



# ERIK PENSER BANK

Penser Access | Industri | Sweden | 1 September 2020

## Consilium

### Uppbyggnaden av ny koncern undanröjer sista hopp om extrautdelningar

#### Fortsatt motvind för kärnverksamheten

Omsättningen i Q2'20 på 75 mkr översteg de 50 mkr vi räknat med, medan EBIT tyngdes av engångsposter på ca 30 mkr till -45 mkr, vilket var lägre än de -14 mkr vi räknat med. Bolaget rapporterar om fortsatt låg ordergång och projektförskjutningar, och även om verksamheten anpassats har man inte kunnat kompensera för projektrelaterade kostnader fullt ut.

#### Obligationer istället för utdelningar

Den slutliga likviden efter försäljningen av Marine & Safety är nu fastställd och bolagets "målsättning att investera merparten av de likvida medlen i bolagets befintliga verksamheter men även i nya verksamheter" borde undanröja de sista förhoppningarna om stora extrautdelningar. Tills dess att kassan på 1,3 mdkr, motsvarande 114 kr per aktie, ska användas är merparten just nu placerat i obligationer.

#### Börjar skönja konturerna

Rapporten börjar nu visa konturerna av vad ägarna har att vänta sig, uppbyggnaden av en ny industrikoncern. Kursen motsvarar ett negativt EV på -460 mkr, vilket förvrider multiplarna och speglar osäkerheten om strategin och utsikterna för ägarna att tillgodogöra sig kassan. Med en stark finansiell ställning ser vi dock goda förutsättningar för ledningen att skapa långsiktigt värde med Safety Engineering som utgångspunkt.

Estimatändring (SEK)				Prognos (SEK)				Risk och Avkastning		
	Nu	Förr		19e	20e	21e	22e	Motiverat värde	114.00 - 114.00	
EPS, just 20e	119.57	129.34	-7.6%	Sales,m	284	283	352	457	Current price	77.00
EPS, just 21e	3.3	3.82	-13.6%	Sales Growth	(23.0)%	(0.4)%	24.5%	30.0%	Risknivå	Medium
EPS, just 22e	4.51	4.98	-9.5%	EBITDA, m	(129.7)	(59.1)	10.0	28	Kurspotential	High
				EBIT, m	(224.7)	(72.2)	(3.0)	15.0		
				EPS, adj	(14.18)	119.57	3.30	4.51		
				EPS Growth	(39.8)%	(943.4)%	(97.2)%	36.5%		
				Equity/Share	154.3	124.1	122.4	126.9		
				Dividend	17.00	5.00	5.00	5.00		
				EBIT Marginal	(79.2)%	(25.5)%	(0.8)%	3.3%		
				ROE (%)	(15.2)%	85.9%	2.7%	3.6%		
				ROCE	(50.7)%	(78.1)%	(2.6)%	10.6%		
				EV/Sales	(1.62)x	(1.62)x	(1.30)x	(1.00)x		
				EV/EBITDA	3.5x	7.7x	(45.7)x	(16.4)x		
				EV/EBIT	2.0x	6.3x	153.4x	(30.6)x		
				P/E, adj	(5.4)x	0.6x	23.3x	17.1x		
				P/Equity	0.5x	0.6x	0.6x	0.6x		
				Dividend yield	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%		
				FCF yield	(0.1)%	(0.2)%	0.0%	0.0%		
				Net Debt/EBITDA	13.3g	22.8g	(130.8)g	(47.4)g		

Kommande händelser		Kursutveckling 12 mån	
Q3 report	26 nov 2020		

Bolagsfakta (mkr)		Analytiker	
Antal aktier	11.7m	johan.widmark@penser.se	
Market cap	901	Analysavdelningen	
Nettoskuld	(1,359)		
EV	(458)		
Free Float	0.28%		
Avg. No. of Daily Traded Sh.	50.0(k)		
Reuters/Bloomberg	CONS.ST / CONS.SS		



# Sammanfattning

---

## Uppbyggnaden av ny koncern undanröjer sista hopp om extrautdelningar

### Investment Case

---

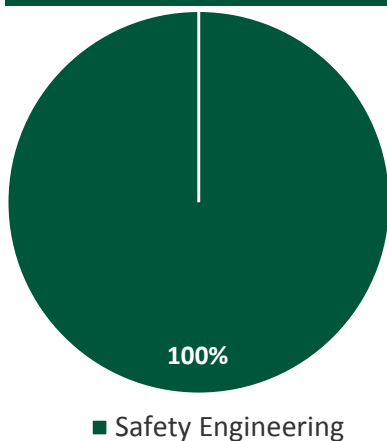
Consilium rapporterar om fortsatt låg orderingång och projektförskjutningar. Den slutliga likviden efter försäljningen av Marine & Safety är nu fastställd och bolagets "målsättning att investera merparten av de likvida medel i bolagets befintliga verksamheter men även i nya verksamheter" borde undanröja de sista förhoppningarna om stora extrautdelningar. Bolaget börjar nu visa konturerna av vad ägarna har att vänta sig, uppbyggnaden av en ny industrikoncern. Kursen motsvarar ett negativt EV på -460 mkr, vilket förvrider multiplarna och speglar osäkerheten om strategin och utsikterna för ägarna att tillgodogöra sig kassan. Med en stark finansiell ställning ser vi dock goda förutsättningar för ledningen att skapa långsiktigt värde med Safety Engineering som utgångspunkt.

### Värdering

---

Försäljningen av Marine & Safety och den resulterande likviden, som för närvarande överstiger börsvärdet, gör att värderingsmultiplarna förvrids. Eftersom den största delen av det framtida bolaget utgörs av verksamheter som tidigare rapporterats som under avveckling, och inte av Safety Engineering, så är underlaget för prognoser svagt. I ljuset av den återstående likviden från försäljningen av Marine & Safety som nu motsvarar 114 kr per aktie och potentialen för att använda det för att bygga upp en ny industrigrupp ser vi ändå en hög potential i aktien, till en medelhög risk. Långsiktigt borde verksamheten kunna tillmätas ett positivt värde i en substansvärdesberäkning, men i väntan på att rörelseförlusterna upphör (2021-2022) ser vi ett motiverat värde på 114 kr per aktie.

## Intäcksfördelning



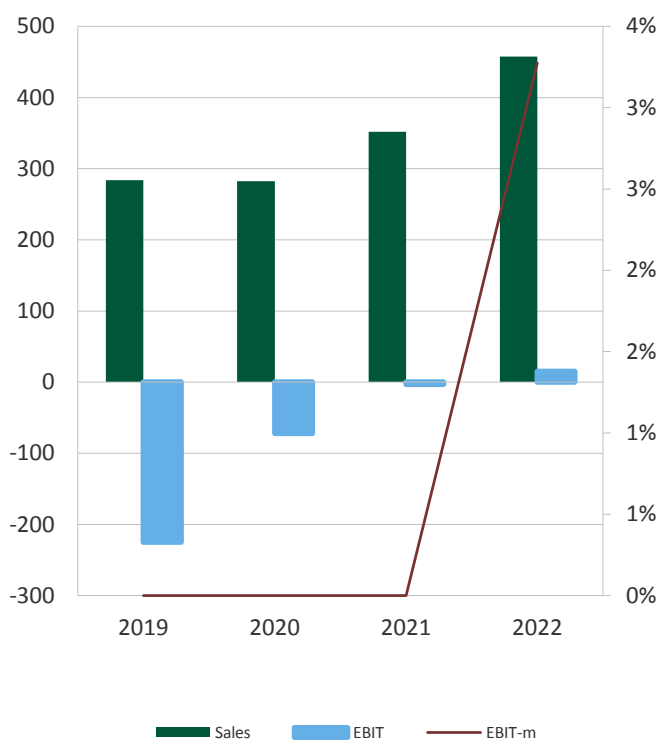
## Ownership

Major shareholders	Votes	Shares
Platanen Holding	72,1%	52,6%
MCT Brattberg AB	11,1%	18,8%
Magnus Vahlquist	2,7%	4,5%
Handelsbanken	0,8%	1,4%
Others	13,3%	22,7%

Chairman	Erik Lindborg
CEO	Carl Adam Rosenblad
CFO	Lars Håkansson
IR	i.u.
Phone / Internet	+46-8-563 05 300 / <a href="https://ab.consilium.se/">https://ab.consilium.se/</a>

## Sales, EBIT & EBIT-margin



## Resultaträkning, Kassaflödesanalys och Balansräkning

### Resultaträkning

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
Nettoomsättning	1 255	1 566	1 643	1 432	1 420	284	283	352	457
(Choice) Extraordinära intäkter									
Kostnad sålda varor	-841	-1 029	-1 057	-886	-859	-225	-229	-246	-320
Bruttovinst	414	536	587	546	561	58	53	106	137
Försäljningskostnader	-171	-212	-257	-274	-275	-58	-37	-45	-53
Administrationskostnader	-96	-117	-132	-128	-126	-51	-56	-40	-40
Forskning- och utveckling	-45	-44	-63	-53	-62	-15	-9	-24	-29
Övriga kostnader	0	0	-3	0	-24	-119	-23	0	0
<b>Rörelseresultat (EBITDA)</b>	<b>141</b>	<b>200</b>	<b>186</b>	<b>171</b>	<b>240</b>	<b>-130</b>	<b>-59</b>	<b>10</b>	<b>28</b>
Avskrivningar	-38	-36	-55	-52	-166	-55	-13	-13	-13
Goodwillnedskrivningar	0	0	0	0	0	-40	0	0	0
<b>Resultat (EBIT)</b>	<b>103</b>	<b>163</b>	<b>131</b>	<b>119</b>	<b>74</b>	<b>-225</b>	<b>-72</b>	<b>-3</b>	<b>15</b>
Extraordinära Poster	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Justerat Resultat (EBIT)</b>	<b>103</b>	<b>163</b>	<b>131</b>	<b>119</b>	<b>74</b>	<b>-225</b>	<b>-72</b>	<b>-3</b>	<b>15</b>
Finansisella intäkter	19	20	31	17	13	0	32	53	53
Finanssiella kostnader	-47	-67	-81	-76	-63	-67	-43	0	0
<b>Resultat före skatt</b>	<b>82</b>	<b>111</b>	<b>89</b>	<b>64</b>	<b>32</b>	<b>-292</b>	<b>-83</b>	<b>50</b>	<b>68</b>
Skatter	-20	-28	-21	-8	-14	-16	-20	-11	-15
Minoritetsintressen	-12	-17	-13	-6	-14	-13	-1	0	0
<b>Nettoresultat Rapporterat</b>	<b>50</b>	<b>66</b>	<b>56</b>	<b>13</b>	<b>-276</b>	<b>-166</b>	<b>1 399</b>	<b>39</b>	<b>53</b>
<b>Nettoresultat (just)</b>	<b>50</b>	<b>66</b>	<b>56</b>	<b>13</b>	<b>-276</b>	<b>-166</b>	<b>1 399</b>	<b>39</b>	<b>53</b>

### Kassaflödesanalys

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
Nettoresultat Rapporterat	50	66	56	13	-276	-166	1 399	39	53
Icke kassaflödespåverkande poster	69	97	74	23	339	68	-1 426	13	13
Förändringar i rörelsekapital	-61	-85	-37	-62	-7	-64	-92	-21	-32
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>58</b>	<b>78</b>	<b>93</b>	<b>-25</b>	<b>56</b>	<b>-162</b>	<b>-119</b>	<b>31</b>	<b>34</b>
Investeringar	-60	-76	-78	-48	-52	-1	-16	-11	-18
Avyttringar	-27	0	51	-6	15	21	-21	0	0
<b>Fritt Kassaflöde</b>	<b>-29</b>	<b>2</b>	<b>66</b>	<b>-80</b>	<b>19</b>	<b>-143</b>	<b>-156</b>	<b>20</b>	<b>16</b>
Utdelningar	-18	-20	-39	-52	0	0	-199	-59	-59
Nyemission/återköp	0	0	0	200	0	0	0	0	0
Förvärv	-87	-82	-180	0	0	2	2 595	0	0
Länefinansiering och övriga justeringar	59	63	246	-22	-25	-35	-1 697	0	0
<b>Kassaflöde</b>	<b>-75</b>	<b>-37</b>	<b>92</b>	<b>47</b>	<b>-6</b>	<b>-176</b>	<b>544</b>	<b>-38</b>	<b>-43</b>
Icke kassaflödespåverkande poster	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Nettoskuld (just)</b>	<b>413</b>	<b>485</b>	<b>733</b>	<b>436</b>	<b>408</b>	<b>-1 725</b>	<b>-1 348</b>	<b>-1 310</b>	<b>-1 326</b>

### Balansräkning

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>TILLGÅNGAR</b>									
Goodwill	37	80	80	80	80	0	0	0	0
Övriga immateriella tillgångar	205	279	594	650	523	69	38	38	38
Räntebärande anläggningstillgångar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga anläggningstillgångar	181	185	227	175	180	99	62	59	64
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>423</b>	<b>545</b>	<b>901</b>	<b>905</b>	<b>784</b>	<b>168</b>	<b>100</b>	<b>98</b>	<b>103</b>
Varulager	197	227	320	302	254	121	135	146	161
Kundfordringar	402	505	494	435	392	122	145	155	171
Övriga omsättningstillgångar	13	134	80	213	351	0	0	0	0
Likvida medel	105	69	165	209	92	2637	1351	1312	1328
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>717</b>	<b>936</b>	<b>1059</b>	<b>1159</b>	<b>1089</b>	<b>2881</b>	<b>1631</b>	<b>1613</b>	<b>1661</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>1140</b>	<b>1481</b>	<b>1960</b>	<b>2065</b>	<b>1873</b>	<b>3048</b>	<b>1731</b>	<b>1711</b>	<b>1764</b>
<b>Eget Kapital och skulder</b>									
Eget Kapital	273	316	380	568	371	1806	1452	1432	1485
Minoritetsintressen	55	60	67	68	28	0	1	1	1
<b>Summa Eget Kapital</b>	<b>328</b>	<b>376</b>	<b>447</b>	<b>636</b>	<b>398</b>	<b>1806</b>	<b>1453</b>	<b>1433</b>	<b>1486</b>
Långfristiga finansiella skulder	445	463	866	805	800	0	0	3	3
Pensionsavsättningar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Uppskjutna skatteskulder	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga långfristiga skulder	0	0	193	193	66	96	96	96	96
<b>Summa Långfristiga skulder</b>	<b>445</b>	<b>463</b>	<b>1058</b>	<b>998</b>	<b>866</b>	<b>96</b>	<b>96</b>	<b>98</b>	<b>98</b>
Kortfristiga finansiella skulder	74	91	113	52	50	912	0	0	0
Leverantörsskulder	294	551	0	0	0	0	0	0	0
Skatteskulder	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga Kortfristiga skulder	0	0	342	379	558	235	183	180	180
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>367</b>	<b>642</b>	<b>455</b>	<b>431</b>	<b>609</b>	<b>1147</b>	<b>183</b>	<b>180</b>	<b>180</b>
<b>Summa Eget Kapital och skulder</b>	<b>1140</b>	<b>1481</b>	<b>1960</b>	<b>2065</b>	<b>1873</b>	<b>3048</b>	<b>1731</b>	<b>1711</b>	<b>1764</b>

Denna publikation (nedan "Publikationen" har sammanställts av Erik Penser Bank (nedan "Banken") exklusivt för bankens kunder. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan således inte garanteras. Banken kan låta medarbetare från annan avdelning eller analyserat bolag (nedan "bolaget") läsa fakta eller serier av fakta för att få dessa verifierade. Banken lämnar inte i förväg ut slutsatser eller omdömen i Publikationen. Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns åsikter vid tillfället för upprättandet av Publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer att vara i enlighet med åsikter framförda i Publikationen.

Informationen i Publikationen ska inte uppfattas som en uppmaning eller råd att ingå transaktioner. Informationen tar inte sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Informationen är därmed ingen personlig rekommendation eller ett investeringsråd.

Banken fransäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grunda sig på denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Placeringen kan öka eller minska i värde eller bli helt värdelös. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden.

#### **Potential och risk**

Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument. Bland dessa finns kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt analyserat bolag. Banken erhåller ersättning för nämnda tjänst från det analyserade bolaget.

Vi klassificerar aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån en tvådimensionell modell bestående av potential och risk.

Banken relaterar potentialen till vedertagna värderingsmetoder givet ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. I det här sammanhanget definierar vi låg potential som maximalt 10% förväntad totalavkastning den kommande tolv månadersperioden. För att aktien skall erhålla klassificeringen Hög potential krävs det att vi ser en totalavkastning på minst 50%. Denna kan dock ligga ett par år bort i tiden.

Vad gäller risk analyserar vi ett antal kända parametrar som är relevanta för bolaget. En generell riktlinje för att klassificeras som låg risk är att bolaget har positivt kassaflöde och att ingen enskild faktor påverkar omsättningen mer än 20%. Motsvarande generella beskrivning av hög risk är att bolaget inte nått positivt kassaflöde alternativt att en enskild faktor påverkar omsättningen mer än 50%.

Potential- och riskklassificeringen uppdateras kontinuerligt.

Klicka <https://www.penser.se/historiska-analysrekommendationer/> för att se historik över investeringsrekommendationer från Banken.

#### **Allmänt**

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

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

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

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

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

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

---

Erik Penser Bank (*publ.*)

Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM

tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 [www.penser.se](http://www.penser.se)