



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Industri | Sverige | 19 Augusti 2022

Clemondo

Q2 fortsatt påverkat av omvärldsfaktorer

Fordon växer 15% organiskt

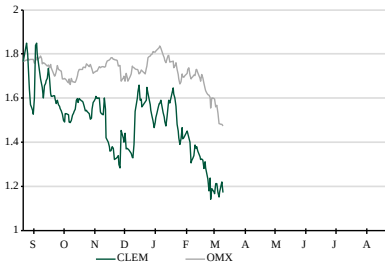
Nettoomsättningen i Q2'22 uppgick till 76,0 mkr (74,5 mkr i Q2'21), motsvarar en tillväxt om 2%. Segmentet Fordon växte med 15% y/y, Hygien minskade med 18% och Industri minskade med 6%. Bruttomarginalen uppgick till 33% (44%) och var fortsatt påverkat av ökade priser på insatsvaror. EBITDA-marginalen uppgick till 6% (10%).

Bruttomarginalen förväntas bli bättre

Trots att försäljningen av både nya och begagnade bilar minskade med 25% under kvartalet, växte bolagets Fordonssegment med 15%, drivet av varumärket Greenium. Segmentet Hygien såg en minskad efterfrågan då effekterna av pandemin successivt klingar av. Bruttomarginalen förväntas förbättras det kommande kvartalet via en kombination av rörlig prissättning och omförhandlade avtal med kunder.

Bibehåller motiverat värde

Vi bibehåller vårt motiverade värde om 1,45-1,55kr per aktie mot bakgrund av följande; segmentet Fordon fortsätter utvecklas väl och ta marknadsandelar, bruttomarginalen förväntas successivt förbättras givet ny prissättning, samt att man under kvartalet fortsatt visa att man har en flexibel kostnadsbas och snabbt kan ställa om för att skydda marginalen vid behov. Medelrisk kvarstår.

Kommande händelser		Prognos (kr)				Värde och risk			
Delårsrapport Q3 2022	2022-11-11		21	22e	23e	24e	Motiverat värde	1.4 - 1.5	
Bokslutskommuniké 2023	2023-02-17								
Bolagsfakta (mkr)		Omsättning, mkr	302	296	310	325	Aktiekurs	SEK0.9	
		Tillväxt	(16)%	(2)%	5%	5%	Riskenivå	Medium	
		EBITDA, mkr	40	20.9	31	34	Kursutveckling 12 mån 		
		EBIT, mkr	23	5	17	20			
		EPS, justerad	0.1	0.0	0.1	0.1			
		EPS tillväxt	(55)%	(89)%	512%	24%			
		EK/aktie	0.7	0.7	0.8	0.9			
		Utdelning/aktie	0.0	0.0	0.0	0.0			
		EBIT-marginal	7.7%	1.7%	5.4%	6.0%			
		ROE (%)	20.1%	2.0%	11.4%	12.5%			
		ROCE	11.4%	2.8%	8.6%	9.6%			
		EV/Sales	0.6x	0.7x	0.6x	0.6x			
		EV/EBITDA	4.8x	9.3x	6.2x	5.7x			
		EV/EBIT	8.3x	37.5x	11.3x	9.7x			
		P/E, justerad	7.0x	63.4x	10.4x	8.4x			
P/EK	1.3x	1.2x	1.1x	1.0x					
Direktavkastning	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	Analytiker igor.tubic@penser.se				
FCF yield	9.4%	(3.6)%	8.1%	10.0%					
Nettosk./EBITDA	1.6g	2.9g	1.6g	1.1g					



Sammanfattning

Q2 fortsatt påverkat av omvärldsfaktorer

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.

Övriga väsentliga händelser under kvartalet

Under perioden 16 maj till och med 23 maj 2022 tecknade personer i ledande ställning hos bolaget drygt 5 miljoner aktier som ett led i bolagets incitamentsprogram. Efter teckningen innehar bla bolagets VD och CFO, Jesper Svensson och Jesper Friis-Jespersen, totalt ca 2,5m respektive 1m aktier i Clemondo.

Estimatförändringar

Vi justerar våra estimat för framför allt 2022, där Q2-resultatet kom in något bättre än vad vi räknat med. Vi bibehåller dock våra estimat i övrigt både för resterande del av innevarande år men även för de kommande årens utveckling. Som tidigare nämnt ökade antalet aktier under kvartalet givet incitamentsprogrammet som löpte ut i maj. Även detta är en anledningen till förändringen i EPS från tidigare estimat.

Nya estimat	2022e	2023e	2024e
Nettoomsättning	296	310	325
Tillväxt	-2%	5%	5%
EBITDA	21	31	34
Bruttomarginal	34,8%	40,1%	41,0%
EBITDA-marginal	7,0%	9,9%	10,3%
EPS (kr)	0,01	0,09	0,11
DPS (kr)	-	-	-

Tidigare estimat	2022e	2023e	2024e
Omsättning	298	312	326
Tillväxt	-1%	5%	5%
EBITDA	20	32	34
Bruttomarginal	35,4%	40,1%	41,0%
EBITDA-marginal	6,5%	10,0%	10,3%
EPS (kr)	0,01	0,08	0,10
DPS (kr)	-	-	-

Förändring i %	2022e	2023e	2024e
Omsättning	-1%	0%	0%
EBITDA	6%	-1%	0%
EPS	24%	4%	3%
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 12,6%, givet bolagets storlek och historisk. Den vägda kapitalkostnaden (WACC) är satt till 12,1%.

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)	192			Risk free nominal rate	2,5%	WACC	Long-term growth rate					
PV of terminal value (perpetuity formula)	60			Risk premium	5,5%		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	
Enterprise value	253			Extra risk premium	4,5%		11,1%	1,41	1,44	1,48	1,52	1,56
Latest net debt	69			Beta	1,0		11,6%	1,34	1,37	1,40	1,43	1,47
Minority interests & other	0			Cost of equity	12,6%		12,1%	1,28	1,30	1,33	1,36	1,39
Equity value	184			Cost of debt (pre-tax)	2,5%		12,6%	1,22	1,24	1,26	1,29	1,32
No. of shares outstanding (millions)	138			Tax rate	21%		13,1%	1,17	1,19	1,21	1,23	1,25
Equity value per share (SEK)	1,33			Target debt/(debt + equity)	5%		Long-term EBIT margin					
				WACC	12,1%		4,5%	5,5%	6,5%	7,5%	8,5%	
						WACC	11,1%	1,21	1,35	1,48	1,61	1,74
Implicit multipl.	2021	2022	2023				11,6%	1,16	1,28	1,40	1,52	1,64
EV/Sales	0,8	0,8	0,8	Long term growth rate	2,0%		12,1%	1,10	1,22	1,33	1,44	1,55
EV/EBITDA	6,3	12,1	8,1	Long term EBIT margin	6,5%		12,6%	1,06	1,16	1,26	1,37	1,47
EV/EBIT	10,8	49,0	14,8	Depreciation (% of sales)	2,5%		13,1%	1,01	1,11	1,21	1,30	1,40
EV/NOPLAT	13,6	61,7	18,6	Capex (% of sales)	2,5%							
P/E				Working cap. (% of sales)	14,8%							
ROIC/WACC				Tax rate	21%							
Current Share price			0,90									

Kassaflödesvärderingen indikerar ett motiverat värde om **1,33 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-multiplikel 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 medianmultiplikeln 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	jun-22	EBIT		
		LTM	2022e	2023e
Fordon	60%	5	3	10
Hygien & Städ	28%	2	1	5
Industri	12%	1	1	2
EBIT		8	5	17
Median multiplikel Hygien & Städ		25,2x	29,1x	26,4x
Median multiplikel Fordon		13,9x	13,1x	12,5x
EV Fordon		64	41	128
EV Hygien & Städ		53	41	124
EV Industri		24	18	55
EV		141	100	308
Net debt Q2'22		69	69	69
Antal aktier		138	138	138
Värde per aktie		0,52	0,23	1,73

Baserat på en "Sum of The Parts" värdering för de olika marknadsområdena, uppgår vårt motiverade värde baserat på relativvärdering till 1,73 kr.

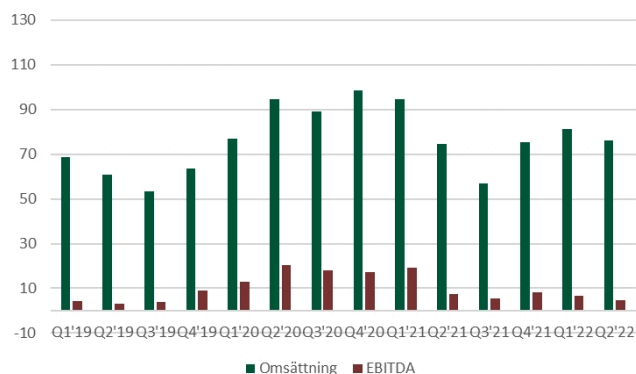
	MCAP	EV	EV / Sales			EV / EBITDA			EV / EBIT			Price / Earnings		
Bolag	(sek)	(sek)	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023
Hygien & Städ														
McBride	458	1 989	0,3x	0,2x	0,2x	13,4x	-25,8x	7,0x	-	n.m.	53,8x	-3,8x	-	-
Ocean Bio-Chem	-	1 337	2,0x	-	-	16,1x	-	-	20,2x	-	-	25,4x	-	-
Clorox	190 559	222 449	3,0x	3,0x	3,0x	22,9x	20,9x	21,1x	30,2x	26,4x	26,0x	39,9x	36,3x	36,4x
Ecolab	518 986	612 107	4,4x	4,1x	3,9x	24,4x	20,8x	18,3x	38,7x	31,7x	26,4x	45,6x	36,8x	30,4x
PCC Exol	1 242	1 719	0,8x	-	-	6,1x	-	-	7,0x	-	-	6,4x	-	-
Average			2,1x	2,5x	2,4x	16,6x	5,3x	15,5x	24,0x	29,1x	35,4x	22,7x	36,5x	33,4x
Median			2,0x	3,0x	3,0x	16,1x	20,8x	18,3x	25,2x	29,1x	26,4x	25,4x	36,5x	33,4x
Fordon/Bilvård														
Soft99	1 903	400	0,17x	-	-	1,05x	-	-	1,31x	-	-	8,78x	-	-
Energizer Holdings	23 616	59 754	1,92x	1,91x	1,91x	10,77x	10,26x	9,78x	13,90x	13,21x	12,50x	10,91x	10,47x	9,65x
3M Company	874 122	1 019 697	2,80x	2,80x	2,73x	13,66x	10,43x	10,05x	18,63x	12,97x	12,45x	20,62x	14,17x	13,53x
Average			1,6x	2,4x	2,3x	8,5x	10,3x	9,9x	11,3x	13,1x	12,5x	13,4x	12,3x	11,6x
Median			1,9x	2,4x	2,3x	10,8x	10,3x	9,9x	13,9x	13,1x	12,5x	10,9x	12,3x	11,6x
Clemondo			0,9x	0,6x	0,6x	6,5x	9,0x	5,7x	11,2x	36,3x	10,3x	11,6x	64,6x	10,5x
			Gross Income			EBITDA			EBIT			Net Income		
			LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023
Hygien & Städ														
McBride			30,3%	-	-	1,9%	-0,9%	2,8%	-1,9%	-3,5%	0,4%	-1,5%	-2,9%	-0,1%
Ocean Bio-Chem			34,1%	-	-	12,6%	-	-	-10,0%	-	-	7,7%	-	-
Clorox			35,5%	35,8%	37,6%	13,4%	14,4%	14,3%	10,2%	11,4%	11,6%	6,5%	6,5%	7,1%
Ecolab			39,3%	39,0%	39,8%	17,8%	19,8%	21,3%	11,2%	13,0%	14,8%	8,2%	9,5%	10,9%
PCC Exol			20,5%	-	-	13,6%	-	-	12,0%	-	-	9,3%	-	-
Average			31,9%	37,4%	38,7%	11,8%	11,1%	12,8%	8,3%	7,0%	8,9%	6,0%	4,4%	6,0%
Median			34,1%	37,4%	38,7%	13,4%	14,4%	14,3%	10,2%	11,4%	11,6%	7,7%	6,5%	7,1%
Fordon/Bilvård														
Soft99			37,3%	-	-	16,1%	-	-	12,9%	-	-	9,6%	-	-
Energizer Holdings			35,0%	37,6%	38,2%	17,5%	18,6%	19,5%	13,5%	14,4%	15,3%	7,1%	7,2%	7,7%
3M Company			44,5%	45,0%	46,7%	20,3%	26,9%	27,2%	14,9%	21,6%	21,9%	11,8%	17,1%	17,0%
Average			38,9%	41,3%	42,4%	18,0%	22,7%	23,3%	13,8%	18,0%	18,6%	9,5%	12,1%	12,4%
Median			37,3%	41,3%	42,4%	17,5%	22,7%	23,3%	13,5%	18,0%	18,6%	9,6%	12,1%	12,4%
Clemondo			38,5%	35,2%	40,6%	9,4%	7,0%	9,9%	3,6%	1,7%	5,4%	2,6%	0,7%	3,8%

Källa: Factset, EPB

Slutsats värdering

Sammantaget ser vi ett motiverat värde om 1,45-1,55 kr per aktie.

Historisk utveckling



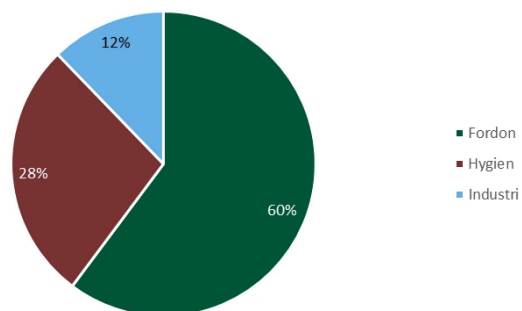
Källa: Bolaget

Bolagsfakta

Största aktieägare	Röster	Aktier
LMK Forward	14,4%	14,4%
Avanza pension	4,7%	4,7%
Swedbank försäkring	4,5%	4,5%
Nordnet pensionsförsäkring	3,6%	3,6%
Norén, Lottie Janeth	2,2%	2,2%
Svensson, Jesper (VD)	1,8%	1,8%
Övriga	72,8%	72,8%
Ordförande	Michael Engström	
Verkställande direktör	Jesper Svensson	
Finansdirektör	Jesper Friis-Jespersen	
Investerarkontakt	Jesper Svensson	
Hemsida	https://www.clemondo.se/	

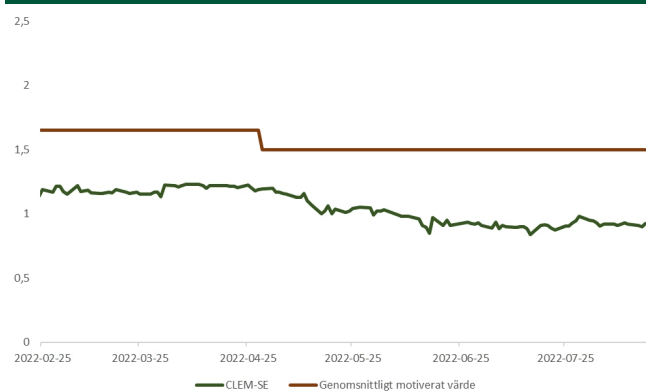
Källa: Bolaget

Intäktsfördelning per segment - LTM juni 2022



Källa: Bolaget

Kurs vs motiverat värde



Källa: Factset, EPB

Resultaträkning

SEKm	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Nettoomsättning	234	300	268	247	359	302	296	310	325	341	357
Övriga intäkter	1	1	1	3	5	3	4	4	4	4	4
Kostnad sålda varor	-130	-161	-158	-143	-209	-179	-196	-188	-194	-201	-209
Bruttovinst	105	140	111	107	155	126	104	126	135	144	153
Övriga externa kostnader	-67	-48	-46	-24	-31	-30	-27	-33	-34	-36	-38
Personalkostnader	-63	-74	-82	-53	-53	-55	-55	-60	-64	-69	-74
Övriga kostnader	-1	0	-1	-1	-3	-2	-1	-2	-2	-3	-3
Extraordinära kostnader	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBITDA	-25	18	-17	29	69	40	21	31	34	36	38
Avskrivningar	-13	-17	-17	-16	-17	-17	-16	-14	-14	-14	-14
Nedskrivningar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBIT (justerat)	-38	1	-34	13	52	23	5	17	20	22	25
Jämförelsestörande poster	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBIT	-38	1	-34	13	52	23	5	17	20	22	25
Finansiella intäkter	0	1	0	0	0	0	1	0	0	0	0
Finansiella kostnader	-5	-6	-5	-6	-4	-3	-3	-2	-1	-1	-1
Resultat före skatt	-43	-5	-40	7	48	21	3	15	19	21	23
Skatt	7	-3	7	-1	-10	-4	-1	-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	15	17	19
Nettoresultat (justerat)	-36	-8	-33	5	38	17	2	12	15	17	19

Balansräkning

SEKm	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	6	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	50	49	49	49	49
Summa anläggningstillgångar	123	112	101	159	144	134	127	126	126	126	126
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	12	26	42
Summa omsättningstillgångar	93	85	73	64	84	84	87	89	105	123	144
SUMMA TILLGÅNGAR	216	196	174	223	228	218	214	215	231	249	269
EGET KAPITAL OCH SKULDER											
Eget kapital	33	26	31	38	76	93	100	112	127	143	162
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Summa eget kapital	33	26	31	38	76	93	100	112	127	143	162
Långfristiga finansiella skulder	43	34	23	72	63	41	35	35	34	34	34
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	38	38	38	37	37
Kortfristiga finansiella skulder	42	53	33	58	25	24	26	15	15	15	15
Leverantörsskulder	34	33	37	25	46	43	39	39	40	42	44
Skatteskulder	0	0	0	0	5	3	0	0	0	0	0
Övriga kortfristiga skulder	30	15	20	12	11	10	12	12	12	12	12
Summa kortfristiga skulder	106	100	90	95	87	80	76	65	66	68	70
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	216	196	174	223	228	218	214	215	231	249	269

Kassaflödesanalys

SEKm	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Nettoresultat (rapporterat)	-36	-8	-33	5	38	17	2	12	15	17	19
Icke kassaflödespåverkande poster	19	19	7	15	23	12	13	14	14	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	22	25	26	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	-22	-13	-12	-12
Kassaflöde	-2	0	0	0	0	1	-1	0	12	14	16
Omräkningsdifferenser i likvida medel	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoskuld	85	86	56	130	88	64	60	50	37	23	7

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%	-78%	231%	16%	12%	10%
EPS-tillväxt	-36%	-77%	56%	-116%	621%	-55%	-89%	512%	24%	13%	11%
Bruttomarginal	45%	47%	42%	44%	43%	42%	35%	41%	41%	42%	43%
EBITDA-marginal	-10,7%	6,0%	-6,5%	11,8%	19,2%	13,3%	7,1%	10,1%	10,4%	10,6%	10,7%
EBIT-marginal	-16,4%	0,2%	-12,8%	5,2%	14,6%	7,8%	1,7%	5,5%	6,1%	6,5%	6,9%
Skattesats	17%	-73%	18%	21%	21%	20%	36%	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%	3%	9%	10%	10%	10%
ROIC	-42%	0%	-27%	8%	25%	12%	3%	8%	9%	10%	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%	19%	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%	15%	15%	15%	15%	15%
Kapitalomsättningshastighet	1,7x	1,5x	1,5x	1,3x	1,6x	1,4x	1,4x	1,5x	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	60	50	37	23	7
Soliditet	15%	13%	18%	17%	33%	43%	47%	52%	55%	58%	60%
Nettoskuldsättningsgrad	69%	61%	45%	29%	16%	4%	0%	0%	0%	0%	0%
Nettoskuld / EBITDA	-3,4x	4,8x	-3,2x	4,4x	1,3x	1,6x	2,9x	1,6x	1,1x	0,6x	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	0,09	0,11	0,12	0,13
EPS, justerad	-0,70	-0,16	-0,25	0,04	0,29	0,13	0,01	0,09	0,11	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	0,81	0,91	1,04	1,17
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (miljoner)	51,0	51,0	132,7	132,7	132,7	132,7	138,5	138,5	138,5	138,5	138,5

Värdering

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
P/E	neg	neg	neg	18,5x	10,5x	11,6x	63,4x	10,4x	8,4x	7,4x	6,7x
P/EK	4,1x	3,1x	1,8x	2,6x	5,3x	2,1x	1,2x	1,1x	1,0x	0,9x	0,8x
P/FCF	neg	5,9x	neg	13,9x	6,2x	7,3x	17,7x	5,6x	5,0x	4,7x	4,5x
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	0,6x	0,6x	0,5x	0,4x	0,4x
EV/EBITDA	neg	9,2x	neg	7,8x	7,1x	6,5x	8,9x	5,6x	4,8x	4,1x	3,4x
EV/EBIT	neg	300,4x	neg	17,8x	9,3x	11,2x	35,9x	10,2x	8,1x	6,6x	5,4x
Aktiekurs, årets slut	2,7	1,6	0,4	0,7	3,0	1,5	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
EV, årets slut	221	167	111	227	489	262	185	175	162	147	132

Källa: Bolaget, EPB

Kvartalsutveckling

SEKm	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	Q2 22
Nettoomsättning	69	61	54	64	77	95	89	99	95	75	57	75	81	76
Övriga intäkter	1	1	1	1	1	1	1	2	1	1	1	1	1	1
Kostnad sålda varor	-40	-34	-31	-36	-45	-55	-51	-58	-53	-42	-35	-48	-54	-52
Bruttovinst	29	27	23	28	33	41	38	43	43	33	22	28	29	25
Övriga externa kostnader	0	0	0	-6	-6	-7	-8	-10	-7	-10	-6	-7	-7	-7
Personalkostnader	-15	-14	-11	-13	-13	-13	-12	-15	-16	-15	-11	-13	-15	-13
Övriga kostnader	-10	-10	-8	0	-1	0	-1	-1	0	-1	0	0	-1	0
EBITDA	4	3	4	9	13	20	18	17	19	8	5	8	7	5
Av- och nedskrivningar	-4	-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	0
Jäm förelsestörande poster	0	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	0
Finansiella intäkter	0	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	-1
Resultat före skatt	-1	-2	-1	3	8	15	13	13	14	3	1	3	2	0
Skatt	0	0	0	-1	-2	-3	-3	-3	-3	-1	0	-1	0	0
Minoritetsintressen	0	0	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	2	0
Nettoresultat (justerat)	-1	-2	-1	3	6	12	10	10	11	3	1	3	2	0
	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	Q2 22
Omsättningstillväxt	n/a	n/a	n/a	n/a	12%	55%	66%	55%	23%	-21%	-36%	-24%	-14%	2%
EBIT-tillväxt (justerad)	n/a	n/a	n/a	n/a	1707%	2036%	9490%	173%	69%	-79%	-92%	-71%	-85%	-87%
Bruttomarginal	43%	45%	43%	44%	42%	43%	43%	43%	45%	45%	39%	37%	36%	33%
EBITDA-marginal	6%	5%	7%	14%	17%	22%	20%	18%	20%	10%	9%	11%	8%	6%
EBIT-marginal	1%	-1%	0%	8%	12%	17%	16%	13%	16%	5%	2%	5%	3%	1%
Skattesats	-53%	-4%	-25%	22%	22%	21%	22%	21%	20%	20%	19%	21%	20%	24%

Källa: Bolaget

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 målfaldigas 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