginalen uppgick till 35% (45%), drivet av kraftigt ökade råvarupriser. EBITDA-marginalen uppgick till 8% (20%), drivet av lägre bruttomarginal.

Greenium fortsätter ta marknadsandelar

Varumärket Greenium fortsätter utvecklas väl och växte Q/Q med 50%, i en marknad där nybilsförsäljningen minskade med nästan en fjärdedel jämfört med samma period föregående år. Vår tolkning är att bolaget fortsätter ta marknadsandelar inom segmentet fordon, som under kvartalet växte med ca 12% y/y. Segmentet fordon utgör nu ca 60% av den totala omsättningen.

Justerar motiverat värde

Segmentet fordon fortsätter utvecklas väl, drivet av varumärket Greenium. Brutto- och EBITDA-marginalen försämrades y/y drivet av högre råvarupriser. Bolaget indikerar att man initierat prishöjningar under kvartalet. Baserat på den höga osäkerheten på kort sikt vad gäller kostnaden för insatsvaror men även generellt högre avkastningskrav justerar vi vårt motiverade värde till 1,45-1,55kr (1,60-1,70). Medelrisk.

Kommande händelser		Prognos (kr)				Värde och risk				
Delårsrapport Q2 2022	2022-08-18		21	22e	23e	24e	Motiverat värde	1.5 - 1.6		
Delårsrapport Q3 2022	2022-11-11									
Bokslutskommuniké 2023	2023-02-17	Omsättning, mkr	302	298	312	326	Aktiekurs	SEK1.1		
		Tillväxt	(16)%	(1)%	5%	5%	Riskenivå	Medium		
		EBITDA, mkr	40	19.6	32	34				
		EBIT, mkr	23	4	17	19				
Bolagsfakta (mkr)							Kursutveckling 12 mån			
Antal aktier	133m	EPS, justerad	0.1	0.0	0.1	0.1				
Börsvärde	146	EPS tillväxt	(55)%	(91)%	635%	24%				
Nettoskuld	68	EK/aktie	0.7	0.8	0.8	1.0				
EV	215	Utdelning/aktie	0.0	0.0	0.0	0.0				
Free float	85%	EBIT-marginal	7.7%	1.2%	5.3%	5.9%				
Daglig handelsvolym, snitt	986(k)	ROE (%)	20.1%	1.6%	11.0%	12.2%				
		ROCE	11.4%	2.0%	8.2%	9.2%				
		EV/Sales	0.7x	0.7x	0.7x	0.7x				
		EV/EBITDA	5.3x	10.9x	6.8x	6.3x				
		EV/EBIT	9.2x	58.5x	12.9x	11.0x				
		P/E, justerad	8.6x	96.8x	13.2x	10.6x	Analytiker			
		P/EK	1.6x	1.5x	1.3x	1.2x				
		Direktavkastning	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%			igor.tubic@penser.se	
		FCF yield	9.4%	(3.2)%	6.4%	7.9%				
		Nettosk./EBITDA	1.6g	3.2g	1.7g	1.2g				

igor.tubic@penser.se



Sammanfattning

Omvärldsfaktorer påverkade marginalen negativt under kvartalet

Investment Case

Clemondo är en nordisk producent och leverantör av hållbara rengörings- och hygienprodukter. Kunderna består av privatpersoner, företag och offentlig sektor, och nås både direkt och via återförsäljare. År 2021 lanserade bolaget varumärket Greenium, och har därmed skaffat sig en tydlig konkurrensfördel gentemot sina konkurrenter. Detta innebär att man nu erbjuder rengöringsmedel med växtbaserad olja istället för petroleumbaserad olja. Med en starkare balansräkning och kassagenerering har bolaget nu även goda förutsättningar för att göra värdeskapande förvärv.

Greenium - "first mover advantage"

Clemondo lanserade i början av 2021 ett nytt hållbart varumärke Greenium, som är en produktserie baserad på växtbaserad insatsvara istället för som tidigare petroleumbaserad. Förutom att det ger en konkurrensfördel skapar det även en "pricing power", vilket gör det möjligt för bolaget att positionera sig inom premiumsegmentet för rengöringsprodukter.

Skala upp produktion skapar möjlighet att förbättra marginalen

Bolagets produktionsanläggning, som är baserad i Helsingborg, kräver inga större årliga investeringar och har en kapacitet att producera till en omsättning om ca 750 mkr, att jämföra med dryga 300 mkr år 2021. Ser vi till pandemiåret 2020, som bidrog till att produktionen intensifierades vad gäller hygienprodukter, uppnådde bolaget en omsättning och EBITDA-marginal om 360 mkr respektive 15%, att jämföra med bolagets mål om 10%. Vi har även sett konkurrenter uppnå en högre EBITDA-marginal än 10%.

Stabilare kassaflöden och starkare balansräkning skapar utrymme till att göra förvärv

Bolaget har sedan början av 2019 genomgått en rekonstruktion, som pga pandemin fått sättas på paus för att tillgodose sjukvården med efterfrågade hygienprodukter. Pandemin har bidragit positivt till Clemondos intjäning och lönsamhet, vilket gjort att man haft möjlighet att amortera ned större delen av sin bankfinansiering. I och med detta har bolaget nu en starkare finansiell ställning vilket skapar utrymme att göra värdeskapande förvärv.

Värdering

Vi ser ett motiverat värde om 1,45 - 1,55 kr per aktie. Värderingen utgår ifrån en kassaflödesanalys med stöd av relativvärdering. Risknivån bedömer vi som medel, givet bolagets stabilare intjäningsförmåga och starkare balansräkning.

Kvartalet i detalj

Nettoomsättningen inom segmentet fordon uppgick till ca 48 mkr (43mkr i Q1'21), vilket motsvara en tillväxt om ca 12%. Den goda utvecklingen var framför allt drivet av varumärket Greenium. Bolaget meddelar att försäljning av varumärket Greenium inom fordonsvård var lika stor i mars 2022 som för hela Q4'21. Vår bedömning är att detta stärker vår tes om att bolaget är väl positionerat och levererar en produkt som tagits emot väl av marknaden.

Volymerna inom segmentet Hygien minskade med 40%, vilket beror på en mer normaliserad efterfrågan efter pandemin. Nivåerna är fortsatt högre än vad bolaget uppnådde innan pandemin vilket även det påvisar att bolaget tagit ett kliv fram och stärkt sin konkurrenskraft genom varumärket Greenium.

Bruttomarginalen påverkades kraftigt negativt under kvartalet drivet av högre råvarupriser. Osäkerheten på kort sikt kvarstår men bolaget meddelar att man under kvartalet genomfört nya prishöjningar för att kompensera för tappet, och kommer tvingas att fortsätta med prisökningar tills man ser en stabilisering i marknaden.

EBITDA-marginalen påverkades negativt drivet av lägre bruttomarginal.

Slutsats

Vi är fortsatt positiva till bolagets långsiktiga potential. Under kvartalet påverkades marginalerna negativt pga kraftigt ökade råvarupriser. Vår bedömning är att osäkerheten på kort sikt fortsatt kommer kvarstå innan situationen stabiliseras och hittar en ny balans. På lång sikt ser vi dock fortsatt positivt på bolagets möjligheter att utvecklas väl drivet av deras ledande position inom hållbarhet. Förutom tillväxten inom segmentet fordon om ca 12% y/y, bedömer vi att potentialen även styrks av att man under kvartalet tvingats avstå från ca 7 mkr i försäljning pga den ansträngda försörjningssituationen, vilket motsvarar ca 9% av den totala nettoomsättningen under kvartalet. Sett till den finansiella ställningen bedömer vi att bolaget nu har en klart starkare balansräkning för att parera eventuella svängningar på kort sikt.

Estimatförändringar

Vi justerar våra estimat för framför allt 2022 givet den höga osäkerheten kring bruttomarginalen. Vi antar att situationen kommer kvarstå större delen av innevarande år vilken bidrar till en lägre antagen marginal. Vidare har vi antagit att försäljningen kommer uppgå som tidigare estimerat. Även för 2023 har vi gjort justeringar i marginalerna då vi antar att bolagets prisökningar successivt kommer slå igenom. Historiskt sett har prisökningar slagit igenom på resultaträkning först 3-6 månader efter att kostnader för insatsvara har ökat. Anledningen till att EPS förändringen skiljer sig från EBITDA drivs av att vi antar att bolaget under denna period av osäkerhet kommer arbeta mer med sin checkräkningskredit, vilket innebär att räntekostnaderna ökar något under 2022 och 2023.

Nya estimat	2021	2022e	2023e	2024e
Nettoomsättning	302	298	312	326
Tillväxt	-16%	-1%	5%	5%
EBITDA	40	20	32	34
Bruttomarginal	41,4%	35,4%	40,1%	41,0%
EBITDA-marginal	13,2%	6,5%	10,0%	10,3%
EPS (kr)	0,13	0,01	0,08	0,10
DPS (kr)	-	-	-	-
Tidigare estimat	2021	2022e	2023e	2024e
Omsättning	302	297	311	325
Tillväxt	-16%	-2%	5%	5%
EBITDA	40	30	33	34
Bruttomarginal	41,4%	39,6%	40,5%	41,2%
EBITDA-marginal	13,2%	10,1%	10,5%	10,4%
EPS (kr)	0,13	0,07	0,09	0,10
DPS (kr)	-	-	-	-
Förändring i %	2021	2022e	2023e	2024e
Omsättning	0%	0%	0%	0%
EBITDA	0%	-35%	-4%	-1%
EPS	0%	-84%	-11%	1%
DPS	-	-	-	-

Källa: EPB

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 12,8%, givet bolagets storlek och historisk. Den vägda kapitalkostnaden (WACC) är satt till 12,3%. Vi har höjt vår WACC något från tidigare rapport baserat på den högre riskfria räntan (SE10Y).

Den långsiktiga tillväxttakten är satt till 2% 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 ca 6,5% mot slutet av 2026.

Valuation output				WACC assumptions		Sensitivity analysis						
Sum of PV of FCF (explicit period)	205			Risk free nominal rate	1.7%	WACC	Long-term growth rate					
PV of terminal value (perpetuity formula)	56			Risk premium	7.0%		1.45% (2022)	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
Enterprise value	260			Extra risk premium	4.0%		11.3%	1.54	1.57	1.60	1.64	1.69
Latest net debt	68			Beta	1.0		11.8%	1.47	1.49	1.52	1.56	1.59
Minority interests & other	0			Cost of equity	12.8%		12.3%	1.40	1.42	1.45	1.48	1.51
Equity value	192			Cost of debt (pre-tax)	2.5%		12.8%	1.34	1.36	1.38	1.41	1.44
No. of shares outstanding (millions)	133			Tax rate	21%		13.3%	1.28	1.30	1.32	1.34	1.37
Equity value per share (SEK)	1.45			Target debt/(debt + equity)	5%		Long-term EBIT margin					
				WACC	12.3%		1.45% (2022)	4.5%	5.5%	6.5%	7.5%	8.5%
Implicit multipl.	2021	2022	2023	Terminal value assumptions		WACC						
EV/Sales	0.9	0.9	0.8	Long term growth rate	2.0%		11.3%	1.35	1.48	1.60	1.73	1.86
EV/EBITDA	6.5	13.3	8.3	Long term EBIT margin	6.5%		11.8%	1.29	1.41	1.52	1.64	1.76
EV/EBIT	11.1	71.0	15.7	Depreciation (% of sales)	2.5%		12.3%	1.23	1.34	1.45	1.56	1.67
EV/NOPLAT	14.0	89.4	19.7	Capex (% of sales)	2.5%		12.8%	1.18	1.28	1.38	1.48	1.58
P/E				Working cap. (% of sales)	14.5%		13.3%	1.13	1.23	1.32	1.41	1.51
ROIC/WACC				Tax rate	21%							
Current Share price			1.10									

Kassaflödesvärderingen indikerar ett motiverat värde om 1,45 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 liknande 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 (bortsett från 2022 som vi mer ser som en kortsiktig effekt).

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	mar-22	EBIT		
		LTM	2022e	2023e
Fordon	58%	6	2	10
Hygien & Städ	29%	3	1	5
Industri	13%	1	0	2
EBIT		11	4	17
Median multipel Hygien & Städ		19,6x	27,8x	23,3x
Median multipel Fordon		13,0x	12,7x	11,9x
EV Fordon		81	27	115
EV Hygien & Städ		60	30	112
EV Industri		26	13	49
EV		167	70	276
Net debt Q1'22		68	68	68
Antal aktier		133	133	133
Värde per aktie		0,75	0,01	1,57

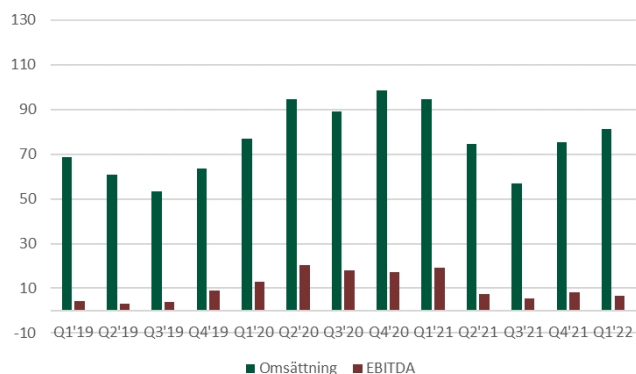
Källa: Factset, EPB

Baserat på en "Sum of The Parts" värdering för de olika marknadsområdena, uppgår vårt motiverade värde baserat på relativvärdering till **1,57 kr**.

	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	751	2 281	0,3x	0,3x	0,2x	15,5x	-29,7x	6,6x	-	n.m.	30,9x	-6,3x	-	25,0x
Ocean Bio-Chem	662	625	1,0x	-	-	5,0x	-	-	5,7x	-	-	7,9x	-	-
Clorox	190 524	220 141	3,1x	3,1x	3,0x	23,9x	22,4x	17,8x	31,4x	28,7x	22,7x	42,0x	37,4x	27,8x
Ecolab	457 575	542 109	4,2x	3,9x	3,7x	21,8x	18,2x	16,3x	33,3x	26,9x	23,3x	41,8x	30,8x	26,5x
PCC Exol	878	1 349	0,7x	-	-	6,6x	-	-	7,8x	-	-	6,7x	-	-
Average			1,9x	2,4x	2,3x	14,6x	3,6x	13,6x	19,6x	27,8x	25,7x	18,4x	34,1x	26,4x
Median			1,0x	3,1x	3,0x	15,5x	18,2x	16,3x	19,6x	27,8x	23,3x	7,9x	34,1x	26,5x
<u>Fordon/Bilvård</u>														
Soft99	1 993	492	0,24x	-	-	1,53x	-	-	1,92x	-	-	13,93x	-	-
Energizer Holdings	22 228	54 907	1,90x	1,86x	1,83x	10,19x	9,90x	9,41x	12,98x	12,90x	11,87x	12,84x	9,80x	8,84x
3M Company	832 818	965 731	2,76x	2,71x	2,63x	10,65x	10,12x	9,65x	13,50x	12,52x	11,85x	15,25x	13,60x	12,91x
Average			1,6x	2,3x	2,2x	7,5x	10,0x	9,5x	9,5x	12,7x	11,9x	14,0x	11,7x	10,9x
Median			1,9x	2,3x	2,2x	10,2x	10,0x	9,5x	13,0x	12,7x	11,9x	13,9x	11,7x	10,9x
Clemondo			0,9x	0,7x	0,7x	6,5x	11,0x	6,5x	11,2x	59,1x	12,4x	11,6x	96,8x	13,2x
			Gross Income			EBITDA			EBIT			Net Income		
			LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023
<u>Hygien & Städ</u>														
McBride			30,3%	-	-	1,9%	-0,9%	3,7%	-1,9%	-3,5%	0,8%	-1,5%	-2,9%	0,2%
Ocean Bio-Chem			37,6%	-	-	19,2%	-	-	16,9%	-	-	13,1%	-	-
Clorox			35,7%	35,8%	38,7%	12,9%	13,8%	16,9%	9,8%	10,8%	13,2%	6,4%	7,2%	8,9%
Ecolab			40,2%	39,8%	41,1%	19,0%	21,3%	22,5%	12,5%	14,4%	15,8%	8,4%	10,6%	11,6%
PCC Exol			18,6%	-	-	11,3%	-	-	9,5%	-	-	7,2%	-	-
Average			32,5%	37,8%	39,9%	12,9%	11,4%	14,4%	9,4%	7,2%	9,9%	6,7%	4,9%	6,9%
Median			35,7%	37,8%	39,9%	12,9%	13,8%	16,9%	9,8%	10,8%	13,2%	7,2%	7,2%	8,9%
<u>Fordon/Bilvård</u>														
Soft99			37,3%	-	-	15,9%	-	-	12,7%	-	-	6,5%	-	-
Energizer Holdings			35,6%	37,4%	37,8%	18,3%	18,8%	19,4%	14,3%	14,4%	15,4%	6,1%	7,4%	8,0%
3M Company			46,1%	46,7%	46,7%	25,7%	26,8%	27,3%	20,3%	21,7%	22,2%	15,8%	17,2%	17,4%
Average			39,7%	42,0%	42,3%	19,9%	22,8%	23,3%	15,8%	18,0%	18,8%	9,5%	12,3%	12,7%
Median			37,3%	42,0%	42,3%	18,3%	22,8%	23,3%	14,3%	18,0%	18,8%	6,5%	12,3%	12,7%
Clemondo			38,5%	35,9%	40,6%	9,4%	6,5%	10,0%	3,6%	1,2%	5,3%	2,6%	0,5%	3,7%

Källa: Factset

Historisk utveckling



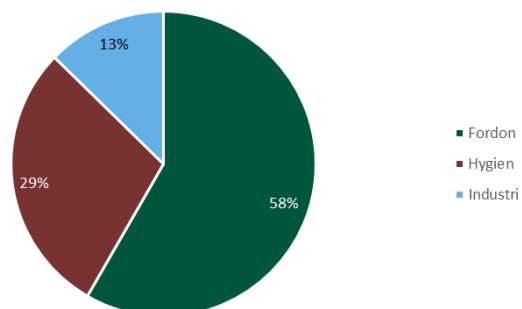
Källa: Bolaget

Bolagsfakta

Största aktieägare	Röster	Aktier
LMK Forward	15,1%	15,1%
Avanza pension	5,0%	5,0%
Swedbank försäkring	4,3%	4,3%
Nordnet pensionsförsäkring	3,7%	3,7%
Övriga	71,9%	71,9%
Ordförande	Michael Engström	
Verkställande direktör	Jesper Svensson	
Finansdirektör	Jesper Friis-Jespersen	
Investerarkontakt	Jesper Svensson	
Hemsida	https://www.clemondo.se/	

Källa: Holdings

Intäktsfördelning per segment - LTM mars 2022



Resultaträkning

Mkr	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Nettoomsättning	234	300	268	247	359	302	298	312	326	341	357
Övriga intäkter	1	1	1	3	5	3	4	4	4	4	4
Kostnad sålda varor	-130	-161	-158	-143	-209	-179	-195	-189	-195	-201	-208
Bruttovinst	105	140	111	107	155	126	107	126	135	144	153
Övriga externa kostnader	-67	-48	-46	-24	-31	-30	-29	-31	-33	-35	-36
Personalkostnader	-63	-74	-82	-53	-53	-55	-55	-61	-65	-70	-75
Övriga kostnader	-1	0	-1	-1	-3	-2	-3	-3	-3	-3	-3
Extraordinära kostnader	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBITDA	-25	18	-17	29	69	40	20	32	34	36	38
Avskrivningar	-13	-17	-17	-16	-17	-17	-16	-15	-15	-14	-14
Nedskrivningar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBIT (justerat)	-38	1	-34	13	52	23	4	17	19	22	24
Jämförelsestörande poster	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBIT	-38	1	-34	13	52	23	4	17	19	22	24
Finansiella intäkter	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Finansiella kostnader	-5	-6	-5	-6	-4	-3	-2	-2	-1	-1	-1
Resultat före skatt	-43	-5	-40	7	48	21	2	15	18	21	23
Skatt	7	-3	7	-1	-10	-4	0	-3	-4	-4	-5
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat (rapporterat)	-36	-8	-33	5	38	17	2	12	14	17	18
Nettoresultat (justerat)	-36	-8	-33	5	38	17	2	12	14	17	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	7	7	7	7	7
Räntebärande anläggningstillgångar	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Innehav i intresseföretag och andelar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga anläggningstillgångar	3	3	8	79	62	55	52	51	51	50	50
Summa anläggningstillgångar	123	112	101	159	144	134	131	129	128	127	127
Varulager	41	40	34	32	36	38	41	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	0	11	25	41
Summa omsättningstillgångar	93	85	73	64	84	84	87	89	104	123	143
SUMMA TILLGÅNGAR	216	196	174	223	228	218	218	218	233	250	270
EGET KAPITAL OCH SKULDER											
Eget kapital	33	26	31	38	76	93	100	112	126	143	161
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Summa eget kapital	33	26	31	38	76	93	100	112	126	143	161
Långfristiga finansiella skulder	43	34	23	72	63	41	38	37	36	36	35
Pensionsavsättningar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
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	41	40	39	39	38
Kortfristiga finansiella skulder	42	53	33	58	25	24	25	15	15	15	15
Leverantörsskulder	34	33	37	25	46	43	39	39	40	42	44
Skatteskulder	0	0	0	0	5	3	1	1	1	1	1
Övriga kortfristiga skulder	30	15	20	12	11	10	12	12	12	12	12
Summa kortfristiga skulder	106	100	90	95	87	80	77	66	67	69	71
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	216	196	174	223	228	218	218	218	233	250	270

Källa: EPB

Kassaflödesanalys

Mkr	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Nettoresultat (rapporterat)	-36	-8	-33	5	38	17	2	12	14	17	18
Icke kassaflödespåverkande poster	19	19	7	15	23	12	14	15	15	14	14
Förändringar i rörelsekapital	9	4	20	-13	7	-1	-7	-2	-3	-3	-3
Kassaflöde från den löpande verksamheten	-8	15	-6	7	69	28	8	24	26	28	30
Investeringar	0	-1	-1	0	-4	-1	-1	-1	-2	-2	-2
Åvyttringar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Fritt kassaflöde	-8	14	-7	7	64	27	7	23	25	27	28
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	-13	-23	-13	-13	-12
Kassaflöde	-2	0	0	0	0	1	-1	0	11	14	16
Omräkningsdifferenser i likvida medel	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoskuld	85	86	56	130	88	64	63	52	39	25	9

Tillväxt och marginaler

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Omsättningstillväxt	83%	28%	-10%	-8%	45%	-16%	-1%	5%	5%	5%	5%
EBIT-tillväxt	167%	-101%	-6291%	-137%	309%	-55%	-84%	353%	17%	13%	11%
EPS-tillväxt	-36%	-77%	56%	-116%	621%	-55%	-91%	635%	24%	14%	11%
Bruttomarginal	45%	47%	42%	44%	43%	42%	36%	41%	41%	42%	43%
EBITDA-marginal	-10,7%	6,0%	-6,5%	11,8%	19,2%	13,3%	6,6%	10,1%	10,4%	10,6%	10,7%
EBIT-marginal	-16,4%	0,2%	-12,8%	5,2%	14,6%	7,8%	1,2%	5,3%	6,0%	6,4%	6,8%
Skattesats	17%	-73%	18%	21%	21%	20%	20%	21%	21%	21%	21%

Kapitaleffektivitet

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

Finansiell ställning

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Nettoskuld	85	86	56	130	88	64	63	52	39	25	9
Soliditet	15%	13%	18%	17%	33%	43%	46%	51%	54%	57%	60%
Nettoskuldsättningsgrad	69%	63%	47%	31%	17%	6%	0%	0%	0%	0%	0%
Nettoskuld / EBITDA	-3,4x	4,8x	-3,2x	4,4x	1,3x	1,6x	3,2x	1,7x	1,2x	0,7x	0,2x

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	0,01	0,08	0,10	0,12	0,13
EPS, justerad	-0,70	-0,16	-0,25	0,04	0,29	0,13	0,01	0,08	0,10	0,12	0,13
FCF per aktie	-0,16	0,27	-0,05	0,05	0,48	0,20	0,05	0,16	0,18	0,19	0,20
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	0,72	0,80	0,91	1,02	1,16
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	96,8x	13,2x	10,6x	9,3x	8,4x
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	23,2x	6,7x	6,2x	5,8x	5,5x
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	11,0x	6,5x	5,7x	4,9x	4,2x
EV/EBIT	neg	300,4x	neg	17,8x	9,3x	11,2x	59,1x	12,4x	9,9x	8,1x	6,7x
Aktiekurs, årets slut	2,7	1,6	0,4	0,7	3,0	1,5	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
EV, årets slut	221	167	111	227	489	262	217	206	193	179	163

Källa: EPB

Kvartalsutveckling

Mkr	Q1 19	Q2 19	Q3 19	Q4 19	Q1 20	Q2 20	Q3 20	Q4 20	Q1 21	Q2 21	Q3 21	Q4 21	Q1 22
Nettoomsättning	69	61	54	64	77	95	89	99	95	75	57	75	81
Övriga intäkter	1	1	1	1	1	1	1	2	1	1	1	1	1
Kostnad sålda varor	-40	-34	-31	-36	-45	-55	-51	-58	-53	-42	-35	-48	-54
Bruttovinst	29	27	23	28	33	41	38	43	43	33	22	28	29
Övriga externa kostnader	0	0	0	-6	-6	-7	-8	-10	-7	-10	-6	-7	-7
Personalkostnader	-15	-14	-11	-13	-13	-13	-12	-15	-16	-15	-11	-13	-15
Övriga kostnader	-10	-10	-8	0	-1	0	-1	-1	0	-1	0	0	-1
EBITDA	4	3	4	9	13	20	18	17	19	8	5	8	7
Av- och nedskrivningar	-4	-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	2
Jäm förelsestörande poster	0	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	2
Finansiella intäkter	0	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	-1
Resultat före skatt	-1	-2	-1	3	8	15	13	13	14	3	1	3	2
Skatt	0	0	0	-1	-2	-3	-3	-3	-3	-1	0	-1	0
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoreultat (rapporterat)	-1	-2	-1	3	6	12	10	10	11	3	1	3	2
Nettoreultat (justerat)	-1	-2	-1	3	6	12	10	10	11	3	1	3	2
	Q1 19	Q2 19	Q3 19	Q4 19	Q1 20	Q2 20	Q3 20	Q4 20	Q1 21	Q2 21	Q3 21	Q4 21	Q1 22
Om sättningsstillväxt	n/a	n/a	n/a	n/a	12%	55%	66%	55%	23%	-21%	-36%	-24%	-14%
EBIT-tillväxt (justerad)	n/a	n/a	n/a	n/a	1707%	2036%	9490%	173%	69%	-79%	-92%	-71%	-85%
Bruttomarginal	43%	45%	43%	44%	42%	43%	43%	43%	45%	45%	39%	37%	36%
EBITDA-marginal	6%	5%	7%	14%	17%	22%	20%	18%	20%	10%	9%	11%	8%
EBIT-marginal	1%	-1%	0%	8%	12%	17%	16%	13%	16%	5%	2%	5%	3%
Skattesats	-53%	-4%	-25%	22%	22%	21%	22%	21%	20%	20%	19%	21%	20%

Källa: EPB

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 fondhandlarföreningens riktlinjer för anställdas affärer. Den analytiker som har utarbetat en Investeringsanalys som avses i 11 kap. 8 § FFFS 2007:16 och andra som medverkat i detta arbete får inte för egen räkning handla i be-rörda Finansiella Instrument eller med därtill relaterade Finansiella Instru-ment i strid med gällande rekommendation. Bankens Compliance-avdelning övervakar anställdas transaktioner.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat. Varken Banken eller de personer som sammanställt denna publikation har innehav (varken långa eller korta) i analyserat bolags emitterade finansiella instrument överstigande 0,5 % av det analyserade bolagets aktiekapital.

För det aktuella bolaget utför Banken även analys i enlighet med villkoren för den kostnadsbelagda tjänsten "Penser Access". Klicka här <https://epaccess.penser.se/> för mer information om tjänsten.

Erik Penser Bank har tillstånd att bedriva värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn

Erik Penser Bank (*publ.*)

Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM

tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 www.penser.se