



## ERIK PENSER BANK

Penser Access | Kemi | Sverige | 17 februari 2023

# Clemondo Group

## Gynnas av en diversifierad affär

### Gynnas av en diversifierad affär

Clemondo avslutade det händelserika året 2022 med en omsättning på 78,6 mkr (76,3) för kvartalet. Det motsvarar en tillväxt på 3,1% y/y. Fordonssegmentet minskade försäljningen med 2,0% y/y och påverkades negativt av färre biltransaktioner och det milda vintervädret medförde färre fordonstvättar än tidigare. Den lägre omsättningen inom fordon kompensades av en stark utveckling inom Hygien och Industri som växte 9,1% respektive 17,4% y/y. Även under det fjärde kvartalet påverkades bruttomarginalen av den svaga kronan och fortsatt höga priser på insatsvaror. Bruttomarginalen var 34% (36,9%). För att sätta det i en historisk kontext har bolaget levererat en bruttomarginal på i snitt 43,7% mellan åren 2014–2021.

### Effektiviseringarna fortsätter att ge resultat

Effektiviseringarna fortsätter att ge effekt på OPEX som är ned 3,8% jämfört med föregående år. Tack vare effektiviseringar och kostnadsbesparingar uppgick EBIT till 3,1 mkr (3,8), vilket motsvarar en marginal på 4,0% (5,0%). Till följd av den fortsatt lägre bruttomarginalen och effektiviseringarna genomför vi ett flertal prognosförändringar från bruttoresultatet och nedåt i resultaträkningen. Utförligare resonemang och deklaration av prognosförändringar finner ni på sida 3.

### Bibehåller vårt motiverade värde

Vi behåller vårt motiverade värde om 1,45–1,55 kr per aktie. Prognosförändringarna höjer resultatet framgent, men till följd av analysavdelningens nya ramverk för avkastningskrav höjer vi avkastningskravet vilket får en motsatt effekt. I värderingsavsnittet finns en mer detaljerad beskrivning.

Estimatändring			Prognos (mkr)				Värde och risk														
	23e	24e	25e	2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	1,5 - 1,6 kr												
Totala intäkter	-0,7%	-0,7%	-0,7%	304	318	333	349	Aktiekurs	1,0 kr												
EBITDA, just.	20,8%	8,8%	14,1%	Tillväxt	0%	5%	5%	Riskenivå	Medium												
EPS, just.	25,9%	3,1%	12,1%	EBITDA, just.	24	31	37	<b>Kursutveckling 12 mån</b> 													
<b>Kommande händelser</b>			EBIT, just.	7	15	21	26														
Q1 - rapport	21 april 2023		EPS, just.	0,0	0,1	0,1	0,1														
Q2 - rapport	17 augusti 2023		EPS-tillväxt, just.	-79%	>100%	50%	27%														
<b>Bolagsfakta (mkr)</b>			EK/aktie	0,7	0,8	0,9	1,1														
Antal aktier	138m		Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0														
Börsvärde	143		EBIT-marginal	2,5%	4,7%	6,3%	7,6%														
Nettoskuld	53		ROE, just.	3,9%	9,9%	13,2%	14,5%														
EV	196		ROCE, just.	5,2%	9,6%	12,9%	14,6%														
Free float	81%		EV/Sales	0,6x	0,6x	0,6x	0,6x														
Daglig handelsvolym, snitt	167k		EV/EBITDA	6,9x	6,3x	5,3x	4,6x														
Bloomberg Ticker	CLEM SS EQUITY		EV/EBIT	22,6x	13,3x	9,4x	7,5x	<b>Intressekonflikter</b> <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>Yes</th> <th>No</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Likviditetsgarant</td> <td></td> <td>✓</td> </tr> <tr> <td>Certified adviser</td> <td>✓</td> <td></td> </tr> <tr> <td>Transaktioner 12m</td> <td></td> <td>✓</td> </tr> </tbody> </table>			Yes	No	Likviditetsgarant		✓	Certified adviser	✓		Transaktioner 12m		✓
	Yes	No																			
Likviditetsgarant		✓																			
Certified adviser	✓																				
Transaktioner 12m		✓																			
<b>Analytiker</b>			P/E, just.	30,5x	13,5x	9,0x	7,1x														
Hugo Lisjo			P/EK	1,1x	1,3x	1,1x	1,0x														
hugo.lisjo@penser.se			FCF yield	8%	17%	19%	22%														
			Nettoskuld/EBITDA	2,2x	1,4x	0,8x	0,3x														

## 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 den som tidigare var 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 marginalerna**

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. Risknivån bedömer vi som medel, givet bolagets stabilare intjäningsförmåga och starkare balansräkning.

## Kvartalet i korthet

Efterfrågan i Clemondos största segment, Fordon, hade ett utmanande kvartal drivet av en lägre nybilsförsäljning samt att det milda vädret begränsat behovet av vägsalt. Ovan leder till färre biltvättar och lägre försäljningsvolym. Till viss del kompenseras volymminskningen med prishöjningar, men inte tillräckligt för att undvika en intäktsminskning om 2,0% y/y.

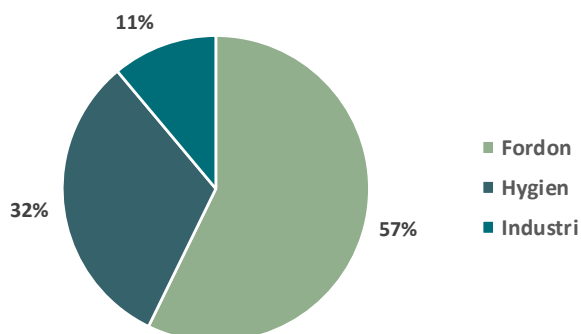
Det näst största segmentet, Hygien, uppvisade en fin tillväxt om 9% y/y. Då skall tilläggas att jämförelsekvartalet fortfarande var positivt påverkat av pandemin. Hygien växer tack vare nya avtal, viss prishöjning och ökade volymer. Under kvartalet vann Clemondo ett nytt avtal med Region Halland, dit de ska leverera kemikalier och städmaterial från varumärket Liv. Vidare förlänger Region Skåne sitt avtal med 2 + 2 år och värdet uppgår till 32 mkr vid fullt utnyttjande.

Industri är det minsta segmentet, men också det segmentet som uppvisade högst tillväxt under perioden, 17,4%. Omsättningen på 8,6 mkr är på samma nivå som det föregående kvartalet. I ett historiskt perspektiv är det i det lägre spannet jämfört med de senaste årens omsättning.

Trots att bruttomarginalen minskar med 2,9 procentenheter jämfört med samma kvartal föregående år är EBIT-marginalen endast ned 1 procentenhet. Det visar på effekten av de besparingar och effektiviseringar ledningen genomfört under de senaste åren.

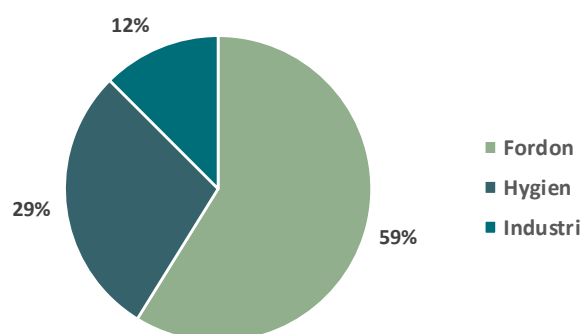
Eftersom Clemondo köper in majoriteten av sina varor i EUR är valutans påverkan på bruttomarginalen stor. Under 2022 köpte bolaget varor för ungefär EUR 14m, vilket motsvarar mellan 150–160 mkr. Med 2022 som utgångspunkt innebär således 1% förstärkning av kronan mot Euron att EBIT ökar 20%, allt annat lika.

Intäkter per segment under kvartalet



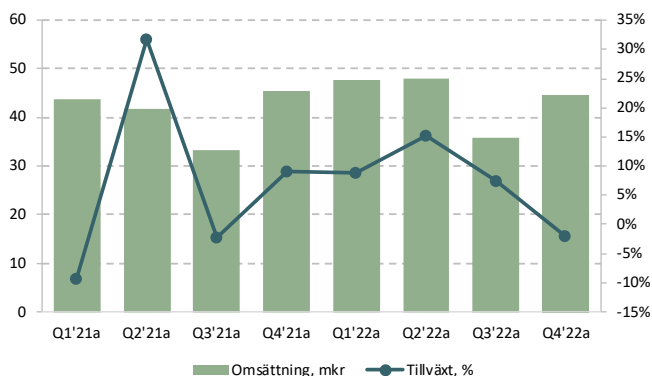
Källa: Clemondo, EPB

Intäkter per segment senaste R12



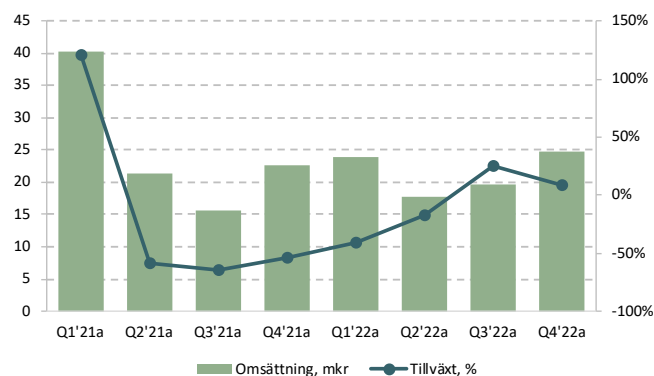
Källa: Clemondo, EPB

Utvecklingen inom Fordon kan variera mellan kvartalen



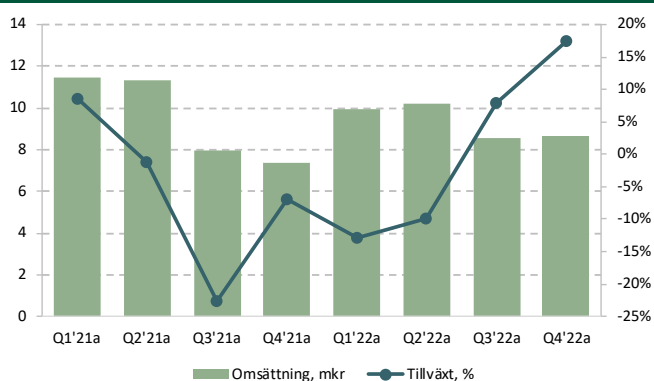
Källa: Clemondo, EPB

Hygien är väldigt påverkat av pandemiåren



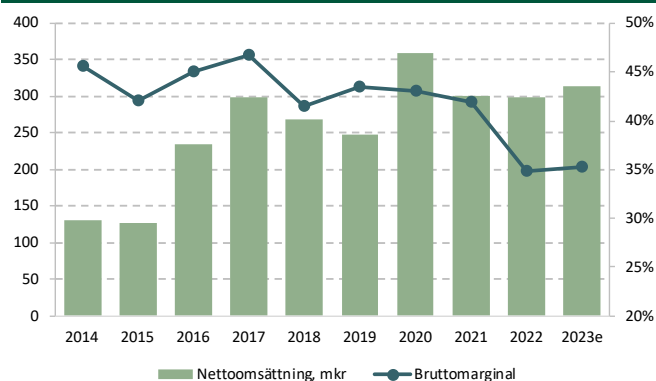
Källa: Clemondo, EPB

### Industri ser ut att ha funnit en ny normalnivå



Källa: Clemondo, EPB

### Bruttomarginalen har fram tills 2022 varit över 40%



Källa: Clemondo, EPB

## Prognosförändringar

Kostnaderna för insatsvaror är på fortsatt höga nivåer, om än något lägre än under början av året. Vi ser inte att det kommer att ske någon större förändring i närtid. Därför Justerar vi ned marginalökningstakten i våra prognoser. Drivare av bruttomarginalen framgent är att priset på insatsvaror kommer ned ytterligare, högre andel Greenium och fortsatta prisökningar. Om kronan stärks mot Euron finns det ytterligare uppsida i marginalen.

God kostnadsdisciplin och färre antal anställda medför att vi justerar ned Opex för 2023 varför vi justerar upp EBITDA-marginalen för 2023 från 8,2% till 9,9%.

### Trots sänkt bruttomarginal stiger EBITDA-marginalen

SEKm	Nya prognoser				Gamla prognoser			Förändring (%)		
	2022	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	299	314	329	344	315	331	346	-0,6%	-0,6%	-0,6%
Kostnad sålda varor	-200	-207	-212	-216	-199	-200	-206	4,1%	5,9%	4,7%
<b>Bruttoresultat</b>	<b>104</b>	<b>111</b>	<b>122</b>	<b>133</b>	<b>121</b>	<b>136</b>	<b>146</b>	<b>-8,6%</b>	<b>-10,4%</b>	<b>-8,4%</b>
<i>Bruttomarginal</i>	<i>34,9%</i>	<i>35,3%</i>	<i>37,0%</i>	<i>38,7%</i>	<i>38,4%</i>	<i>41,1%</i>	<i>42,0%</i>	<i>-3,1%</i>	<i>-4,1%</i>	<i>-3,3%</i>
Personalkostnader	-49	-46	-50	-54	-55	-60	-64	-16,7%	-16,7%	-16,5%
Övriga externa kostnader	-28	-30	-31	-33	-35	-37	-39	-15,5%	-16,8%	-14,8%
Övriga rörelsekostnader	-3	-4	-4	-5	-5	-6	-6	-22,1%	-19,0%	-18,2%
<b>EBITDA, justerad</b>	<b>24</b>	<b>31</b>	<b>37</b>	<b>42</b>	<b>26</b>	<b>34</b>	<b>37</b>	<b>20,8%</b>	<b>8,8%</b>	<b>14,1%</b>
<i>EBITDA-marg.</i>	<i>8,2%</i>	<i>9,9%</i>	<i>11,2%</i>	<i>12,2%</i>	<i>8,2%</i>	<i>10,3%</i>	<i>10,6%</i>	<i>1,7%</i>	<i>1,0%</i>	<i>1,6%</i>
Totala av-/nedskrivningar	-17	-16	-16	-16	-13	-14	-14	21,6%	17,9%	16,3%
<b>EBIT, justerad</b>	<b>7</b>	<b>15</b>	<b>21</b>	<b>26</b>	<b>12</b>	<b>20</b>	<b>23</b>	<b>19,8%</b>	<b>2,6%</b>	<b>12,7%</b>
<i>EBIT-marg.</i>	<i>2,5%</i>	<i>4,7%</i>	<i>6,3%</i>	<i>7,6%</i>	<i>3,9%</i>	<i>6,1%</i>	<i>6,7%</i>	<i>0,8%</i>	<i>0,2%</i>	<i>0,9%</i>
<b>Periodens nettoresultat, justerad</b>	<b>4</b>	<b>11</b>	<b>16</b>	<b>20</b>	<b>8</b>	<b>15</b>	<b>18</b>	<b>25,9%</b>	<b>3,1%</b>	<b>12,1%</b>

Källa: Clemondo, EPB

## Värdering

Vi utgår i vår värderingsansats från en 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 (WACC) är satt till 14,0%, den långsiktiga tillväxttakten till 2% med en långsiktig EBIT-marginal om 6,5%.

Våra prognosförändringar innebär en ökad lönsamhet vilket bör leda till ett högre motiverat värde. Till följd av analysavdelningens nya ramverk för avkastningskrav, som sker till följd av marknadens justerade riskpremie samt för att bättre reflektera riskerna i att investera i mindre bolag, höjer vi avkastningskravet till 14% från tidigare 12%. Det föreligger ingen bolagsspecifik händelse till grund för det ökade avkastningskravet.

Med våra nya prognoser och höjda avkastningskrav får vi i vår DCF ett värde på 1,52 kr per aktie. Vi bibehåller således vårt motiverade värde om 1,45 - 1,55 kr per aktie.

### Kassaflödesanalys inklusive känslighetsanalys

Valuation output			
Sum of PV of FCF (explicit period)			225
PV of terminal value (perpetuity formula)			39
<b>Enterprise value</b>			<b>264</b>
Latest net debt			53
Minority interests & other			0
<b>Equity value</b>			<b>211</b>
No. of shares outstanding (millions)			138
<b>Equity value per share (SEK)</b>			<b>1.52</b>
Implicit multipl.			
	2022	2023	2024
EV/Sales	0,9	0,8	0,8
EV/EBITDA	10,8	8,5	7,1
EV/EBIT	35,5	17,9	12,6
EV/NOPLAT	44,7	22,5	15,9
P/E			
ROIC/WACC			
Current Share price			1,03

WACC assumptions	
Risk free nominal rate	2.5%
Risk premium	5.5%
Extra risk premium	6.0%
Beta	1.0
Cost of equity	14.0%
Cost of debt (pre-tax)	2.5%
Tax rate	21%
Target debt/(debt + equity)	0%
WACC	14.0%

Terminal value assumptions	
Long term growth rate	2.0%
Long term EBIT margin	6.5%
Depreciation (% of sales)	2.5%
Capex (% of sales)	2.5%
Working cap. (% of sales)	13.9%
Tax rate	21%

Sensitivity analysis						
		Long-term growth rate				
		1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
WACC	13.0%	1.60	1.61	1.62	1.64	1.65
	13.5%	1.55	1.56	1.57	1.58	1.59
	14.0%	1.50	1.51	1.52	1.53	1.54
	14.5%	1.46	1.47	1.48	1.48	1.49
	15.0%	1.42	1.43	1.43	1.44	1.45
		Long-term EBIT margin				
		4.5%	5.5%	6.5%	7.5%	8.5%
WACC	13.0%	1.46	1.54	1.62	1.70	1.79
	13.5%	1.42	1.50	1.57	1.65	1.72
	14.0%	1.38	1.45	1.52	1.59	1.66
	14.5%	1.34	1.41	1.48	1.54	1.61
	15.0%	1.31	1.37	1.43	1.49	1.56

Källa: EPB

## Resultaträkning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Nettoomsättning</b>	<b>247</b>	<b>359</b>	<b>302</b>	<b>299</b>	<b>314</b>	<b>329</b>	<b>344</b>
Övriga rörelseintäkter	3	5	3	5	5	5	5
<b>Totala intäkter</b>	<b>250</b>	<b>364</b>	<b>305</b>	<b>304</b>	<b>318</b>	<b>333</b>	<b>349</b>
Kostnad sålda varor	-143	-209	-179	-200	-207	-212	-216
<b>Bruttoresultat</b>	<b>107</b>	<b>155</b>	<b>126</b>	<b>104</b>	<b>111</b>	<b>122</b>	<b>133</b>
Administrationskostnader	-53	-53	-55	-49	-46	-50	-54
Övriga rörelsekostnader	-26	-33	-32	-31	-34	-35	-38
<b>EBITDA</b>	<b>29</b>	<b>69</b>	<b>40</b>	<b>24</b>	<b>31</b>	<b>37</b>	<b>42</b>
<b>EBITDA, justerad</b>	<b>29</b>	<b>69</b>	<b>40</b>	<b>24</b>	<b>31</b>	<b>37</b>	<b>42</b>
<b>EBITA, justerad</b>	<b>29</b>	<b>69</b>	<b>40</b>	<b>24</b>	<b>31</b>	<b>37</b>	<b>42</b>
<b>EBIT</b>	<b>13</b>	<b>52</b>	<b>23</b>	<b>7</b>	<b>15</b>	<b>21</b>	<b>26</b>
<b>EBIT, justerad</b>	<b>13</b>	<b>52</b>	<b>23</b>	<b>7</b>	<b>15</b>	<b>21</b>	<b>26</b>
Finansnetto	-6	-4	-2	-3	-1	-1	-1
<b>Resultat före skatt</b>	<b>7</b>	<b>48</b>	<b>21</b>	<b>5</b>	<b>13</b>	<b>20</b>	<b>25</b>
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	<b>7</b>	<b>48</b>	<b>21</b>	<b>5</b>	<b>13</b>	<b>20</b>	<b>25</b>
Total skatt	-1	-10	-4	-1	-3	-4	-5
<b>Nettoresultat</b>	<b>5</b>	<b>38</b>	<b>17</b>	<b>4</b>	<b>11</b>	<b>16</b>	<b>20</b>
<b>Nettoresultat, justerad</b>	<b>5</b>	<b>38</b>	<b>17</b>	<b>4</b>	<b>11</b>	<b>16</b>	<b>20</b>
Intäktstillväxt	-	46%	-16%	0%	5%	5%	5%
Bruttomarginal	43,5%	43,1%	41,9%	34,9%	35,3%	37,0%	38,7%
EBIT-marginal, justerad	5,2%	14,6%	7,8%	2,5%	4,7%	6,3%	7,6%
EPS, justerad	0,04	0,29	0,13	0,03	0,08	0,11	0,14
EPS-tillväxt, justerad	-	>100%	-55%	-79%	>100%	50%	27%

Källa: Clemondo Group, EPB

## Kassaflödesanalys

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	13	52	23	7	15	21	26
Övriga kassaflödesposter	8	9	6	9	12	11	10
Förändringar i rörelsekapital	-13	7	-1	-7	-1	-2	-2
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>7</b>	<b>69</b>	<b>28</b>	<b>9</b>	<b>26</b>	<b>29</b>	<b>34</b>
Investeringar i anläggningstillgångar	0	-4	-1	0	-2	-2	-2
<b>Kassaflöde från investeringsverksamhet</b>	<b>0</b>	<b>-4</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>7</b>	<b>64</b>	<b>27</b>	<b>9</b>	<b>24</b>	<b>27</b>	<b>31</b>
Förändring av skulder	-11	-15	-10	-10	0	0	0
Övriga poster	4	-50	-16	0	-24	-15	-14
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamhet</b>	<b>-7</b>	<b>-64</b>	<b>-26</b>	<b>-10</b>	<b>-24</b>	<b>-15</b>	<b>-14</b>
<b>Kassaflöde</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>13</b>	<b>17</b>
<b>Nettoskuld</b>	<b>122</b>	<b>78</b>	<b>64</b>	<b>53</b>	<b>42</b>	<b>28</b>	<b>11</b>

Källa: Clemondo Group, EPB

## Balansräkning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>TILLGÅNGAR</b>							
Goodwill	70	70	70	70	70	70	70
Övriga immateriella tillgångar	4	2	1	0	0	0	0
Materiella anläggningstillgångar	6	8	8	6	6	6	6
Övriga anläggningstillgångar	79	62	55	43	43	42	42
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>159</b>	<b>144</b>	<b>134</b>	<b>120</b>	<b>119</b>	<b>118</b>	<b>118</b>
Varulager	32	36	38	49	42	43	44
Kundfordringar	29	47	42	38	41	44	46
Övriga omsättningstillgångar	3	2	3	5	5	5	5
Likvida medel och kortfristiga placeringar	0	0	1	0	0	13	30
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>64</b>	<b>84</b>	<b>84</b>	<b>92</b>	<b>89</b>	<b>105</b>	<b>126</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>223</b>	<b>228</b>	<b>218</b>	<b>212</b>	<b>207</b>	<b>224</b>	<b>244</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>							
Eget kapital	38	76	93	101	112	128	148
<b>Summa eget kapital</b>	<b>38</b>	<b>76</b>	<b>93</b>	<b>101</b>	<b>112</b>	<b>128</b>	<b>148</b>
Långfristiga leasingskulder	64	53	41	28	27	27	26
Övriga långfristiga skulder	26	12	3	4	4	4	4
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>90</b>	<b>65</b>	<b>44</b>	<b>31</b>	<b>31</b>	<b>30</b>	<b>30</b>
Kortfristiga räntebärande skulder	44	12	10	10	0	0	0
Leverantörsskulder	25	46	43	45	40	41	42
Kortfristiga leasingskulder	14	14	14	15	15	15	15
Övriga kortfristiga skulder	12	16	13	10	10	10	10
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>95</b>	<b>87</b>	<b>80</b>	<b>80</b>	<b>65</b>	<b>65</b>	<b>66</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>223</b>	<b>228</b>	<b>218</b>	<b>212</b>	<b>207</b>	<b>223</b>	<b>244</b>

Källa: Clemondo Group, EPB

## Tillväxt och marginaler

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	46%	-16%	0%	5%	5%	5%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	>100%	-42%	-39%	27%	19%	14%
EBIT-tillväxt, justerad	-	>100%	-55%	-68%	99%	41%	25%
EPS-tillväxt, justerad	-	>100%	-55%	-79%	>100%	50%	27%
Bruttomarginal	43,5%	43,1%	41,9%	34,9%	35,3%	37,0%	38,7%
EBITDA-marginal	11,8%	19,2%	13,3%	8,2%	9,9%	11,2%	12,2%
EBITDA-marginal, justerad	11,8%	19,2%	13,3%	8,2%	9,9%	11,2%	12,2%
EBIT-marginal	5,2%	14,6%	7,8%	2,5%	4,7%	6,3%	7,6%
EBIT-marginal, justerad	5,2%	14,6%	7,8%	2,5%	4,7%	6,3%	7,6%
Vinst-marginal, justerad	2,1%	10,6%	5,6%	1,3%	3,4%	4,8%	5,8%

Källa: Clemondo Group, EPB

## Avkastning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	67%	20%	4%	10%	13%	15%
ROCE, justerad	Neg.	34%	15%	5%	10%	13%	15%
ROIC, justerad	Neg.	33%	15%	5%	10%	13%	17%

Källa: Clemondo Group, EPB

## Kapitaleffektivitet

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Varulager / totala intäkter	13%	10%	13%	16%	13%	13%	13%
Kundfordringar / totala intäkter	12%	13%	14%	12%	13%	13%	13%
Leverantörsskulder / KSV	18%	22%	24%	22%	19%	19%	19%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	43%	30%	30%	28%	23%	22%	22%
Rörelsekapital / totala intäkter	11%	6%	9%	13%	12%	12%	13%
Kapitalomsättningshastighet	1,6x	2,4x	1,9x	2,0x	2,1x	2,0x	1,8x

Källa: Clemondo Group, EPB

## Finansiell ställning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	122	78	64	53	42	28	11
Soliditet	17%	33%	43%	48%	54%	57%	61%
Nettoskulsättningsgrad	3,2x	1,0x	0,7x	0,5x	0,4x	0,2x	0,1x
Nettoskuld / EBITDA	4,2x	1,1x	1,6x	2,2x	1,4x	0,8x	0,3x

Källa: Clemondo Group, EPB

## Aktiedata

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	0,04	0,29	0,13	0,03	0,08	0,11	0,14
EPS, justerad	0,04	0,29	0,13	0,03	0,08	0,11	0,14
FCF per aktie	0,05	0,49	0,20	0,07	0,17	0,20	0,23
Eget kapital per aktie	0,29	0,57	0,70	0,73	0,81	0,92	1,07
Antal aktier vid årets slut, m	133	133	133	138	138	138	138
Antal aktier efter utspädning, snitt	133	133	133	138	138	138	138

Källa: Clemondo Group, EPB

## Värdering

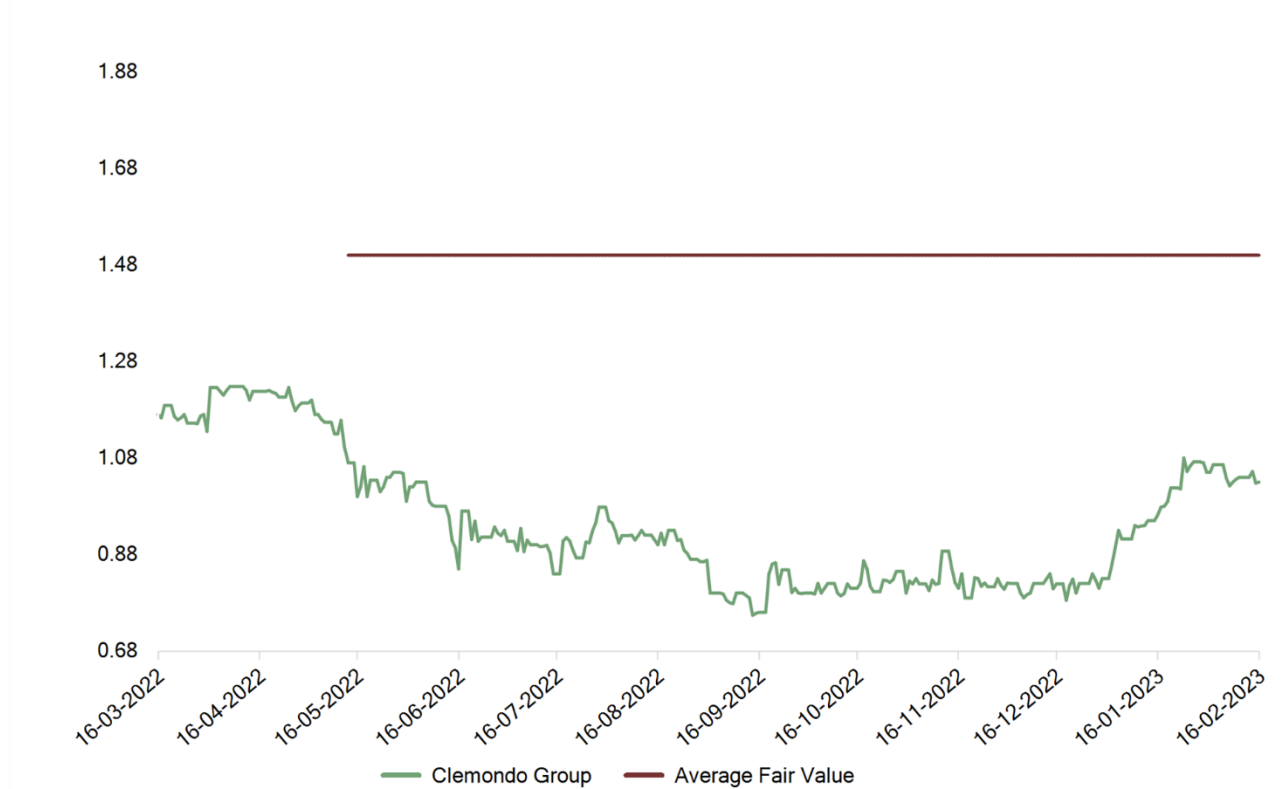
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	18,5x	10,5x	11,6x	30,5x	13,5x	9,0x	7,1x
P/EK	2,6x	5,3x	2,1x	1,1x	1,3x	1,1x	1,0x
P/FCF	13,8x	6,2x	7,3x	12,7x	5,9x	5,2x	4,6x
FCF-yield	7%	16%	14%	8%	17%	19%	22%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	0,9x	1,3x	0,9x	0,6x	0,6x	0,6x	0,6x
EV/EBITDA, justerad	7,5x	7,0x	6,5x	6,9x	6,3x	5,3x	4,6x
EV/EBIT, justerad	17,2x	9,2x	11,2x	22,6x	13,3x	9,4x	7,5x
EV	220	479	262	168	196	196	196
Aktiekurs	0,7	3,0	1,5	0,8	1,0	1,0	1,0

Källa: Clemondo Group, EPB



## Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

### Clemondo Group (CLEM SS EQUITY)



Källa: EPB, IDC

## Disclosure

Denna publikation (nedan "Publikationen") har sammanställts av Erik Penser Bank AB (nedan "Banken") i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsedd att vara rådgivande. Banken har tillstånd att bedriva bank- och värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan dock aldrig garanteras av Banken.

Som ett steg i utformandet av Publikationen har det analyserade bolaget (nedan "Bolaget") verifierat faktainnehållet i Publikationen. Bolaget kan dock aldrig påverka de delar av Publikationen som innefattar slutsatser eller värderingar.

Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns egna 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 heller sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Publikationen utgör därmed inget investeringsråd och ska inte heller uppfattas som sådan. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på Publikationen alltid fattas självständigt av investeraren och Banken fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller direkt/indirekt skada som grundar sig på användandet av denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk då dessa både kan öka och minska i värde. 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 ska 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. Värderingsmetoden ska läsas tillsammans med riskklassificeringen. Vad gäller riskklassificeringen: 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%.

För mer detaljerad information om värderingsmodeller klicka [här](#).

### 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 innehåll i Publikationen.

Bankens analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att förebygga och förhindra intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. För att förebygga intressekonflikter har Banken bl. a. vidtagit åtgärder för att förhindra otillbörlig informations spridning, även kallade 'Chinese Walls'. Analysavdelningen är därmed fysiskt avskild från Corporate Finance-avdelningen som inte heller får delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Banken har även interna regler för att hantera eventuella intressekonflikter mellan analytikern, Bolaget och Banken.

Det kan dock, från tid till annan, förekomma att Banken utför 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 det analyserade bolaget. Banken har dock utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för analysen samt utformat interna regler för anställdas egna affärer som gäller för analytiker. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Den analytiker som har utarbetat Publikationen, och andra medverkande som har vetskap om analysens slutsats, får inte för egen räkning handla i berörda finansiella instrument eller med därtill relaterade finansiella instrument.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt Bolaget. Klicka [här](#) för mer information om tjänsten.

Om annat inte uttryckligen anges i Publikationen uppdateras analysen kvartalsvis samt när Bankens analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till det analyserade bolaget eller finansiella instrument.

Banken erhåller ersättning från Bolaget för tjänsten Penser Access.

---

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](http://www.penser.se)