



Penser Access by Carnegie

Kemi | Sverige | 20 november 2024

# Clemondo Group

## Stabilrapport som visar tecken på förbättrad tillväxt

### Hygien och Industri driver tillväxten under kvartalet

Den viktigaste signalen i rapporten är att tillväxten för gruppen nu har vänt till positiv. Hygien var det segment som drev tillväxten under kvartalet, följt av Industri, medan Fordon visade en svagt negativ tillväxt. Säsongsmissigt är tredje kvartalet svagt för alla tre segmenten. Vi ser en tillväxt på 7% y/y inom Hygien som ett styrketecken, eftersom Q3 är ett svagt kvartal för hela marknaden tyder detta på att Clemondo fortsätter att ta marknadsandelar. Tillväxten inom Industri på 3,2% kändes initialt låg, men med tanke på att många industriverksamheter har sommaruppehåll är det helt okej. Fordonssegmentet uppvisar fortsatt negativ, om än något förbättrad, utveckling. Hela fordonsindustrin har det tufft just nu, och vi ser därför Clemondos ökade fokus på tyngre trafik som positivt och räknar med positiv tillväxt framöver.

### Ny strategi för att möta en tuffare fordonsmarknad

Under kvartalet meddelade Clemondo sin nya strategi för Fordonssegmentet, vilken kan sammanfattas i tre huvudpunkter. Den första åtgärden, som redan har påbörjats, innebär en minskad exponering mot bilhandeln till förmån för andra områden, såsom logistiksektorn och tågtrafik. Fokus läggs på att rikta sig mot rätt typ av kunder, det vill säga de som ser värdet i ett hållbart erbjudande och är villiga att betala mer för det. Dessutom ska sälj- och marknadsarbetet effektiviseras genom tydligare kundsegmentering och anpassning av erbjudanden efter kundernas specifika behov. Vi tror att detta är en del av den nya strategi Clemondo tidigare flaggat för, och vi förväntar oss ytterligare uppdateringar framöver.

### Vi tycker att rapporten visar på stabilitet

Vi gör inga större förändringar till följd av kvartalets utveckling och behåller vårt motiverade värde på 1,2–1,6 kr per aktie. Vi bedömer att Clemondos höga exponering mot bilhandeln som lätt negativ, då vi för närvarande inte ser några tydliga förbättringar inom den marknaden, och vi sänker därför våra tillväxtprognoser för kommande år jämfört med tidigare. Clemondo fortsätter att visa god effektivitet, vilket återspeglas i en fortsatt god kostnadskontroll. Trots att antalet anställda ökat till 57 från 51 för ett år sedan har de operationella kostnaderna endast stigit med 2%. Detta indikerar att vi tidigare kan ha överskattat kostnaderna för en utökad säljstyrka. Sammantaget tycker vi att rapporten visar på stabilitet och att tillväxten börjar uppvisa positivare tendenser som vi har räknat med.

Estimatändring			Prognos (mkr)				Värde och risk			
	24e	25e	26e	2023	2024e	2025e	2026e	Motiverat värde	1,2 - 1,6 kr	
Totala intäkter	-1,3%	-3,0%	-3,0%	286	273	294	316	Aktiekurs	0,8 kr	
EBITDA, just.	4,4%	0,3%	-1,6%	Tillväxt	-6%	-5%	8%	7%	Riskenivå	Medel
EPS, just.	14,3%	1,3%	-3,4%	EBITDA, just.	32	26	32	38	<b>Kursutveckling 12 mån</b>	
<b>Kommande händelser</b>			EBIT, just.	16	12	17	21			
Q4 - rapport	25 februari 2025		EPS, just.	0,1	0,1	0,1	0,1	<b>Intressekonflikter</b>		
<b>Bolagsfakta (mkr)</b>			EPS-tillväxt, just.	196%	-21%	61%	27%			
Antal aktier	138m		EK/aktie	0,8	0,9	1,0	1,1			
Börsvärde	109		Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0			
Nettoskuld	24		EBIT-marginal	5,9%	4,4%	5,8%	6,8%			
EV	133		ROE, just.	9,4%	6,8%	10,1%	11,6%			
Free float	81%		ROCE, just.	12,1%	8,8%	11,6%	13,4%			
Daglig handelsvolym, snitt	183k		EV/Sales	0,5x	0,5x	0,5x	0,4x			
Bloomberg Ticker	CLEM SS EQUITY		EV/EBITDA	4,8x	5,0x	4,2x	3,5x			
<b>Analytiker</b>			EV/EBIT	9,3x	11,3x	7,9x	6,3x			
Hugo Lisjö			P/E, just.	12,4x	13,8x	8,6x	6,7x			
hugo.lisjo@carnegie.se			P/EK	1,1x	0,9x	0,8x	0,7x			
			FCF yield	22%	7%	23%	21%			
			Nettoskuld/EBITDA	0,9x	0,8x	0,3x	0,0x			

## 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, rengöringsmedel med växtbaserad olja i stället för petroleumbaserad olja, och har därmed skaffat sig en tydlig fördel gentemot sina konkurrenter. 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 i stället för den tidigare petroleumbaserade. Förutom att miljövänliga rengöringsmedel ger en konkurrensfördel skapar det även en "pricing power", vilket gör det möjligt för bolaget att positionera sig inom premiumsegmentet för rengöringsprodukter.

### **Att 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 av hygienprodukter intensifierades, 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 för att göra förvärv**

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

## Värdering

Vi ser ett motiverat värde om 1,2–1,6 kr per aktie. Värderingen utgår ifrån en kassaflödesanalys. Risknivån bedömer vi som medelhög, givet bolagets stabilare intjäningsförmåga och starkare balansräkning.

## Kvartalet i korthet

### Våra tankar kring balansräkning, kassaflöde och omvänd splitt

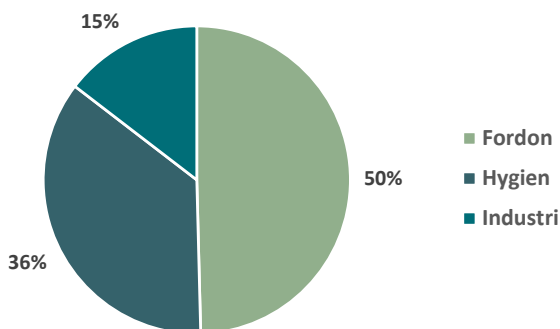
Vi noterade en ogynnsam förändring i Clemondos relation mellan fordringar och rörelseskulder under kvartalet, där fordringarna ökade medan skulderna minskade. Eftersom Q3 är ett säsongsmässigt svagt kvartal omsättningsmässigt, bör fordringarna normalt sett inte öka. Med tanke på rapporter om utmaningar i fordonssektorn väcktes frågan om det kan finnas någon risk i denna förändring. Efter samtal med ledningen framkom att ett par större fordringar betalades strax efter kvartalsskiftet, och att de inte är oroliga för uteblivna betalningar. Kundbasen inom fordonssegmentet är väldiversifierad, vilket ger en extra trygghet. Följaktligen förväntas kassaflödet bli betydligt bättre under det fjärde kvartalet.

Styrelsen har beslutat om en sammanläggning av aktier 1:10, vilket innebär att 10 aktier i dag kommer att motsvara 1 aktie efter sammanslagningen. För aktieägare som inte har ett aktieantal jämnt delbart med 10, har huvudägaren LMK Forward åtagit sig att jämna ut antalet uppåt, så att innehavet blir jämnt delbart med 10. Därmed påverkas inte övriga aktieägares innehav, och det ska teoretiskt sett inte påverka bolagets värde. I våra estimat kommer den enda förändringen att vara en minskning av antalet aktier i enlighet med sammanslagningkvoten.

### Tillväxten vände till positiv, är det värsta bakom oss?

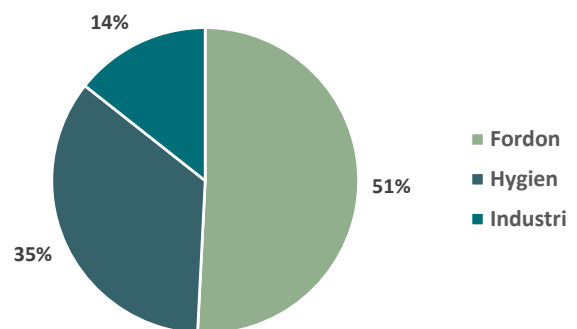
Tillväxten för hela bolaget var positiv, vilket bekräftar den vändning vi hade förväntat oss. Fordonsmarknaden ser fortfarande ut att vara utmanande, men vi förutspår att det värsta ligger bakom Clemondo. Segmentet har sedan Q2'23 tappat mellan 12–26% per kvartal. Bolaget därför genomfört förändringar och riktar försäljningen mer mot tunga fordon. Enligt vår bedömning av den svenska fordonsmarknaden ser vi ingen direkt förbättring men inte heller någon markant försämring. Vi förväntar oss därför att Clemondos strategiska omställning, i kombination med en stabil men låg nivå på personbilsmarknaden, kommer att bidra till viss tillväxt under Q4'24e.

Intäkter per segment under kvartalet



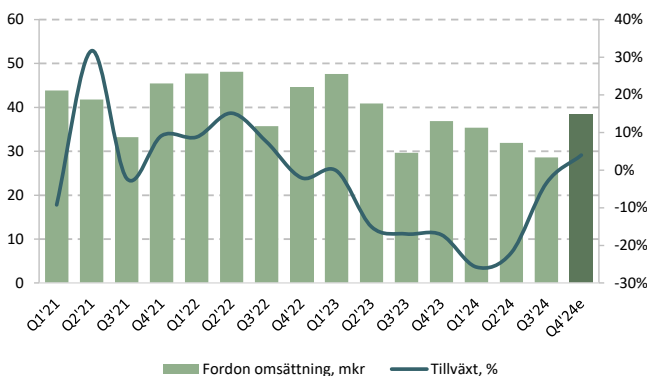
Källa: Clemondo, Penser by Carnegie

Intäkter per segment R12



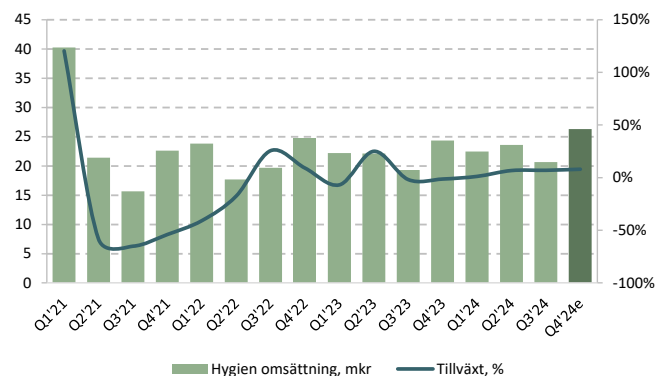
Källa: Clemondo, Penser by Carnegie

Tillväxten var negativ men uppvisade tydlig förbättring



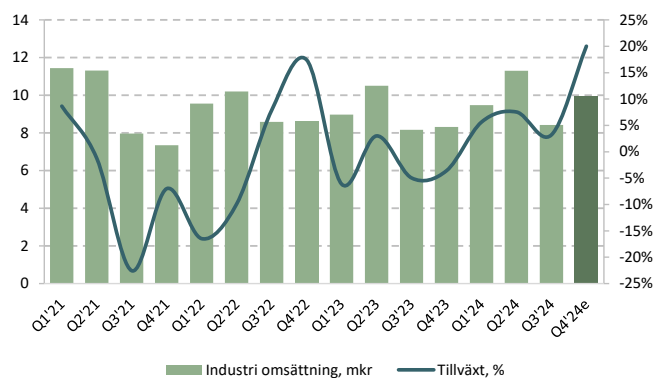
Källa: Clemondo, Penser by Carnegie

Hygien var kvartalets bästa segment



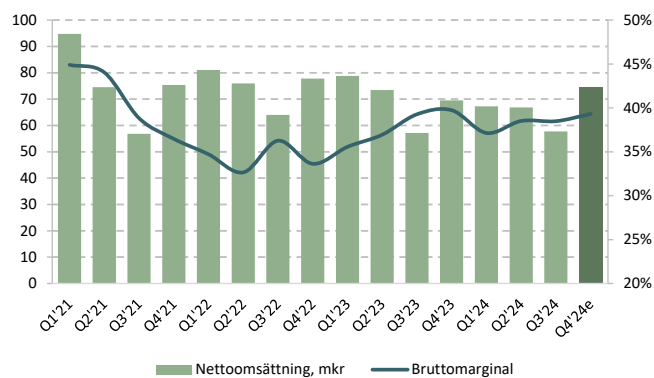
Källa: Clemondo, Penser by Carnegie

### Vi förväntar oss en tydlig förbättring under Q4



Källa: Clemondo, Penser by Carnegie

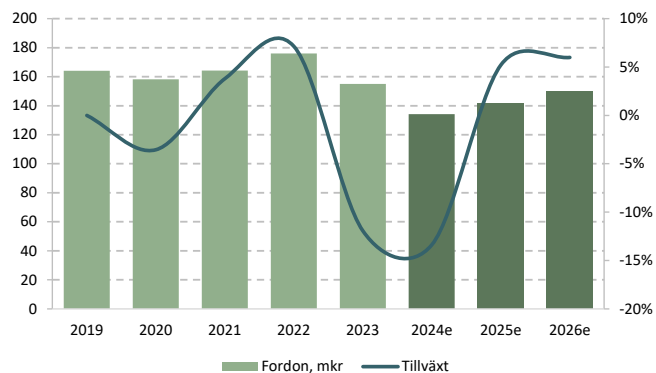
### Q4 är ett säsongmässigt starkt kvartal för alla segment



Källa: Clemondo, Penser by Carnegie

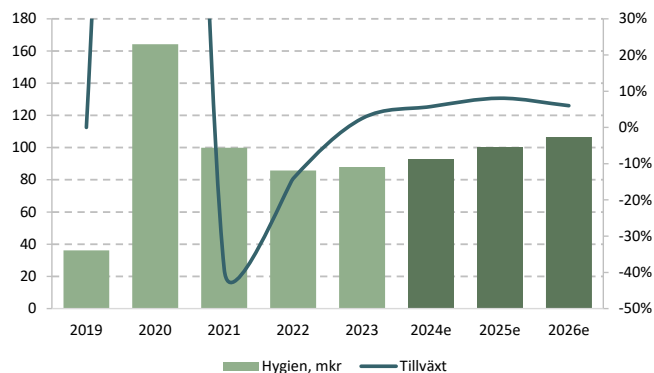
## Prognoser

### Räknar med att breddad kundbas driver tillväxt



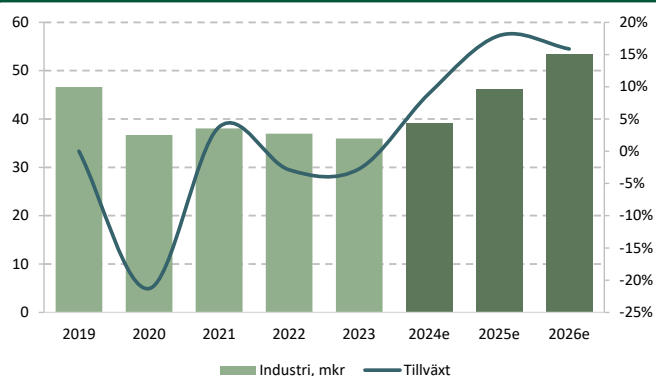
Källa: Clemondo, Penser by Carnegie

### Vi ser potential för bolaget att fortsätta ta marknadsandelar



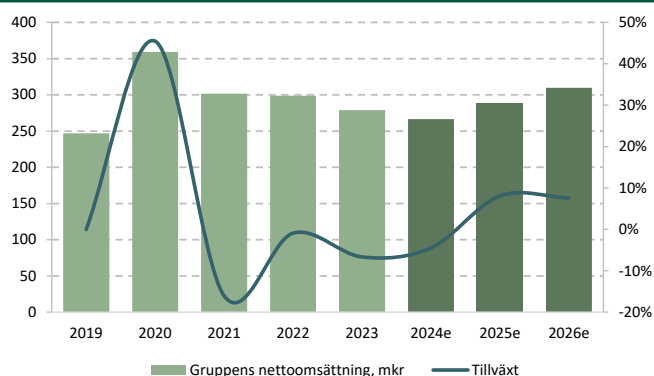
Källa: Clemondo, Penser by Carnegie

### Industri är det segment vi förväntar oss högst tillväxt i



Källa: Clemondo, Penser by Carnegie

### Förväntar oss att omsättningen bottnar under 2024



Källa: Clemondo, Penser by Carnegie

## Prognosförändringar

Prognosförändringarna baseras på att utsikterna för personbilsmarknaden ser ut att fortsätta ha det tuftt

SEKm	Nya prognoser				Gamla prognoser			Förändring (%)		
	2023	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e
Rörelseintäkter	286	273	294	316	276	303	326	-1.3%	-3.0%	-3.0%
Kostnad sålda varor	-178	-168	-178	-189	-170	-184	-195	-1.2%	-3.1%	-3.0%
<b>Bruttoresultat</b>	<b>108</b>	<b>105</b>	<b>116</b>	<b>127</b>	<b>106</b>	<b>120</b>	<b>131</b>	<b>-1.6%</b>	<b>-3.0%</b>	<b>-3.0%</b>
<i>Bruttomarginal</i>	<i>37.7%</i>	<i>38.4%</i>	<i>39.5%</i>	<i>40.3%</i>	<i>38.5%</i>	<i>39.5%</i>	<i>40.3%</i>	<i>-0.1pp</i>	<i>0.0pp</i>	<i>0.0pp</i>
Personalkostnader	-44	-46	-50	-53	-47	-52	-55	-3.4%	-4.1%	-2.9%
Övriga externa kostnader	-27	-28	-29	-31	-29	-30	-32	-0.7%	-3.1%	-3.0%
Övriga rörelsekostnader	-5	-4	-5	-6	-5	-6	-6	-19.9%	-11.1%	-11.7%
<b>EBITDA, justerad</b>	<b>32</b>	<b>26</b>	<b>32</b>	<b>38</b>	<b>25</b>	<b>32</b>	<b>38</b>	<b>4.4%</b>	<b>0.3%</b>	<b>-1.6%</b>
<i>EBITDA-marg.</i>	<i>11.1%</i>	<i>9.7%</i>	<i>10.9%</i>	<i>11.9%</i>	<i>9.2%</i>	<i>10.5%</i>	<i>11.7%</i>	<i>0.5pp</i>	<i>0.4pp</i>	<i>0.2pp</i>
Totala av-/nedskrivningar	-15	-15	-15	-16	-15	-15	-16	1.1%	-1.5%	0.4%
<b>EBIT, justerad</b>	<b>16</b>	<b>12</b>	<b>17</b>	<b>21</b>	<b>11</b>	<b>17</b>	<b>22</b>	<b>8.9%</b>	<b>2.0%</b>	<b>-3.1%</b>
<i>EBIT-marg.</i>	<i>5.7%</i>	<i>4.3%</i>	<i>5.7%</i>	<i>6.7%</i>	<i>3.9%</i>	<i>5.4%</i>	<i>6.7%</i>	<i>0.4pp</i>	<i>0.3pp</i>	<i>0.0pp</i>
Finansiellt netto	-3	-1	-1	-1	-2	-1	-1	-20.4%	17.4%	4.7%
Inkomstskatt	-3	-3	-3	-4	-2	-3	-4	12.2%	1.3%	-3.4%
<b>Periodens nettoresultat, justerad</b>	<b>10</b>	<b>8</b>	<b>13</b>	<b>16</b>	<b>7</b>	<b>13</b>	<b>17</b>	<b>14.3%</b>	<b>1.3%</b>	<b>-3.4%</b>

Källa: Clemondo, Penser by Carnegie

## Värdering

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

Med våra nya prognoser når vår DCF ett värde på 1,43 kr per aktie. Vi ser således ingen anledning att justera vårt motiverade värde på 1,2–1,6 kr per aktie.

### Kassaflödesanalys och känslighetstabell

Valuation output				WACC assumptions		Sensitivity analysis						
Sum of PV of FCF (explicit period)			167	Risk free nominal rate	2.5%	WACC		Long-term growth rate				
PV of terminal value (perpetuity formula)			55	Risk premium	5.5%			1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
<b>Enterprise value</b>			<b>222</b>	Extra risk premium	6.0%	13.0%	1.49	1.51	1.53	1.56	1.59	
Latest net debt			24	Beta	1.0	13.5%	1.44	1.46	1.48	1.50	1.53	
Minority interests & other			0	Cost of equity	14.0%	14.0%	1.39	1.41	<b>1.43</b>	1.45	1.47	
<b>Equity value</b>			<b>198</b>	Cost of debt (pre-tax)	2.5%	14.5%	1.35	1.36	1.38	1.40	1.42	
No. of shares outstanding (millions)			138	Tax rate	21%	15.0%	1.31	1.32	1.34	1.36	1.37	
<b>Equity value per share (SEK)</b>			<b>1.43</b>	Target debt/(debt + equity)	0%	WACC		Long-term EBIT margin				
				WACC	14.0%			4.5%	5.5%	6.5%	7.5%	8.5%
						13.0%	1.31	1.42	1.53	1.65	1.76	
<b>Implicit multipl.</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>			13.5%	1.27	1.38	1.48	1.58	1.69	
EV/Sales	0.8	0.8	0.7	<b>Terminal value assumptions</b>		14.0%	1.23	1.33	<b>1.43</b>	1.53	1.62	
EV/EBITDA	8.4	6.9	5.9	Long term growth rate	2.0%	14.5%	1.20	1.29	1.38	1.47	1.57	
EV/EBIT	18.9	13.2	10.5	Long term EBIT margin	6.5%	15.0%	1.17	1.25	1.34	1.42	1.51	
EV/NOPLAT	23.8	16.6	13.2	Depreciation (% of sales)	2.5%							
				Capex (% of sales)	2.5%							
				Working cap. (% of sales)	14.0%							
				Tax rate	21%							

Källa: Penser by Carnegie

Resultaträkning								
	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Nettoomsättning</b>	<b>247</b>	<b>359</b>	<b>302</b>	<b>299</b>	<b>279</b>	<b>266</b>	<b>288</b>	<b>310</b>
Övriga rörelseintäkter	3	5	3	5	7	6	6	6
<b>Totala intäkter</b>	<b>250</b>	<b>364</b>	<b>305</b>	<b>304</b>	<b>286</b>	<b>273</b>	<b>294</b>	<b>316</b>
Kostnad sålda varor	-143	-209	-179	-200	-178	-168	-178	-189
<b>Bruttoresultat</b>	<b>107</b>	<b>155</b>	<b>126</b>	<b>104</b>	<b>108</b>	<b>105</b>	<b>116</b>	<b>127</b>
Administrationskostnader	-53	-53	-55	-49	-44	-46	-50	-53
Övriga rörelsekostnader	-26	-33	-32	-31	-32	-33	-35	-36
<b>EBITDA</b>	<b>29</b>	<b>69</b>	<b>40</b>	<b>24</b>	<b>32</b>	<b>26</b>	<b>32</b>	<b>38</b>
<b>EBITDA, justerad</b>	<b>29</b>	<b>69</b>	<b>40</b>	<b>24</b>	<b>32</b>	<b>26</b>	<b>32</b>	<b>38</b>
Avskrivningar	-16	-17	-17	-17	-15	-15	-15	-16
<b>EBITA, justerad</b>	<b>29</b>	<b>69</b>	<b>40</b>	<b>24</b>	<b>32</b>	<b>26</b>	<b>32</b>	<b>38</b>
<b>EBIT</b>	<b>13</b>	<b>52</b>	<b>23</b>	<b>7</b>	<b>16</b>	<b>12</b>	<b>17</b>	<b>21</b>
<b>EBIT, justerad</b>	<b>13</b>	<b>52</b>	<b>23</b>	<b>7</b>	<b>16</b>	<b>12</b>	<b>17</b>	<b>21</b>
Finansnetto	-6	-4	-2	-3	-3	-1	-1	-1
<b>Resultat före skatt</b>	<b>7</b>	<b>48</b>	<b>21</b>	<b>4</b>	<b>13</b>	<b>10</b>	<b>16</b>	<b>20</b>
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	<b>7</b>	<b>48</b>	<b>21</b>	<b>4</b>	<b>13</b>	<b>10</b>	<b>16</b>	<b>20</b>
Total skatt	-1	-10	-4	-1	-3	-3	-3	-4
<b>Nettoresultat</b>	<b>5</b>	<b>38</b>	<b>17</b>	<b>3</b>	<b>10</b>	<b>8</b>	<b>13</b>	<b>16</b>
<b>Nettoresultat, justerad</b>	<b>5</b>	<b>38</b>	<b>17</b>	<b>3</b>	<b>10</b>	<b>8</b>	<b>13</b>	<b>16</b>
Omsättningstillväxt	Neg.	46%	-16%	0%	-6%	-5%	8%	7%
Bruttomarginal	43,0%	42,5%	41,4%	34,2%	37,7%	38,4%	39,5%	40,3%
EBIT-marginal, justerad	5,2%	14,6%	7,8%	2,4%	5,9%	4,4%	5,8%	6,8%
EPS, justerad	0,04	0,29	0,13	0,02	0,07	0,06	0,09	0,12
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	N.m.	-55%	-81%	196%	-21%	61%	27%

Källa: Clemondo Group, Penser by Carnegie

Kassaflödesanalys								
	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EBIT	13	52	23	7	16	12	17	21
Övriga kassaflödesposter	8	9	6	9	13	10	11	12
Förändringar i rörelsekapital	-13	7	-1	-7	-2	-11	1	-5
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>7</b>	<b>69</b>	<b>28</b>	<b>9</b>	<b>27</b>	<b>11</b>	<b>29</b>	<b>27</b>
Investeringar i anläggningstillgångar	0	-4	-1	0	0	-2	-2	-2
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	0	0	0	0	0	-2	-2	-2
<b>Kassaflöde från investeringsverksamhet</b>	<b>0</b>	<b>-4</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-4</b>	<b>-4</b>	<b>-4</b>
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>7</b>	<b>64</b>	<b>27</b>	<b>9</b>	<b>27</b>	<b>7</b>	<b>25</b>	<b>23</b>
Förändring av skulder	-11	-15	-10	-10	0	0	0	0
Övriga poster	4	-50	-16	0	-26	-14	-16	-13
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamhet</b>	<b>-7</b>	<b>-64</b>	<b>-26</b>	<b>-10</b>	<b>-26</b>	<b>-14</b>	<b>-16</b>	<b>-13</b>
<b>Kassaflöde</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>-1</b>	<b>1</b>	<b>-7</b>	<b>9</b>	<b>10</b>
<b>Nettoskuld</b>	<b>122</b>	<b>78</b>	<b>64</b>	<b>53</b>	<b>29</b>	<b>21</b>	<b>9</b>	<b>0</b>

Källa: Clemondo Group, Penser by Carnegie

## Balansräkning

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>TILLGÅNGAR</b>								
Goodwill	70	70	70	70	70	70	70	70
Övriga immateriella tillgångar	4	2	1	0	0	2	3	3
Materiella anläggningstillgångar	6	8	8	6	5	5	6	6
Övriga anläggningstillgångar	79	62	55	43	32	22	23	24
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>159</b>	<b>144</b>	<b>134</b>	<b>120</b>	<b>107</b>	<b>100</b>	<b>102</b>	<b>104</b>
Varulager	32	36	38	49	46	47	52	57
Kundfordringar	29	47	42	38	32	41	37	40
Övriga omsättningstillgångar	3	2	3	5	2	3	3	3
Likvida medel och kortfristiga placeringar	0	0	1	0	1	0	9	19
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>64</b>	<b>84</b>	<b>84</b>	<b>92</b>	<b>81</b>	<b>91</b>	<b>101</b>	<b>119</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>223</b>	<b>228</b>	<b>218</b>	<b>212</b>	<b>188</b>	<b>191</b>	<b>203</b>	<b>223</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>								
Eget kapital	38	76	93	101	111	119	132	148
<b>Summa eget kapital</b>	<b>38</b>	<b>76</b>	<b>93</b>	<b>101</b>	<b>111</b>	<b>119</b>	<b>132</b>	<b>148</b>
Långfristiga leasingkulder	64	53	41	28	15	2	3	4
Övriga långfristiga skulder	26	12	3	4	5	5	5	5
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>90</b>	<b>65</b>	<b>44</b>	<b>31</b>	<b>19</b>	<b>6</b>	<b>8</b>	<b>9</b>
Kortfristiga räntebärande skulder	44	12	10	10	0	5	0	0
Leverantörsskulder	25	46	43	45	32	35	37	40
Kortfristiga leasingkulder	14	14	14	15	15	15	15	15
Övriga kortfristiga skulder	12	16	13	10	10	11	11	11
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>95</b>	<b>87</b>	<b>80</b>	<b>80</b>	<b>57</b>	<b>65</b>	<b>63</b>	<b>66</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>223</b>	<b>228</b>	<b>218</b>	<b>212</b>	<b>188</b>	<b>191</b>	<b>203</b>	<b>223</b>

Källa: Clemondo Group, Penser by Carnegie

## Tillväxt och marginaler

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Intäktstillväxt	Neg.	46%	-16%	0%	-6%	-5%	8%	7%
EBITDA-tillväxt, justerad	Neg.	135%	-42%	-40%	33%	-17%	21%	18%
EBIT-tillväxt, justerad	Neg.	309%	-55%	-70%	133%	-28%	44%	26%
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	N.m.	-55%	-81%	196%	-21%	61%	27%
Bruttomarginal	43,0%	42,5%	41,4%	34,2%	37,7%	38,4%	39,5%	40,3%
EBITDA-marginal	11,8%	19,2%	13,3%	8,0%	11,4%	9,9%	11,1%	12,2%
EBITDA-marginal, justerad	11,8%	19,2%	13,3%	8,0%	11,4%	9,9%	11,1%	12,2%
EBIT-marginal	5,2%	14,6%	7,8%	2,4%	5,9%	4,4%	5,8%	6,8%
EBIT-marginal, justerad	5,2%	14,6%	7,8%	2,4%	5,9%	4,4%	5,8%	6,8%
Vinst-marginal, justerad	2,1%	10,6%	5,6%	1,1%	3,6%	3,0%	4,4%	5,2%

Källa: Clemondo Group, Penser by Carnegie

## Avkastning

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
ROE, justerad	Neg.	67%	20%	3%	9%	7%	10%	12%
ROCE, justerad	Neg.	34%	15%	5%	12%	9%	12%	13%
ROIC, justerad	Neg.	33%	15%	5%	11%	8%	12%	15%

Källa: Clemondo Group, Penser by Carnegie

## Kapitaleffektivitet

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Varulager / totala intäkter	13%	10%	13%	16%	16%	17%	18%	18%
Kundfordringar / totala intäkter	12%	13%	14%	12%	11%	15%	13%	13%
Leverantörsskulder / KSV	18%	22%	24%	22%	18%	21%	21%	21%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	43%	30%	30%	28%	22%	27%	24%	24%
Rörelsekapital / totala intäkter	11%	6%	9%	13%	13%	17%	15%	16%
Kapitalomsättningshastighet	1,6x	2,4x	1,9x	2,0x	2,0x	1,9x	2,0x	1,9x

Källa: Clemondo Group, Penser by Carnegie

## Finansiell ställning

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoskuld	122	78	64	53	29	21	9	0
Soliditet	17%	33%	43%	48%	59%	62%	65%	66%
Nettoskulsättningsgrad	3,2x	1,0x	0,7x	0,5x	0,3x	0,2x	0,1x	0,0x
Nettoskuld / EBITDA	4,2x	1,1x	1,6x	2,2x	0,9x	0,8x	0,3x	0,0x

Källa: Clemondo Group, Penser by Carnegie

## Aktiedata

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EPS	0,04	0,29	0,13	0,02	0,07	0,06	0,09	0,12
EPS, justerad	0,04	0,29	0,13	0,02	0,07	0,06	0,09	0,12
FCF per aktie	0,05	0,49	0,20	0,06	0,19	0,05	0,18	0,16
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	0,29	0,57	0,70	0,73	0,80	0,86	0,95	1,07
Antal aktier vid årets slut, m	133	133	133	138	138	138	138	138
Antal aktier efter utspädning, snitt	133	133	133	138	138	138	138	138

Källa: Clemondo Group, Penser by Carnegie

## Värdering

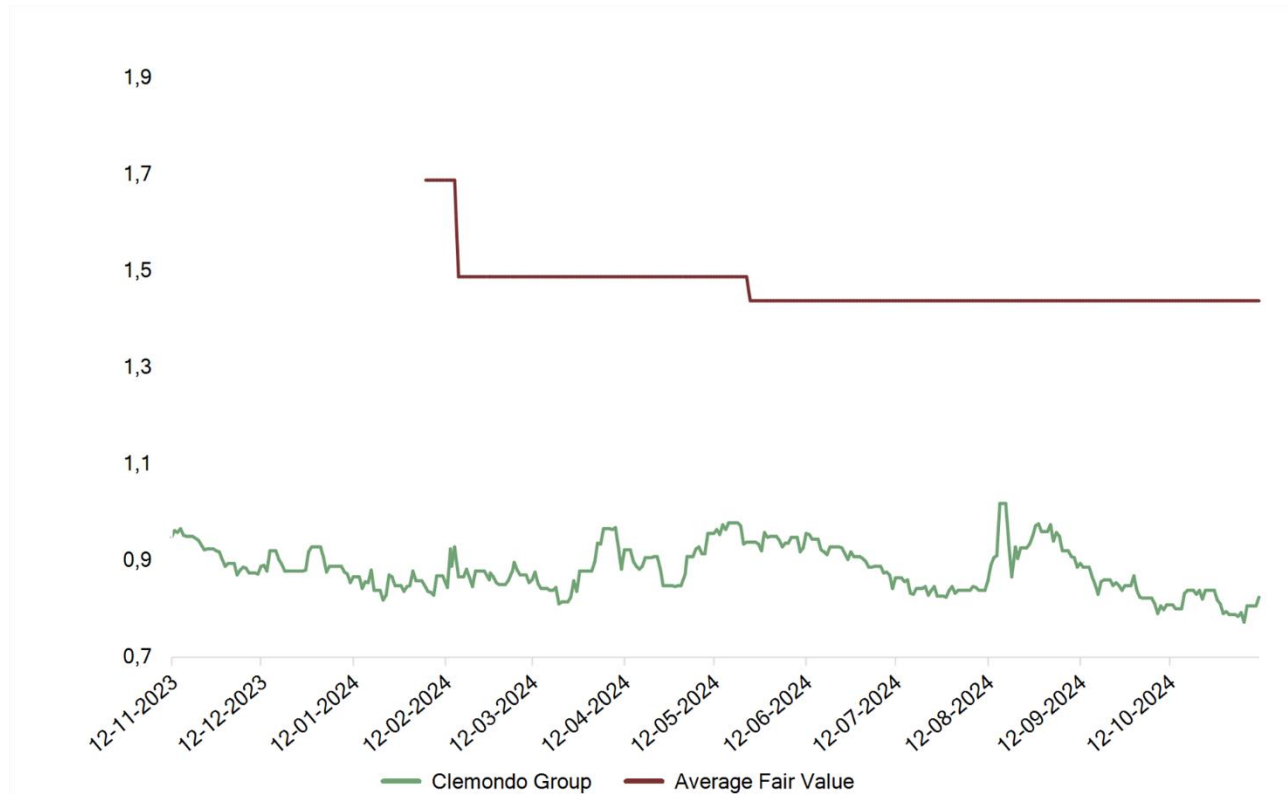
	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
P/E, justerad	18,5x	10,5x	11,6x	34,2x	12,4x	13,8x	8,6x	6,7x
P/EK	2,6x	5,3x	2,1x	1,1x	1,1x	0,9x	0,8x	0,7x
P/FCF	13,8x	6,2x	7,3x	13,3x	4,6x	15,3x	4,3x	4,8x
FCF-yield	7%	16%	14%	8%	22%	7%	23%	21%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	0,9x	1,3x	0,9x	0,6x	0,5x	0,5x	0,5x	0,4x
EV/EBITDA, justerad	7,5x	7,0x	6,5x	7,0x	4,8x	5,0x	4,2x	3,5x
EV/EBIT, justerad	17,2x	9,2x	11,2x	23,9x	9,3x	11,3x	7,9x	6,3x
EV	220	479	262	168	152	133	133	133
Aktiekurs	0,74	3,0	1,5	0,83	0,89	0,79	0,79	0,79

Källa: Clemondo Group, Penser by Carnegie



## Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

### Clemondo Group (CLEM SS EQUITY)



Källa: Penser by Carnegie, IDC

# Disclaimer

## Carnegie Investment Bank AB

Carnegie Investment Bank AB (publ.) är en ledande investmentbank med nordiskt fokus. Företagen i Carnegiegruppen, tillsammans "Carnegie", adderar värde för institutioner, bolag och privatkunder inom områdena aktiehandel, investment banking och private banking. Carnegie har cirka 600 anställda, med kontor i sex länder.

## Penser by Carnegie

I november 2023 förvärvade Carnegie affärsområdet för uppdragsanalys från Erik Penser Bank AB. Detta innefattade den verksamhet under vilken Erik Penser Bank AB t ex har publicerat analytjänsterna Penser Access och Penser Future. Denna verksamhet fortsätter att drivas hos Carnegie under varumärket Penser by Carnegie.

## Värdering, metodologi och antaganden

### Penser Access by Carnegie

Uppdragsanalys under Penser Access by Carnegie inkluderar analytikerns bedömning av ett motiverat värdeintervall på publiceringsdagen, baserat på olika värderingsmetoder. En ofta förekommande metod är diskonterat kassaflöde, där framtida kassaflöden diskonteras till ett nuvärde. Analytikerna kan även använda sig av andra värderingsmetoder, t ex P/E-tal eller EV/EBIT-multiplar, relativt jämförbara bolag för att få fram ett motiverat värde. För bolag där så är lämpligt, kan ett motiverat värdeintervall också baseras på analytikerns bedömning av en rimlig del av företagens substansvärde. Värdeintervallet representerar analytikerns bedömning vid skrivandet av analysen. För mer information om värderingsmodeller, klicka [här](#).

### Penser Future by Carnegie

Uppdragsanalys under Penser Future by Carnegie innehåller inget motiverat värdeintervall, i stället utgår analytikern från fyra olika områden för att bedöma bolaget och belysa de styrkor och svagheter som observerats. De fyra områdena bedöms utifrån följande kriterier - Potential, Risk, Finansiell ställning samt Historik & meriter. Skalan sträcker sig från 1–5 där siffran 5 innebär hög poäng inom respektive område. Exempelvis innebär betyg: 5 på Potential att vi ser stor potential i verksamheten medan betyg: 5 för Risk innebär att vi bedömer risken som hög.

## Uppdateringsfrekvens

Penser by Carnegies aktieanalys består av case-baserad analys, vilket medför att frekvensen av analysrapporter kan variera över tid. Om inte annat uttryckligen sägs i rapporten, uppdateras analysen kvartalsvis eller då det anses nödvändigt av analysavdelningen, t ex i händelse av signifikanta förändringar i marknadsbetingelser, eller vid händelser relaterade till emittenten/det finansiella instrumentet.

## Analytiker intyganden

Analytikern, eller analytikerna, ansvarig(a) för innehållet i denna uppdragsanalys intygat, oavsett förekomsten av några potentiella intressekonflikter som hänvisas till här, att åsikterna som uttrycks i denna uppdragsanalys korrekt återspeglar analytikerns personliga åsikter om bolaget och instrumenten som omfattas. Vidare intygas att analytikern inte har fått, får eller kommer att få direkt eller indirekt ersättning relaterat till specifika rekommendationer eller åsikter i denna uppdragsanalys.

## Potentiella intressekonflikter

Carnegie, eller dess dotterbolag, kan från tid till annan utföra investment banking-tjänster för, eller söka investment banking-tjänster eller annan verksamhet från, något bolag nämnt i denna rapport. Varje sådan offentligt tillkännagiven affär, under de senaste 12 månaderna, kommer att hänvisas till i denna uppdragsanalys. Ett regelverk för hantering av intressekonflikter är implementerat i Carnegie. Investment Banking och andra affärsavdelningar i bolaget är omgivna av informationsbarriärer för att begränsa flödet av känslig information. Personer utanför sådana barriärer kan få tillgång till känslig information endast efter att ha iakttagit tillämpliga förfaranden. Ersättningen till personer som är involverade i att förbereda denna uppdragsanalys är inte knuten till investment banking-transaktioner som utförs av bolaget eller en juridisk person inom samma grupp.

Konfidentiell och icke-publik information rörande Carnegie och dess kunder, affärsaktiviteter och andra omständigheter som kan påverka en tillgångs marknadsvärde ("känslig information") hålls strikt konfidentiell och får aldrig användas på ett otillbörligt sätt.

Interna riktlinjer är implementerade för att säkerställa analytikernas integritet och oberoende. I enlighet med riktlinjerna är analysavdelningen separerad från Investment Banking-avdelningen och det finns inga rapporteringslinjer mellan analysavdelningen och Investment Banking-avdelningen. Riktlinjerna innehåller också regler, som gäller, men inte är begränsade till, följande frågor; kontakter med bolag under täckning, förbud mot att erbjuda gynnsamma rekommendationer, personligt engagemang i bolag under täckning, deltagande i investment banking-aktiviteter, övervakning och granskning av analysrapporter, analytikers rapporteringslinjer och analytikers ersättning.

## Andra väsentliga intressekonflikter

Denna rapport har beställts och betalats av emittenten ("issuer-paid research")

## Distributionsbegränsningar

Denna uppdragsanalys tar inte hänsyn till de specifika investeringsmålen, den finansiella situationen eller de särskilda behoven hos någon specifik person som kan komma att ta emot den. Investerare bör söka finansiell rådgivning om lämpligheten att investera i värdepapper som diskuteras i denna uppdragsanalys och bör förstå att uttalanden om framtida utsikter kanske inte förverkligas. Tidigare resultat är inte nödvändigtvis en vägledning för framtida resultat. Carnegie och dess dotterbolag tar inget ansvar för någon direkt skada eller följdskada, inklusive, utan begränsning, någon förlust som uppstår på grund av användningen av denna uppdragsanalys eller dess innehåll. Denna uppdragsanalys får inte reproduceras, distribueras eller publiceras av någon mottagare för något syfte. Dokumentet får inte distribueras till personer som är medborgare i eller bosatta i något land där sådan distribution är förbjuden enligt tillämpliga lagar eller andra föreskrifter.

Denna uppdragsanalys distribueras i Sverige av Carnegie Investment Bank AB. Carnegie Investment Bank AB är en bank med säte i Sverige, med begränsat ansvar, auktoriserad och reglerad av Finansinspektionen. I Finland utges denna uppdragsanalys av Carnegie Investment Bank AB, finska filialen. Den finska filialen är auktoriserad av den svenska finansinspektionen (Finansinspektionen) och omfattas av begränsad reglering av finska finansinspektionen (Finanssivalvonta). I Norge ges den här uppdragsanalysen ut av Carnegie AS, ett helägt dotterbolag till Carnegie Investment Bank AB. Carnegie AS regleras av den norska finansinspektionen (Finanstilsynet). I Danmark ges den här uppdragsanalysen ut av Carnegie Investment Branch, danska filialen. Den danska filialen är auktoriserad av den svenska finansinspektionen (Finansinspektionen) och omfattas av begränsad reglering av den danska finansinspektionen (Finanstilsynet).

Denna uppdragsanalys distribueras i USA av Carnegie Inc., en USA-registrerad broker-dealer och medlem av FINRA och SIPC. Carnegies analytiker utanför USA är anställda av icke-amerikanska associerade bolag till Carnegie Inc ("non-US affiliates") som inte omfattas av FINRA-föreskrifter. Generellt sett är Carnegies analytiker inte registrerade eller kvalificerade som analytiker hos FINRA och är därför inte föremål för de begränsningar som FINRAs regel 2241 är avsedda att förhindra vad gäller intressekonflikter, genom att bland annat förbjuda viss typ av ersättning, begränsa analytikers handel och begränsa kommunikation med företagen som är föremål för analysrapporten.

Analysrapporter som distribueras i USA är avsedda endast för större amerikanska institutionella investerare och amerikanska institutionella investerare som definieras enligt regel 15a-6 i Securities Exchange Act of 1934. Denna uppdragsanalys tillhandahålls endast för informationsändamål och får under inga omständigheter användas eller betraktas som ett erbjudande att sälja eller en uppmaning att köpa några värdepapper.

Rapporter relaterade till aktieinstrument är utarbetade av icke-amerikanska associerade bolag till Carnegie och distribueras i USA av Carnegie Inc. enligt regel 15a-6(a)(3). När rapporten distribueras av Carnegie Inc, tar Carnegie Inc ansvaret för uppdragsanalysen.

Personer i USA som vill genomföra transaktioner baserade på denna uppdragsanalys bör kontakta Carnegie Inc. Investerare i USA bör vara medvetna om att investeringar i icke-amerikanska värdepapper innebär vissa risker. Värdepappren från icke-amerikanska emittenter är inte alltid registrerade hos, eller omfattas av, de nuvarande informationsrapporterings- och revisionsstandarderna hos US Securities and Exchange Commission

Denna uppdragsanalys har utfärdats i Storbritannien av Carnegie UK, som är den engelska filialen till Carnegie Investment Bank AB. Carnegie UK är auktoriserad och reglerad av Financial Conduct Authority (FCA)

### **Analysdisclaimer**

Denna uppdragsanalys tillhandahålls endast för informationsändamål och får under inga omständigheter användas eller betraktas som ett erbjudande att sälja, eller en uppmaning att köpa eller sälja, något relevant finansiellt instrument. Denna uppdragsanalys har beställts och betalats av emittenten och bör därför betraktas som en marknadsföringskommunikation (dvs inte investeringsrekommendation). Betalning för rapporten har avtalats i förväg på en icke-återbetalningsbar basis. Som uppdragsanalys kan detta material betraktas som en acceptabel mindre icke-monetär förmån enligt MiFID II. Det har inte utarbetats i enlighet med de rättsliga krav som är utformade för att främja oberoende investeringsanalys. Det är dock fortfarande föremål för ett förbud mot handel före spridningen av rapporten.

Carnegie Investment Bank AB är ansvarigt för framställandet av denna uppdragsanalys i Sverige, Finland, Danmark och Storbritannien. Carnegie AS är ansvarigt för framställandet av denna uppdragsanalys i Norge. Carnegie Inc. är ansvarigt för denna uppdragsanalys i USA.

Informationen i denna uppdragsanalys hämtades från olika källor. Medan all rimlig omsorg har tagits för att säkerställa att informationen är sann och inte vilseledande, ger Carnegie ingen representation eller garanti, uttrycklig eller underförstådd, om dess korrekthet eller fullständighet. Carnegie, dess dotterbolag eller någon av deras ledande befattningshavare, anställda eller styrelsemedlemmar kan ha ett innehav i, eller på annat sätt vara intresserade av transaktioner i, värdepapper som direkt eller indirekt är föremål för uppdragsanalys. Alla betydande finansiella intressen som innehas av analytikern, Carnegie eller en juridisk person i samma grupp i förhållande till emittenten kommer att hänvisas till i Företagsspecifika upplysningar härunder samt Intressekonflikter på rapportens förstasida.

### **Företagsspecifika upplysningar**

Delar av denna uppdragsanalys kan ha lämnats till emittenten före dess publicering

Copyright © 2024 Carnegie

---

Carnegie Investment Bank AB  
Regeringsgatan 56  
SE-103 38 Stockholm  
Tel +46 8 676 88 00 Fax +46 8 676 88 95