



UPPDRAGSANALYS
4 juni 2018

Consilium
ANALYSGUIDEN

Innehåll

Nu börjar det vända uppåt	2
Temperatur	3
Ledning och styrelse	3
Ägare	3
Finansiell ställning	3
Potential	3
Risk	3
Om verksamheten	4
Marine & Safety	5
Safety Engineering	6
Utvecklingsarbete	6
Företagsförvärv	7
Orderingång & framtida omsättning	7
Resultatutveckling per affärsområde	8
Högre oljepris kan bli en positiv trigger	9
Företagsledning	10
VD & Koncernchef	10
Ekonomi- och finanschef	10
Chef för Marine & Safety	10
Chef för Safety Engineering	10
Styrelse	10
Styrelseordförande	10
Övriga ledamöter	10
Värdering	12
Disclaimer	14

Nu börjar det vända uppåt

Consilium redovisade ett ungefär oförändrat resultat kvartal 1/2018 jämfört med samma period året innan. Den tidigare nedåtgående resultattrenden kan därmed vara bruten. Ett högre oljepris och en bättre efterfrågan på handelsfartyg är positiva tecken.



Consilium säljer både egenutvecklade och inköpta produkter samt system som skyddar liv, materiella värden och miljön. Bolaget har två affärsområden: Marine & Safety samt Safety Engineering. Verksamheten är nischad mot högkvalitetssegmentet av marknaden med mottot "When Safety matters". Drygt 40 procent av

koncernens omsättning kommer vardera från Euriopa respektive Asien, 11 procent från Amerika och 5 procent från övriga regioner.

Vartannat större fartyg i världen har någon av Consiliums produkter ombord. Förutom till fartyg levererar till tåg, tunnelbana, offshore-rigg, solkraftverk, u-båtar med mera. Bolaget fokuserar på säkerhetsprodukter, medan övriga produktområden med en årsomsättning på cirka 200 miljoner kronor kommer att fasas ut.

Koncernens rörelseresultat på dryga 39 miljoner kronor under kvartal 1/2018 var i nivå med motsvarande period 2017. Det markerar ett positivt trendbrott, även om förbättringen i intäkter endast uppgick till två procent under första kvartalet 2018.

Consiliums intäkter tror vi helåret 2018 kommer att återvända unegfär till 2016 års intäktsnivå, dock med en något lägre lönsamhet. Det viktiga är dock att en vändning nu verkar ha inträffat sedan årsskiftet 2017/18. Nu lär det bli litet bättre framöver. Ett stigande oljepris samt en litet bättre efterfrågan på handelsfartyg späder på dessa förhoppningar.

Vårt motiverade DCF-värde för aktien enligt basscenariot hamnar på 70 kronor. Detta värde varierar sedan från 57 kronor per aktie i vårt Bear-scenario till 80 kronor per aktie i vårt Bull-scenario.

Utfall och prognoser, Bas-scenario

MSEK	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Totala intäkter	1 566	1 504	1 432	1 480	1 554	1 632
Rörelseresultat	175	151	124	130	141	151
Årets resultat	83	72	20	48	66	74
Resultat per aktie, kr	5,62	5,03	1,33	3,46	4,77	5,39
P/E-tal	16,0	18,9	43,7	19,3	14,0	12,4
Eget Kapital	376	447	636	696	746	803

Källa: Consilium (utfall) och Jarl Securities (prognoser).

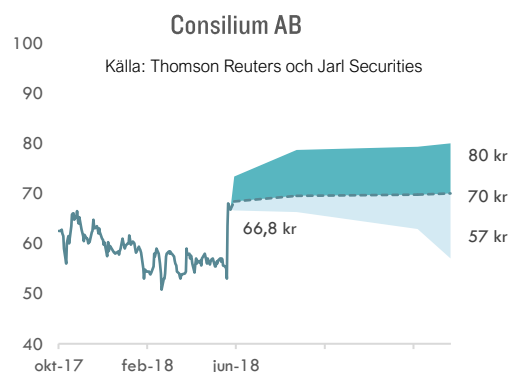
Datum: 4 juni 2018
Analytiker: Bertil Nilsson, Jarl Securities

Företagsnamn: CONSILIUM AB
Lista: NASDAQ OMX SMALL CAP
Vd: Ove Hansson
Styrelseordförande: Carl Rosenblad
Marknadsvärde: 782 MSEK
Senast: 66,8 SEK
Kort om Consilium: Bolaget säljer produkter och system som skyddar liv, materiella värden och miljön. Geografiskt genererades 43 procent av intäkterna i Europa, 41 procent i Asien, 11 procent i Amerika och 5 procent från övriga världen.

Möjligheter och styrkor: Consilium levererar högkvalitativa säkerhetsprodukter inom nischområden där bolaget har upp emot 50 procent världsmarknadsandel. Bolaget har också breddat sin försäljning mot landtransportfordon, fastigheter, solkraftverk mm. Likaså brukar bolaget få större leveranser mot kryssningsfartyg jämfört med bulkfartyg.

Risker och svagheter: Företaget har en ganska stor exponering mot offshore-industrin, där efterfrågan styrs av oljepriset. Ett annat viktigt kundsegment är fartyg där nyproduktionstakten har minskat kraftigt de senaste åren, samtidigt som eftermarknaden är betydande.

Värdering: Bear 57 kr Bas 70 kr Bull 80 kr



Temperatur

Ledning och styrelse



Vd Ove Hansson har arbetat inom Consilium-koncernen i 25 år. Hans ägande i bolaget ökar incitamenten att agera i aktieägarnas intresse.

Ledningen bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betygssättningen är ledningens erfarenhet, branschvana, företagsledarkompetens, förtroende hos aktiemarknaden och tidigare genomförda prestationer.

Ägare



Familjen Rosenblad är helt dominerande huvudägare i bolaget. Det innebär stabilitet och ägarengagemang men också att mindre aktieägare måste lita på Rosenblads kompetens och välvilja.

Ägarna bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betyget är ägarnas tidigare agerande i det aktuella bolaget, deras finansiella styrka, deras representation i styrelsen samt tidigare resultat av investeringar i liknande företag eller branscher. Långsiktighet och ansvarstagande gentemot mindre aktieägare är också väsentliga kriterier.

Finansiell ställning



Bolaget har en stark finansiell ställning, men finansnettot tog ungefär hälften av rörelseresultatet under helåret 2017. Den räntebärande nettoskulden uppgick till 640 miljoner kronor per 31 mars 2018 (inklusive fordringar och skulder på verksamheter under avveckling).

Den finansiella ställningen bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. I detta beslutskriterium tas hänsyn till bolagets lönsamhet, dess finansiella situation, framtida investeringsåtaganden och andra ekonomiska åtaganden, eventuella övervärden respektive undervärden i balansräkningen samt andra faktorer som påverkar bolagets finansiella ställning.

Potential



Consilium hade ett utmanande 2017 med låga investeringar främst från olje- och gasindustrin. Det ökade fokuset mot säkerhetsprodukter bör kunna lyfta resultatet kommande år.

Bolagets potential bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betyget är storleken på bolagets potential i form av ökad vinst i förhållande till hur bolagets aktiekurs värderas i dag. Avgörande är också på vilken marknad företaget verkar och dess framtidsutsikter på denna marknad och lönsamhet. Ett bolag kan få högt betyg även om tillväxtutsikterna är låga, förutsatt att aktiens värdering i dag är ännu lägre än utsikterna. På samma sätt kan en högt värderad aktie anses ha hög potential givet att dess tillväxtförutsättningar inte fullt ut redovisas i aktiekursen.

Risk



Företagets kundbas är delvis kopplad till ökad världshandel (framförallt sjötransporter). Exponeringen mot oljeprisberoende verksamheter har minskat i takt med en ökad försäljning mot landbaserade verksamheter.

Risken bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Risken är en sammantagen bedömning av alla de risker som ett företag kan utsättas för och som kan komma att påverka aktiekursen. Betyget grundas på en sammantagen bedömning av företagets allmänna risknivå, aktiens värdering, bolagets konkurrenssituation och bedömning av framtida omvärldshändelser som kan komma att påverka bolaget.



Om verksamheten

Consilium säljer produkter och system som skyddar liv, materiella värden och miljön. Bolaget säljer både egenutvecklade produkter och externa varumärken. Säkerhetssystem stod för cirka 87 procent av koncernens nettoomsättning helåret 2017. Med anledning av beslutet att fokusera på säkerhetsprodukter redovisade dock Consilium endast 1432 miljoner kronor som koncernens intäktsiffra i bokslutsrapporten 2017 och inte 1649 miljoner kronor som skulle ha inkluderat verksamheter som nu är under avveckling (försäljning). Redovisningen har ändrats retroaktivt för 2016 i rapporten, där verksamhet under avveckling endast redovisas med en resultatrad längre ned i resultaträkningen.

Consilium har varit noterat på Stockholmsbörsen sedan 1994. Företaget har 65 kontor i 29 länder och försäljnings- och servicerepresentanter i ytterligare cirka 50 länder. I kvartal 1/2018-rapporten meddelade bolaget att ett marknadskontor kommer att etableras i Danmark och Kanada. Antalet anställda i koncernen uppgick till 848 stycken per 31 mars 2018, med ytterligare anställda i koncernens intressebolag.

Geografiskt genererades 43 procent av koncernens intäkter i Europa helåret 2017 (därav 12 procent från Sverige). Näst största region med 41 procent av intäkterna var Asien, medan 11 procent av intäkterna kom från Amerika och 5 procent från övriga delar av världen.

Bolaget är uppdelat i två affärsområden: Marine & Safety som stod för ungefär 73 procent av omsättningen under helåret 2017, medan Safety Engineering då svarade för de resterande 27 procent av omsättningen.

Beslutet att fokusera verksamheten till enbart lönsamma säkerhetsprodukter innebar att dotterbolag och/eller produkter med en total årsomsättning på 216 miljoner kronor nu kommer att avyttras, varav 34 miljoner kronor tillhörde affärsområde Marine & Safety och merparten (183 miljoner kronor) Safety Engineering. Dessa siffror kan jämföras med det som behålls inom Consilium-koncernen; verksamheter med en årlig omsättning på 1239 miljoner kronor i Marine & Safety och 193 miljoner kronor för Safety Engineering.

Omsättning per affärsområde kv2 2017 - kv1 2018 (exklusive verksamheter under avyttring)



■ Marine & Safety , 1 237,5 MSEK ■ Safety Engineering, 201,5 MSEK

Källa: Consilium och Jarl Securities

Marine & Safety

Affärsområdet Marine & Safety tillhandahåller produkter och system som är avsedda för fartyg, offshore, spårbundna fordon och större fastigheter. Kunderna är varv, rederier, offshorebolag, marina management-bolag, OEM-företag (som säljer paketalösningar för tillverkning under eget namn), tåg tillverkare och tågoperatörer, säkerhetsföretag samt ägare av fastigheter med högt skyddsvärde såsom sjukhus och vissa fabriker. Kundlistan för det här affärssegmentet inkluderar världens största varv Hyundai och Daewoo, Kinas största varv Dalian, de norska rederierna Awilco och NCL, tåg tillverkaren Bombardier samt Londons tunnelbana.

Detta affärsområdes fokus ligger på produkter och system för brand- och gassäkerhet, men erbjuder också produkter och system inom miljöskydd. Exempel på produkter är brandlarm, gaslarm och emissionssystem.

Storleken på en typisk order varierar väsentligt mellan olika typer av skepp: fem till åtta miljoner kronor för ett kryssningsfartyg, mer än en miljon kronor för ett LNG-skepp (ett skepp som transporterar flytande naturgas) samt ungefär 80 tusen kronor för ett bulkfartyg. Desto högre säkerhetskrav på skeppen, desto mer faktureringsvärde för en leverantör som Consilium. Eftersom vissa fartyg genererar ungefär sju gånger mer intäkter än andra gäller det att inte stirra sig blind på antalet skepp som byggs i världen utan också vad som byggs när Marine & Safetys marknadsförutsättningar skall bedömas.

Affärssegmentet har över åren flyttat en allt större andel av sin omsättning från den marina nybyggnationsmarknaden till eftermarknaden. Nu utgör eftermarknaden mer än 50 procent av nettoomsättningen, vilket medför flera fördelar. För det första innebär det mer förutsägbara intäkter över en längre tid jämfört med att bara sälja en stor order i samband med att ett nytt fartyg byggs. Det innebär att bolaget blir mindre konjunkturberoende, eftersom antalet nybyggda fartyg är starkt avhängigt av världskonjunkturen. Eftermarknaden är värd mer än nybyggnationsmarknaden över ett fartygs livstid, då fartyg normalt har en livslängd på minst 25 år.

Consilium. Försäljning per marknadssegment första kvartalet 2018:



■ Nybyggnation, 126,4 MSEK ■ Eftermarknad, 181,8 MSEK ■ Entreprenaduppdrag, 66,4 MSEK

Källa: Consilium och Jarl Securities

Safety Engineering

Affärsområde Safety Engineering fokuserar på brandsäkerhet för olje-, gas- och kraftindustrin, där huvudfokus ligger på släckning av bränder i högriskområden. Affärsområdet erbjuder större systemlösningar för bland annat branddetektering, gasdetektering, brandskydd och släckning. En normal order för detta affärsområde ligger mellan 10 och 30 miljoner kronor.

Affärsområdet har på senare år framgångsrikt växt på nya geografiska marknader och nya segment. Ett exempel är en tidigare större order till ett solkraftverk.

Utvecklingsarbete

Consiliums investeringar uppgick till 60 miljoner kronor 2014, som ökade till 75 miljoner kronor 2015, 78 miljoner kronor 2016 och 82 miljoner kronor 2017. Vi tror att investeringsnivån kommer att minska något från denna höga nivå under 2018. Det intrycket förstärks av att koncernen nu har ganska betydande tillgångar som ska avyttras (verksamheter som är vare sig säkerhetsprodukter eller säkerhetssystem).

Till det som gjorts hör certifieringar som indikerar olika säkerhetsnivåer som är viktiga att uppfylla för att få tillgång till vissa nischer av marknaden. En del av detta tas också som löpande kostnader inklusive ökade avskrivningar. En av de viktigare nya produkterna som tagits fram är ett brandlarm med typ 2-godkännande som kommer att marknadsföras och säljas mot främst olje- och gassektorn samt tunnelbanor. Geografiskt har kampanjen sin tyngdpunkt mot Mellanöstern, där nya försäljningskontor har öppnats.

Företagsförvärv

Consilium köper med jämna mellanrum företag inom sin bransch. Det kan vara leverantörer till företaget, bolag med intressant teknik, bolag med distribution till nya marknader eller som på andra sätt strategiskt passar ihop med Consilium.

Det senaste större förvärvet var av 79 procent av aktierna i det skotska bolaget Micropack, som sysslar med detektion av bränder och gas. Under räkenskapsåret 2014/2015 omsatte Micropack 95 miljoner kronor och gjorde ett rörelseresultat om 38 miljoner kronor. Micropack säljer mycket till olje- och gasindustrin, vars investeringsvilja har minskat till följd av lägre oljepriser

I januari 2017 förvärvade Consilium 60 procent av det amerikanska brandsäkerhetsföretaget AFAC. Det förvärvade bolaget har ett mycket effektivt skumsläckningssystem som överträffar de på marknaden befintliga systemen i form av kortare släckningstid samtidigt som mindre vatten och skum behöver användas. Det är alltså en typisk säkerhetsprodukt som stärker koncernens erbjudande inom detta område.

Orderingång & framtida omsättning

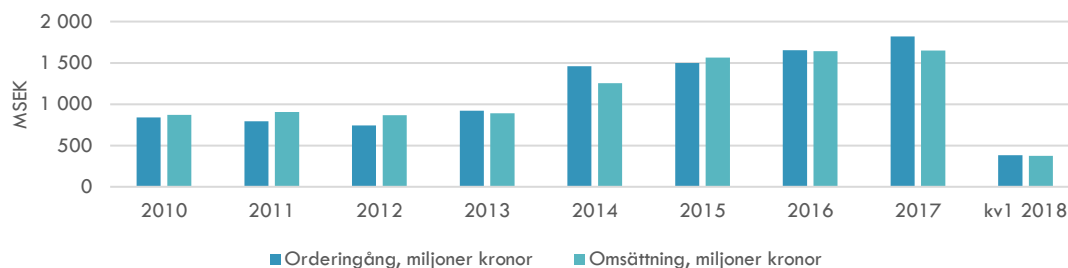
Sedan 2010 har år med högre omsättning än orderingång följts av svag eller negativ tillväxt. År med högre orderingång än nettoomsättning har följts av år med kraftig omsättningsstillväxt. Det har i stor utsträckning handlat om uppdämda investeringsbehov hos kunderna som ackumulerats under flera år. Därefter uppstår en ketchupeffekt som det blev 2014. Återhämtningen i oljepriset kan vara en trigger även för ökad orderingång, intäkter och resultat. Den andra är efterfrågan på handelsfartyg där marknaden åter väntas komma tillbaka i balans under 2019.

Consilium har kunnat kompensera sig genom en ökad försäljning inom landbaserade segment, men även riktad mot eftermarknaden till fartyg liksom segmentet kryssningsfartyg. Sådana segment som upplever en god efterfrågan är säkerhetssystem mot kraftverk, kemikalieindustrin, flygplanshangarer samt tågsidan, liksom höga byggnader med skyddsbehov. Generellt befinner vi oss i en högkonjunktur även om en viss avmattning har noterats under början av 2018 i Europa och Asien, medan Nordamerika fortsätter att vara mycket starkt.

För första halvåret 2017 låg orderingången 8 procent över motsvande period 2016. Ett starkare andra halvår 2017 och speciellt det tredje kvartalet gjorde att orderingången växte med tio procent på helåret 2017 jämfört med 2016. Fjärde kvartalet 2017 blev orderingången två procent lägre än kvartal 4/2016 medan den i första kvartalet 2018 blev 2 procent bättre än motsvarande period 2017. Koncernens orderstock ökade med cirka en procent till 817 miljoner kronor per 31 december 2018 vilket täcker ungefär sju månaders fakturering.

Siffrorna i grafen nedan avser den tidigare koncernstrukturen inklusive delar som nu ska avvecklas fram till utgången av 2017. Det innebär att ordergångssiffrorna blir cirka 20 procent lägre än tidigare från och med 2018.

Utveckling av Consiliums ordergång jämfört med omsättningen sedan 2010



Källa: Consilium och Jarl Securities

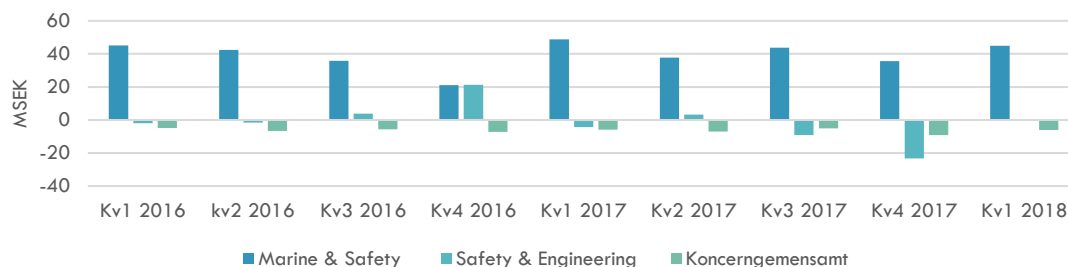
Det finns en risk att världshandeln skulle kunna drabbas om Donald Trumps politik med en ökad protektionism i USA börjar genomföras, vilket den i någon mån har börjat göra. De mycket stora handelsflödena mellan Kina och USA skulle kunna hämmas i ett sådant scenario inklusive i förlängningen behovet av nytt handels-tonnage. Antalet beställningar från rederierna till varven av nya fartyg globalt har dock redan ungefärligen halverats mellan 2015 och 2017, beroende på en tidigare överproduktion. Det kan dröja till 2019 innan denna marknad kommer i balans igen, men i bolagets första kvartalsrapport 2018 flaggar ledningen för att en viss tendens till förbättring i efterfrågan kan skönjas redan nu.

Resultatutveckling per affärsområde

Det första halvåret 2017 blev förvånansvärt bra på intäktssidan för Consilium, medan däremot resultatet var en klar besvikelse och särskilt för det andra kvartalet. Denna utveckling fortsatte under tredje kvartalet på intäktssidan, medan rörelseresultatet trycktes ned ännu ett snäpp men detta berodde på det strukturprogram med besparingar som företagsledningen genomför under andra halvåret 2017. Fjärde kvartalet 2017 bjöd på ett mycket bra rörelseresultat för det största affärsområdet, Marine & Safety, på knappt 36 miljoner kronor. Samtidigt förlorade det andra affärsområdet Safety & Engineering nästan 24 miljoner kronor på rörelseresultatnivå under samma period. Därtill kom koncerngemensamma kostnader på ungefär 9 miljoner kronor vilket gjorde att EBIT på koncernnivå föll till extremt låga 3 miljoner kronor under det fjärde kvartalet 2017.

Rörelseresultatutvecklingen för koncernens båda affärsområden per kvartal under 2016 och 2017 samt kv1 2018 framgår i grafen nedan.

Rörelseresultat per affärsområdes och kvartal kv1 2016-kv1 2018:



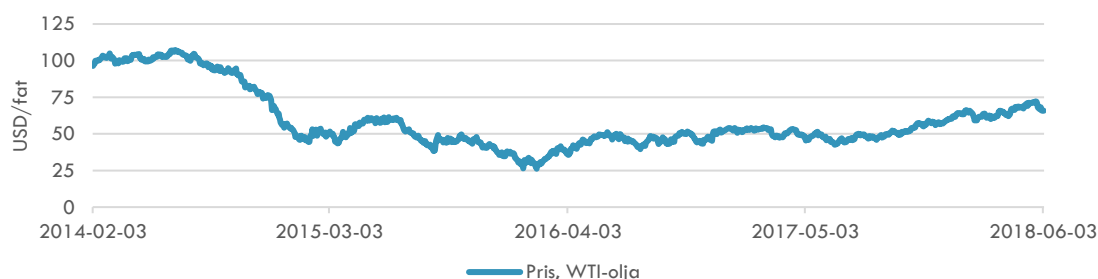
Källa: Consilium och Jarl Securities

Högre oljepris kan bli en positiv trigger

Oljepriset har en stor betydelse för Olje & gassektorns vilja att investera. Oljepriset föll kraftigt från augusti 2014 när Ryssland startade kriget i östra Ukraina via sina ombud. Under 2016 har en återhämtning skett samt även att antalet aktiva oljeriggar åter ökat i USA sedan slutet av augusti 2016. Vi uppskattar att oljepriset behöver nå upp till omkring 60 USD per fat för att industrin åter skulle börja investera och den nivån är efter den senaste tidens uppgång uppe på 65 USD-nivån. Det stigande oljepriset förklaras både av överenskommelser om produktionsbegränsningar mellan Ryssland och Opec-länderna, men även den ökade politiska och militära osäkerheten i Mellanöstern.

En uppskattning är att Consiliums indirekta exponering mot oljepriset sett till kundbasen ligger omkring 25 procent. Koncernens exponering mot oljepriset kommer rimligen att minska ytterligare när fokuseringen mot säkerhetssystem och säkerhetsprodukter är genomförd.

WTI Oljepris (USD per fat)



Källa: Thomson Reuters och Jarl Securities

Viktigt att komma ihåg är att Consilium vänder sig mot många olika segment, inklusive mindre konjunktur känsliga sådana som kryssningsfartyg, ett segment

som gynnas av nuvarande demografi med ett stort antal 1940-talister i både Nordamerika och Europa med gott om tid och pengar för fritid och rekreation.

Företagsledning

VD & Koncernchef

Ove Hansson, född 1955. Civilekonomexamen och jur. kand. från Uppsala universitet. Han har arbetat inom Consilium-koncernen i 25 år och äger cirka 100 000 aktier i bolaget.

Ekonomi- och finanschef

Roger Orreteg, född 1956. Civilekonom. Skillnaden mot finansdirektören är att ekonomichefen har ett mer operativt ansvar. Roger äger 2 000 aktier i bolaget.

Chef för Marine & Safety

Nicklas Bergström född 1971 är chef för affärsområde Marine & Safety sedan 1 juli 2017. Nicklas har 23 års tidigare erfarenhet inom Consilium-koncernen på ledande befattningar. Nicklas äger 13 900 aktier i bolaget.

Chef för Safety Engineering

Carl Adam Rosenblad, född 1965. Civilekonomexamen från Uppsala universitet. Carl Adam är Chef för affärsområdet Safety Engineering sedan 1 juli 2017. Han har varit chef för affärsområdet Marine & Safety sedan 2010, och ledamot i koncernstyrelsen sedan 1996. Carl Adam äger 24 000 aktier i bolaget.

Styrelse

Styrelseordförande

Carl Rosenblad, född 1935. Civilekonomexamen och jur.kand. Styrelse-ledamot sedan 1994 då Consilium börsnoterades, och styrelseordförande sedan år 2000. Carl är huvudägare i Consilium med över 72 procent av rösterna och drygt hälften av kapitalet.

Övriga ledamöter

Carl Adam Rosenblad (se ledning, ovan)

Fredrik Nygren, född 1966. Fil. kand. i ekonomi. Styrelseledamot sedan 2007.

Peter Carlberg, född 1955. Högskoleingenjör. Styrelseledamot sedan 2008.

Anne-Marie Åström, född 1965. Jur. kand. Styrelseledamot sedan 2009.

Erik Lindborg, född 1952. Civilingenjör. Styrelseledamot sedan 2012.

Thomasine Rosenblad, född 1964. Kandidatexamen i psykologi och HR från Uppsala universitet. Styrelseledamot sedan maj 2014.

Tio största ägarna, 2018-03-31:

	%, Kapital	%, Röster
Carl Rosenbald	52,7%	72,2%
MTC Brattberg AB (Hans Bergengren)	18,8%	11,1%
Magnus Vahlquist	4,5%	2,7%
Taaleritehtaan Rahastoyhtiö Oy	1,4%	0,8%
Hawk Invest AS	1,1%	0,7%
Avanza Pension (PB)	0,9%	0,5%
Ove Hansson	0,9%	0,5%
Lott och Nils Rosenblads stiftelse	0,8%	0,5%
Nordnet Pensionsförsäkring	0,7%	0,4%
Jonas Johansson	0,7%	0,4%

Källa: Holdings.se.

Carl Rosenblad är den enda ägare som har de röststarka A-aktierna, vilket ger honom en avsevärt mycket högre andel av röster än kapital. Med så stor röstmajoritet, posten som styrelseordförande och två familjemedlemmar i styrelsen har Carl givetvis den avgörande makten över bolaget. Övriga aktieägare måste lita på att han agerar i deras intresse.

En uppenbar fördel är att huvudägaren har ett mycket starkt ekonomiskt incitament att engagera sig i bolaget. När flera generationer i huvudägarens familj är engagerade i ett bolag är det rimligt att anta att det handlar om ett mycket långsiktigt åtagande, som i många fall genom arv kan sträcka sig längre än en livstid. En stark känslomässig koppling mellan bolag och ägarfamilj kan ta fram ett engagemang bortom det som är ekonomiskt rationellt. Samma sentimentala känslor inför bolaget kan även få en ägarfamilj att till exempel tacka nej till ett uppköpserbjudande och/eller vägra att släppa den operativa kontrollen över bolaget även om det skulle ligga i övriga aktieägarnas intresse.

Det faktum att en icke-familjemedlem är koncernchef tyder på att Carl Rosenblad inte prioriterar operativ familjekontroll över allt annat. Det är positivt för övriga investerare. Sammantaget bedömer vi att familjen Rosenblad är en bra huvudägare i bolaget.

Värdering

Vi värderar Consilium utifrån diskonterade kassaflöden. En viktig faktor bakom den prognosticerade förbättrade lönsamheten från 2018 och framåt är att koncernen sänkt de löpande kostnaderna i kvarvarande struktur med 40 miljoner kronor i årstakt.

Med den första kvartalsrapporten för 2018 som grund uppskattar vi minoritetsandelen i resultatet till 17 procent framöver. Vi justerar även för koncernens nettoskuld per 31 mars 2018 inräknat tillgångar och skulder som är hänförliga till verksamheter under avveckling.

För helåret 2018 drar vi ned våra helårsprognoser till intäkter på 1480 miljoner kronor (tidigare prognos 1518 miljoner kronor) och EBIT på 130 miljoner kronor (tidigare prognos 136 miljoner kronor). Vi räknar med 5 procent årlig intäktsstillväxt för Consilium-koncernen åren 2019 och 2020.

Vad gäller lönsamheten kalkylerar vi med att 15 procent av omsättningsökningen år 2019 och 12,5 procent av omsättningsökningen år 2020 slår igenom i form av ett bättre rörelseresultat. Med dessa förutsättningar hamnar vi på en rörelsemarginal strax över 9 procent åren 2019 och 2020.

Vi använder en diskonteringsränta på 9,0 procent, härlett som en mix av 11,5 procent avkastningskrav på eget kapital och sex procent antagen låneränta. Bolaget har ganska nyligen tagit upp lån via hybridobligationer till just sex procent ränta. Detta obligationslån kan redovisningsmässigt tillgodoräknas bokfört eget kapital, vilket ger koncernen ökade möjligheter att investera framöver.

Värderingsmodellen är känslig för antaganden om bolagets långsiktiga lönsamhet. I vårt basscenario hamnar vi på ett DCF-värde om 70 kronor per Consilium-aktie. I Bear-scenariot där vi räknar med 97 procent av Bas-scenariots intäkter sjunker det motiverade DCF-värdet till 57 kronor per aktie. På motsvarande sätt stiger DCF-värdet till 80 kronor per aktie i vårt Bull-scenario där vi antar att intäkterna ökar till 103 procent av Bas-scenariots nivå åren 2019 till 2021.

Givet att vårt basscenario är det bästa långsiktiga estimatet för aktiens värde ser vi alltså en 5 procentig kurspotential i Consilium-aktien från nuvarande nivåer. Aktien började stiga kraftigt i förra veckan på förväntningar om just en resultatmässig vändning uppåt

DCF-värdering Consilium, Bas-scenario

	2018P	2019P	2020P	2021P	Slutvärde
Omsättning	1 480	1 554	1 632	1 705	
Rörelseresultat	130	141	151	160	
Rörelsemarginal	8,8%	9,1%	9,2%	9,4%	
Skatt	-14	-16	-18	-35	
Investeringar och rörelsekapitalförändring, netto	-25	-28	-30	0	
Fria kassaflöden beaktat	91	97	102	125	1 812
Diskonterade kassaflöden	90	89	85	96	1 273
Summa diskonterade kassaflöden	1 633				
Avgår nettoskuld	-640				
Summa värde eget kapital	994				
Hänförligt till moderbolaget	825				
Antal aktier (miljoner)	11,7				
Riktkurs (kronor)	70				

Källa: Jarl Securities

DCF-värdering, tre scenarion

	BEAR	BAS	BULL
Wacc	8,9%	8,9%	8,9%
CAGR, 2017 - 2020	3,8%	4,8%	5,9%
Tillväxt, evighetsvärde	1,5%	2,0%	2,5%
Rörelsevärde (EV), mkr	1442	1633	1765
Nettoskuld 31/3 2018, mkr	-640	-640	-640
Aktievärde (83%), mkr	666	825	934
Antal aktier efter utspädning, milj.	11,7	11,7	11,7
Värde per aktie, SEK	57	70	80
Implicit EV/EBIT, 2018P	1,0x	1,1x	1,1x
Implicit EV/EBITDA, 2018P	11,1x	11,6x	11,7x

Källa: Jarl Securities

Disclaimer

Birger Jarl Securities AB, www.jarlsecurities.se, nedan benämnt Jarl Securities, publicerar information om bolag och däribland analyser. Informationen har sammanställts utifrån källor som Jarl Securities bedömer som tillförlitliga. Jarl Securities kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något som helst finansiellt instrument, option eller liknande. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren.

Innehållet får inte kopieras, reproduceras eller distribueras till annan person utan skriftligt godkännande av Jarl Securities. Jarl Securities ska inte hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys. Investeringar i finansiella instrument ger möjligheter till värdestegringar och vinster. Alla sådana investeringar är också förenade med risker. Riskerna varierar mellan olika typer av finansiella instrument och kombinationer av dessa. Historisk avkastning ska inte betraktas som en indikation för framtida avkastning.

Analysen riktar sig inte till U.S. Persons (så som detta begrepp definieras i Regulation S i United States Securities Act och tolkas i United States Investment Companies Act 1940) och får inte heller spridas till sådana personer. Analysen riktar sig inte heller till sådana fysiska och juridiska personer där distributionen av analysen till sådana personer skulle innebära eller medföra risk för överträdelse av svensk eller utländsk lag eller författning.

Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal med Aktiespararna och där Aktiespararna i sin tur lagt ut uppdraget att skriva analysen på Jarl Securities. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning.

Jarl Securities har i övrigt inget ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Jarl Securities har rutiner för hantering av intressekonflikter, vilket säkerställer objektivitet och oberoende.

Analytikern Bertil Nilsson äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.