



Sammanfattning

Omstrukturering fortsätter materialiseras i Q3

Investment Case

Concejo är ett blandat investmentbolag med exponering mot noterade och onoterade innehav med operativ inriktning mot olika branscher. Concejo formulerade under 2021 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.

Bolagsprofil

Concejo är ett 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. Firenor International tillhandahåller säkerhetssystem för brandbekämpning. SBF Management är en förvaltare av alternativa investeringsfonder, där bolaget huvudsakligen via SBF management AB förvaltar hyresbostäder i Sverige. Concejo Tillväxt Concejo hette tidigare Consilium.

Värdering

Vi värderar Concejo med en SotP-värdering som vi bedömer bäst reflekterar värdena i bolagets segment. Vi värderar Firenor, SBF och Concejo Tillväxt separat och justerar för nettoskuld samt kostnadsstrukturen för bolaget. Vi ser ett motiverat värde om 76-78 kr och medelhög risk. Se värderingsdetaljer längre ned.

Estimatjusteringar

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 fortsätta under 2022. Vi justerar estimaten för att reflektera avvecklingen av stora delar av Firenor. De fulla effekterna kommer enligt bolagets bedömningar vara synliga först i Q1'23, men att effekterna gradvis kommer 2022. Nedan sammanfattas våra kompletta estimatjusteringar.

Nya estimat	2021e	2022e	2023e
Omsättning	238	262	226
Tillväxt	-7%	10%	-14%
EBIT	(217,8)	1,7	3,0
Rörelsemarginal	-91,4%	0,7%	1,4%
EPS	(9,60)	1,19	1,94

Tidigare estimat	2021e	2022e	2023e
Omsättning	279	321	353
Tillväxt	9%	15%	10%
EBIT	(76,1)	(2,5)	3,0
Rörelsemarginal	-27,3%	-0,8%	0,9%
EPS	2,03	1,04	2,15

Förändring i %	2021e	2022e	2023e
Omsättning	-15%	-18%	-36%
EBIT	186%	-170%	1%
EPS	-572%	15%	-9%

Bolagsför djupning

SBF Management. I november 2020 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 2020 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 gasdetektorer 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. Under Q2'21 investerade Concejo i Compodium, ett svenskt företag som tillhandahåller digitala samarbetslösningar. Flaggskeppsprodukten 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.

Xenergie. Under Q3'21 investerade Concejo i Xenergie, ett teknikbolag från Lund. Investeringen skedde i samband med att Xenergie tog in 40 miljoner, och Concejo investerade ca 10 mkr för 5,8% av bolaget. Xenergie har utvecklat en typ av cache-minne som minskar strömförbrukningen med 70-90 procent för olika slags integrerade kretsar.

Värdering

Vi ser positivt på att bolaget använder tillgängliga medel för investeringar. Samtidigt har den finansiella förvaltningen övergått från huvudsakligen räntebärande placeringar till att domineras av listade placeringar. Vi tillämpar en SotP-värdering för att tydliggöra värden i respektive redovisningssegment. Nedan sammanfattas värderingsmetodiken. Våra jämförelsebolag utörs av fastighetsbolag och oljeservicebolag med liknande struktur och finansiell profil, som används för SBF respektive Firenor International. Multiplarna reflekterar även kostnadsstrukturen för hela koncernen. Vi ser ett motiverat värde om 76-78 kr.

SotP-värdering			
Bolag	Värdering	Målmultipel	Värde
Firenor International	Multipel	0,7x sales 22e	109
SBF Management	Multipel	1x sales 22e	66
Concejo tillväxt + kortf placeringar	Redovisat värde, marknadsvärde		996
			1 172
Adj nettoskuld, non-contr interest			-259
Antal aktier			11,7
Motiverat värde			901
Per aktie			77,0

Nedan sammanfattas hur värderingen är känslig för antaganden kring multiplar 2022 för SBF Management samt Firenor.

		Multipel Firenor (sales x 22e)				
		0,5	0,6	0,7	0,8	0,9
Multipel SBF Management (sales x 22e)	0,6	72	73	75	76	78
	0,8	73	74	76	77	79
	1	74	76	77	78	80
	1,2	75	77	78	80	81
	1,4	76	78	79	81	82

Källa: Erik Penser Bank

Aktieägardata

Största aktieägare	Röster	Aktier
Carl Rosenblad	72,2%	52,7%
Hans Bergengren	11,1%	18,8%
Magnus Vahlquist	2,7%	4,5%
Avanza Pension	1,1%	1,9%
Lott och Nils Rosenblads stiftelse	0,5%	0,8%
Övriga	12,5%	21,2%
Ordförande	Erik Lindborg	
Verkställande direktör	Carl Adam Rosenblad	
Finansdirektör	Lars Håkansson	
Investerarkontakt	Carl Adam Rosenblad	
Internet	https://concejo.se/	

Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

Case score card

Triggers <i>Starka kvartalsrapporter</i>	Risker <i>Portföljbolag i tidiga faser</i> <i>Marknadsrisk inom kapitalförvaltningen</i>
Stöd <i>God likviditet</i>	Agenda <i>Q4-rapport</i> <i>2022-02-24</i>

Källa: Bolagsrapporter, EPB

Resultaträkning

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	1 643	1 432	1 420	284	256	238	262	226
Övriga intäkter								
Kostnad sålda varor	-1 057	-886	-859	-225	-245	-224	-202	-171
Bruttovinst	587	546	561	58	11	14	60	54
Försäljningskostnader	-257	-274	-275	-58	-43	-31	-24	-20
Administrationskostnader	-132	-128	-126	-51	-73	-187	-25	-21
Forskning och utveckling	-63	-53	-62	-15	-13	-6	-5	-5
Övriga kostnader	-3	0	-24	-119	7	5	0	0
Rörelseresultat (EBITDA)	186	171	240	-130	-132	-207	13	14
Avskrivningar	-55	-52	-166	-55	-8	-11	-11	-11
Goodwillnedskrivningar	0	0	0	-40	0	0	0	0
Resultat (EBIT)	131	119	74	-225	-139	-218	2	3
Extraordinära Poster	0	0	0	0	0	0	0	0
Justerat Resultat (EBIT)	131	119	74	-225	-139	-218	2	3
Finansiella intäkter	31	17	13	0	25	109	20	20
Finansiella kostnader	-81	-76	-63	-67	-33	-4	-4	-4
Resultat före skatt	89	64	32	-292	-147	-113	18	19
Skatter	-21	-8	-14	-16	-20	1	-4	4
Minoritetsintressen	-13	-6	-14	-13	0	0	0	0
Nettoresultat Rapporterat	56	13	-276	-166	1 335	-112	14	23
Nettoresultat (just)	56	13	-276	-166	1 335	-112	14	23

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	135	132	139
Summa anläggningstillgångar	901	905	784	168	188	191	188	194
Varulager	320	302	254	121	68	71	73	59
Kundfordringar	494	435	392	122	95	71	79	68
Övriga omsättningstillgångar	80	213	351	1517	1041	769	789	809
Likvida medel	165	209	92	7	42	42	40	47
Summa omsättningstillgångar	1059	1159	1089	1767	1246	954	980	982
SUMMA TILLGÅNGAR	1960	2065	1873	1935	1433	1145	1168	1176
Eget Kapital och skulder								
Eget Kapital	380	568	371	243	1261	991	1005	1027
Minoritetsintressen	67	68	28	33	0	0	0	0
Summa Eget Kapital	447	636	398	276	1261	991	1005	1027
Långfristiga finansiella skulder	866	805	800	0	57	55	55	55
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	55	55	55
Kortfristiga finansiella skulder	113	52	50	912	4	4	4	4
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	95	105	90
Summa kortfristiga skulder	455	431	609	1564	116	99	108	94
Summa Eget Kapital och skulder	1960	2065	1873	1935	1433	1145	1168	1176

Kassaflödesanalys

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Nettoresultat Rapporterat	56	13	-276	-166	1 336	-112	14	23
Icke kassaflödespåverkande poster	74	23	339	68	-1 460	13	-9	-20
Förändringar i rörelsekapital	-37	-62	-7	-64	39	37	1	11
Kassaflöde från den operationella verksamheten	93	-25	56	-162	-85	-63	6	14
Investeringar	-78	-48	-52	-1	-18	-14	-8	-7
Avyttringar	51	-6	15	21	-21	0	0	0
Fritt Kassaflöde	66	-80	19	-143	-124	-77	-2	7
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	-15	0	0
Lånefinansiering och övriga justeringar	246	-22	-25	-35	-1 019	-2	0	0
Kassaflöde	92	47	-6	-176	37	-272	-2	7

Tillväxt och marginaler

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Omsättningstillväxt	-20%	-72%	-23%	-10%	-7%	10%	-14%
EBIT-tillväxt	-9%	-38%	-403%	-38%	56%	-101%	75%
Bruttomarginal	38%	40%	21%	4%	6%	23%	24%
EBITDA-marginal	12%	17%	-46%	-51%	-87%	5%	6%
EBIT-marginal	8%	5%	-79%	-54%	-91%	1%	1%

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 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