

Initial analys

2020-02-14

## Clemondo: Tvättäkta turnaround

- Marknadsledare inom hållbara rengöringsmedel
- Lovande omstrukturering har gett första kvartalsvinst på flera år
- Vi är positiva till framtiden och sätter värderingsintervallet 0,85 – 1,19 SEK per aktie

### Analytiker

**Alf Riple, CFA**

073-840 4008

alf.riple@vhcorp.se

**Pascal Dettwiler**

073-332 1473

pascal.dettwiler@vhcorp.se

Aktiens kortnamn	CLEM
Industri	Kemisk tillverkning
Handelsplats	Nasdaq First North
Senaste kurs (SEK)	0,89
Börsvärde (MSEK)	120,9
Bolagsvärde (MSEK)	186,7
Utestående aktier (M)	135,9
- varav free float (M)	66,81

### VHCF motiverat värde per aktie

DCF-värdering 0,85 - 1,19 SEK

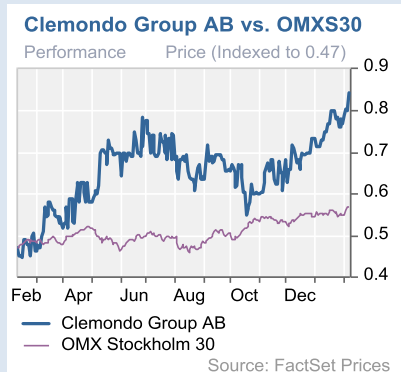
### Clemondo Group AB

Adress	Makadamgatan 16 250 13 Helsingborg
Hemsida	clemondo.se
VD	Jesper Svensson

### Huvudägare (31 Jul 2019)

Huvudägare	Capital (%)
Nortal Investments AB	27,8
LMK Forward AB	24,2
Grevelius, Fredrik	5,5
Danica Pension	4,1
Hasselgården Holding AB	3,9

### Aktiekursens utveckling



	-1m	-3m	-12m
Utveckling (%)	18,2	30,0	79,0
52 veckor (låg/hög) - SEK		0,26 / 0,87	

Källa: FactSet

Clemondo tillverkar och säljer rengöringsmedel under de egna varumärkena Lahega, Liv och Strovels. Varumärkena är riktade mot fordons-, hygien-/lokalvårds- respektive industrimarknaden. Bolaget har dragits med svag lönsamhet under många år men har under ny ledning genomfört en kraftfull omstrukturering under 2019, vilken precis börjar bära frukt.

Branschen är fragmenterad och präglad av svag lönsamhet. Clemondo har emellertid tydliga konkurrensfördelar i form av ledarskap inom hållbarhet och väl inarbetade varumärken. Detta märks genom bruttomarginaler på över 40 procent. Den genomförda omstruktureringen har haft som syfte att sänka operationella kostnader, omorientera marknadssatsningen mot lönsammare segment samt att minska kapitalbindningen och stärka balansräkningen. Resultaten är redan tydliga då bolaget har lyckats vända en period med markant negativa nettoresultat till att rapportera vinst på sista raden under Q4 2019.

Framgent ser vi fortsatt potential för tillväxt genom att expandera både geografisk och genom ökade marknadsandelar. Även om första delen av omstruktureringen är genomförd finns det fortfarande möjligheter till ökade rörelsemarginaler genom förbättringar inom produktionen. Kassaflödena kommer därmed kunna öka markant, vilket ger utrymme för amortering av skulder och på längre sikt även utdelningar.

I vår värderingsmodell har vi förutsatt att bolaget växer organiskt med fem procent per år fram till 2030 och därefter i takt med den långsiktiga BNP-trenden. Vi förväntar oss att EBITDA-marginalen klättrar till 10 procent fram till 2023. Vår DCF-modell pekar på ett motiverat värderingsspann om 0,85 – 1,19 SEK per aktie givet vår uppskattning av risken i dagsläget. Ju mer bolaget lyckas etablera sig som ett stabilt, lönsamt bolag desto mer kommer modellen att motivera framtida värderingshöjningar.

Tabell 1: Finansiell översikt

MSEK	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Intäkter	269,2	250,0	260,6	273,6	287,3
Tillväxt (%)	(10,5%)	(7,1%)	4,2%	5,0%	5,0%
Bruttomarginal (%)	41,4%	43,0%	43,0%	43,0%	43,0%
EBIT	(34,4)	2,1	7,8	11,2	13,4
EBIT-marginal (%)	neg	0,8%	3,0%	4,1%	4,7%
Kassa	(0,0)	0,0	4,6	0,9	5,7
Tillgångar	174,3	151,5	151,8	142,2	141,0
Eget kapital	30,7	28,8	33,2	41,9	53,8
Soliditet (%)	17,6%	19,0%	21,9%	29,5%	38,1%
P/E	neg	neg	28,5	14,4	10,5
ROE	neg	neg	13,2%	20,7%	22,1%
EV/EBIT (x)	neg	93,1	24,5	17,0	14,2
EV/Sales (x)	0,7	0,8	0,7	0,7	0,7

Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

## Innehållsförteckning

Vad gör Clemondo?.....	2
Vad är marknadspotentialen? .....	7
Hur är konkurrensituationen?.....	9
Vilka är Clemondos unika fördelar? .....	11
Vad kommer Clemondo att tjäna? .....	12
Hur ser kassasituationen ut? .....	13
Vad är bolaget värt? .....	14
Vad döljer sig bakom siffrorna?.....	16
Vad kan gå fel? .....	17
Viktiga händelser framöver.....	17

## Vad gör Clemondo?

### Vision: Bidra till en hållbar värld

Clemondo utvecklar produkter och tjänster inom rengöring och hygien. Affärsidén är att vara kundens naturliga samarbetspartner för effektiva helhetslösningar inom formulerad kemi, med visionen om att bli en ledande aktör inom trygg kemi och därmed aktivt bidra till en hållbar värld. Clemondo har ett brett utbud av produkter, som innefattar allt ifrån desinfektionsmedel och duschtvål till avfettningsmedel och spolävska.

Den svenska marknaden för bolagets produkter uppskattas av bolaget att uppgå till över 5 miljarder SEK. Rengöringssegmentet karakteriseras som en mogen marknad och växer i takt med BNP-tillväxten, medan hygiensegmentet uppvisar något snabbare tillväxt. Till följd av en stabil och långsamt växande marknad har Clemondo tillämpat en förvävsstrategi för att skapa tillväxt. Det senaste förvärvet ägde rum 2016, då dåvarande North Chemical (nuvarande Clemondo) förvärvade Lahega för en köpeskilling om 120 miljoner SEK. Sedan dess har ett stort fokus legat på att integrera förvärvet och öka effektiviteten i produktionen.

### Genomgripande omstrukturering...

Clemondo har på grund av problem med lönsamhet initierat ett omfattande arbete med att omstrukturera organisationen, med syfte att sänka kostnader och effektivisera produktionen för att nå lönsamhet. I samband med omstruktureringen har all produktion och lagerhållning flyttats till bolagets huvudkontor och produktionsanläggning i Helsingborg, från att tidigare ha haft produktion i både Helsingborg och i Rörvik. Flytten berörde ett 20-tal tjänster, och leder till stora kostnadsbesparingar på personalsidan i bolaget.

### ... har lett till första kvartalsvinst

Omstruktureringen har fortsatt med full kraft under 2019 under ledning av nya VD:n Jesper Svensson och CFO:n Jesper Friis-Jespersen. Omsättningen har minskat till följd av ett aktivt bortval av mindre lönsamma produktvolym, vilket har lett till stora marginalförbättringar och en vinstutveckling som pekar i rätt riktning. Resultatmässigt har strategin bevisats genom att bolaget vänt en stor förlust under 2018 till att redovisa en positiv vinst på sista raden under Q4 2019. Framgent ligger fokus på att expandera produktionen med rätt produktvolym för att åtnjuta skalfördelar och ytterligare stärka marginalerna.

## Historia – Från North Chemical till Clemondo

North Chemical bildades 2009 och förvärvade Aktiv Kemi under sitt första verksamhetsår. Aktiv Kemi grundades 1992 och ägnade sig helt åt legotillverkning av rengöringsprodukter. Detta innebär att bolaget tillverkar och utvecklar sina produkter tillsammans kunden, så kallad private label. Hela produktionen var då förlagd till Rörvik i Småland.

### Två förvärv under 2012

Under 2012 förvärvade North Chemical två bolag, A Clean Partner (ACP) och Maritech. De nya bolagen kompletterade North Chemical väl, och erbjöd också en expansion in i nya marknader och kundsegment. ACP ansvarade för affärsområdet fordon och industri, medan Maritech inriktade sig mot export och marin. Båda nyförvärv hade sin forskning och utveckling samt produktion i Alingsås, Västergötland. Efter nyförvärven uppgick koncernen till 55 anställda. Under 2016 flyttade North Chemical hela sin produktion till Rörvik.

### Lahega förvärvades 2016

2016 var det dags för nästa förvärv. Denna gången var siktet inställt på det konkurrerande bolaget Lahega, med huvudkontor och produktion i Helsingborg. Lahega var verksam inom samma kundgrupp som North Chemical, med huvudfokus på fordon och industri. Förvärvet motiverades av en ytterligare marknadspenetration, bredare produktportfölj samt tillgång till nya kundsegment. Vidare uppnåddes en förbättrad konkurrenskraft och position, vilket gjorde det möjligt att approacha större kunder.

Lahega hade en större andel egna varumärken, till skillnad från North Chemical. Detta förklarar varför Lahega historiskt visat starkare bruttomarginaler och bättre lönsamhet. Köpeskillingen uppgick till 120 miljoner SEK. Affären finansierades genom en kombination av nyemitterade aktier och banklån. Efter förvärvet bytte koncernen namn till NC Lahega, som under 2017 ändrades till Clemondo Group.

Under 2018 genomförde Clemondo en nyemission som tillförde bolaget 40,8 miljoner SEK innan emissionskostnader. Emissionslikviden skulle huvudsakligen användas till att finansiera ett åtgärdsprogram som ämnade att stärka Clemondos lönsamhet och konkurrenskraft. I åtgärdsprogrammet koncentrerades produktionen till Helsingborg, vilket medförde att produktionen i Rörvik lades ner. Flytten innebar stora personalbesparingar då ett 20-tal medarbetare blev berörda av åtgärden.

### Ökat fokus på egna varumärken

Under slutet på 2018 meddelades ytterligare intensifieringar av åtgärdsprogrammet. Det beslutades att fokusera mer på bolagets egna varumärken, och att skala bort projekt och satsningar som inte stöttar kärnaffären. 11 tjänster påverkades av beslutet. I samma veva kommunicerades att Jesper Svensson skulle tillträda som VD med start i januari 2019. Jesper Svensson kom från en tjänst som försäljningschef på Clemondo.

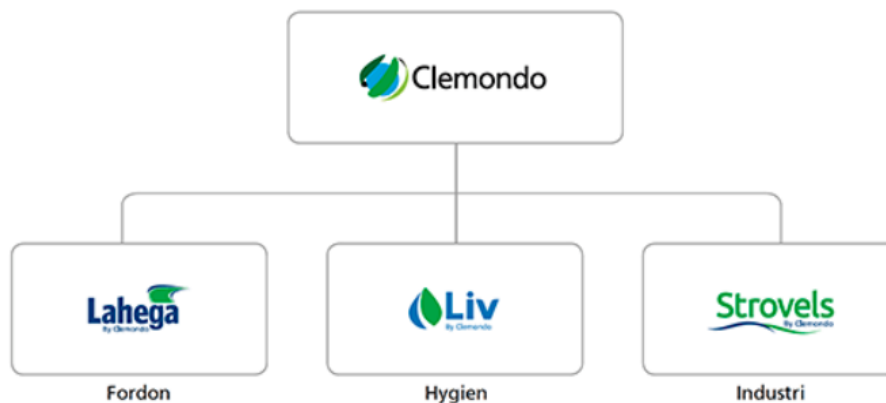
#### Tabell 2: Historik

<b>2009:</b>	North Chemical bildas och förvärvar Aktiv Kemi i Småland
<b>2012:</b>	Bolaget förvärvar ACP och Maritech och expanderar till nya marknader och kundsegment
<b>2013:</b>	North Chemical noteras på Nasdaq First North
<b>2016:</b>	Hela produktionen flyttas till Rörvik, Småland North Chemical förvärvar Lahega för en köpeskillning om 120 miljoner SEK
<b>2017:</b>	North Chemical byter namn till Clemondo Group
<b>2018:</b>	En grundlig översyn av verksamheten genomförs och ett omfattande åtgärdsprogram initieras En företrädesemission inbringar 40,8 miljoner SEK innan emissionskostnader Produktionen i Rörvik flyttas till Helsingborg
<b>2019:</b>	Jesper Svensson tillträder som VD och Jesper Friis-Jespersen tillträder som CFO

## Varumärken

Clemondos verksamhet drivs genom tre affärsområden som marknadsför och tillverkar rengörings- och hygienprodukter i produktionsanläggningen i Helsingborg. Fabriken i Helsingborg har en produktionslina som är välanpassad för att hantera den variabilitet som råder för olika produkter. Den har ett produktionstillstånd som uppgår till 30 miljoner liter årligen, och nuvarande produktion nyttjar endast omkring 15 miljoner liter. De tre varumärkena är Lahega för fordon, Liv för hygien och Strovells för industri. Lahega står för dryga hälften av bolagets volym, med Liv och Strovells delar ungefär lika på återstående hälft. Nedan beskrivs varumärkena i mer detalj.

Figur 1: Clemondos varumärken



### Lahega

Lahega erbjuder helhetslösningar inom tvätt- och fordonsvård, både direkt till konsumenter och till professionella användare. Till konsumenter erbjuds en mindre produktserie under namnet Autorange, och Lahegas professionella kunder utgörs av allt ifrån stora lastbilstvättar och bilåterförsäljare till biltvättar och rekonditioneringsföretag.

#### 70% miljömärkta produkter

I helhetserbjudandet finns mer än bara produkter för tvätt- och fordonsvård. Lahega erbjuder även utbildningar, översyn av arbetsmetoder samt stöd gällande lagstiftning och tillstånd för exempelvis kemi, farligt gods och miljö. Inom produktsegmentet erbjuds ett stort antal produkter som omfattar bland annat yttre och inre rekord av fordon, lackkonservering, högeffektiv fordonstvätt av person- och lastbilar, transport- och entreprenadfordon samt tåg. I produktsortimentet för fordonsvård består 70 procent av miljömärkta produkter.

Produktsortimentet kompletteras av noga utvald utrustning för att underlätta och säkerställa en optimal dosering. Detta i kombination med utbildningar om hur man använder Lahega-produkterna på ett hållbart och tryggt sätt, skapar de bästa förutsättningarna för hållbar och miljömässigt optimal användning.

#### Treårigt avtal med Bilja

Under Q1 2019 ingick Clemondo ramavtal med Bilja om att förse samtliga Bilja-anläggningar i Sverige och Norge, totalt 106 stycken, med miljömärkta produkter för biltvätt och fordonsvård. Avtalet löper under tre år med möjlighet till förlängning. Clemondo bedömer att affären är värd 8 miljoner SEK årligen, med potential att addera ytterligare volym på sikt.

#### Marknadsledare inom offentlig sektor

### Liv

Liv är varumärket som erbjuder produkter inom desinficering, hudvård och rengöring, samt produkter för lokalvård. I erbjudandet ingår utförlig dokumentation och utbildning om hur produkterna används mest optimalt. På så sätt säkerställs hög kvalitet och kundnöjdhet. Liv är marknadsledande inom offentlig sektor och majoriteten av Sveriges regioner använder produkter från Livs sortiment. Under 2018 ändrades marknadsfokuset från kommuner och

regioner till att rikta mer insatser mot den privata sektorn. Detta på grund av att lönsamheten generellt sett är låg i den offentliga sektorn till följd av upphandlade avtal, medan det finns möjlighet till mer gynnsamma marginaler i den privata sektorn.

### Viktigt avtal med europeisk jätte

Liv ingick under 2019 ett avtal med Staples om att erbjuda hygien- och städprodukter till och med 2021. Samarbetet bedöms vara ett nyckelavtal för Clemondo då Staples är ett av Europas största företag för kontorsmaterial, städ, hygien och omsorg.

### Strovels

Strovels är det övergripande varumärket och innefattar produkter inom rengöring och processhjälpmedel för tillverknings- och livsmedelsindustrin. Inom industri förknippas ofta kemiska produkter med mycket administration, men samtidigt är rengöring är en viktig faktor för en optimerad industriprocess och sund verksamhet. Strovels erbjuder tre olika produktserier skapade för olika segment. En produktserie för generell industrirengöring, en för livsmedelsbranschen och en för tyngre tillverkningsindustri.

Produktserien för generell industrirengöring utgör ett komplett rengöringsprogram, baserat på bolagets erfarenhet i branschen, där det primära fokuset ligger på renhållning av maskiner och anläggningar. För livsmedelsbranschen erbjuds helhetslösningar för att hjälpa kunderna att anpassa sig till ökande hygienkrav i branschen. För tyngre tillverkningsindustri avses att optimera produktvalen, öka korrosionsskyddet och minska skumningen. En effektiviserad rengöring ökar en produktionsanläggningens tillgänglighet och optimerar produktionsflödet.

### Kunder erbjuds support kring miljökrav

Strovels har tagit fram ett koncept riktat till specifika branscher. I konceptet ingår utbildningar om hur produkter ska användas och i vilka sammanhang. Det erbjuds också support för att underlätta en anpassning till ökade miljökrav. I konceptet ingår även en tjänst som hjälper kunderna att upprätthålla en uppdaterad kemikalieförteckning baserat på dess inköp, vilket sparar tid vid miljörapportering och miljörevision. Vidare erbjuder Strovels tjänster som att bistå vid val av de mest effektiva produkterna, vilket ökar livslängden på maskiner och utrustning och kortar ned torktider. Denna tjänst ger i förlängningen minskade kostnader och en ökad produktion för kunderna.

### Bolaget och nyckelpersonerna

Clemondo har 58 anställda på anläggningen i Helsingborg samt 6 anställda som utgår från ett nyöppnat kontor i Lammhult, Småland. Ledningsgruppen består av 6 personer; VD, CFO, sälj- och marknadschef, inköpschef, fabrikschef (fordon) samt HR-ansvarig. De mest centrala personerna beskrivs mer nedan.

**VD Jesper Svensson** tillträdde i januari 2019 och kommer från en position som försäljningschef på Clemondo. Tidigare har Jesper arbetat som VD för ett dotterbolag till Cavotec-koncernen och varit placerad i Dubai. Han har även erfarenhet från att ha varit VD för utländska bolag inom flygsäkerhetskoncernen ABD Safegate.

**CFO Jesper Friis-Jespersen** anställdes av Clemondo i april 2019. Han kommer från en tidigare roll som CFO på Dreamwork och har tidigare bland annat varit CFO på Fiskars AB, samt controller och IT-chef för divisionen Doors i Nobia-koncernen. Jesper har en examen som civilekonom.

**Mathias Andersson** anställdes som inköpschef i april 2017. Han har erfarenhet av ledande befattningar och strategiskt arbete från sina 14 år som inköpare inom den kemtekniska branschen. Han kom senast från en roll som enhetschef på Scandinavian Hair Company.

### Ägare och finansiering

Clemondo noterades på Nasdaq First North under slutet av 2013. Sedan dess har bolaget genomfört två företrädesemissioner. Den senaste ägde rum under juli 2018 där emissionslivkiden främst ämnade att finansiera åtgärdsprogrammet samt att stärka balansräkningen.

Bolaget har ingen enskild huvudägare men däremot två ägare som sitter på större ägarintressen.

#### Två ägare kontrollerar 52 % av bolaget

Den enskilt största ägaren är Nortal Investments AB som har en ägarandel om 27,8 procent. Nortal Investments ägs av finansmannen Stefan Persson och ingår i en grupp med många affärsintressen i svenskt affärsliv. Den näststörsta ägaren är LMK Forward AB som äger 24,2 procent av Clemondo. LMK är ett investmentbolag som ägs av arvingarna till en av grundarna till Axis Communications, och har ägarintressen i ett stort antal skånska bolag. I företrädesemissionen 2018 tecknade både Nortal Investments och LMK Forward sina respektive pro-rata andelar i emissionen.

#### Tillväxt genom marknadsandelar, geografisk spridning och förvärv

##### Strategi och affärsmodell

Clemondos strategi är att etablera en marknadsledande position inom utvalda marknadssegment genom att erbjuda ett helhetserbjudande som underlättar för kunden och skapar mest möjliga mervärden. Strategin ska möjliggöra att Clemondo kan växa organiskt, dels genom ökade marknadsandelar och dels genom en ökad geografisk spridning. Därtill strävar bolaget efter att växa genom strategiska förvärv på den fragmenterade kemtekniska marknaden. Genom kontinuerliga förändringsarbeten och fokus på lönsamhet ämnar Clemondo att uppnå sina målsättningar och operativa mål. De finansiella målsättningarna innefattar en årligt tillväxt om minst 10 procent, varav hälften organiskt, en EBITDA-marginal om minst 10 procent över en konjunkturcykel samt en soliditet som överstiger 30 procent.

#### Arbetar med hållbarhet genom hela värdekedjan

Utöver detta har bolaget även ett hållbarhetsmål om att andelen miljömärkta produkter ska öka med minst 5 procentenheter årligen "tills en realistisk nivå är uppnådd". Som tillståndspliktig kemikalietillverkare arbetar Clemondo aktivt med hållbarhet och miljöarbete genom hela värdekedjan, från framtagning av nya produkter, till produktion och slutligen avfall. Samtliga produkter utvärderas löpande enligt substitutionsprincipen, vilket innebär att om miljöfarliga ämnen kan bytas ut mot mer miljövänliga alternativ, så görs detta utan undantag.

#### F&U-avdelningen är en strategisk tillgång

Vidare har Clemondo en kundorienterad forsknings- och utvecklingsavdelning som har en nära kontakt med allt ifrån maskintillverkare till råvaruleverantörer, myndigheter och andra forskare. Detta i kombination med ett välutrustat utvecklingslaboratorium skapar goda förutsättningar för ett utvecklingsarbete tillsammans med kunder. Utöver det gemensamma utvecklingsarbetet fyller forskning och utveckling flera nyckelroller, genom att rationalisera produktsortimentet, effektivisera tillverkningsprocesserna och öka säkerheten.

Bolaget säljer till grossister, återförsäljare och direkt till slutliga användare. Dessa aktörer bearbetas aktivt med marknadsföring för att skapa en push-pull-effekt, där man drar in slutkund in mot produkterna och trycker ut produkterna mot grossister och återförsäljare.

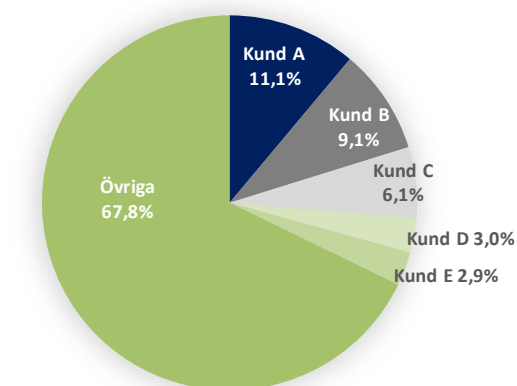
#### Låg koncentration i kundmassan

Bolaget har uppnått en god spridning i kundmassan där endast ett fåtal kunder utgör en signifikant del av omsättningen. Den enskilt största kunden stod för 11 procent av omsättningen 2019 och endast tre kunder stod var isär för mer än tre procent av bolagets totala omsättning.

#### Fortsatt utrymme för processförbättringar

Åtgärdsprogrammet som initierades 2018 har haft tydliga effekter men har också haft ett begränsat omfång. Fokuset har varit på kostnadsbesparingar, förenklingar av interna processer och att stärka balansräkningen. Det finns fortfarande utrymme för förbättringar på

Figur 2: Clemondos kunder, andel av total omsättning 2019



Källa: Clemondo

andra områden. Resultatet som eftersträvas är en minskad komplexitet och bättre lönsamhet. Exempelvis skulle bolaget kunna öka andelen produkter och tjänster som outsourcas. Ett annat exempel är att man ska kunna förenkla inköpsrutiner och eventuellt köpa in mer förädlade råvaror. Slutligen skulle bolaget, eventuellt genom förvärv, kunna fortsätta flytta tyngdpunkten mot mer lönsamma marknadssegment och att ytterligare komplettera produkterbjudandet.

### Vad är marknadspotentialen?

Behov av rengöring finns överallt, i alla länder och sektorer i ekonomin. Den europeiska branschföreningen International Association for Soaps, Detergents and Maintenance Products (AISE) har uppskattat den årliga omsättningen av rengöringsprodukter i Europa till 36,7 miljarder EUR (2018). Den största delen, totalt 29,1 miljarder EUR, utgörs av produkter som säljs till privata hushåll. Den professionella rengöringsmarknaden står för de kvarvarande 7,6 miljarder EUR i omsättning.

Den professionella rengöringsmarknaden kan indelas i marknadssegmenten vård, livsmedel och lantbruk, storkök och catering, teknisk rengöring, lokalvård samt tvätt. Clemondo har produkter som riktar sig mot alla dessa marknadssegment. Vårdmarknaden är den största av segmenten. Teknisk rengöring, där fordonsmarknaden ingår, står för runt 16 procent av den professionella marknaden i Europa, se Figur 1.

**Europeisk marknad om 37 mdr EUR**

**Den professionella marknaden växer knappt 3% per år**

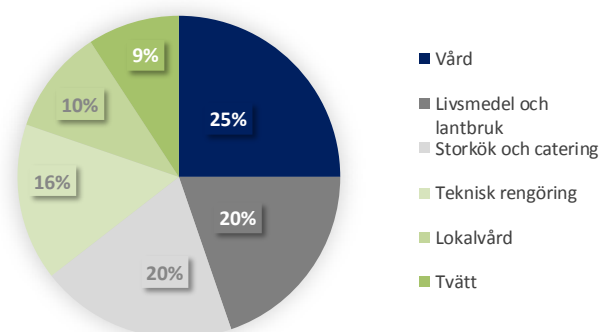
**Miljökraven leder till skalfördelar**

Marknaden för rengöringsprodukter är en mogen marknad, med en tillväxt som i stora drag följer BNP-tillväxten. Totalmarknaden har haft en genomsnittlig årlig tillväxt om 0,9 procent under femårsperioden 2013-2018 enligt AISE. Marknaden för professionell rengöring växer emellertid klart snabbare. Jämfört med 2013, hade den professionella marknaden i 2018 växt med 15,2 procent, motsvarande 2,9 procent i årstakt.

För att växa snabbare behöver bolag antingen ta marknadsandelar från konkurrenter eller expandera till nya geografier. En faktor som kan vara avgörande för ett bolags marknadsposition är hur väl det lyckas anpassa sig till ständigt högre krav på hållbarhet. Trenden med hårdare krav på hållbarhet samt en ökad efterfrågan på miljömärkta produkter som är skonsamma för människa och miljö blir alltmer evident. Det är kostsamt att ligga i framkant av denna utveckling och mindre aktörer får därmed svårare och svårare att vara lönsamma. Detta bidrar till en konsolidering av marknaden, där Clemondo har varit medverkande vid flertalet förvärv.

Clemondo har historiskt haft största delen av sin försäljning i Sverige. Framöver kommer fokuset sannolikt riktas mot den nordiska marknaden, och den adresserbara marknaden blir därmed betydligt större. Summerar man BNP för samtliga nordiska länder, finner man att Nordens ekonomi är cirka tre gånger större än Sveriges. Clemondo har tidigare gjort uppskattningar av marknadsstorleken i Sverige för bolagets tre huvudmarknader fordon, hygien och industri. För hela Norden borde marknaden på varje område vara cirka tre gånger större.

Figur 3: Marknad för professionell rengöring i Europa, mdr EUR

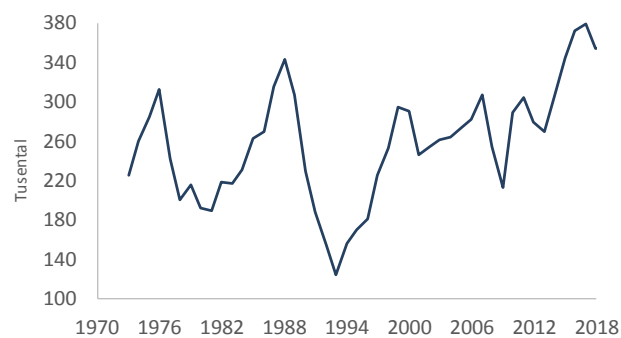


Källa: A.I.S.E. Activity and Sustainability Report 2017-18

### Fordonsmarknaden

Fordonsmarknaden utvecklas i takt med tillväxten i antal bilar, bussar och lastbilar på vägarna. Under 2019 uppgick nyförsäljningen av personbilar i Sverige till 356 tusen, vilket var den tredje högsta nivån någonsin.

Figur 4: Antal nyregistrerade bilar i Sverige



Källa: bilsweden.se (2020)

#### 30% av personbilar tvättas månatlig

En undersökning genomförd av Kantar Sifo visar att runt 30 procent av svenska bilägare tvättar bilen en gång i månaden eller mer, medan nästan 60 procent uppger att de tvättar den varannan månad eller mer sällan. Efterfrågan på tvättprodukter för fordon visar en tydlig säsongsvariation. Under sommaren tvättas bilar mer sällan och på vintern oftare, något som märks i Clemonds försäljning under året.

#### Allt flera tvättar på professionella stationer

Flertalet bilägare är medvetna om att tvätta bilen på gatan eller egna tomten medför risk för förorening av sjöar och vattendrag. Tvätt- och sköljvatten innehållande rester av olja och tungmetaller kan rinna ner i dagvattensbrunnar och vidare ut i naturen. Därför är tvätt på andra ställen än tvätthallar och automatvättar, där avloppsvattnet renas, förbjudet i många kommuner. Över tid vill detta kunna driva en större andel av biltvättarna över till professionella biltvättar.

#### Nästan 5 miljoner fordon på svenska vägar

Under 2018 fanns det enligt Statistiska Centralbyrån 4,9 miljoner personbilar registrerade i Sverige. Motsvarande siffra för tunga fordon och bussar var 654 tusen respektive 15 tusen. Yrkesbilar tvättas oftare än privata bilar eftersom de i regel används dagligen och dessutom är synliga representanter för företag. Clemondo har gjort beräkningar där de uppskattar marknadsvärdet av tvättprodukter för fordonsmarknaden till cirka 3 miljarder SEK. Förutsätter man att hela Norden utgör målmarknad för Clemondo, är fordonsmarknaden omkring tre gånger större än detta.

#### Städbolag är en viktig kundgrupp

### Marknaden för hygien och lokalvård

Marknaden för hygien och lokalvård karakteriseras av hög konkurrens och ett stort antal mindre företag. Enligt Almegas branschrapport för städ- och servicebranschen för 2017, fanns det knappt 2 900 aktiebolag med sammanlagt 56 tusen anställda, med en omsättning om drygt 29 miljarder SEK. Utöver dessa aktiebolag drivs många städbolag som enskilda firmor eller som handelsbolag, vilket gör att den totala marknaden i realiteten är betydligt större. Clemondo har uppskattat marknadsstorleken med förutsättningen att förbrukningsvaror utgör två till fyra procent av städbolagens omsättning, vilket talar för en totalmarknad i Sverige om mellan 0,5 och 1 miljard SEK. På nordiskt plan kan marknaden uppgå till mellan 1,5 och 3 miljarder SEK.

#### Marginalpress vid offentlig upphandling

Marknaden för hygienprodukter till kommuner och regioner upphandlas utifrån Lagen om offentlig upphandling. Alla som uppfyller beställarens krav får vara med och konkurrera, och utvärderingen sker sedan utifrån ett prisperspektiv. En påtaglig trend är att fler offentliga upphandlingar tar mer miljöaspekter i beaktning vid upphandlingar. Upphandlingarna leder till pressade priser och låga marginaler, vilket har fått Clemondo att rikta mer av sina marknadsinsatser mot den privata marknaden. Clemondo har uppskattat att den svenska marknaden för hygienartiklar till offentliga institutioner samt privata grossister och återförsäljare uppgår till cirka 235 miljoner SEK. På nordisk basis räknar vi således med en total målmarknad om runt 700 miljoner SEK.



### Kunderna intensiverar sitt hållbarhetsarbete

#### Marknaden för tillverknings- och livsmedelsindustri

Industriverksamheter utgör det tredje marknadssegmentet som Clemondo riktar sig mot. Bolaget har observerat att allt fler aktörer inom livsmedels- och tillverkningsindustrin arbetar aktivt med hållbarhet i hela sin produktkedja. Detta medför höga krav på både renlighet och miljöarbete för att skaffa sig konkurrensfördelar. Livsmedelsföretagen är dessutom viktiga kunder på grund av de särskilt stränga hygienkraven i deras bransch, vilket driver efterfrågan på många sorters rengöringsmedel för maskiner och anläggningar.

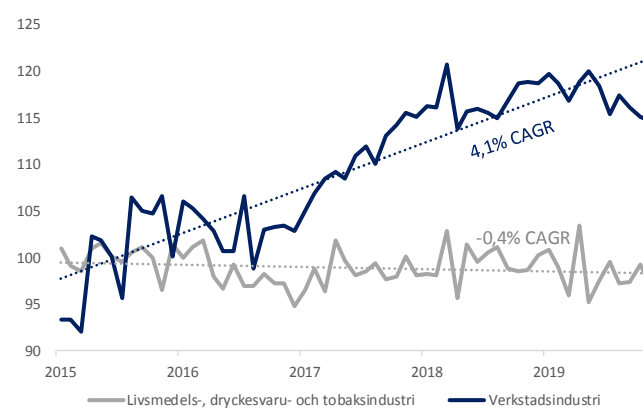
För Clemondo är det en fördel att kunna erbjuda produkter som möter branschens krav och bidrar till att stödja utvecklingen mot renare processer. Clemondo erbjuder dessutom rådgivning kring hållbara rengöringslösningar vilket bidrar ytterligare till kundernas konkurrenskraft på hållbarhetsområdet.

### Positiv långsiktig trend inom tillverkningsindustri

Marknaden för rengöringsprodukter inom industrin är nära kopplad till utvecklingen i produktionsvolymer för de enskilda industrierna. Svensk industriproduktion har vuxit starkt under den senaste femårsperioden. Sedan ett par år har industrin emellertid upplevt en svacka till följd av minskade handelsvolymer globalt och oro kring världspolitik, Brexit och handelshinder. Detta har märkts tydligt inom verk-

stadsindustrin, vilken omfattar många underleverantörer till fordonsindustrin som har haft en utmanande period de senaste par åren. Den långsiktiga trenden talar dock för att industrin kan börja expandera igen om den politiska oron lägger sig, och växa mer i linje med den allmänna BNP-tillväxten. Inom livsmedelsindustrin talar trenden däremot för fortsatt stagnation, efter i princip oförändrad produktionsvolym under 2019 jämfört med 2015.

Figur 5: Industriproduktionsindex



Källa: Statistiska Centralbyrån

Clemondo har uppskattat att marknaden för rengöringsprodukter till den svenska industrin uppgår till runt 500 miljoner SEK årligen. Inom hela Norden borde den samlade marknaden kunna uppgå till runt 1,5 miljarder SEK.

#### Hur är konkurrenssituationen?

Bolagen som är verksamma på Clemondos marknader kan grovt sett delas in i två grupper. I ena gruppen finns internationella jättar inom kemtekniska produkter, med välkända varumärken och globala distributionsnät. I andra gruppen finns en lång rad nordiska aktörer där många är små, nischade och till stor del orienterade mot private label-marknaden.

Bland de internationella storbolagen märks följande:

### Bland konkurrenter finns globala kemijättar

**Würth (privat, DE)** är ett familjeägt, världsledande bolag inom verktyg, maskindelar och kemiska produkter för professionella kunder inom olika sektorer. Många av deras produkter riktar sig mot fordonsmarknaden och det är där Clemondo märker konkurrensen. Bolaget verkar i 80 länder, har nästan 80 tusen anställda och en årlig omsättning om runt 14 miljarder EUR.

**Diversey (privat, US)** är en global leverantör av rengöringsprodukter till flera sektorer såsom övernattnings-, livsmedel-, vård och lokalvård. Det är inom hygien och lokalvård som bolaget konkurrerar med Clemondo. Diversey har huvudkontor i South Carolina, har cirka 9 000 anställda över hela världen och omsätter för runt 2,6 miljarder USD årligen. Bolaget var

tidigare en division inom Sealed Air Corp (NYSE: SEE) fram till dess att det förvärvades av private equity-bolaget Bain Capital år 2017 för en köpesumma om 3,2 miljarder USD.

**EcoLab (NYSE: ECL)** är en global spelare inom vatten-, energi- och rengöringslösningar för olika sektorer, bland annat vård, livsmedel och tillverkningsindustri. Bolaget konkurrerar med Clemondo inom hygien och lokalvård samt industri. EcoLab har cirka 48 tusen anställda, verkar i 170 länder och en årlig omsättning kring 15 miljarder USD.

**Clorox (NYSE: CLX)** tillverkar och marknadsför rengöringsprodukter för både privata hushåll och professionella kunder. Bolaget har många kända varumärken inom desinficering, lokalvård, tvätt samt specialiserade produktserier för vårdsektorn. Bolaget konkurrerar med Clemondo inom hygien och lokalvård. Clorox har cirka 9 000 anställda och en årlig omsättning runt 6 miljarder USD.

### Svanenmärkning minskar jättarnas konkurrensfördelar

Gemensamt för de globala storbolagen är att de har mycket resurser att satsa på den nordiska marknaden. Deras skalfördelar är emellertid mindre än vad man skulle tro. På den nordiska marknaden gäller ett samarbete på miljöområdet där produkter som uppfyller vissa miljökrav kan märkas med den gröna Svanensymbolen (höger). Det är myndigheter underlagda regleringen i vart av de nordiska länderna som ansvarar för vilka krav en produkt måste uppfylla för att uppnå Svanenmärket. Det innebär att en global spelare i många fall måste anpassa sina produkter för att kunna sälja dem i Norden. De behöver även lokal kompetens för att hålla sig uppdaterade om ändringar i miljöstandarderna, då kraven höjs med några års mellanrum.

Figur 6: Svanenmärkning



Förutom de globala storbolagen finns det en lång rad nordiska bolag på samma marknader som Clemondo. Våldigt många av dessa är små bolag med relativt låg omsättning. Bland de större hittar man exempelvis:

### Flertalet nordiska konkurrenter är små

**Kiilto (privat, FI)** är en familjeägd finsk koncern verksam inom kemiska lösningar för industri samt professionella hygien- och egenvårdsprodukter. Efter förvärvet av svenska CCS Healthcare i mars 2019 har bolaget blivit en nordisk marknadsledare inom många segment på hygienområdet, vilket är där det konkurrerar med Clemondo. Kiilto har drygt 900 anställda i 12 länder och försäljning i hela världen. Under 2018 omsatte bolaget för 165 miljoner EUR.

**OrganoClick (STO: ORGC)** är ett svenskt miljöteknikföretag som gör funktionella material baserade på fiberkemi. I produktportföljen ingår även rengöringsmedel riktade mot industrimarknaden, vilka konkurrerar med vissa av Clemondos produkter. OrganoClick har huvudkontor i Täby, omsätter för runt 80 miljoner SEK om året och aktien handlas på Nasdaq First North sedan 2015.

**Smartab (privat, SE)** med huvudkontor i Uppsala har försäljning och distribution av industrikemikalier, bilvårdsprodukter och tvättutrustning till professionella kunder. Bolaget ägs till 75 procent av brittiska Autosmart International, vars produkter Smartab har svensk agentur på. Bolaget omsätter för runt 120 miljoner SEK på årsbasis.

**Arom-Dekor Kemi (privat, SE)** är en totalleverantör av fordonskemikalier till den nordiska transportsektorn, där hemmamarknaden uppges vara Sverige och Norge. Bolaget erbjuder även vissa produkter till industri och konsumentmarknaden. Bolaget har cirka 40 anställda och omsätter för cirka 200 miljoner SEK årligen.

Clemondo uppskattar att det finns hundratals bolag i Sverige som har någon form av kemteknisk verksamhet. Eftersom regleringarna på miljöområdet blir ständigt tuffare, behöver varje bolag lägga mycket kostnader på att hålla sig uppdaterade. Mindre bolag har lägre försäljningsvolymer att fördela dessa kostnader på, och vinstmarginalerna är därför i

många fall mycket låga. Mindre bolag har dessutom mindre resurser att lägga på varumärkesbyggande och väljer istället att erbjuda produkter till återförsäljares egna varumärken (private labels) vilket ytterligare innebär pressade marginaler. Slutligen sker mycket av inköpen i hygienmarknaden genom upphandlingar där priset spelar en stor roll, vilket är ytterligare en faktor som pressar lönsamheten.

Konkurrensförhållandena kan emellertid vara till fördel för de något större bolagen. De höga investeringskraven i miljökunnande och varumärkesbyggande fungerar också som en inträdesbarriär för etablering av nya bolag. Därmed finns större möjligheter att utnyttja skalfördelar för att uppnå lönsamhet för bolag som redan har uppnått en kritisk massa på försäljningssidan.

### **Vilka är Clemondos unika fördelar?**

Clemondo har några tydliga konkurrensfördelar som gynnar dem i mötet med både nordiska och globala konkurrenter:

#### **Ledande position inom hållbarhet**

Clemondo har en utarbetad miljöfokus som genomsyrar hela leverantörskedjan. Detta positionerar bolaget som en branschledare där miljön kommer först, i varje hänseende. Även om marknaden för rengöringsprodukter kan anses som stabil så pågår en ständig kamp om vilken tillverkare som är mest miljövänlig. I Norden brukar detta kvantifieras genom antalet Svanenmärkta produkter ett bolag har i sitt sortiment, och Clemondo är den aktören med flesta Svanenmärkta produkter.

#### **Lokala expertis på nordisk miljöstandard**

Clemondo har en grupp på 5 personer som utvecklar bolagets miljöarbete för att ligga i framkant av de nordiska miljökraven. Globala rengöringsjättar saknar ofta samma lokala expertis och behöver hämta in kunskap från olika mindre aktörer i Norden. Detta verkar till Clemondos fördel, då det neutraliserar de större konkurrenternas resursmässiga övertag.

#### **Uppnått kritisk massa**

I rengöringsbranschen råder överetablering med ett stort antal olönsamma småbolag. Marknaden är mogen och långsamt växande. Det är därför en styrka att Clemondo har uppnått en kritisk massa och producerar, i nordiska mått mätt, stora volymer. Med utgångspunkt i dessa volymer är det möjligt för Clemondo att utnyttja skalfördelar i hela värdekedjan.

#### **Erfaren säljkår**

Clemondo har en rutinerad och mycket erfaren säljkår. Detta möjliggör ett bättre helhetserbjudande som skapar långa kundrelationer. Säljarna fungerar som rådgivare för att erbjuda sina kunder den bästa lösningen efter deras behov. Kunden får, genom en tilldelad kontaktperson, inspel om synergier i kundens totala affär och hur deras verksamhet kan optimeras.

#### **Bred produktportfölj**

Inom rengöringsprodukter för fordonsindustrin utmärker Clemondo sig som en aktör som kan erbjuda en komplett lösning som täcker kundens samtliga kemproblem. Detta förenklar inköpsprocessen från kundsidan.

### Vad kommer Clemondo att tjäna?

För att uppskatta ett motiverat börsvärde för Clemondo har vi arbetat fram ett finansiellt scenario för den kommande tioårsperioden. Vi har tagit utgångspunkt i bolagets egna finansiella målsättningar. Clemondo har ett uttalat finansiellt mål om att växa med 10 procent, varav 5 procent organiskt, och en EBITDA-marginal om minst 10 procent över en konjunkturcykel.

**Vi förutsätter 5% årlig tillväxt fram till 2030**

Då bolaget valt att inte längre särredovisa intäkterna på respektive affärsområde är det inte möjligt att prognostisera intäktsområdena separat. Därför tittar vi på bolagets aggregerade omsättning, som vi uppskattar att växa med 5 procent per år, vilket är i linje med bolagets egen målsättning. Vi har valt att fokusera enbart på den organiska tillväxten eftersom förvärvsdriven tillväxt inte är relevant ur ett värderingsperspektiv. Vidare har vi antagit en säsongsvariation i omsättningen i linje med det historiska mönstret. Efter den explicita prognosperioden, år 2031 och framåt, antar vi en evig tillväxttakt om 2,5 procent årligen.

Bolaget verkar på en mogen marknad och det innebär att den växer i takt med övriga ekonomin. För att bolaget ska lyckas växa med fem procent kommer det behöva ta marknadsandelar från sina konkurrenter och/eller expandera geografiskt. Under 2018 kom 86 procent av intäkterna från Sverige, 13 procent från övriga Europa och mindre än en procent från övriga marknader. Vi tror att bolaget kan vända sig till marknader utanför Sverige för att uppnå tillväxt. Sannolikt skulle en sådan satsning först och främst rikta sig mot marknader som ligger geografiskt nära Sverige, exempelvis övriga nordiska länder.

**Bruttomarginal estimeras försiktig till 43%**

Vi har valt att anta en bruttomarginal om 43 procent under prognosperioden, vilket är i linje med bruttomarginalen under 2019. Detta kan anses konservativt då det sannolikt kommer finnas möjligheter till billigare inköp och starkare bruttomarginaler efterhand som Clemondo expanderar, särskilt då bolaget aktivt valt att exkludera mindre lönsamma produkter ur sitt erbjudande. Vi väljer att lämna utrymme för bolaget att överraska positivt och har därför valt att hålla bruttomarginalen fixerad på 43 procent tills vidare, men vi erkänner att rätt produktvolym kan ge skalfördelar.

**Utrymme för expansion med befintlig personalstyrka**

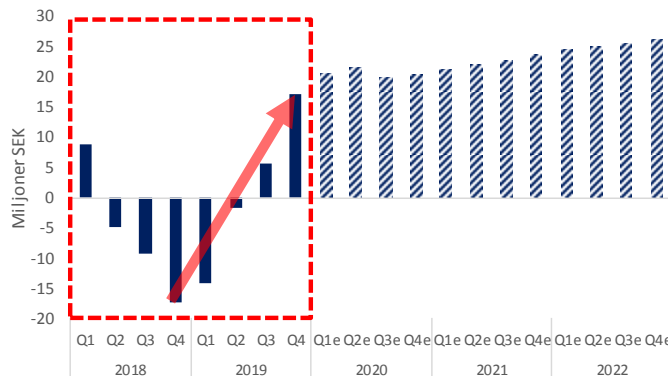
Historiskt sett har Clemondo dragits med höga personalkostnader, särskilt efter förvärvet av Lahega. Bolaget har i sitt pågående åtgärdsprogram signifikant minskat antalet anställda men vi räknar med att bolaget med den nuvarande personalen har kapacitet att expandera produktionen upp till 300 miljoner SEK, utan rekrytering av ny personal. I vår modell antar vi därför en ytterst modest personalexpansion fram tills att bolaget omsätter 300 miljoner SEK, när detta skett har vi modellerat en ökande personalstyrka om 2 procent årligen. I Figur 7 nedan visas hur bolagets åtgärdsprogram framgångsrikt har reducerat antalet anställda, och framöver illustreras hur vi tror personalantalet kommer hållas lågt även i takt med att omsättningen ökar. Omsättning per anställd var 2018 cirka 3,5 miljoner SEK, och vi beräknar att denna ökar till 4,5 miljoner SEK 2023.

Figur 7: 12-mån rullande intäkter och antal anställda



Source: Västra Hamnen Corporate Finance

Figur 8: 12-mån rullande EBITDA



Till följd av ett mindre antal anställda kommer sannolikt flertalet funktioner läggas ut på externa konsulter vilket medför en effektivisering av verksamheten. Vi har antagit en upp-trappning av övriga operationella kostnader, jämfört med det historiska genomsnittet, mätt i förhållande till personalkostnader. Detta innebär således att en del av kostnaderna kommer flyttas från personalkostnader till övriga operationella kostnader. Vi har antagit att övriga rörelsekostnader uppgår till 75 procent av personalkostnaderna under 2020, för att sedan öka till 85 procent 2022, för att sedan vara konstanta under resten av prognosperioden.

### 12-13% EBITDA-marginal mot slutet av prognosperioden

Detta resulterar i en prognos om en EBITDA-marginal på omkring 8 procent under 2020, som vi förväntar oss långsamt öka för att sedan landa i intervallet 12 till 13 procent i slutet på prognosperioden. Detta är något högre än bolagets egen finansiella målsättning, men vi anser detta vara ett trovärdigt utfall om bolaget framgångsrikt genomför sin omstrukturering och sedan expanderar från en mer lönsam bas.

Clemondo har en stor immateriell tillgång i form av goodwill på 67,4 miljoner SEK som härstammar från förvärvet av Lahega. Goodwill skrivs ned med 10 miljoner SEK om året och belastar det redovisningsmässiga resultatet som Clemondo uppvisar. Vidare har bolaget en hög skuldsättningsgrad vilket även belastar resultaträkningen. I takt med att bolaget åtnjuter positiva kassaflöden förväntar vi oss att bolaget amorterar ned sina skulder, vilket drastiskt kommer att minska de finansiella kostnaderna framöver (se Tabell 3 nedan). En lägre skuldsättning ger även fördelar i form av att öka kapitalutrymmet som behövs för ett möjligt förvärv.

### Vinst på sista raden 2020

Bolaget har under åren ackumulerat förluster som kan användas för att kvitta framtida skattemässiga resultat. Därför förväntar vi oss inte att bolaget kommer betala skatt förrän 2023. Utifrån detta finansiella scenario förväntar vi oss att se ett resultat på sista raden som uppgår till 4,4 miljoner SEK redan under innevarande år.

**Tabell 3: Resultaträkning i sammandrag**

MSEK	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
<b>Intäkter</b>	<b>269,2</b>	<b>250,0</b>	<b>260,6</b>	<b>273,6</b>	<b>287,3</b>	<b>301,7</b>	<b>316,7</b>
Kostnad sålda varor	(157,9)	(142,5)	(148,5)	(156,0)	(163,8)	(171,9)	(180,5)
Operativa kostnader	(128,8)	(90,3)	(91,8)	(93,9)	(97,3)	(99,2)	(101,0)
<b>EBITDA</b>	<b>(17,4)</b>	<b>17,2</b>	<b>20,3</b>	<b>23,8</b>	<b>26,2</b>	<b>30,6</b>	<b>35,2</b>
Av-/nedskrivningar	(16,9)	(15,2)	(12,5)	(12,5)	(12,8)	(13,0)	(13,2)
<b>EBIT</b>	<b>(34,4)</b>	<b>2,1</b>	<b>7,8</b>	<b>11,2</b>	<b>13,4</b>	<b>17,5</b>	<b>21,9</b>
Finansnetto	(5,3)	(4,4)	(3,4)	(2,6)	(1,5)	(0,4)	(0,4)
Skatt	7,0	(1,5)	-	-	-	(0,9)	(4,4)
<b>Nettoresultat</b>	<b>(32,6)</b>	<b>(3,8)</b>	<b>4,4</b>	<b>8,7</b>	<b>11,9</b>	<b>16,2</b>	<b>17,1</b>

Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

### Hur ser kassasituationen ut?

### Mer än 50 MSEK i likviditetsreserv

Clemondo har sedan flera år tillbaka använt sig av kort- och långfristiga lån för att säkerställa att bolaget har finansiering till sin löpande verksamhet. En av bolaget huvudägare, LMK Forward, har ställt en kreditram till bolagets förfogande som uppgår till 50 miljoner SEK. Utöver detta garanterar LMK ett lån till bolaget via en checkräkningskredit som uppgår till ytterligare 50 miljoner SEK. Per den 30 september 2019 uppgick de outnyttjade kreditfaciliteterna sammanlagt till 52,1 miljoner SEK. Vi anser att detta belåningsutrymme är mer än tillräckligt för att finansiera bolaget till dess att det kan bygga upp en egen kassareserv och amortera ner sina skulder.

## Snabbt sjunkande skuldsättningsgrad

När verksamheten genererar positiva och stabila kassaflöden är det rimligt att bolaget amorterar ner sina utstående räntebärande skulder, då dessa belastar kassaflödet med höga räntekostnader. I takt med att bolaget amorterar ned sina skulder, och samtidigt förbättrar bruttoreultatet, förväntar vi oss stora förbättringar i nyckeltal som skuldsättning/EBITDA.

Nyckeltalet är ett mått på hur många år det tar att betala ner bolagets skulder. Det är värt att poängtera att detta endast är ett tänkbart scenario. I realiteten finns möjligheten att bolaget väljer att amortera ned sina skulder långsammare och istället använder överskottet till att betala utdelningar till aktieägare, investerar i verksamheten eller realiserar sin förvärvsagenda. Det är dock en styrka att ha möjligheten att avsevärt kunna förbättra sin finansiella situation.

Rörelsekapitalet är stabilt och bolaget visar inga tendenser på att binda upp onödigt kapital. Bolaget har likvärdiga betalningsvillkor gentemot kunder som leverantörer, vilket är en styrka då bolaget inte behöver investera avsevärt för att ta sig an nya kunder. Ett stort fokus under innevarande åtgärdsprogram har varit att frigöra upplåst kapital i balansräkningen, främst genom en minskad lagerhållning mot privat label-kunder. Vidare har bolaget inga väsentliga investeringar i närtiden framför sig. Vi har antagit modesta investeringar på 0,5 miljoner SEK per kvartal som går till att täcka underhåll och reparationer av maskiner. Vi anser att bolaget inte behöver några märkbara investeringar för att bibehålla, och i viss utsträckning, expandera nuvarande produktion.

## Vad är bolaget värt?

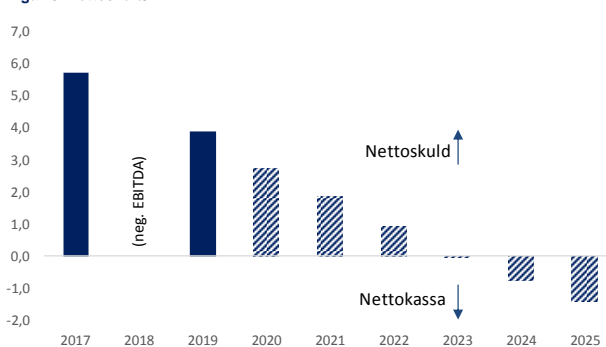
Vi använder två olika metoder för att värdera Clemondo, en DCF-värdering med utgångspunkt i det finansiella scenariot vi beskrivit ovan, samt en peer-värdering. DCF-värderingen görs i två steg. Vi beräknar först bolagsvärdet under förutsättning av att bolaget framgångsrikt genomför sitt åtgärdsprogram och når en varaktig lönsamhet. Sedan justerar vi detta värde med en riskfaktor för att reflektera risken att bolaget skulle misslyckas med sin turnaround. Med utgångspunkt i det läge Clemondo befinner sig i och vår bedömning av risken kopplat till omstruktureringen, anser vi att sannolikheten att lyckas ligger i spannet 80 till 100 procent. Faktorer som talar för en högre risk är att bolaget har ett track-record med flertalet misslyckade åtgärdsprogram bakom sig. Denna gången anser vi att det finns mer trovärdighet i åtgärdsprogrammet än tidigare. Trovärdigheten härleds från vad den nya ledningen redan har åstadkommit på kort tid, såsom en minskad lagerbindning, effektiviserat antalet anställda samt konsoliderat bolagets produktion till Helsingborg.

## Vi tillämpar en WACC om 13%

Eftersom riskfaktorn tar hand om omstruktureringsrisken kan vi diskontera modellens kassaflöden med en lägre diskonteringsränta (WACC) än annars vore fallet. Vi har valt en WACC om 13 procent för Clemondo. Bolaget är till stor del skuldfinansierat, där vi antagit en genomsnittlig räntekostnad på 8 procent, medan vi antar att aktieägarna har ett avkastningskrav på 15 procent. Det viktade genomsnittet blir 12,5 procent men då företaget i snabb takt amorterar ned sin skuld kommer andelen egenkapitalfinansiering att öka. Vi väljer därför en WACC om 13 procent.

Det diskonterade värdet av kassaflödena under modellens explicita period fram till 2030 summerar till 141,5 miljoner SEK. Till detta adderar vi ett terminalvärde som är värdet av det diskonterade fria kassaflödet från och med 2031 med en evig tillväxttakt om 2,5 procent. Sammantaget ger modellen ett motiverat bolagsvärde om 229,3 miljoner SEK innan vi applicerar riskfaktorerna kopplat till omstruktureringen som beskrivits ovan. Vi använder dessa multiplikatorer för att riskjustera bolagsvärdet. Det motiverade bolagsvärdet blir

Figur 9: Nettoskuld/EBITDA



Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

183,4 miljoner SEK om vi använder 80 procents riskvikt och 229,3 miljoner SEK om vi använder 100 procent.

#### DCF-modellen motiverar 0,85 – 1,19 SEK per aktie

För att gå från bolagsvärde till börsvärde justerar vi för bolagets nettoskuld (räntebärande skulder minus likvida medel). Nettoskulden uppgick till 66,8 miljoner SEK vid utgången av 2019. Dessutom drar vi bort marknadsvärdet av utestående optionsprogram, 0,8 miljoner SEK, eftersom det utgör ett åtagande för bolaget. Då landar vi på ett motiverat börsvärde om 115,8 miljoner SEK med 80 procents riskvikt och 161,7 miljoner SEK med 100 procents vikt. **Det motsvarar en motiverad kurs per aktie om 0,85 respektive 1,19 SEK.**

**Tabell 4: DCF-modellantaganden**

MSEK	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Nettoomsättning	250,0	260,6	273,6	287,3	301,7	316,7	332,6	349,2
EBIT	7,8	11,2	13,4	17,5	21,9	24,9	32,8	39,2
EBIT margin	3,0%	4,1%	4,7%	5,8%	6,9%	7,5%	9,4%	10,7%
Justerad skatt	-	-	-	(2,5)	(4,5)	(5,1)	(6,8)	(8,1)
<b>NOPLAT (= EBIT - skatt)</b>	<b>7,8</b>	<b>11,2</b>	<b>13,4</b>	<b>15,0</b>	<b>17,4</b>	<b>19,8</b>	<b>26,0</b>	<b>31,2</b>
Av-/nedskrivning	12,5	12,5	12,8	13,0	13,2	13,4	8,4	3,6
Capex + rörelsekapital	(4,5)	(11,0)	(4,6)	(4,6)	(4,6)	(4,6)	(4,6)	(4,6)
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>15,8</b>	<b>12,8</b>	<b>21,7</b>	<b>23,4</b>	<b>26,0</b>	<b>28,5</b>	<b>29,8</b>	<b>30,1</b>

#### DCF (MSEK)

WACC	13,0%	13,0%
Bolagsvärde (EV)	229,3	229,3
Risikfaktorer	80%	100%
Riskjusterad EV	183,4	229,3
Nettoskuld	(66,8)	(66,8)
Optionsvärde	(0,8)	(0,8)
<b>Motiverat börsvärde</b>	<b>115,8</b>	<b>161,7</b>
Utstående aktier (M)	135,86	135,86

#### Värde per aktie (SEK)

<b>0,85</b>	<b>1,19</b>
-------------	-------------

#### Känslighetsanalys (värde per aktie, SEK)

		Riskfaktorer			
		70%	80%	90%	100%
WACC	15%	0,49	0,63	0,77	0,91
	14%	0,58	0,73	0,88	1,04
	13%	0,68	<b>0,85</b>	<b>1,02</b>	<b>1,19</b>
	12%	0,81	1,00	1,19	1,38
	11%	0,97	1,18	1,39	1,60

Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

Vi har även värderat Clemondo utifrån prissättningen av jämförbara bolag, en så kallad peer-värdering. Svårigheten med att värdera bolag mot varandra är att hitta bra jämförelsebara bolag som har liknande affärsintressen och geografisk närvaro som bolaget som ska värderas. Den bästa jämförelsen vi kan göra är mot andra tillverkande bolag inom rengöringsbranschen. Vi har valt att begränsa urvalet av dessa bolag till de som är aktiva på liknande marknader, och därmed endast inkluderat europeiska och nordamerikanska bolag. Vidare har vi endast inkluderat bolag som uppvisar en årlig tillväxttakt lägre än 12 procent, för att matcha Clemondo i största möjliga utsträckning. Urvalet väljs sedan de mest närliggande bolagen efter bolagsbeskrivningar. Jämförelsebolagen är listade i tabell 5.

Vi har valt att jämföra på basis av våra försäljnings- och vinstestimater för Clemondo för år 2022. Vi har valt detta året då åtgärdsprogrammet bör hunnit få full effekt och vi väntar oss att bolaget nått en varaktig lönsamhet, vilket ger mer representativa siffror att använda som underlag till peer-värderingen. 2022 ser vi för oss att Clemondo omsätter 287,3 miljoner SEK med EBITDA om 26,2 miljoner SEK och en nettovinst om 11,9 miljoner SEK.

#### Peer-värdering indikerar 1,09 – 1,42 SEK per aktie

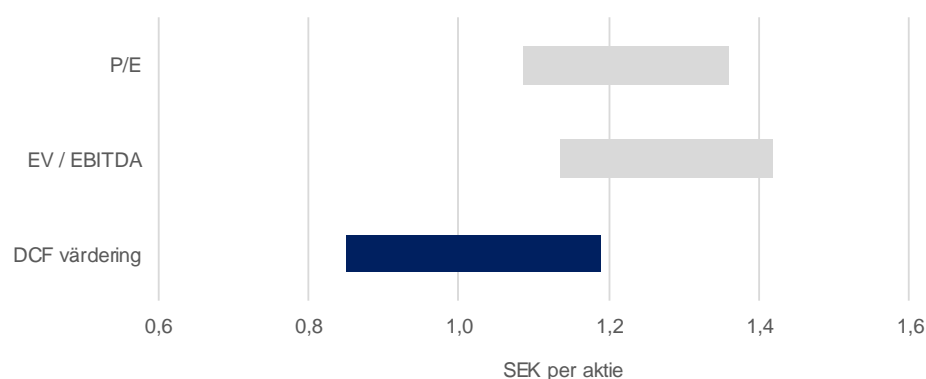
Det är stora skillnader mellan de olika peer-bolagen vad gäller multipel-värdering. Till viss del verkar det hänga samman med bolagsstorlek då de två bolagen med högst omsättning värderas högre. Vi har tagit medelvärdet av bolagens multiplar och applicerat på Clemondos prognosticerade estimat för år 2022, diskonterat till nuvärde och slutligen justerat med riskfaktorerna 80 respektive 100 procent som i DCF-modellen. **Sammantaget motiverar peer-analysen ett spann för aktiens värde om 1,14 – 1,42 SEK baserat på P/E och 1,09 – 1,36 SEK baserat på EV/EBITDA.**

Tabell 5: Peer-analys

MSEK	Nettovinst			Bolagsvärde	EBITDA	Omsättning	Bolagsvärde /EBITDA	Bolagsvärde /omsättning
	Börsvärde	T12M	P/E					
<b>Clemondo</b>	<b>120,9</b>	<b>(3,8)</b>	<b>neg</b>	<b>186,7</b>	<b>17,2</b>	<b>250,0</b>	<b>10,8x</b>	<b>0,7</b>
ECOLAB (US)	568 207,0	14 201,6	40,6	638 311,0	28 577,3	138 281,7	22,3x	4,6
McBride plc (UK)	1 481,7	142,1	15,6	2 909,3	560,3	8 543,9	5,2x	0,3
PCC Exol (PL)	875,0	67,6	12,9	1 328,8	122,0	1 542,4	10,9x	0,9
Clorox Company (US)	198 567,0	7 719,8	26,4	226 500,0	12 279,7	58 021,2	18,4x	3,9
Ocean Bio-Chem, Inc (US)	329,3	25,4	12,9	339,4	45,9	385,4	7,4x	0,9
Medelvärde			21,7				12,9	
<b>Clemondo 2022e</b>		<b>11,9</b>			<b>26,2</b>	<b>287,3</b>		
<b>Motiverat värde per aktie, SEK</b>			<b>1,14 - 1,42</b>				<b>1,09 - 1,36</b>	

Källa: Factset, Västra Hamnen Corporate Finance

Figur 10: Football field - DCF, EV/EBITDA, P/E



Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

### Vad döljer sig bakom siffrorna?

I våra analyser brukar vi undersöka om bolaget använder redovisningsmetoder eller kommunicerar förhållanden utanför resultat- och balansräkningen som har betydelse för tolkningen av rapporterade siffror. Bolagets ekonomi kan vara starkare eller svagare än rapporterna omedelbart ger vid handen och detta kan ha betydelse för värderingen.

I senaste kvartalsrapporten hade Clemondo en avsättning som uppgick till 10,3 miljoner SEK. Detta är relaterat till nedstängningen av produktionen i Rörvik. Även om en avsättning är gjord så finns det ingen garanti att det avsatta beloppet täcker en framtida potentiell utgift. Den faktiska utgiften kan båda bli mindre och större än det avsatta beloppet.

Utänför balansräkningen har Clemondo AB rapporterat företagsinteckningar på SEK 65 miljoner gällande ställda säkerheter avseende kortfristiga lån. Inteckningen ger banken företräde till tillgångar vid en eventuell likvidation men bör inte påverka aktieägare vid normaldrift.

### Potentiell utspädning vid optionsinlösen

Under 2019 ställde Clemondo ut ett optionsprogram om 6,6 miljoner teckningsoptioner. Optionsprogrammet blev fulltecknat av ledningsgruppen och kan maximalt utspäda ut existerande aktieägare med 4,6 procent. Teckningsoptionerna är för närvarande out-of-the-money och vi behandlar det aktuella marknadsvärdet av optionerna som en utestående skuld för bolaget. Vår värderingsmodell tar höjd för detta.



<b>Risk att vändningen visar sig kortlivat</b>	<b>Vad kan gå fel?</b> <p>Sedan den nya ledningsgruppen tillsattes har ett stort fokus legat på att förbättra lönsamheten i bolaget. Detta är dock inte det första åtgärdsprogrammet bolaget genomgått och flera misslyckade försök finns i backspeglarna. Vi anser att detta åtgärdsprogram har mer trovärdighet och högre sannolikhet att lyckas än tidigare försök. Detta tar utgångspunkt dels i de åtstramningar och effektiviseringar som redan realiserats under den nya ledningen, men också genom utformningen av åtgärdsprogrammet. Förut har bolaget försökt att expandera sig ur lönsamhetsproblem genom förvärv. Detta har resulterat i ökade volymer men inte förbättrad lönsamhet. Denna gången tittar ledningen för lösningar inåt, och har valt att skala bort mindre lönsamma volymer. Åtgärdsprogrammet fokuserar på att minska kostnaderna för att öka lönsamheten. Emellertid kvarstår risken att omställningen till lönsamhet fördröjs eller misslyckas. Ett sådant scenario skulle ha allvarliga och långtgående negativa effekter på aktiekursen.</p>
<b>Hög skuldsättning innebär sårbarhet</b>	<p>Clemondo är aktiv på en marknad som präglas av hög konkurrens och pressade priser, vilket leder till pressade marginaler. På denna marknad framstår Clemondo som en relativt liten aktör, där det finns konkurrenter med stora finansiella muskler. De har möjligheten att använda prissättning som ett vapen för att driva ut mindre lönsamma aktörer.</p> <p>Clemondo är i stor utsträckning skuldfinansierat. Riskerna med en hög skuldsättningsgrad är dels att bolaget är känsligt för förändringar i ränteläget, och dels för att den låga soliditeten innebär sårbarhet mot makroekonomiska bakslag. Bägge delar kan leda till ökade räntekostnader som medför en ökad låneupptagning, vilket resulterar i en negativ räntekostnadsspiral.</p>
<b>Råvarupris- och växelkursrisk</b>	<p>Bolaget är exponerat för stigande råvarupriser då det i produktionen används ett stort antal insatsvaror. Ökade inköpspriser har en direkt inverkan på bruttomarginalen. Många gånger kan ökade råvarupriser föras över på slutkunden men då marknaden är prispressad finns risken att det tillverkande bolaget får svälja ökade kostnader. På en mindre men ökande andel av sortimentet anges priser till slutkund i EUR, vilket till viss utsträckning neutraliserar valutakursförändringar då majoriteten av råvaruinköp sker i EUR. Vidare har bolaget mandat att valutasäkra delar av omsättningen.</p>
<b>Inte beroende av enskilda leverantörer</b>	<p>Till den riskminimerade sidan kan det belysas att bolaget inte har ett starkt beroende av vare sig kunder eller leverantörer. Endast tre kunder står enskilt för mer än 3 procent av den totala omsättningen och omsättningen till dessa tre kunder uppgick till 26,3 procent av intäkterna. Vidare köps råvaror in från stora återförsäljare som i stor utsträckning är utbytbara mot varandra.</p> <p>Till sist ska nämnas att bolaget är verksamt på en marknad som ständigt utmanas med nya regulatoriska miljökrav. Än så länge har Clemondo legat i framkant när det gäller många miljöhänsedanden, men om en miljöskandal skulle uppenbara sig finns det risk att detta har en negativ inverkan på bolagets varumärken och således framtida intäkter.</p>
<b>Vi ser fram emot nya kundavtal</b>	<b>Viktiga händelser framöver</b> <p>Några viktiga händelser framöver kommer vara att se hur åtgärdsprogrammet faller ut. Clemondo har haft tre år i rad med negativa siffror på sista raden och det är av största vikt att bolaget lyckas leverera på vad de har sagt och börja visa vinster. Utfallet kommer synas i kvartals- och årsredovisningar.</p> <p>Andra händelser att hålla utsikt efter framöver är när bolaget ingår i nya återförsäljningsavtal. Under 2019 annonserades två stora avtal, ett med Bilia om miljömärkt bilvård och ett återförsäljningsavtal med Staples. Om det inkommer nya avtal framöver, särskilt med väletablerade aktörer, kan det ha positiv inverkan på aktiekursen.</p>

**Flera förvärv kan komma på tal**

Till sist finns det en möjlighet att Clemondo förvärvar intressanta objekt som tillför mervärden för bolaget. Ett sådant förvärv behöver inte nödvändigtvis syfta till att öka produktionsvolymen. Spekulativt kan det finnas potentiella förvärvskandidater som bidrar med strategiska värden som bidrar till att lyfta bolagets kunderbjudande som helhet.

**Finansiell kalender**

13 maj 2020	Delårsrapport Q1 2020
14 maj 2020	Årsstämma
20 augusti 2020	Delårsrapport Q2 2020
12 november 2020	Delårsrapport Q3 2020

## Resultaträkning - årlig data

kSEK	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Nettoomsättning	300 897	269 247	250 023	260 579	273 608	287 288	301 652	316 735
<b>Summa intäkter</b>	<b>300 897</b>	<b>269 247</b>	<b>250 023</b>	<b>260 579</b>	<b>273 608</b>	<b>287 288</b>	<b>301 652</b>	<b>316 735</b>
Kostnad såldavaror	(161 038)	(157 908)	(142 500)	(148 530)	(155 956)	(163 754)	(171 942)	(180 539)
<b>Bruttovinst</b>	<b>139 859</b>	<b>111 339</b>	<b>107 523</b>	<b>112 049</b>	<b>117 651</b>	<b>123 534</b>	<b>129 711</b>	<b>136 196</b>
Personalkostnader	(73 806)	(81 700)	(52 625)	(52 000)	(52 000)	(52 800)	(53 600)	(54 613)
Övriga rörelsekostnader	(48 001)	(47 080)	(37 675)	(39 780)	(41 860)	(44 484)	(45 560)	(46 421)
<b>EBITDA</b>	<b>18 052</b>	<b>(17 441)</b>	<b>17 223</b>	<b>20 269</b>	<b>23 791</b>	<b>26 250</b>	<b>30 551</b>	<b>35 163</b>
Av- och nedskrivningar	(17 497)	(16 920)	(15 173)	(12 490)	(12 544)	(12 814)	(13 034)	(13 213)
<b>EBIT</b>	<b>555</b>	<b>(34 361)</b>	<b>2 050</b>	<b>7 779</b>	<b>11 247</b>	<b>13 436</b>	<b>17 516</b>	<b>21 950</b>
Finansnetto	(5 213)	(5 285)	(4 364)	(3 396)	(2 572)	(1 545)	(417)	(376)
<b>EBT</b>	<b>(4 658)</b>	<b>(39 646)</b>	<b>(2 314)</b>	<b>4 383</b>	<b>8 675</b>	<b>11 891</b>	<b>17 099</b>	<b>21 574</b>
Skatt	(3 408)	7 022	(1 500)	-	-	-	(892)	(4 444)
<b>Periodens resultat</b>	<b>(8 066)</b>	<b>(32 624)</b>	<b>(3 814)</b>	<b>4 383</b>	<b>8 675</b>	<b>11 891</b>	<b>16 207</b>	<b>17 129</b>
<b>Vinst per aktie (SEK)</b>	<b>(0,06)</b>	<b>(0,25)</b>	<b>(0,03)</b>	<b>0,03</b>	<b>0,07</b>	<b>0,09</b>	<b>0,12</b>	<b>0,13</b>
<b>Tillväxt (%)</b>								
Nettoomsättning	na	-10,5%	-7,1%	4,2%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
EBITDA	na	na	na	17,7%	17,4%	10,3%	16,4%	15,1%
EBIT	na	na	na	279,5%	44,6%	19,5%	30,4%	25,3%
Resultat	na	na	na	na	97,9%	37,1%	36,3%	5,7%
<b>% av nettoomsättning (%)</b>								
Bruttomarginal	46,5%	41,4%	43,0%	43,0%	43,0%	43,0%	43,0%	43,0%
EBITDA marginal	6,0%	neg	6,9%	7,8%	8,7%	9,1%	10,1%	11,1%
EBIT marginal	0,2%	neg	0,8%	3,0%	4,1%	4,7%	5,8%	6,9%
EBT marginal	neg	neg	neg	1,7%	3,2%	4,1%	5,7%	6,8%
Vinstmarginal	neg	neg	neg	1,7%	3,2%	4,1%	5,4%	5,4%
Personalkostnader	24,5%	30,3%	21,0%	20,0%	19,0%	18,4%	17,8%	17,2%
Totala rörelsekostnader	40,5%	47,8%	36,1%	35,2%	34,3%	33,9%	32,9%	31,9%
<b>Lönsamhet (%)</b>								
ROE	neg	neg	neg	13,2%	20,7%	22,1%	23,2%	19,7%
ROIC	0,3%	neg	1,5%	6,3%	9,3%	12,1%	17,4%	24,4%
ROCE	0,5%	neg	2,5%	10,2%	15,1%	16,7%	17,4%	18,0%

Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

**Balansräkning - årlig data**

kSEK	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Varulager	40 421	33 849	32 211	32 860	33 522	34 198	34 887	35 590
Kundfordringar	43 872	39 290	35 667	41 122	43 178	45 337	47 603	49 984
Kassa och bank	217	(2)	1	4 636	875	5 732	26 367	50 093
<b>Summa omsättningstillg.</b>	<b>84 510</b>	<b>73 137</b>	<b>67 879</b>	<b>78 618</b>	<b>77 575</b>	<b>85 266</b>	<b>108 857</b>	<b>135 667</b>
Materiella tillgångar	21 092	17 453	12 641	12 151	13 607	14 793	15 759	16 545
Immateriella tillgångar	87 544	75 722	64 638	54 638	44 638	34 638	24 638	14 638
Finansiella tillgångar	3 092	8 012	6 344	6 344	6 344	6 344	6 344	6 344
<b>Summa anläggningstillg.</b>	<b>111 728</b>	<b>101 187</b>	<b>83 623</b>	<b>73 133</b>	<b>64 589</b>	<b>55 775</b>	<b>46 741</b>	<b>37 527</b>
<b>Summa tillgångar</b>	<b>196 238</b>	<b>174 324</b>	<b>151 502</b>	<b>151 751</b>	<b>142 164</b>	<b>141 041</b>	<b>155 598</b>	<b>173 194</b>
Kortfristiga rörelseskulder	47 829	57 150	45 409	49 010	44 748	46 985	49 335	51 801
Övriga kortfristiga skulder	52 519	32 909	40 042	42 307	38 307	30 307	26 307	24 307
<b>Summa kortfristiga sk.</b>	<b>100 348</b>	<b>90 059</b>	<b>85 451</b>	<b>91 317</b>	<b>83 055</b>	<b>77 292</b>	<b>75 642</b>	<b>76 108</b>
Långfristiga skulder kreditinst.	51 332	40 541	27 251	17 251	7 251	-	-	-
Avsättningar	18 335	12 990	9 963	9 963	9 963	9 963	9 963	9 963
<b>Summa eget kapital</b>	<b>26 226</b>	<b>30 738</b>	<b>28 835</b>	<b>33 218</b>	<b>41 893</b>	<b>53 784</b>	<b>69 991</b>	<b>87 121</b>
<b>Summa skulder &amp; EK</b>	<b>196 241</b>	<b>174 328</b>	<b>151 500</b>	<b>151 749</b>	<b>142 162</b>	<b>141 039</b>	<b>155 596</b>	<b>173 192</b>

Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

**Kassaflödesanalys - årlig data**

kSEK	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Löpande verksamheten	11 137	(25 827)	9 922	16 873	21 219	24 705	29 242	30 343
Förändring i rörelsekapital	3 669	20 270	(6 009)	(2 503)	(6 980)	(597)	(607)	(616)
Investeringsverksamheten	(1 098)	(1 085)	(63)	(2 000)	(4 000)	(4 000)	(4 000)	(4 000)
Finansieringsverksamheten	(13 526)	6 423	(3 853)	(7 735)	(14 000)	(15 251)	(4 000)	(2 000)
<b>Periodens kassaflöde</b>	<b>182</b>	<b>(219)</b>	<b>(3)</b>	<b>4 635</b>	<b>(3 761)</b>	<b>4 857</b>	<b>20 635</b>	<b>23 726</b>
Ingående balans	35	217	(2)	1	4 636	875	5 732	26 367
Justeringar	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Utgående balans</b>	<b>217</b>	<b>(2)</b>	<b>1</b>	<b>4 636</b>	<b>875</b>	<b>5 732</b>	<b>26 367</b>	<b>50 093</b>

Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

## Resultaträkning - kvartalsvis data

kSEK	Q1 2019	Q2 2019	Q3 2019	Q4 2019	Q1 2020e	Q2 2020e	Q3 2020e	Q4 2020e
Nettoomsättning	69 561	61 729	54 166	64 567	70 905	62 861	58 588	68 225
<b>Summa intäkter</b>	<b>69 561</b>	<b>61 729</b>	<b>54 166</b>	<b>64 567</b>	<b>70 905</b>	<b>62 861</b>	<b>58 588</b>	<b>68 225</b>
Kostnad såldavaror	(40 202)	(34 498)	(31 360)	(36 440)	(40 416)	(35 831)	(33 395)	(38 888)
<b>Bruttovinst</b>	<b>29 359</b>	<b>27 231</b>	<b>22 806</b>	<b>28 127</b>	<b>30 489</b>	<b>27 030</b>	<b>25 193</b>	<b>29 337</b>
Personalkostnader	(15 008)	(13 696)	(10 841)	(13 080)	(13 000)	(13 000)	(13 000)	(13 000)
Övriga rörelsekostnader	(9 926)	(10 437)	(7 985)	(9 327)	(9 750)	(9 880)	(10 010)	(10 140)
<b>EBITDA</b>	<b>4 425</b>	<b>3 098</b>	<b>3 980</b>	<b>5 720</b>	<b>7 739</b>	<b>4 150</b>	<b>2 183</b>	<b>6 197</b>
Av- och nedskrivningar	(3 928)	(3 864)	(3 836)	(3 545)	(3 132)	(3 125)	(3 119)	(3 113)
<b>EBIT</b>	<b>497</b>	<b>(766)</b>	<b>144</b>	<b>2 175</b>	<b>4 607</b>	<b>1 025</b>	<b>(936)</b>	<b>3 083</b>
Finansnetto	(1 150)	(1 118)	(1 180)	(916)	(871)	(879)	(853)	(793)
<b>EBT</b>	<b>(653)</b>	<b>(1 884)</b>	<b>(1 036)</b>	<b>1 259</b>	<b>3 736</b>	<b>146</b>	<b>(1 790)</b>	<b>2 290</b>
Skatt	(346)	(83)	(264)	(807)	-	-	-	-
<b>Periodens resultat</b>	<b>(999)</b>	<b>(1 967)</b>	<b>(1 300)</b>	<b>452</b>	<b>3 736</b>	<b>146</b>	<b>(1 790)</b>	<b>2 290</b>
<b>Vinst per aktie (SEK)</b>	<b>(0,01)</b>	<b>(0,01)</b>	<b>(0,01)</b>	<b>0,00</b>	<b>0,03</b>	<b>0,00</b>	<b>(0,01)</b>	<b>0,02</b>
<b>Y/Y Tillväxt (%)</b>								
Nettoomsättning	(5,8%)	(8,8%)	(9,0%)	(5,3%)	1,9%	1,8%	8,2%	5,7%
EBITDA	278,2%	na	na	na	74,9%	34,0%	(45,2%)	8,3%
EBIT	na	na	na	na	827,0%	na	na	41,8%
Resultat	na	na	na	na	na	na	na	406,7%
<b>% av nettoomsättning (%)</b>								
Bruttomarginal	42,2%	44,1%	42,1%	43,6%	43,0%	43,0%	43,0%	43,0%
EBITDA marginal	neg	neg	6,4%	5,0%	7,3%	8,9%	10,9%	6,6%
EBIT marginal	neg	neg	0,7%	neg	0,3%	3,4%	6,5%	1,6%
EBT marginal	neg	neg	neg	neg	neg	1,9%	5,3%	0,2%
Vinstmarginal	neg	neg	neg	neg	neg	0,7%	5,3%	0,2%
Personalkostnader	21,6%	22,2%	20,0%	20,3%	18,3%	20,7%	22,2%	19,1%
Totala rörelsekostnader	35,8%	39,1%	34,8%	34,7%	32,1%	36,4%	39,3%	33,9%
<b>Lönsamhet (%)</b>								
ROE	neg	neg	neg	1,6%	11,5%	0,4%	neg	6,9%
ROIC	0,3%	neg	0,1%	1,6%	3,6%	0,8%	neg	2,5%
ROCE	0,5%	neg	0,2%	2,6%	5,4%	1,3%	neg	4,1%

Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

**Balansräkning- kvartalsvisdata**

kSEK	Q1 2019	Q2 2019	Q3 2019	Q4 2019	Q1 2020e	Q2 2020e	Q3 2020e	Q4 2020e
Varulager	33 438	38 372	33 736	32 211	32 372	32 534	32 697	32 860
Kundfordringar	40 681	35 458	35 270	35 667	38 000	37 889	35 313	41 122
Kassa och bank	2	1	-	1	1 005	4 133	4 112	4 636
<b>Summa omsättningstillg.</b>	<b>74 121</b>	<b>73 831</b>	<b>69 006</b>	<b>67 879</b>	<b>71 377</b>	<b>74 556</b>	<b>72 121</b>	<b>78 618</b>
Materiella tillgångar	16 139	14 867	13 680	12 641	12 509	12 384	12 264	12 151
Immateriella tillgångar	72 950	70 178	67 407	64 638	62 138	59 638	57 138	54 638
Finansiella tillgångar	7 498	7 239	7 285	6 344	6 344	6 344	6 344	6 344
<b>Summa anläggningstillg.</b>	<b>96 587</b>	<b>92 284</b>	<b>88 372</b>	<b>83 623</b>	<b>80 991</b>	<b>78 366</b>	<b>75 746</b>	<b>73 133</b>
<b>Summa tillgångar</b>	<b>170 708</b>	<b>166 115</b>	<b>157 378</b>	<b>151 502</b>	<b>152 368</b>	<b>152 922</b>	<b>147 868</b>	<b>151 751</b>
Kortfristiga rörelseskulder	50 981	56 447	51 947	45 409	50 000	47 120	43 917	49 010
Övriga kortfristiga skulder	42 051	37 817	36 382	40 042	35 081	40 868	43 307	42 307
<b>Summa kortfristiga sk.</b>	<b>93 032</b>	<b>94 264</b>	<b>88 329</b>	<b>85 451</b>	<b>85 081</b>	<b>87 988</b>	<b>87 224</b>	<b>91 317</b>
Långfristiga skulder kreditinst.	37 365	33 676	30 429	27 251	24 751	22 251	19 751	17 251
Avsättningar	10 572	10 403	10 238	9 963	9 963	9 963	9 963	9 963
<b>Summa eget kapital</b>	<b>29 739</b>	<b>27 770</b>	<b>28 383</b>	<b>28 835</b>	<b>32 571</b>	<b>32 717</b>	<b>30 928</b>	<b>33 218</b>
<b>Summa skulder &amp; EK</b>	<b>170 708</b>	<b>166 113</b>	<b>157 379</b>	<b>151 500</b>	<b>152 366</b>	<b>152 920</b>	<b>147 866</b>	<b>151 749</b>

Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

**Kassaflödesanalys - kvartalsvis data**

kSEK	Q1 2019	Q2 2019	Q3 2019	Q4 2019	Q1 2020e	Q2 2020e	Q3 2020e	Q4 2020e
Löpande verksamheten	648	1 847	1 930	5 497	6 868	3 272	1 330	5 403
Förändring i rörelsekapital	(6 774)	6 125	692	(6 052)	2 097	(2 931)	(790)	(879)
Investeringsverksamheten	76	(152)	56	(43)	(500)	(500)	(500)	(500)
Finansieringsverksamheten	6 049	(7 821)	(2 680)	599	(7 461)	3 287	(61)	(3 500)
<b>Periodens kassaflöde</b>	<b>(1)</b>	<b>(1)</b>	<b>(2)</b>	<b>1</b>	<b>1 004</b>	<b>3 128</b>	<b>(22)</b>	<b>524</b>
Ingående balans	(2,00)	2	1	-	1	1 005	4 133	4 112
Justeringar	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Utgående balans</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>-</b>	<b>1</b>	<b>1 005</b>	<b>4 133</b>	<b>4 112</b>	<b>4 636</b>

Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

**Ansvarsbegränsning**

Detta marknadsföringsmaterial har upprättats av Västra Hamnen Corporate Finance AB ("Västra Hamnen").

Materialet har inte utformats enligt kraven i de lagar och författningar som fastställts med avseende på investeringsanalysers oberoende, och omfattas inte av några förbud mot handel före spridningen av investeringsanalyserna.

Materialet har sammanställts utifrån offentligt tillgängligt material som bedöms som tillförlitligt. Det kan dock inte garanteras att informationen är korrekt. Informationen publiceras i marknadsföringssyfte och gör inte anspråk på att utgöra ett fullständigt underlag för finansiella beslut. Materialet utgör inte investeringsrådgivning och informationen tar inte hänsyn till de individuella behov, mål och förutsättningar som gäller för någon enskild mottagare. Läsaren uppmanas att inhämta egna kompletterande uppgifter och konsultera en kvalificerad finansiell rådgivare inför finansiella beslut.

Alla synpunkter, bedömningar och slutsatser som kommuniceras i materialet ska anses aktuella vid den tidpunkt då materialet publicerats men kan komma att ändras när som helst utan förutgående varsel. Ingenting som skrivs i materialet ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i ett finansiellt instrument.

Västra Hamnen kan inte hållas ansvariga för direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i detta material. Finansiella investeringar kan både öka och minska i värde. Historisk avkastning ska inte betraktas som en indikation för framtida avkastning.

Materialet riktar sig inte till sådana fysiska och juridiska personer där distributionen av materialet till sådana personer skulle innebära eller medföra risk för överträdelse av svensk eller utländsk lag eller författning.

Innehållet får inte kopieras, reproduceras eller distribueras till annan person utan skriftligt godkännande av Västra Hamnen.

**Intressekonflikter**

Läsare av detta material görs uppmärksam på att Västra Hamnen har tagit fram materialet på uppdrag av och erhållit ersättning från det bolag som huvudsakligen nämns häri. Ersättningen är fast och överenskommen på förhand och är på inget sätt kopplat till innehållet i materialet och de synpunkter som framförs.

Bolaget som huvudsakligen nämns i materialet har haft möjlighet att ta del av materialet innan publicering. Bolagets genomgång kan ha lett till förändringar i innehållet. Antaganden, slutsatser och scenarion är dock ett resultat av Västra Hamnens egen analys av tillgängliga fakta.

Västra Hamnen har interna regler som förbjuder samtliga anställda att handla med aktier i bolag med vilka Västra Hamnen har avtal om att producera marknadsföringsmaterial som det föreliggande.

Clemondo har även utsett Västra Hamnen som sin Certified Adviser vid Nasdaq First North Growth Market.

**Västra Hamnen Corporate Finance AB**  
Jungmansgatan 12, 211 11 Malmö, Sweden  
Bredgade 30, 1260 Copenhagen, Denmark  
+46 40 200 250  
info@vhcorp.se  
www.vhcorp.se

