



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Industri | Sweden | 2 June 2021

Concejo

Ny struktur i investmentbolaget

Fortsatta Covid-effekter under Q1

Concejo redovisar fortsatta Covid-19-effekter i den kvarvarande verksamheten. Omsättningen för Q1 uppgick till 49,4 mkr (62,8 mkr). Covid-19-effekter syns på flera av bolagets verksamheter och intresseföretag, och påverkar både intäkter genom förseningar, samt kostnader. Concejo fortsätter att nyttja sin finansiella position för att göra förvärv under kvartalet.

Ny struktur och nya finansiella mål

Concejo redovisar verksamheten i en ny struktur, där investeringarna fördelas i tre affärsområden; Firenor International, SBF Management och Concejo Tillväxt, där Concejo Tillväxt samlar bolag som inte är stora nog för att vara egna affärsområden. Vi upplever att den nya strukturen förenklar sammansättningen och gör verksamheten mer överskådlig.

Estimatjusteringar

Efter Q1-rapporten gör vi vissa justeringar av intäkter och kostnader, se sammanfattning längre ned. Vi noterar att om portföljen fortsätter att växa öppnar det upp för en ny värderingsansats, men väljer fortsatt att värdera bolaget till kassa, redovisade investeringar och justera för utdelning, samt kassaflöden från Firenor International och SBF Management för prognosperioden. Vi ser ett motiverat värde om 75 - 77 kr per aktie.

Estimatändring (SEK)				Prognos (SEK)					Risk och Avkastning	
	Nu	Förr		20	21e	22e	23e	Motiverat värde	75.00 - 77.00	
EPS, just 21e	-0.91	0.38	-335.9%	Sales,m	256	300	344	379	Current price	69.00
EPS, just 22e	1.26	1.46	-13.7%	Sales Growth	(9.8)%	17.1%	15.0%	10.0%	Riskenivå	Low
EPS, just 23e	2.52	2.85	-11.5%	EBITDA, m	(126.1)	(22.7)	11.8	17.7		
				EBIT, m	(139.3)	(32.2)	(0.3)	5.6		
				EPS, adj	113.33	(0.91)	1.26	2.52		
				EPS Growth	249.9%	(1.0)%	(2.4)%	1.0%		
				Equity/Share	107.8	91.7	92.9	95.4		
				Dividend	17.00	15.00	0.00	0.00		
				EBIT Marginal	(54.5)%	(10.7)%	(0.1)%	1.5%		
				EV/Sales	3.00x	2.56x	2.23x	2.02x		
				EV/EBITDA	(6.1)x	(33.8)x	65.1x	43.3x		
				EV/EBIT	(5.5)x	(23.8)x	(2,764.0)x	135.9x		
				P/E, adj	0.6x	(76.0)x	54.9x	27.3x		
				P/Equity	0.6x	0.8x	0.7x	0.7x		
				Net Debt/EBITDA	8.6g	38.0g	(76.1)g	(51.8)g		

Kommande händelser	
Q2'21	31 aug 2021
Q3'21	30 nov 2021

Bolagsfakta (mkr)	
Antal aktier	11.7m
Market cap	807
Nettoskuld	(40)
EV	767
Free Float	27.00%
Avg. No. of Daily Traded Sh.	29.0(k)
Reuters/Bloomberg	CONS.ST / CONS.SS

Kursutveckling 12 mån

Analytiker

hjalmar.jernstrom@penser.se



Sammanfattning

Ny struktur i investmentbolaget

Investment Case

Genom den kvarvarande verksamheten i Firenor är Concejo (Consilium) huvudsakligen aktiva inom system för brandbekämpning. Inom Safety Engineering arbetar bolaget aktivt med att integrera verksamheterna i Mellanöstern, Indien och Kina med Concejos norska bolag Firenor. Utöver det fortsätter bolaget att förvärva nya verksamheter med den stora kassan. Bolagets börsvärde underskrider i nuläget värdet av kassa och finansiella placeringar.

Bolags profil

Concejo är ett blandat investmentbolag som investerar i noterade och onoterade företag med hög tillväxtpotential. Bolaget har hel- och delägda innehav med globalt inriktade verksamheter i olika branscher. Innehaven redovisas i affärsområdena Firenor International, SBF Management och Concejo Tillväxt.

Värdering

Försäljningen av Marine & Safety resulterade i en stor likvid som i nuläget är delvis en kassa men till stor del placerad i finansiella tillgångar. Vi väljer fortsatt att värdera bolaget till kassa, redovisade investeringar och justera för utdelning, samt kassaflöden från Firenor International och SBF management för prognosperioden. Vi ser ett motiverat värde om 75 - 77 kr per aktie.

Motiverat värde

75 - 77 kr

Estimat och justeringar

Kostnadsbasen för de kommande åren belastas fortsatt av kostnader relaterade till den gamla bolagsstrukturen vilket förhindrar bolaget från rörelsevinst i nuläget. Vi bedömer att kostnaderna kommer att avta men att bolaget kommer att göra ett positivt rörelseresultat 2022. 2021 ser vi tillväxt som bland annat drivs av investeringarna i SBF Management. 2023 bedömer vi att intäkter växer med 10 %. Tabellen nedan sammanfattar våra estimatjusteringar efter kvartalet.

Nya estimat	2021e	2022e	2023e
Omsättning	300	344	379
Tillväxt	17%	15%	10%
EBIT	(32,2)	(0,3)	5,6
Rörelsemarginal	7,1%	9,2%	10,6%
EPS	(0,85)	1,31	2,61

Tidigare estimat	2021e	2022e	2023e
Omsättning	314	361	397
Tillväxt	23%	15%	10%
EBIT	(14,0)	1,8	8,0
Rörelsemarginal	-4,5%	0,5%	2,0%
EPS	0,38	1,46	2,85

Förändring i %	2021e	2022e	2023e
Omsättning	-5%	-5%	-5%
EBIT	N/A	-115%	-29%
EPS	N/A	-10%	-8%

Nya finansiella mål

Concejo formulerade under året nya finansiella mål som behandlar målsättningen kring utvecklingen i respektive segment. För Firenor rör målsättningen lönsamhet, och är att uppnå en lönsamhet (EBIT) om 5 % 2025. SBF Management har som mål att SBM:s fonder ska ge en riskjusterad avkastning för fondens investerare som långsiktigt kan mäta sig med marknadsledarna för alternativa fastighetsinvesteringar och att förvaltad kapital (Asset Under Management) ökar med mer än 10 procent per år i genomsnitt under perioden 2021–2025. För bolagen i Concejo tillväxt är målet att uppnå en årlig avkastning på investerat kapital om 15 % 2021 - 2025.

Bolagsfördjupning

SBF Management. I november kommunicerade bolaget att man ingått ett avtal om förvärv av SBF Management. SBF Management är en förvaltare av investeringsfonder och har fastighetsfonder som äger hyresbostäder i Sverige. Affärsmodellen är att förvärva, utveckla och förvalta hyresbostäder. Den långsiktiga planen är att Concejo ska investera i SBF:s fastighetsfonder. Förvärvet bedömdes vid köptillfället bidra med 50 mkr i årlig omsättning. SBF Management hade 2014-2019 årligen ca 13,5 mkr i resultat efter finansnetto.

Envigas. Envigas är ett intressebolag där Concejo under december ökade ägandet till att omfatta 24,5 %. Envigas är ett cleantech-bolag som producerar biokol, biogas och bioolja med hjälp av restprodukter från skogsindustrin. Sedan 2019 har Envigas haft en demonstrationsanläggning i drift och numera även en produktionsanläggning utanför Skellefteå. Förvärvsbeloppet uppgick till 20 mkr för de första 13,19 % av aktierna under 2020. Concejo har därefter utökat ägandet till 24,5 %.

Optronics. Innehavet i Optronics exkluderades från försäljningen till Nordic Capital, och under 2020 utökade Concejo sitt ägande i Optronics Technology. Bolaget grundades 2018 och har en produktportfölj som består av optiska gasetektorer för industriapplikationer, främst olje-, gas-, biogas- och marinmarknaden samt inom gruvnäringen. Concejo hade efter det utökade innehavet som meddelades i september 2020 64,6 % av Albion Holding, som har som enda verksamhet att äga Optronics.

Myra Security. Myra Security är ett tyskt företag inom cybersäkerhet. Concejo äger 4,4 % genom ett direkt ägande av ett SPV där Concejo är ägare av 26,5 %. Bolaget grundades 2012 och är ett ledande företag inom skydd av kritisk infrastruktur och skydd av företag verksamma på hårt reglerade marknader, exempelvis myndigheter och banker. Andelen förvärvades för EUR 2,9m, motsvarande ca 30 mkr.

Christian Berner Tech Trade. Christian Berner Tech Trade är en ledande nordisk teknikhandelskoncern. Efter utgången av Q4'20 har Concejo förvärvat 10,3 % av bolaget. CBTT levererar tekniska lösningar till bland annat företag inom pappers- och massaindustrin, verkstads-, bygg- samt livsmedelsindustrin. Inom segmentet Process och Miljö tillhandahåller bolaget processutrustning som används i produktion. Efter att ha gradvis ökat sitt ägande i CBTT meddelade Concejo i februari 2021 att man ägde 10,3 % av kapitalet i bolaget. CBTT har ett marknadsvärde om ca 600 mkr.

ACAF Systems. ACAF Systems är ett amerikanskt bolag som utvecklat en lösning för effektiv användning av fluorfritt och biologiskt nedbrytbart brandbekämpningsskum. Produkterna används för brandsläckning och kunderna utgör bl.a. företag inom kraftindustrin, olje- och gasindustrin, flygindustrin, gruvnäringen och till petrokemiska anläggningar.

Compodium. Efter periodens slut investerade bolaget i Compodium, ett svenskt företag som tillhandahåller digitala samarbetslösningar. Flagskeppsprodukten är Vidicue, en krypterad videokonferensplattform. Compodium har global verksamhet och till kunder hör myndigheter, kommuner och företag. Bolaget omsatte ca 39 mkr 2020 och växte ca 23 % y/y. Ca 9 mkr är återkommande intäkter. Baserat på Concejos ägarandel värderas bolaget till ca 3,8x försäljningen för 2020. Köpeskillingen uppgick till 23 mkr.

Värdering

Vi noterar en intensivare förvärvstakt, och ser positivt på att bolaget använder tillgängliga medel för förvärv. Samtidigt har den finansiella förvaltningen övergått från huvudsakligen räntebärande placeringar till att domineras av listade placeringar. En bredare portfölj som fortsätter att utvidgas öppnar upp för andra värderingsmetoder, men vi värderar fortsatt investeringar till redovisade värden. Vi justerar för utdelning, estimat kring återköp samt kassaflöden från Firenor International och SBF management för prognosperioden. Vi ser ett motiverat värde om 75 - 77 kr.

Resultaträkning

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	1 643	1 432	1 420	284	256	300	344	379
Övriga intäkter								
Kostnad sålda varor	-1 057	-886	-859	-225	-245	-253	-265	-288
Bruttovinst	587	546	561	58	11	47	79	91
Försäljningskostnader	-257	-274	-275	-58	-28	-30	-33	-35
Administrationskostnader	-132	-128	-126	-51	-88	-63	-33	-36
Forskning och utveckling	-63	-53	-62	-15	-13	-9	-12	-12
Övriga kostnader	-3	0	-24	-119	7	1	0	0
Rörelseresultat (EBITDA)	186	171	240	-130	-131	-24	8	14
Avskrivningar	-55	-52	-166	-55	-8	-8	-8	-8
Goodwillnedskrivningar	0	0	0	-40	0	0	0	0
Resultat (EBIT)	131	119	74	-225	-139	-32	0	6
Extraordinära Poster	0	0	0	0	0	0	0	0
Justerat Resultat (EBIT)	131	119	74	-225	-139	-32	0	6
Finansiella intäkter	31	17	13	0	25	20	20	20
Finansiella kostnader	-81	-76	-63	-67	-33	-1	-1	-1
Resultat före skatt	89	64	32	-292	-147	-13	19	24
Skatter	-21	-8	-14	-16	-20	3	-4	5
Minoritetsintressen	-13	-6	-14	-13	0	0	0	0
Nettoresultat Rapporterat	56	13	-276	-166	1 335	-11	15	30
Nettoresultat (just)	56	13	-276	-166	1 335	-11	15	30

Balansräkning

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
TILLGÅNGAR								
Immateriella tillgångar	674	730	604	69	56	56	56	56
Materiella anläggningstillgångar	0	0	0	0	0	0	0	0
Räntebärande anläggningstillgångar	0	0	0	0	0	0	0	0
Innehav i intresseföretag och andelar	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga anläggningstillgångar	227	175	180	99	132	133	135	146
Summa anläggningstillgångar	901	905	784	168	188	189	190	202
Varulager	320	302	254	121	68	90	96	99
Kundfordringar	494	435	392	122	95	113	103	114
Övriga omsättningstillgångar	80	213	351	1517	1041	825	824	826
Likvida medel	165	209	92	7	42	42	76	95
Summa omsättningstillgångar	1059	1159	1089	1767	1246	1070	1099	1133
SUMMA TILLGÅNGAR	1960	2065	1873	1935	1433	1259	1290	1335
Eget Kapital och skulder								
Eget Kapital	380	568	371	243	1261	1072	1087	1117
Minoritetsintressen	67	68	28	33	0	0	0	0
Summa Eget Kapital	447	636	398	276	1261	1072	1087	1117
Långfristiga finansiella skulder	866	805	800	0	57	57	57	57
Pensionsavsättningar	0	0	0	0	0	0	0	0
Uppskjutna skatteskulder	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga långfristiga skulder	193	193	66	96	0	0	0	0
Summa Långfristiga skulder	1058	998	866	96	57	57	57	57
Kortfristiga finansiella skulder	113	52	50	912	4	9	9	10
Leverantörsskulder	0	0	0	0	0	0	0	0
Skatteskulder	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga Kortfristiga skulder	342	379	558	652	112	120	138	152
Summa kortfristiga skulder	455	431	609	1564	116	129	147	161
Summa Eget Kapital och skulder	1960	2065	1873	1935	1433	1258	1290	1335

Kassaflödesanalys

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Nettoresultat Rapporterat	56	13	-276	-166	1 336	-11	15	30
Icke kassaflödespåverkande poster	74	23	339	68	-1 460	8	8	0
Förändringar i rörelsekapital	-37	-62	-7	-64	39	-53	21	1
Kassaflöde från den operationella verksamheten	93	-25	56	-162	-85	-55	44	31
Investeringar	-78	-48	-52	-1	-18	-9	-10	-11
Avyttringar	51	-6	15	21	-21	0	0	0
Fritt Kassaflöde	66	-80	19	-143	-124	-64	34	20
Utdelningar	-39	-52	0	0	-198	-178	0	0
Nyemission/återköp	0	200	0	0	0	0	0	0
Förvärv/försäljning	-180	0	0	2	2 470	0	0	0
Lånefinansiering och övriga justeringar	246	-22	-25	-35	-1 019	0	0	0
Kassaflöde	92	47	-6	-176	37	-242	34	20

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 grundas på denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Placeringen kan öka eller minska i värde eller bli helt värdelös. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden

Motiverat värde och risk

Det motiverade värdet speglar ett värde för aktien per den dag analysen publicerats i ett intervall motsvarande ca 5-10%. Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument såsom till exempel kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler.

Värderingsmetod och ansats för att bestämma motiverat värde skall framgå av analysen och kan variera från bolag till bolag. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata och ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. Vad gäller risk klassificeras aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån ett antal kända parametrar som är relevanta för bolaget. En generell riktlinje för att klassificeras som låg risk är att bolaget har positivt kassaflöde och att ingen enskild faktor påverkar omsättningen mer än 20%. Motsvarande generella beskrivning av hög risk är att bolaget inte nått positivt kassaflöde alternativt att en enskild faktor påverkar omsättningen mer än 50%.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt analyserat bolag. Banken erhåller ersättning för nämnda tjänst från det analyserade bolaget. Potential- och riskklassificeringen uppdateras kontinuerligt. Klicka <https://www.penser.se/historiska-analysrekommendationer/> för att se historik över investeringsrekommendationer från Banken

Allmänt

Bankens medgivande krävs om hela eller delar av denna Publikation mångfaldigas eller sprids. Publikationen får inte spridas till eller göras tillgänglig för någon fysisk eller juridisk person i USA (med undantag av vad som framgår av Rule 15a – 16, Securities Exchange Act of 1934), Kanada eller något annat land som i lag fastställt begränsningar för spridning och tillgänglighet av materialets innehåll.

Banken har utarbetat en Etikpolicy samt en Intressekonfliktpolicy. Dessa syftar till att förebygga och förhindra intressekonflikter mellan kunders intressen och avdelningar inom Banken. Sättet som Banken använder för att förebygga intressekonflikter är bl. a. restriktiva kommunikationer (Chinese Walls). Analysavdelningen är fysiskt belägen avskild från Corporate Finance-avdelningen, som sitter i egen lokal. Corporate Finance-avdelningen får inte delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Det kan dock, från tid till annan, föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan ett bolag som förekommer i en Publikation och någon annan avdelning i Banken än Analysavdelningen. Banken har utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för Investeringsrekommendation.

Från tid till annan utför Banken uppdrag för ett bolag som är omnämnt i en publikation. Banken kan bl. a. vara rådgivare eller emissionsinstitut, till bolaget eller likviditetsgarant i ett av bolagets värdepapper. Om så är fallet har det angivits i Publikationen. Banken, dess ägare, styrelseledamöter eller anställda kan äga aktier i omnämnt bolag. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Banken och dess anställda följer svenska fondhandlarförningens riktlinjer för anställdas affärer. Den analytiker som har utarbetat en Investeringsanalys som avses i 11 kap. 8 § FFFS 2007:16 och andra som medverkat i detta arbete får inte för egen räkning handla i be-rörda Finansiella Instrument eller med därtill relaterade Finansiella Instrument i strid med gällande rekommendation. Bankens Compliance-avdelning övervakar anställdas transaktioner.

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

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

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

Erik Penser Bank (*publ.*)

Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM

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