



# Humble Group

## Rivstartar bygget av framtidens FMCG-grupp

Humble har snabbt byggt en stark global marknadsnärvaro i de nya och snabbt växande områdena inom FMCG, "Fast-Moving Consumer Goods". Intäkterna har ökat från nära noll till 3,4 mdkr på bara ett år. Fokus är på hälsosamma och hållbara konsumentprodukter. Trots den kvicka expansionen visar Humble redan lönsamhet och marknadspositioneringen innebär att resan med lönsam tillväxt bara är i sin linda.

Genom fortsatt hög förvärvstakt, organisk tillväxt och synergier mellan gruppens bolag ska intäkterna nå 13 mdkr och EBITDA 1,5 mdkr, vilket indikerar en årlig genomsnittlig tillväxt på 40% 2022-25. Med beaktande av höstens förvärvsmomentum och nuvarande pipeline av potentiella förvärv bedömer vi att målet är inom räckhåll.

Trots Humbles påvisade styrkefaktorer är bolaget värderat långt under andra snabbväxande FMCG-bolag med inriktning mot hälsa och hållbarhet. Vårt motiverade värde är 37-39 kr per aktie, vilket innehåller en rabatt om 25% mot ett rimligt värde på 2023 års multiplar. I takt med att Humble bygger track-record, åskådliggör kassaflöden och ändrar redovisning till IFRS bedömer vi att även rabatten kommer minska.

Kommande händelser

Q3 rapport

26 nov 2021

Q4 rapport

25 feb 2022

Bolagsfakta (mkr)

Antal aktier

245m

Börsvärde

6,160

Nettoskuld

813

EV

6,972

Free float

15%

Daglig handelsvolym, snitt

1,263(k)

Reuters/Bloomberg

HUMBLE.ST/HUMBLE:SS

Prognos (kr)

21e

22e

23e

24e

Omsättning, mkr

1,417

3,724

4,208

4,755

Tillväxt

NM

163%

13%

13%

EBITDA, mkr

162

484

589

666

EBIT, mkr

(111)

248

391

497

EPS, justerad

(0.7)

0.6

1.0

1.4

EPS tillväxt

NM

NM

63%

34%

EK/aktie

8.2

8.9

9.9

11.3

Utdelning/aktie

0.0

0.0

0.0

0.0

EBIT-marginal

NM

6.7%

9.3%

10.5%

ROE

NM

7.5%

11.2%

13.3%

ROCE

NM

6.3%

9.5%

11.3%

EV/Sales

4.9x

1.9x

1.7x

1.5x

EV/EBITDA

43.0x

14.4x

11.8x

10.5x

EV/EBIT

(63.0)x

28.1x

17.8x

14.0x

P/E, justerad

(38.3)x

39.1x

24.0x

17.9x

P/EK

3.1x

2.8x

2.5x

2.2x

Direktavkastning

0.0%

0.0%

0.0%

0.0%

FCF yield

0.6%

5.1%

6.4%

7.2%

Nettosk./EBITDA

5.0g

1.0g

0.2g

(0.5)g

Värde och risk

Motiverat värde

37.0 - 39.0


Aktiekurs

25.1

Riskenivå

Medium

Kursutveckling 12 mån



Analysiter

mathias.carlson@penser.se



# Sammanfattning

## Rivstartar bygget av framtidens FMCG-grupp

### Investment Case

**Humbles styrkepositioner är underskattade.** Humble har snabbt byggt en stark global marknadsnärvaro i de nya och snabbt växande områdena inom FMCG, "Fast-Moving Consumer Goods". Fokus är på hälsosamma och hållbara konsumentprodukter. Trots den kvicka expansionen visar Humble redan lönsamhet och marknadspositioneringen innebär att resan med lönsam tillväxt bara är i sin linda.

**Humbles förvärvsstrategi är effektiv.** Intäkterna på rullande 12 månaders basis har ökat från nära noll till 3,4 mdkr på bara ett år och genererar en EBITDA om 444 mkr. Detta ger en marginal om 13%. Humble besitter nu en global plattform som kommer att attrahera fler och större förvärvsobjekt till gruppen. Nya entreprenörer lockas av att självständigt få driva sina bolag vidare men samtidigt dra nytta av de synergier som Humbles plattform skapar. Eftersom ägarna av de bolag som förvärvas blir aktieägare i Humble skapas ett automatiskt driv i hela gruppen mot att gemensamt öka aktieägarvärdet framöver.

**Humbles finansiella mål för 2025 är tydliga och realistiska.** Genom fortsatt hög förvärvstakt, organisk tillväxt och synergier mellan gruppens bolag ska intäkterna nå 13 mdkr och EBITDA 1,5 mdkr, vilket indikerar en årlig genomsnittlig tillväxt på 40% 2022-25. Med beaktande av höstens förvärvsmomentum och nuvarande pipeline av potentiella förvärv bedömer vi att målet är inom räckhåll.

### Bolagsprofil

Humble Group är en snabbväxande FMCG-koncern som erbjuder innovativa, hälsosamma, sockerreducerade, veganska, miljövänliga och hållbara produkter. Humble består av dotterbolag och välkända varumärken som förfinar, utvecklar och distribuerar funktionella och hållbara konsumentprodukter på en global skala. Bolagets affärsmodell är att aktivt identifiera, utvärdera och förvärva lönsamma, kassagenererande och marknadsledande FMCG-företag inom Humbles väldefinierade nischer. Humble är noterat på Nasdaq Stockholm First North Growth Market sedan november 2014.

### Värdering

**Värderingen reflekterar inte tillväxten.** Trots Humbles påvisade styrkefaktorer är bolaget värderat långt under andra snabbväxande FMCG-bolag med inriktning mot hälsa och hållbarhet. Vårt förvärvsbaserade scenario genererar en värdering av Humble till EV/Sales 1,1x och EV/EBITDA 9,5x på 2023 vilket är avsevärt lägre än jämförbara FMCG-bolag med en värdering om EV/Sales 4,9x och EV/EBITDA 33x på 2023. Vår bedömning är att Humble bör värderas till EV/Sales 2,4x och EV/EBITDA 20x, vilket fortfarande är en relativt hög rabatt gentemot FMCG-bolagen men samtidigt mer i linje med svenska förvärvsbolag som handlas till EV/Sales 4,3x och EV/EBITDA 24x på 2023.

### Motiverat värde

**Vårt motiverade värde är 37-39 kronor per aktie,** vilket innehåller en rabatt om 25% mot ett rimligt värde på 2023 års multiplar. I takt med att Humble bygger track-record i exekveringen av förvärvsstrategin, åskådliggör kassaflöden och ändrar redovisning till IFRS bedömer vi att även rabatten kommer minska.

## Historik och bakgrund

### Bayn Solutions bildades 2009...

---

...i samband med att Stevia (steviolglykosider) godkändes som sötningmedel inom EU. Bayn börsnoterades 2014 och gick då från att ha varit ett forskningsbolag till att börja sälja produkter på marknaden. Idag är Bayn två huvudprodukter, EUREBA och NAVIA, vilka är naturliga sötningsmedel som säljs till livsmedelsindustrin. Bayn hade under många år svårt att få lönsamhet i affären men visade 2019 en stark tillväxt i omsättningen som då ökade med 85%.

### Simon Petrén startade bolaget Pändy Foods 2016...

---

...tillsammans med två ingenjörer på KTH. Pändy är inriktat mot hälsosamt godis, drycker och protein-bars med låg sockerhalt. Parallellt med att driva Pändy arbetade Simon med investeringar tillsammans med sin far, Thomas Petrén, i bolaget Seved Invest. Inom Seved Invest växte planen att börsnotera Pändy och därigenom etablera en plattform för tillväxtbolag. Samtidigt fanns Bayn noterat på First North, och som Pändy hade påbörjat ett samarbete med på råvarustadie och där sockrets ersatts med EUREBA. Tillsammans såg bolagen en möjlighet att sammanfoga den tekniska kompetensen och bygga en plattform att växa organiskt och genom förvärv.

### Bayn och Pändy slås ihop i februari 2020...

---

...genom att Bayn Europe förvärvar samtliga aktier i Pändy Foods. Säljarna av Pändy får betalt i nyemitterade aktier i Bayn, vilket innebär en ägarandel i Bayn motsvarande 49%. Idag äger Thomas Petrén 5,1% av Humble Group och Simon Petrén 2,6%. I juni 2020 lanseras Pändys produkter på Amazon Europe och visar samtidigt kraftig tillväxt i den egna e-handeln.

### Förvärvsaktiviteten ökar markant...

---

...under sommaren och hösten 2020 i enlighet med den nyantagna förvärvsstrategin. I juni genomförs det första förvärvet av Tweek, en marknadsledare inom sockerreducerat godis vilket följs av förvärvet av Koppers Candy och 51% av det polska bolaget Amerpharma, en producent av sockerreducerade såser, sylt och sirap. Ytterligare förvärv sker senare under hösten i form av Green Sales och Golden Athlete, även dessa två bolag tillverkare av sockerreducerade produkter. I december genomförs den första obligationsupplåningen om sammanlagt 100 mkr.

### Bayn avtalar förvärv av The Humble Co. ...

---

... i mitten av februari 2021. The Humble Co. är ett ledande bolag inom eco och hållbarhet med huvudverksamhet inom hälsa och skönhet samt munvård, med bland annat försäljning av tandborstar i bambu. I samband med transaktionen ges ytterligare 200 mkr ut i företagsobligationer och en del av finansieringen är också ett aktieägarlån från RoosGruppen. Genom transaktionen skapas en helt ny access till marknaden eftersom The Humble Co. har ett återförsäljarnätverk med 60 000 försäljningspunkter.

### Bayn Group byter namn till Humble Group...

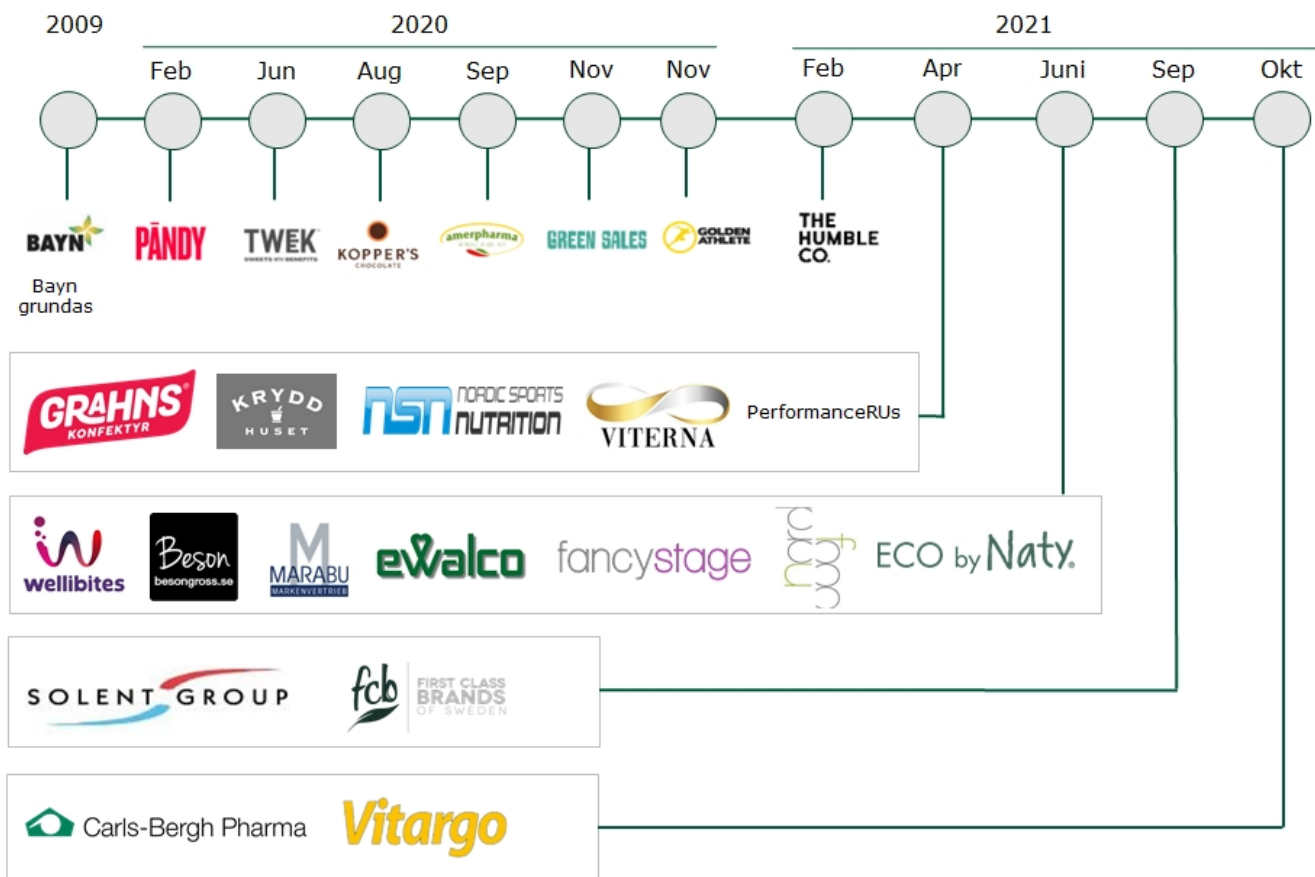
---

...vilket bättre återspeglar den strategi som gruppen har, om att etablera en ledande FMCG-aktör för framtidens produkter som är bra för människan och planeten.

## En rad förvärv genomförs...

...från april 2021 enligt bilden nedan. Medräknat den senaste avsiktsförklaringen i september om förvärv av sex bolag, har Humble under 2021 förvärvat intäkter om sammanlagt cirka 3,0 mdkr och en EBITDA om sammanlagt cirka 400 mkr. Detta kan jämföras med redovisade 40 mkr i intäkter för helåret 2020.

### Humble Groups förvärvade bolag och varumärken 2020/21



Källa: Humble Group, EPB

## Tillväxt

Humble fokuserar på tillväxt genom att arbeta med tre områden parallellt:

- Marknaden/organisk tillväxt
- Förvärv
- Synergier mellan gruppens bolag

## Livsmedelsmarknaden förändras

### Globala trender driver stark tillväxt inom nischsegment

Livsmedelsmarknaden i stort har en volymutveckling som följer befolkningsökningen i världen vilken är kring 1%, men där ökad disponibel inkomst och därmed högre kvalitet i maten innebär att livsmedelsmarknaden totalt växer med 4–5% per år (Grand View Research, Food & Grocery Retail Market Size, maj 2020).

Ett flertal marknadsanalyser indikerar stark tillväxt för livsmedel med fokus på hälsa, välmående och hållbarhet.

#### Marknadsprognoser

Marknad	Tidsperiod	CAGR	Källa
Global Nutrition Market	2020-2025	6,6%	Meticulous Research, 23 jul 2020
Global Wellness Market	2020-	5-10%	McKinsey, 8 apr 2021
Global Low Calorie Snacks Market	2020-2030	12,3%	Research & Markets, 23 sep 2021
Global Personalized Nutrition Market	2019-2027	13,6%	Research & arkets, 14 dec 2020

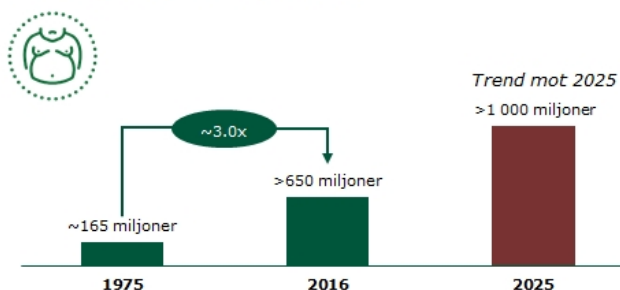
### Eskalerande globala hälso- och miljöproblem

Ökad disponibel inkomst globalt och därmed ökad konsumtion av socker och kött leder till alltmer hälsoproblem med övervikt och diabetes. Parallellt med denna utveckling är klimat- och miljöfrågor alltmer akuta.

Dessa globala problem har utvecklats snabbt det senaste årtiondet och leder till helt nya krav på livsmedelsmarknaden. Kraven kommer i form av ren lagstiftning kring utsläpp, användande av plast, krav på innehållsdeklarationer, kaloriinnehåll, skatter på ohälsosamma produkter etc.

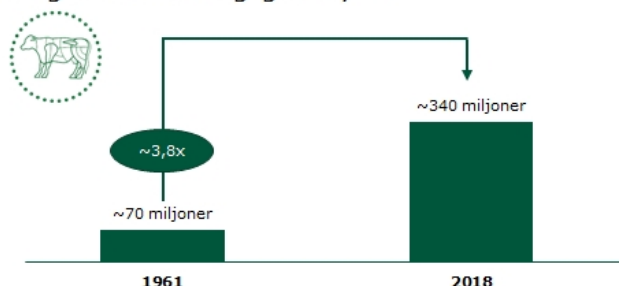
#### Processade livsmedel är ett enormt stort hälsohot

##### Fetma global, antal personer



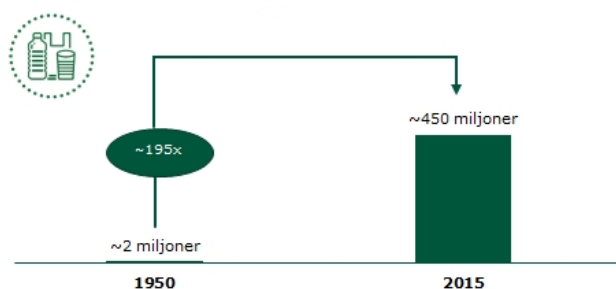
#### Överkonsumtion av kött driver klimatförändring

##### Årlig kötttillverkning globalt, ton



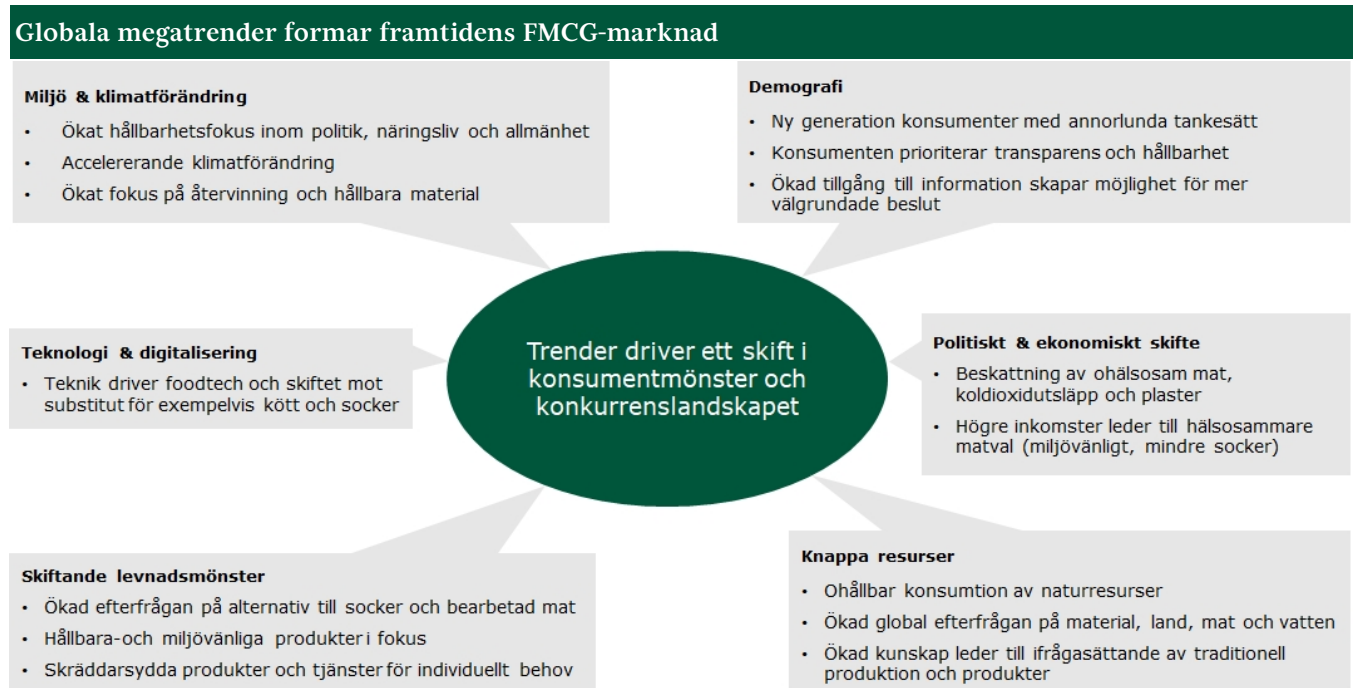
#### Ohållbar användning av plast förstör vår planet

##### Årlig plasttillverkning, ton



## Trycket kommer i högsta grad från konsumenter...

...framförallt yngre konsumenter som Millennials och Generation Z, som idag är medvetna om vad som orsakar miljö- och hälsoproblem och därför ställer andra krav på vad de köper. Dessa krav inbegriper transparens i var varan är producerad, kaloriinnehåll, återvinning, kravmärkning etc.



Källa: Humble Group

## Humble i "pole-position"

De globala trenderna har gett upphov till ett ändrat beteende hos konsumenterna vilket har skapat enorma möjligheter för bolag som är väl positionerade inom sockerreduktion, funktionell mat och hållbarhet. Den gemensamma nämnaren för dessa konsumentområden är att tillväxten är avsevärt högre än för livsmedelsmarknaden som helhet. Humbles förvärvsdrivna fokus inom hälsa och hållbarhet drar stark nytta av de nya globala trenderna.

## Livsmedelsmarknaden som helhet är attraktiv...

...såtillvida att efterfrågan är stabil och marknaden är oberoende av fluktuationer i konjunkturen. Marknaden domineras av bolag som Nestlé, Unilever, Monsanto och Orkla som alla har en rad välkända varumärken. Bolagen har funnits länge, produktutbudet är etablerat och marginalerna goda. Både Nestlé och Unilever har över 17% i rörelsemarginaler. De delar ut fritt kassaflöde som utdelningar och återköpsprogram.

## Generellt svårt för stora bolag att växa

Nestlé hade 0% i omsättningstillväxt i H1 2021. Unilever växte omsättningen 5%, vilket var ett bra halvår eftersom målsättningen för helåret är att nå 3–5% tillväxt. De sista tre åren har Unilevers underliggande tillväxt varit 2–3%.

Utveckling av egna produkter sker men tar ofta lång tid och en del i tillväxtstrategin från bolagen är att kontinuerligt arbeta med sin portfölj av bolag med olika varumärken. Under 2021 har Nestlé sålt Nestlé Watering, Herta charcuterie samt Yinlu jordnötsmjölk.

## Fokuserar förvärv på hälsa och miljö

---

Nestlé har förvärvat bolagen The Bountiful Company och Nuun. Båda dessa bolag är inriktade mot näring och hälsa. The Bountiful Company uppges vara det största globala bolaget inom näring och näringstillskott med 4 000 anställda. Nestlé förvärvade majoriteten av bolagets kärnvarumärken för ca 50 mdkr.

Nestlé har även ett särskilt affärsområde inriktat mot näring och hälsa, Nestlé Health Science. Det affärsområdet växte 14% organiskt under H1. Förvärv gav ytterligare 15% tillväxt genom köp av bolagen Vital Proteins, Zenpep och Aimmune.

Unilever har en ny Compass Strategy vilken syftar till att positionera företaget för långsiktig tillväxt. Strategin inkluderar bland annat Future Foods, en plan för att minska matsvinn och öka andelen växtbaserade kött- och mjölkalternativ.

Av fyra stora fokusområden i Unilever är tre inriktade mot klimat och miljö och det fjärde är inriktat mot hälsa. Målsättningen är att dubbla antalet produkter som ger positiv näring till 2025 och att 70% av alla produkter då skall uppnå WHO:s näringsstandarder. Vidare är målet att 95% av all glass som säljs skall innehålla mindre än 22 g socker per portion 2025.

Vad gäller Unilevers agerande i portföljen av bolag har de under H1 förvärvat Paulas Choice, hudkräm som främst säljs digitalt, Onnit med näringstillskott, bolaget Welly Health inom hälsa samt tecknat ett partnerskap med ENOUGH för att utveckla växtbaserade köttprodukter.

Klart är att även de stora bolagen har identifierat miljö och hälsa som tillväxtområden och det är inom dessa områden de investerar i egen utveckling och förvärv.

Problemet för de större bolagen är att deras traditionella produkter fortfarande står för en så stor del av försäljningen och Nestlé Health Science utgör under 5% av Nestlés totala omsättning.



## Humble – 100% exponering mot nya snabbväxande FMCG-segment

### Fokuserad produktportfölj mot nyttigare livsföring

Humble har i sitt företagsbyggande enbart inriktat sig mot områden som växer: godis, snacks och drycker med låg sockerhalt, eco-vänliga personal care-produkter, wellness-produkter, återvinningsbara produkter och överhuvudtaget enbart produkter som ger en nyttigare livsföring i allmänhet.

### Snabb produktanpassning är en nyckel till framgång

Förutom att vara exponerad mot de snabbväxande segmenten i marknaden är tanken också att bolagen i gruppen skall vara snabbare i att anpassa sig efter vad kunden vill ha.

De stora bolagen i livsmedelsindustrin förlitar sig mest på sina stora välkända märken och traditionell marknadsföring. Kundernas beteende har dock ändrat karaktär i bemärkelsen att man snabbare adopterar nya produkter och på ett annat sätt än tidigare, genom kanaler som reklam och köp direkt i mobilen och via kanaler som Facebook, YouTube, Instagram, Influencers etc.

Kunderna vill också i större utsträckning ha produkter som är mer individanpassade och unika, en trend som till exempel lett till att H&M nu har en rad nya varumärken istället för enbart H&M.

Inom livsmedelsmarknaden är Oatly och Beyond Meat exempel på att det går att få fram nya produkter och varumärken som helt fristående bolag, utan kontroll från de stora livsmedelsbolagen. Flera nya varumärken inom FMCG-marknaden har dock blivit uppköpta relativt tidigt.

### Food-Tech bolag som skapat framgångsrika produkter och varumärken

 Grundat 1994 Havrebaserade produkter Börsvärde 7,6 mdr USD	 Grundat 2009 Plantbaserat kött Börsvärde 6,3 mdr USD	 Grundat 2012 Plantbaserad barnmat Börsvärde 134m USD	 Grundat 2012 Lågkaloriglass Uppskattat värde 2 mdr USD
 Grundat 2016 Godis med lågt sockernehåll. Uppköpta av TPG Growth för 360m USD	 Grundat 2013 Proteinrika produkter. Uppköpta av Kellogg för 600m USD	 Grundat 1999 Organisk energidryck Börsvärde 417m USD	 Grundat 2010 Proteinrika produkter Uppköpta av Well Enterprises för 1 mdr USD

Källa: Humble Group



## Humbles huvudområden – Foodtech och eco

Humbles målsättning är att bli en stor aktör inom FMCG-marknaden och förvärven som gjorts är inriktade mot att bygga produkter, distribution och produktion inom denna marknad.

Förvärven som gjorts under 2021 innebär att Humble nu har två huvudområden, **Foodtech** och **eco**.

Fördelningen mellan de två områdena är inte helt klar i och med att vissa av bolagen är verksamma inom bägge men en grov uppskattning är att ca 2/3 av verksamheten är Foodtech och resterande del eco.

Utöver de två huvudområdena driver Humble även en rent ideell verksamhet i form av **Smile Foundation**. Målet med verksamheten är att genom en stiftelse hjälpa utsatta barn över hela världen. Till stiftelsen avsätts varje år 1% av The Humble Co's omsättning.

### Foodtech

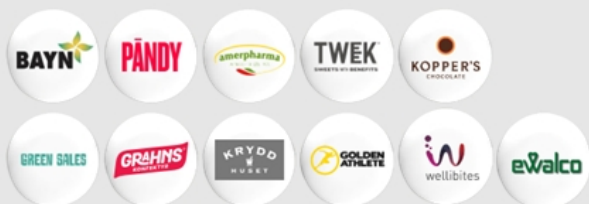
#### Vad gör Humble Group

- ✓ Producerar och distribuerar funktionell mat och "better for you" produkter likt lågt socker- eller kaloriinnehåll samt veganska alternativ
- ✓ Förvärvar bolag som befinner sig i övergången till sockerfria produkter och accelererar övergången med EUREBA
  - Humbles egenutvecklade sockersubstitut, EUREBA, ersätter socker till en 1:1 ratio.
- ✓ Marknaden för funktionell mat är fragmenterad och det finns flertalet små bolag som hade gynnats av att ingå i en koncern genom synergier och informationsutbyte

#### Fördelar med en konsoliderad verksamhet

- ✓ Ökat förhandlingsutrymme vid inköp
- ✓ Samarbete vid produktutveckling
- ✓ Snabbare övergång till sockerfria produkter med hjälp av EUREBA
- ✓ Distributionsnätverk som sträcker sig över 60 marknader

#### Koncernbolag



#### Hälsosamt godis



Källa: Humble Group

Förvärvade bolag under 2021 har följande inriktningar:

**Wellibites** är ledande i Sverige inom sockerfritt, veganskt och vitaminberikat godis. Bolaget har en stark distribution på apoteksmarknaden samt i service- och dagligvaruhandeln.

**Grahns konfektyr** är en ledande svensk godistillverkare inom sockerfritt och sockerreducerat godis. Bolaget tillför gruppen skalfördelar inom tillverkning.

**Kryddhuset** är en ledande tillverkare av kryddor och kryddblandningar. Potentiella synergier har identifierats för det växande sortimentet av EUREBA- och NAVIA-lösningar.

**Ewalco** startade redan 1980 och har ett brett sortiment av ingredienslösningar med inriktning mot livsmedel och sportnutrition till några av Nordens största varumärken.

**Nordfood** och **Be:son** är svenska handelshus med försäljning och marknadsföring av egna och externa varumärken inom kolonial, eko och miljövänliga FMCG-produkter. Tillsammans med Humble-koncernens befintliga dotterbolag, speciellt Green Sales Distribution, får bolagen en stabil position inom FMCG-handeln.

**Solent** förvärvades i början av oktober och är det största förvärv Humble gjort. Solent har en omsättning över 1 mdkr och är verksamma inom healthy snacks, veganska hushållsprodukter samt återvinning.

**Swedish Food Group (SFG)** förvärvades också i början av oktober och innehåller flera varumärken inom healthy snacks och drycker.

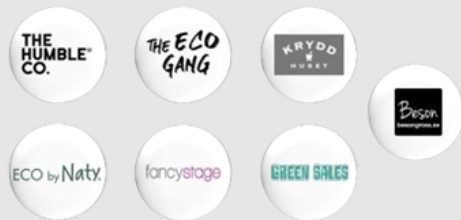
### Förvärvet av SFG adderade fyra starka varumärken till Humbles portfölj

Pro!Brands	HealthyCo	Wolverine	Aloes Aloe Vera
			
Drycker, bars, snacks, vitaminer, whey	Dipp, såser, röror, juice, sylt, pålägg, choklad, bars, oljor, drycker och mer	Energidrycker	Aloe vera-drycker
			

Källa: Humble Group

### Vad gör Humble group

- ✓ Utvecklar & distribuerar hållbara, naturliga och miljövänliga produkter
- ✓ Erbjuder hållbara och hälsosamma produkter som bidrar till ekosystemet och minskar koldioxidavtryck genom hållbar produktion, naturliga material och minimal användning av plast
  - Humble Groups målgrupp är generation Y och Z vilka båda har höga krav på både hållbarhet och miljövänlighet
- ✓ Varumärken med hållbarhet och miljövänlighet i fokus, särskilt minskning av energi- och vattenkonsumtion i produktion samt användning av hållbara material



### Fallstudie: The Humble CO.

- Ett snabbväxande och miljövänligt varumärke med fokus på munhygien. Unika produkter med bland annat världens mest sålda tandborste i bambu och ytterligare kompletterande produkter
- Med fler än 60 000 Point of Sales i mer än 30 länder verkar Humble Co. via en mix av direktförsäljning och försäljning via distributörer
- Förvärvet av Humble Co. i mars 2021 öppnade ytterligare försäljningskanaler för koncernen, vilket förväntas driva tillväxten framöver



Källa: Humble Group

Förvärvet av **The Humble Co.** innebar ett stort steg inom eco-marknaden. The Humble Co. startade 2013 och är störst i världen på bambutandborstar. Förvärvet innebar dock också en kraftig ökning av distributionskanalerna med The Humble Co's 60 000 försäljningsställen via apotek och kliniker. Inom eco-området har Humble under året även förvärvat bolagen Fancystage, Naty och Marabu.

**Fancystage** är en portugisisk tillverkare av högteknologiska FMCG-produkter, med ett ledande sortiment inom kosmetik, skönhet och wellness. Bolaget har snabb tillväxt, hög lönsamhet och ett starkt återförsäljarnätverk i södra Europa. Fancystage har under flera år varit producent av tandkräms- och munsköljsprodukter till Humbles dotterbolag The Humble Co.

**Naty** är en ledande FMCG-koncern med ett globalt varumärke, "Eco by Naty", ett brett sortiment av nedbrytningsbara personal care-produkter. Bolaget startade 1994, har en global närvaro och säljer sina produkter till många av världens största återförsäljare inom dagligvaruhandeln.

**Marabu** är en tysk FMCG-distributör specialiserad inom kosmetik, beauty och wellness. Bolaget startade 2003 och säljer och marknadsför varumärken inom FMCG till några av Tysklands och Österrikes största återförsäljare.

## Marknadsposition

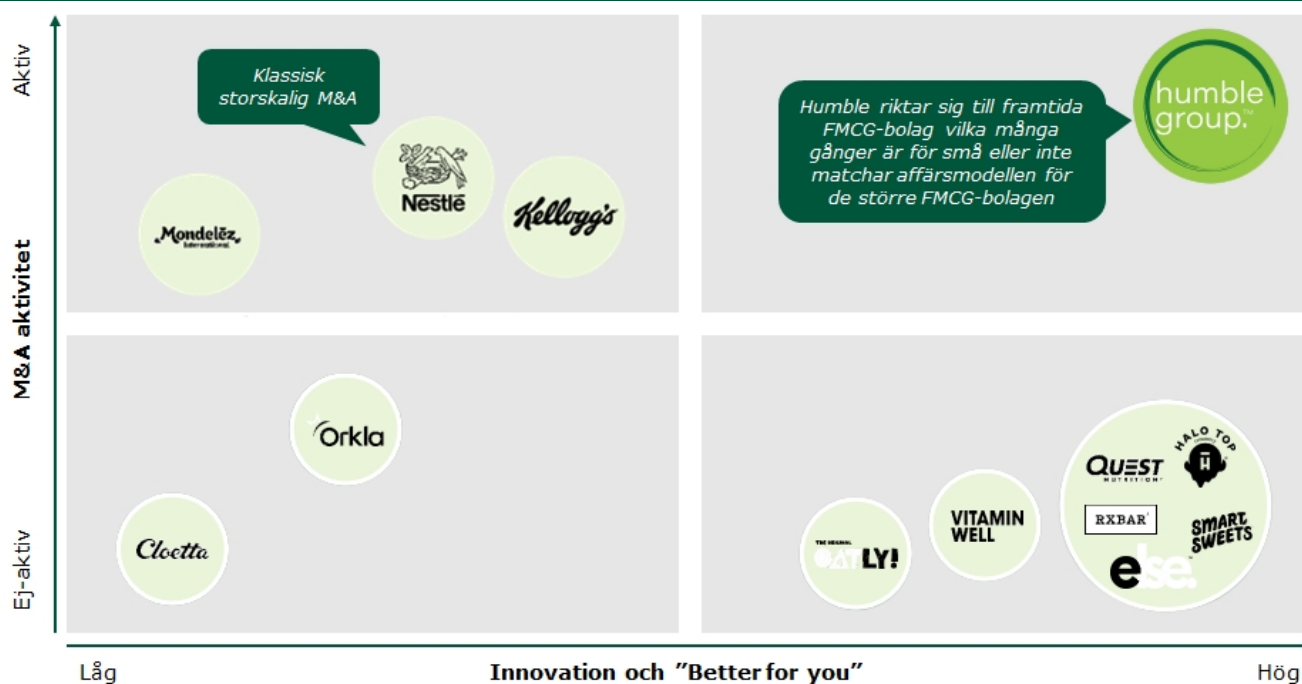
### Signifikant marknadsandel inom nischområden

Sett till total marknadsandel inom livsmedelsmarknaden är givetvis marknadsandelen för Humble låg men inom de nischkategorier Humble verkar inom ser det annorlunda ut. Inom kategorin hälsogodis har Humble 80% marknadsandel i butik, online ännu högre, i Sverige genom varumärkena Tweek, Wellibites och De Bron enligt Nielsen data. De enda andra två varumärken inom denna kategori som har marknadsandelar om 10% respektive 7% är Werther's och Nellie Dellie. The Humble Co. är störst i världen på bambutandborstar och Natys varumärke "Eco by Naty" är globalt.

### Besitter en unik marknadsposition

Klart är att Humble genom sin snabba förvärvsaktivitet är på väg att bygga sig en stark position globalt inom FMCG-marknadens nischområden. Till skillnad mot andra bolag inom de snabbväxande FMCG-segmenten, som oftast har ett ganska begränsat produktutbud, har Humble redan en avsevärd bredd i både antal bolag och produktutbud.

### Humble Group innehar en unik marknadsposition



Källa: Humble Group

## Förvärvsstrategi

Humble är ett förvärvsbolag men till skillnad mot andra förvärvsbolag har Humble klart definierade nischer inom vilka förvärven skall ske.

På enbart ett år har Humble genom förvärv lyckats bygga en omsättning om cirka 3,4 mdkr och förvärvsaktiviteten kommer att fortsätta i hög takt.

Trots en snabb takt i förvärv under året finns en strukturerad process och tämligen strikta kriterier för vilken typ av bolag som kan förvärfas. För att ett bolag skall vara aktuellt att förvärva skall det:

- Verka inom de tillväxtområden Humble redan är etablerade inom
- Ledningen skall vara entreprenörsdriven och vilja utveckla sitt bolag, inte bara sälja av det
- Tillväxten skall vara stark
- Bolaget skall vara lönsamt och generera positiva kassaflöden
- Bolaget skall helst tillföra antingen produkter, distribution eller nya marknader för Humble

Den höga förvärvstakten i år beror på att Humble redan låg i startgroparna för att sätta igång, då Simon Petrén redan sedan tidigare hade ett stort nätverk och identifierat ett hundratal spännande bolag som skulle kunna passa väl in i gruppen och plattformen.

### Stort universum av potentiella förvärvsobjekt



Källa: Humble Group

### Förvärvstakten framöver kommer vara hög...

...även när den första pipelinen av bolag gått igenom. Eftersom Humble är ett förvärvsorienterat bolag men bara inom sina utvalda nischer skapar förvärven Humble gör en snöbollseffekt.

Ett bolag som förvärfas har ofta arbetat inom sin nisch i årtal och har upparbetade kontakter med andra bolag som arbetar inom samma eller liknande verksamhetsområde. När ett bolag kommer in i Humble kan det plötsligt dela

resurser med många andra liknande bolag. Det blir därför naturligt att andra bolag som är verksamma inom samma nisch blir intresserade av vad den gemensamma plattformen erbjuder.

Det skapas alltså ett sug efter att vara med likasinnade affärsinriktningar och människor. När ett bolag blir en del av Humble är det naturligt att bolaget börjar tänka på vilka andra bolag de känner till som skulle kunna passa in i gruppen. Detta är också något som Humbles ledning uppmuntrar.

När Humble går in i en förvärvsdiskussion är det naturligt att fråga det förvärvade bolaget vilka andra bolag som skulle vara intressanta att förvärva. En viktig fråga i dessa diskussioner är enligt Humbles VD: "Inte bara vilka andra bolag du tycker är bra, utan vilka andra bolag du kan tänka dig att dela risk med".

Den senare frågan är central i Humbles företagsbyggande. De flesta bolag som förvärvas drivs av entreprenörer som skapat sig en egen nisch i marknaden. Ofta har dessa bolag fått flera förslag från större bolag om att bli uppköpta, men om bolaget fortfarande är fristående talar det för att ledningen ville fortsätta att driva sitt eget bolag.

I Humbles upplägg är förvärvsprocessen annorlunda. Det förvärvade bolaget drivs vidare som tidigare men får hjälp med det som bolaget behöver i form av administration, distribution, produktion, resultatanalys och uppföljning. Bolagen som kommer in i gruppen har sällan arbetat särskilt strukturerat med affärsplanering och uppföljningar. Humble har ett uppbyggt system för resultatuppföljning, kassaflödes-, försäljnings- och konkurrentanalyser.

För många av bolagen är enbart detta i sig ett attraktivt erbjudande. Bolagen har ofta, i många år trott på sin produkt, men som för alla små bolag är det en sak att ha en bra produkt och en helt annan sak att nå ut med produkten till kunden genom distribution och produktion.

Sedan starten för ungefär ett år sedan har nu Humble förvärvat 26 bolag och av dessa förvärv har kommit från en hög andel av "referrals", det vill säga tips från andra bolag i gruppen.

Under 2020 och början av 2021 var det endast Simon Petrén som drev förvärvsprocessen, men där man under året fått in Marcus Stenkil som Head of M&A, skapat teamet effektivt och även byggt upp en stark struktur för att snabbt kunna genomföra både mindre och större förvärv parallellt.

Det genomsnittliga förvärvspriset är cirka 7x EV/EBITDA. Dock skiljer sig priset stort beroende på vad det förvärvade bolaget tillför. Fancystage hade ett förvärvspris om över 5x EV/Sales och 9x EV/EBITDA men har stark tillväxt, en EBITDA-marginal över 50% och ett försäljningsnätverk i södra Europa. Solent, EV/Sales 1,2x och EV/EBITDA 9x, tillför fem viktiga nya marknader, Marabu, EV/Sales 0,5x och EV/EBITDA 7x, distribution i Europa. Sålunda finns ingen rak korrelation mellan förvärvspris och tillväxt/marginaler.

Förvärven är alltid konstruerade med en fast köpeskilling plus en tilläggsköpeskilling som erhålls efter en "earn-out-period" som kan gå upp till fem år men som oftast är kortare. För att säljarna av bolaget skall få ut maximal tilläggsköpeskilling måste det förvärvade bolaget nå fastlagd tillväxt och lönsamhetsmål inom earn-out-perioden.

Nås målen för tilläggsköpeskillingen har det förvärvade bolaget högre omsättning eller lönsamhet än vid förvärvstidpunkten och därmed är förvärvsmultipeln då lägre.

Dessutom sker betalningen av förvärvet alltid med en kombination av cash plus aktier i Humble. Aktieandelen är för det mesta kring 50% av förvärvspriset men kan gå ner mot 20% i större förvärv, som exempelvis Solent som förvärvades efter sommaren.

Förvärvade bolag har således tydliga incitament att driva sin egen affär framåt, men även incitament att samarbeta med de andra bolagen i gruppen. Eftersom alla bolagsledningarna i gruppen automatiskt blir aktieägare finns ett klart gemensamt mål i att öka värdet på Humble som helhet.

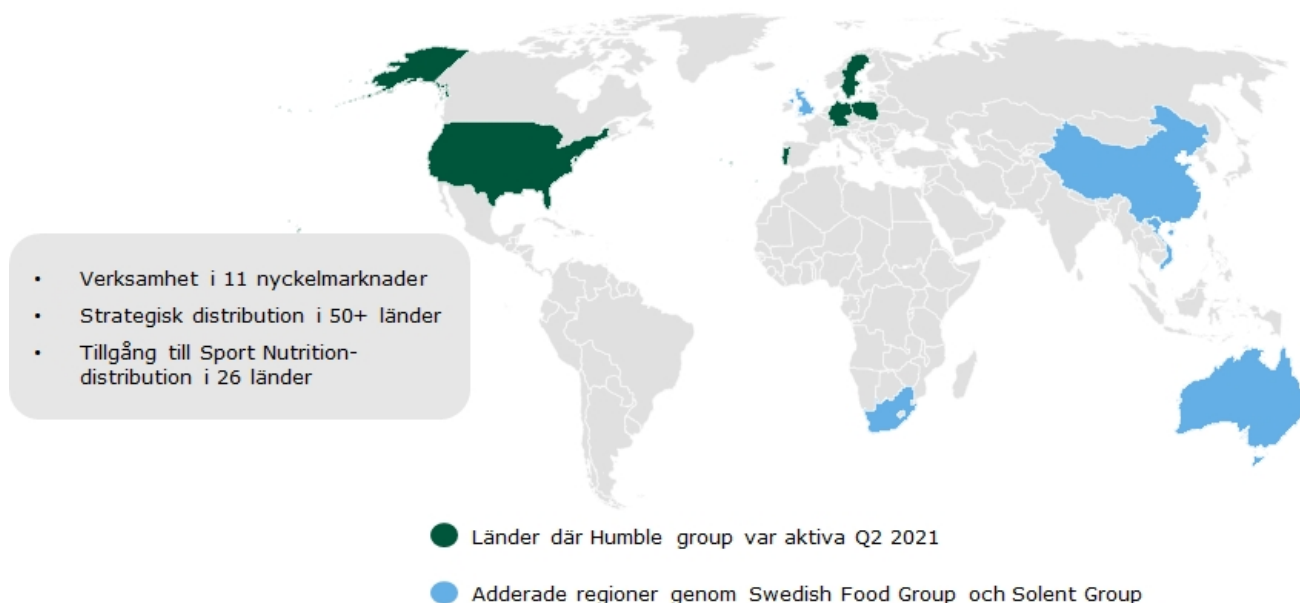
## Synergier

### Marknadsnärvaro och distributionskapacitet

Vad gäller utvecklingen mot hälsa och nyttigare livsstil är detta något där utvecklingen skiljer sig mycket åt mellan olika länder. I USA har marknaden för växtbaserad livsmedel vuxit med 43% till US\$ 7 mdr de senaste två åren (Källa: GFI, PBFA). Generellt ligger Sverige flera år före andra västmarknader i utveckling mot hälsosammare kost men andra länder kommer dock successivt att utvecklas i samma riktning.

Humble anser att det finns totalt 15 marknader som är mest intressanta att finnas på där utvecklingen gått tillräckligt långt mot att leva bättre. Förvärvet av Solent och SFG innebär en kraftig utvidgning av de viktiga marknaderna för Humble då de nyligen genomförda förvärven adderar marknader som Kina, UK, Sydafrika och Australien.

### Kraftigt förbättrat försäljningsnätverk genom förvärven av Solent och SFG



Källa: Humble Group

Humble har nu 11 av de prioriterade marknaderna och en strategisk målsättning att komma in även på marknaderna i Kanada, Frankrike och Benelux.

I de 11 hemmamarknaderna har Humble egen säljpersonal men därutöver finns Humble genom distributörer med på ytterligare 50 marknader i världen.

Den stora distributionskapaciteten innebär avsevärda fördelar, inte minst vad gäller att attrahera nya bolag till gruppen. Ett nytt bolag som kommer in i gruppen får med sin produkt omgående tillgång till ett distributionsnät som i ett mindre bolag kan innebära att försäljningen dubblas inom ett år.

### Datamining

Genom att Humble växer i storlek och antal bolag så växer också deras analyskapacitet. Humble har påbörjat bygget av en central databas som innehåller information om hur olika produkter säljer, var de säljs, i vilken form etc. Viktig input till dataminingprocessen är Humbles egen e-handel, men också datainsamling från Amazon och andra e-tailers som säljer Humbles produkter. All data från handeln samlas in och analyseras och databasen växer stadigt i takt med kundbasen.



Med ett stort antal bolag nu i gruppen är databasen så pass stor att den blir ett viktigt känslspröt mot marknaden för att visa vad konsumenterna vill ha och kunna se trender i marknaden. Till exempel kan den visa att energidrycker i Australien ökat markant när de fick en viss sorts smaksättning. Då fungerar antagligen samma smaksättning även i de andra länderna. Genom datainsamlingen kan Humble se vilka produkter som säljer eller inte säljer och om de inte fungerar byter de bara produkt igen.

Den stora skillnaden mellan Humble och de stora livsmedelsbolagen i detta avseende är "time-to-market". I Humble tar processen att nå 30 marknader för ett varumärke omkring 6 månader, medan Humbles bedömning är att samma utvecklingsprocess kan ta upp till 5 år om man behöver bygga det på egen hand.

#### Signifikant snabbare "time-to-market" skapar konkurrensfördelar

**~ 5 år**

Genomsnittlig tid för att distribuera 30 varumärken på en marknad

**< 6 månader**

Humble groups time-to-market

Källa: Humble Group

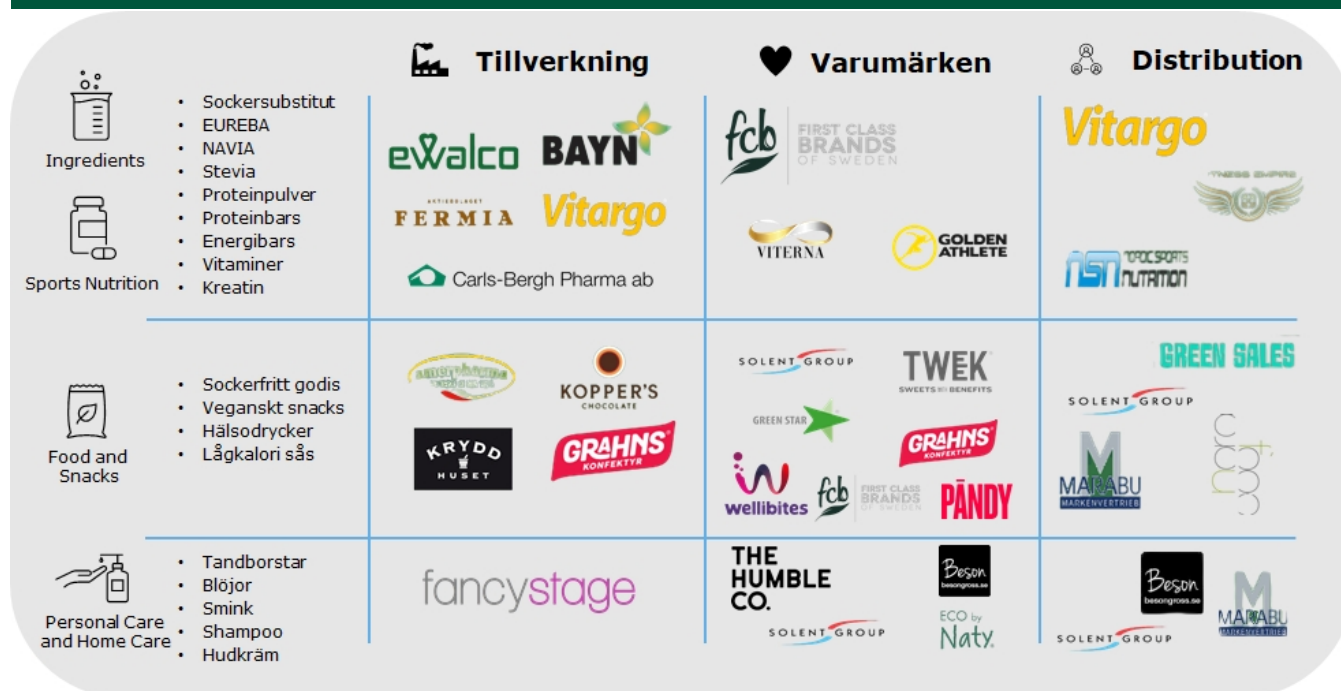
Datainsamlingen och sättet att använda data har redan kommit långt med de förvärv Humble gjort men kommer att fortsätta att växa i styrka. Humble har idag marknadsteam i alla bolag och dessa team växer hela tiden.

#### Produktion

I nuläget sker huvudsaklig produktion inom hälsogodis och snacks i bolagen Koppers, Grahns, Kryddhuset samt i Amerpharma i Polen. Inom sötningsmedel har Humble egen produktion i Ewalco och Bayn. Fancystage står för produktion inom personal care.

I och med expansionen som skett ligger i nuläget produktionen av hälsogodis och snacks nära kapacitetstaket. Anläggningarna går dock tämligen enkelt att bygga ut och Humble kommer att genomföra en del mindre investeringar under kommande år för att öka kapaciteten.

## Översikt - Tillverkning, varumärken och distribution



Källa: Humble Group

Sammantaget innebär synergier att företagen som kommer in i gruppen får avsevärt bättre förutsättningar att öka tillväxt och lönsamhet.

Första året efter det att ett bolag kommer in i Humble är synergier i många fall inte så påtagliga eftersom bolaget skall integreras och i vissa fall "rebranda" utbudet vilket kostar i kampanjer etc. Redan år två börjar dock tillväxt och lönsamhet ta fart även i större bolag som förvärvat. Exempelvis väntas Solent nå lägre tillväxt än normalt under det närmaste året, men därefter nå 15% tillväxt och 15% EBITDA-marginal. Swedish Food Group väntas dock nå sin historiska tillväxt om 30% snabbare än så.

## Humble Groups operationella plattform genererar synergier till hela koncernen



Källa: Humble Group

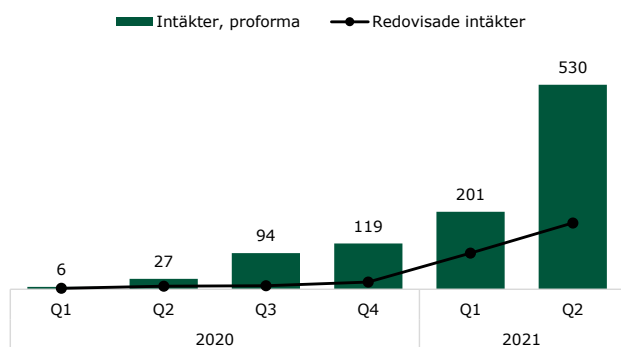
## Intäktsstillväxt

Tillväxtstrategin har under 2021 börjat slå igenom rejält i intäkterna.

Proformaintäkterna på kvartalsbasis nedan visar hur stora intäkterna hade varit om alla förvärvade bolag funnits med hela kvartalet. Redovisade intäkter släpar således men kommer framöver att nå upp till intäktsnivån enligt proformaredovisningen.

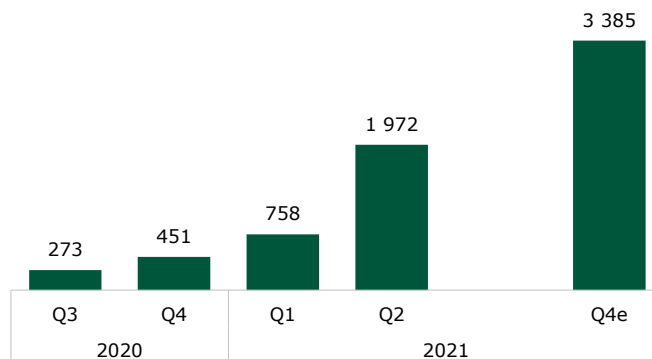
Intäkter proforma på rullande 12 månader visar hur snabbt transformationen av Humble gått. Medräknat helårsintäkter för alla förvärv som Humble meddelat i Q3 och Q4 är nu intäkterna uppe i en årstakt om 3,4 mdkr.

Intäkter, proforma vs redovisade (mkr)



Källa: Humble Group, EBP

Intäkter, proforma rullande 12 månader (mkr)



Källa: Humble Group, EPB

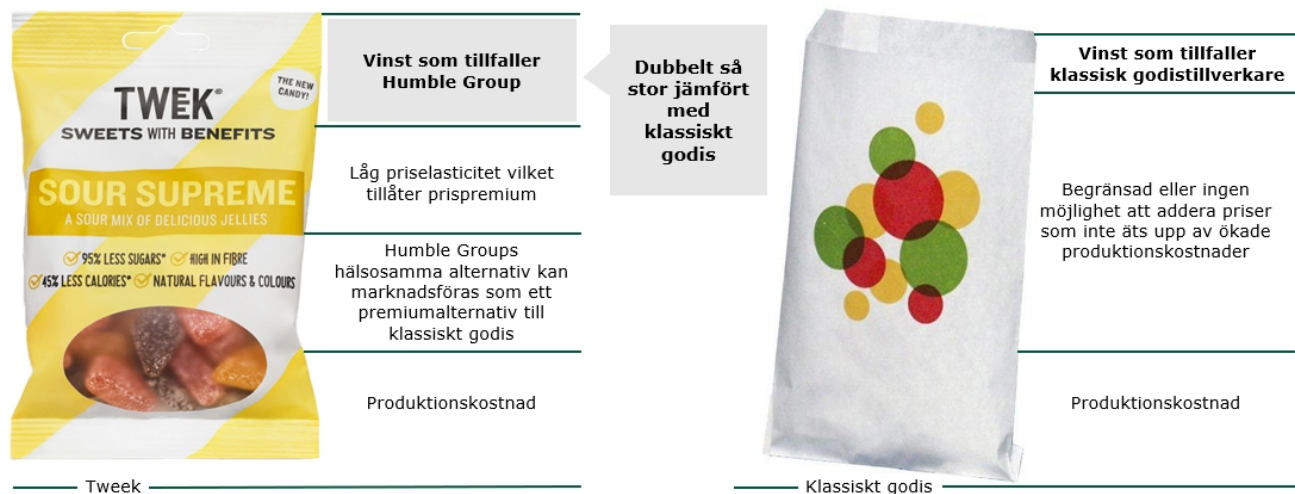
## Marginaler

Sett till produktsortimentet innebär inriktningen mot hälsa en helt annan prisnivå än andra livsmedel, vilket också innebär höga marginaler för Humble.

En godispåse från Tweek kostar marginellt mycket mer att producera jämfört med en påse vanligt lösgodis. Priset mot kund i butik är dock cirka 2,5 ggr högre för Tweekspåsen vilket grovt räknat innebär att marginalerna för både tillverkaren (Humble) och detaljisten som säljer godispåsen är mer än 200% högre jämfört med lösgodispåsen.

Betalningsviljan från kunden för att köpa en premiumprodukt skapar således ett kraftigt incitament för detaljisten att sälja den nyttigare, men dyrare, produkten från Humble.

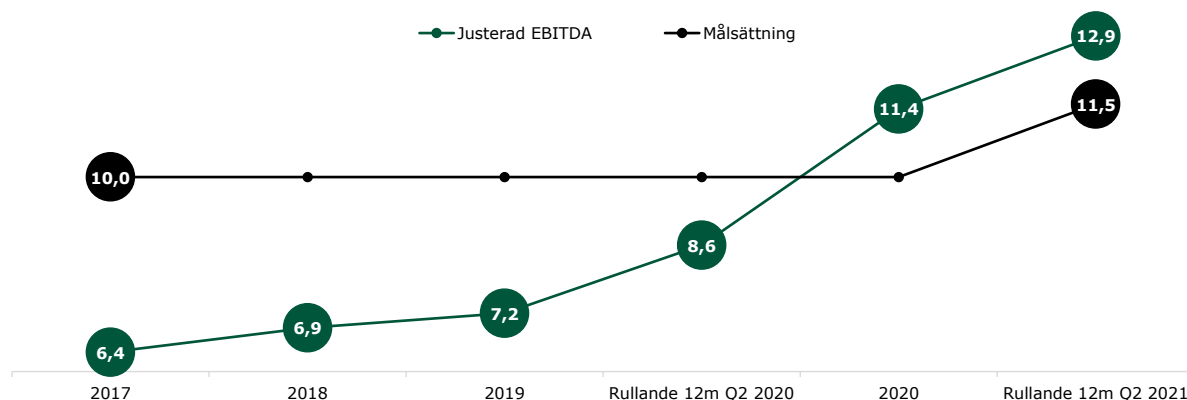
## Relativt mervärde av hälsosamma alternativ och hållbara produkter



Källa: Humble Group

Sedan Humble i år började växa genom att förvärva FMCG-bolag har marginalutvecklingen varit stigande. Proforma EBITDA-marginal i Q2 2021 på rullande tolv månader var 12,9% att jämföra med Q2 2020 då marginalen var 8,6%.

## Justerad EBITDA marginal (%)



Källa: Humble Group, EPB

Effekten av synergier från att ingå i en större grupp syns i att bolagen Bayn och Pändy, vilka fanns med redan 2020, är de bolag som i Q2 visat bäst utveckling i organisk tillväxt och lönsamhet. Både Bayn och Pändy visar i Q2 vinst genom de initiativ som togs under 2020 och som gett effekt under 2021. Bakom gruppens marginalförbättring under 2021 ligger en ökad försäljning, kostnadseffektiviseringar samt synergier i korsförsäljning och logistik.

Mycket talar för att den högre marginalnivån kommer att kunna bibehållas.

Förvärven som gjorts under 2021 innebär att Humble kunnat förvärva bolag med allt högre marginaler. De tre första förvärven om sammanlagt 1 mdkr i omsättning hade alla marginaler under 10%. Efter det förvärvades Fancystage med en mycket hög marginal och av de ytterligare 2 mdkr som förvärvats under 2021 är det bara Marabu och Swedish Food Group som har marginaler under 10%. Dessa två bolag har sammanlagt cirka 400 mkr i omsättning medan resterande förvärv alla har haft en EBITDA-marginal om minst 13%.

Förvärvade bolag väntas förbättra tillväxt eller marginaler avsevärt de närmaste åren genom att realisera synergier från att vara en del av Humble. Sannolikheten för att förbättringarna realiseras är hög eftersom detta är ett villkor för att säljarna av bolagen skall erhålla tilläggsköpeskillingar. I exempelvis Swedish Food Group är målsättningen att inom två år öka omsättningen med över 60% och höja marginalen från 9% till 14%.

Förvärvad EBITDA marginal			
Förvärvade bolag	EBITDA marginal	Intäkter mkr	EBITDA mkr
Tre bolag, avsiktsförklaring	14%	112	12
Soya	14%	47	6
Swecarb	9%	24	8
Carls-Bergh Pharma	15%	27	3
Swedish Food Group	9%	255	23
Solent	15%	963	141
Naty	17%	278	46
Marabu	7%	171	13
Fancystage	55%	103	57
Ewalco och Wellibites	7%	300	20
Nordfood och Be:Son	6%	287	18
Grahns Konfektyr, Kryddhuset, Performance R us, Nordic Sports Nutrition, Viterna	9%	309	29
The Humble Co.	41%	170	70
<b>EBITDA, snittmarginal</b>	<b>15%</b>		
<b>Intäkter och EBITDA, summa</b>		<b>3 045</b>	<b>446</b>

Källa: Humble Group, EPB

Sammanlagt har de 3,0 mdkr i omsättning som förvärvats en EBITDA-marginal i snitt om 15%, det vill säga klart över Humbles målmarginal om 11,5%. I takt med att synergier realiseras kommer marginalerna att förbättras ytterligare, vilket innebär att Humbles målmarginal ser ytterst konservativ ut.

## K3-redovisning

I nuläget använder Humble K3-regelverket som redovisningsprincip och det innebär att förvärvad goodwill skrivs av löpande. I Humbles fall skrivs goodwill av över 5 år. Eftersom goodwill hela tiden ökar i takt med gjorda förvärv så ökar också avskrivningen och därmed försämrar EBIT och nettoresultat. Enligt IFRS görs istället en värdering av goodwill i balansräkningen och så länge förvärvade bolag genererar resultat som förväntat så sker ingen goodwillnedskrivning. Med tanke på att incitamentsmodellen är uppbyggd kring att förvärvade bolag skall generera ett visst resultat för att säljarna av bolaget skall kunna få tilläggsköpskillingar, bör risken i värdet av goodwill vara låg.

I takt med att Humble fortsätter att göra förvärv kommer avskrivningarna att öka ytterligare. Eftersom de flesta bolag använder sig av IFRS-redovisning kommer sannolikt även Humble att byta redovisningsprincip relativt snart. När det är gjort kommer EBIT att närma sig EBITDA.

## Finansiering

Lånefinansiering är en viktig del i förvärvsstrategin och Humble började redan i samband med förvärvet av The Humble Co. att ge ut obligationslån. Detta har fortsatt under året och med 500 mkr utgivna i september i år uppgår utestående obligationslån till 1,4 mdkr.

Humble kommer att fortsätta att använda obligationsmarknaden för att finansiera förvärv, och vår bedömning är att en rimlig nivå för obligationsupplåning kan komma att ligga kring 3,5x EBITDA vid nya förvärv.

Totalt sett ligger i nuläget räntekostnaden för all upplåning på 5,0–5,5%. Sannolikt kommer räntekostnaden att komma ner när helårssiffrorna för 2021 redovisas och alla förvärvade bolag är konsoliderade. En refinansiering kommer med största sannolikhet att sänka kostnaderna ytterligare.

Vårt Q4 2021 estimat för nettoskulden är cirka 800 mkr vilket med proforma 444 mkr i EBITDA innebär en skuldsättningsnivå om 1,8x Net Debt/EBITDA.

Skuldsättningsmålet är att nettoskulden skall understiga 2,5x justerad EBITDA på rullande 12 månader. Nivån kan dock överskridas i samband med förvärv.

Nyemissioner av aktier har varit den andra viktiga finansieringskällan för Humble under 2021 då två större nyemissioner genomförts.

I samband med förvärvet av Solent emitterades den 24 september 36 miljoner aktier till en kurs om 23,50 kr vilket innebar 846 mkr i finansiering.

I samband med förvärvet av The Humble Co. emitterades den 15 april 20,5 miljoner aktier till en kurs om 24,50 kr vilket innebar 502 mkr.

## Finansiella mål

Humble har kommunicerat tydliga finansiella mål för 2025.

- Omsättning – 13,0 mdkr
- Justerad EBITDA – 1,5 mdkr
- EBITDA-marginal – 11,5%
- Organisk tillväxt – 15% per år
- Nettoskuld/EBITDA – 2,5x

Det är värt att notera att målen höjdes den 25 augusti i år. De tidigare målen var att 2025 nå intäkter om 8,0 mdkr, en justerad EBITDA-marginal om 10% och en organisk tillväxt om 10% per år. Dessa mål var satta så sent som i mars 2021.

## Förvärvsbaserat scenario för intäkter och EBITDA 2021–25

Vårt scenario för 2021–25 utgår från en proformaredovisning om 3,4 mdkr i omsättning vilken Humble kommer att generera för helåret 2022, det vill säga när samtliga förvärv som genomförts räknas med för ett helt år. Alla förvärvade bolag är nu konsoliderade, förutom de sex bolag för vilka Humble i september meddelade en avsiktsförklaring om förvärv. I prognosen antas att dessa förvärv slutförs och konsolideras under 2021.

### Organisk tillväxt 10–13% per år

---

Efter den höga förvärvsaktiviteten 2021 antar vi att integration av förvärven och prisanpassningar ger något lägre organisk tillväxt om 10% nästa år för att sedan accelerera till 13% under 2023–25. Nivån kan tyckas hög, men är under Humbles mål om 15% per år. Förutom att underliggande marknader för gruppens bolag växer så inkluderas även effekten av synergier i den organiska tillväxten. I och med förvärven som gjorts har distributionsnätet ökat markant och kommer att öppna upp för försäljning från alla gruppens bolag. Bolagen kommer även att dra nytta av en effektivare produktion.

### Förvärvade intäkter 3,0 mdkr per år

---

Humble har förvärvat 3,0 mdkr i omsättning under 2021 och är nu ett avsevärt mycket större bolag än när året började. Vår bedömning är att Humbles större och attraktivare plattform kommer att göra det betydligt lättare att förvärva fler och större bolag under 2022–25. Vi noterar också att Humbles interna M&A-team nyligen utökats från en till fem personer. Vår slutsats är att en förvärvstakt om 3,0 mdkr i omsättning per år är inom räckhåll.

### Förvärvsmultiplikator 7x EBITDA

---

Den genomsnittliga förvärvsmultiplikern antas till 7x EBITDA, vilket är ungefär i nivå med vad Humble betalat tidigare, med hänsyn till kraftig lönsamhetsförbättring i vissa av de förvärvade bolagen.

### Finansiering – mix av lån och nyemission

---

Finansiering av förvärven sker genom obligationsupplåning, nyemission av aktier samt kassaflöden. Vi antar att obligationsupplåningen uppgår till 3,5x EBITDA samt att kassaflöden motsvarar en "cash conversion" om 75% av EBITDA, vilket är i linje med Humbles målsättning. Återstående finansiering görs genom nyemission av aktier.

Ett vägskäl i finansieringen nås i prognosen 2024 då EBITDA når 1,5 mdkr. I det läget är kassaflödet så högt att Humble är självfinansierade för att göra fortsatta förvärv och i det läget behövs inte längre nyemissioner av aktier. Nyemissioner kommer att fortsätta som en del i betalningen för att få med nya bolagsledningarna som ägare i gruppen, men i det läget kan utspädningen för befintliga ägare kompenseras av återköp.

Totalt antas därmed att nyemission av aktier görs motsvarande totalt ca 60 miljoner aktier eller 1,5 mdkr för 2022–23 vilket motsvarar en utspädning om 25% med dagens kurs på Humble-aktien om 25 kr. Stiger kursen från nuvarande nivå blir givetvis utspädningen lägre. Från 2024 antas att kassaflöden och obligationslån räcker för att finansiera förvärv och Humble behöver inte längre nyemissioner.

### Intäkter 16 mdkr och EBITDA 2 mdkr år 2025

---

Vårt scenario antar att intäkterna når cirka 16 mdkr 2025 med en EBITDA om cirka 2,0 mdkr, det vill säga en EBITDA-marginal om 12%. Prognosen ligger således ca 20% respektive ca 30% över Humbles intäkts- och EBITDA-mål för 2025. Vår EBITDA-marginal om 12% i prognosen är konservativ. Humble har redan i nuläget en marginalnivå nära 13 % och åren framöver finns tydliga mål för lönsamhetsförbättringar i de bolag som förvärvats.



## Förvärvsbaserat scenario

	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>Intäkter, mkr</b>	<b>1 428</b>	<b>5 974</b>	<b>8 562</b>	<b>12 159</b>	<b>16 272</b>
Slutförda förvärv		3 385			
Förväntade förvärv		2 250	3 000	3 000	3 000
Organisk tillväxt		339	597	1 113	1 581
Total tillväxt %		318%	43%	42%	34%
<b>EBITDA, mkr</b>	<b>182</b>	<b>777</b>	<b>1 027</b>	<b>1 459</b>	<b>1 953</b>
Slutförda förvärv		444			
<b>EBITDA marginal</b>	<b>13%</b>	<b>13%</b>	<b>12%</b>	<b>12%</b>	<b>12%</b>
<b>Intäkter, proforma rullande 12 mån,</b>		<b>3385</b>			
Just EBITDA proforma rullande 12 mån		444			
EBITDA marginal		13,1%			
<b>Organisk omsättningstillväxt</b>		<b>339</b>	<b>597</b>	<b>1 113</b>	<b>1 581</b>
Tillväxt %		10%	13%	13%	13%
<b>Nya förvärv</b>					
Förvärvade intäkter	3 000	3 000	3 000	3 000	3 000
varav 75% in 2022		2 250	3 000	3 000	3 000
EBITDA	400	270	360	360	360
EBITDA marginal	<b>13,3%</b>	<b>12,0%</b>	<b>12,0%</b>	<b>12,0%</b>	<b>12,0%</b>
Förvärvsmultipl EBITDA	7,5x	<b>7,0x</b>	7,0x	7,0x	7,0x
Förvärvskostnad	3 500	2 520	2 520	2 520	2 520
<b>Finansiering</b>					
Kassaflöde, 75% cash conversion EBITDA	<b>137</b>	<b>582</b>	<b>771</b>	<b>1 094</b>	<b>1 465</b>
<b>Ny Obligationsupplåning</b>	<b>1 400</b>	<b>1 318</b>	<b>878</b>	<b>1 511</b>	<b>1 727</b>
Obligationsupplåning, totalt	1 400	2 718	3 596	5 107	6 834
Lån/EBITDA	7,7x	3,5x	3,5x	3,5x	3,5x
<b>Nyemission aktier</b>	<b>1 348</b>	<b>620</b>	<b>871</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Antal aktier	66	25	35	0	0
Tot antal utestående aktier, miljoner	245	270	304	304	304
Aktiekurs	<b>25,1</b>				

Källa: Humble Group, EPB

## Värdering baserad på förvärvsscenario 2021–25

Vårt förvärvsscenario innebär att Humble idag har nedanstående värdering. Baserat på 2023 års estimat värderas Humble till EV/EBITDA 9,5x och EV/Sales 1,1x.

Humble Group värdering					
	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
EV/EBITDA	41,4x	11,4x	9,5x	7,7x	6,6x
EV/Sales	5,3x	1,5x	1,1x	0,9x	0,8x
Market Cap (mkr)	6 150	6 150	6 150	6 150	6 150
EV (mkr)	7 550	8 867	9 746	11 256	12 984

Källa: EPB

### Peers-jämförelse, FMCG och förvärvsdrivna bolag

Värderingen kan ställas mot andra bolag med snabbväxande verksamheter inom FMCG och livsmedelsmarknaden. Eftersom Humble därutöver är ett förvärvsdrivet bolag är även de förvärvsdrivna bolagen lämpliga att jämföra värderingen med.

Det finns dock få bolag som är helt jämförbara med Humble. I tabellen nedan har Nestlé för stor andel traditionella livsmedel och bolag som Kerry, Christian Hansen, Givaudan och Probi är mer inriktade mot ingredienser och tillsatser snarare än att tillverka själva slutprodukten. Dessa bolag har därmed höga marginaler och en hög värdering.

Bolag som enbart är inriktade mot hälsa och hållbarhet är Oatly, Beyond Meat, Tattooed Chef, Guru Organic Energy, Else Nutrition samt Celsius. Av dessa går Else fortfarande med stora förluster och är därför inte lämpligt att jämföra med. Av de andra bolagen är det Guru, Celsius och Tattooed Chef som visar vinst men bolagen ligger under Humbles marginalnivå.

Värderingen på EV/Sales för dessa fem bolag har stor spridning där Celsius värderas till 14x Sales samtidigt som Tattooed Chef värderas till 2x, trots att båda bolagen visar lönsamhet och båda växer med 40-60% i omsättning. De andra tre bolagen har liknande i omsättningsstillväxt och värderas 4–6x Sales. Humble växer enligt vårt scenario ca 40% 2023 men har å andra sidan en betydligt högre lönsamhet än de andra bolagen.

Vad gäller förvärvsbolagen har dessa en värdering om 24x EBITDA på 2023 men har 19% i EBITDA-marginal jämfört med Humbles 12% i vårt scenario.

## Humble Group, jämförelsebolag

	Börsvärde	EV/Sales		EV/EBITDA		EBITDA marginal			Sales tillväxt		
FMCG	(USD)	2022e	2023e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e
Nestlé	379 690	4,2x	4,0x	20x	19x	22%	21%	21%	3%	5%	4%
Oatly	7 782	5,5x	3,5x	na	52x	(8%)	(6%)	4%	65%	85%	57%
Beyond Meat	6 311	8,8x	6,5x	na	126x	(4%)	(3%)	1%	22%	46%	36%
Givaudain	44 072	6,4x	6,1x	28x	26x	22%	23%	23%	6%	6%	5%
Guru	422	7,2x	4,9x	na	na	6%	na	na	33%	39%	46%
Else Nutrition	134	2,9x	1,1x	na	275x	nm	na	na	371%	601%	175%
Kerry	23 192	3,0x	2,9x	19x	18x	14%	16%	16%	4%	0%	5%
Christian Hansen	10 549	8,2x	7,7x	22x	20x	36%	37%	38%	7%	7%	7%
Probi	556	6,3x	5,8x	22x	20x	26%	28%	29%	(6%)	10%	7%
Tattooed Chef	1 489	3,2x	2,3x	na	39x	4%	na	na	61%	35%	39%
Celsius	8 049	19,8x	13,8x	157x	97x	8%	8%	9%	100%	58%	44%
<b>Snitt</b>		6,9x	5,3x	45x	69x	17%	22%	18%	67%	81%	39%
<b>Median</b>		6,3x	4,9x	22x	33x	11%	18%	19%	22%	35%	36%

	Börsvärde	EV/Sales		EV/EBITDA		EBITDA marginal			Sales tillväxt		
Förvärvsbolag	(SEK)	2022e	2023e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e
Lifco	110 960	6,9x	6,5x	30x	28x	22%	23%	24%	24%	6%	6%
Indutrade	91 826	4,2x	4,0x	24x	23x	17%	18%	18%	12%	6%	5%
Addtech	54 581	4,2x	4,0x	29x	28x	13%	14%	14%	19%	6%	6%
Lagercrantz	24 071	4,9x	4,7x	26x	24x	18%	20%	20%	22%	5%	5%
SDIPtech	15 485	5,2x	4,6x	23x	20x	18%	22%	23%	28%	17%	14%
Instalco	24 106	2,6x	2,4x	25x	23x	10%	11%	11%	25%	11%	7%
<b>Snitt</b>		4,7x	4,4x	26x	24x	16%	18%	18%	22%	9%	7%
<b>Median</b>		4,6x	4,3x	25x	24x	17%	19%	19%	23%	6%	6%

Källa: FactSet, EPB

Med en värdering motsvarande 4x EV/Sales och 16x EV/EBITDA på 2023 skulle en rimlig värdering av Humble hamna i intervallet 16–34 mdkr. Således blir spannet i värdering stort beroende på vilken värderingsmetod som används.

En kurs om 56 kr för Humble motsvarar en värdering på 2023 om 2,4x EV/Sales och 20x EV/EBITDA. Med denna värdering har Humble fortfarande en relativt hög rabatt mot FMCG-bolagen men är samtidigt värderat i nivå med förvärvsbolagen. Med samma, eller högre, multiplar på 2025 blir kurspotentialen i aktien avsevärt mycket högre än så.

Även om värderingen i nuläget är låg kommer det antagligen att ta tid för Humble att nå en värdering mer i linje med de övriga bolagen av nedanstående skäl:

- Humble är fortfarande ett litet bolag jämfört med de flesta av bolagen i jämförelsegruppen. Börsvärdet är kring 6,0 mdkr och av bolagen i jämförelsegruppen är det bara Guru som är i samma storlek.
- Humble har i sin nuvarande form inte ens funnits i ett år och har inget track-record i att driva vare sig själva affären eller integration av gjorda förvärv.
- Proformaredovisningen måste stämma överens med faktisk redovisning kommande år.
- Mängden förvärv under året ökar komplexiteten i att värdera bolaget.
- Kassaflödet är fortfarande negativt. Detta skapar osäkerhet och framöver måste redovisat kassaflöde bli positivt och "cash conversion" närma sig målet om 75%.
- EBIT är fortfarande kraftigt negativt jämfört med EBITDA. Genom att byta redovisningsprincip till IFRS går detta att åtgärda, men innan det skett finns en osäkerhet kring vad underliggande EBIT, nettoresultat och vinst per aktie är.

Motiverat värde för Humble är 37-39 kr per aktie

Av ovan nämnda skäl sätts vårt motiverade värde för aktien till 37-39 kr. Det motsvarar en rabatt om 25% jämfört med en rimlig värdering 2023 och diskonterat till nuvärde med ett årligt avkastningskrav om 11%.

#### Humble Group, motiverat värde

	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Rimligt EV/EBITDA	20,0x	20,0x	20,0x	20,0x	20,0x
Rimligt EV/Sales		2,6x	2,4x	2,4x	2,4x
Rimligt EV, mkr		15 531	20 549	29 182	39 054
Rimligt börsvärde, mkr		12 813	16 953	24 076	32 219
Rimligt aktiepris, kr		48	56	79	106
Motiverat värde, 25% rabatt		36	42	59	79
Motiverat värde idag, 11% avkastningskrav		0	38	48	58

Källa: EPB

## Base case-scenario för intäkter och operationell vinst 2021–25

Vårt base case-scenario för 2021–25 utgår från en proformaredovisning 2021 om cirka 3,4 mdkr i intäkter och 450 mkr i EBITDA. Scenariot tar inte hänsyn till framtida förvärv, endast organisk tillväxt och synergier från förvärvade bolag, inkluderat de sex bolag som Humble annonserat en avsiktsförklaring med.

Efter den höga förvärvsaktiviteten 2021 antar vi att integration och prisanpassningar ger något lägre organisk tillväxt om 10% nästa år för att sedan accelerera till 13% under 2023–25.

EBITDA-marginalen 2022 estimeras till 13%, vilket är i nivå med proforma 2021. Realiserade förvärvssynergier antas öka EBITDA-marginalen till 14% för 2023–25.

Vårt base case är konservativt ur ett organiskt tillväxtperspektiv med tanke på Humbles eget mål om 15%. Dock ligger vår EBITDA-marginal om 13–14% högre än Humbles mål om 11,5%. Detta eftersom base case-scenariot inte inkluderar ytterligare förvärv vilket resulterar i en ökad effektiviseringsgrad inom den befintliga verksamheten.

### Base case-scenario för intäkter och operationell vinst 2021-25

	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>Intäkter</b>	<b>38</b>	<b>1 451</b>	<b>3 798</b>	<b>4 292</b>	<b>4 850</b>	<b>5 480</b>
Proforma intäkter 2021e		3 385				
Tillväxt	0%	4348%	163%	13%	13%	13%
<b>Bruttoresultat</b>	<b>16</b>	<b>605</b>	<b>1 601</b>	<b>1 809</b>	<b>2 044</b>	<b>2 310</b>
Brutto-marginal	41%	42%	42%	42%	42%	42%
<b>EBITDA (justerat)</b>	<b>-9</b>	<b>181</b>	<b>484</b>	<b>589</b>	<b>666</b>	<b>752</b>
Proforma EBITDA 2021e		444				
EBITDA-marginal	-79%	11%	13%	14%	14%	14%
<b>EBIT</b>	<b>-52</b>	<b>-111</b>	<b>248</b>	<b>391</b>	<b>497</b>	<b>606</b>
EBIT-marginal	-165%	-8%	7%	9%	10%	11%

Källa: Humble Group, EPB

## Värdering baserat på base case-scenario 2021–25

Vi har valt att applicera en DCF-värdering på vårt base case-scenario. Nyckelantagandena är en ”cash conversion” av EBITDA om 70–75%, en WACC på 8,3%, en tillväxttakt om 2,0% och EBITDA-marginal om 11,0% i terminalvärdet. Värdet per aktie landar på 38 kr, vilket är på exakt samma nivå som i vårt förvärbaserade scenario.

Värderingsoutput			
Sum of PV of FCF (explicit period)	4 537		
PV of terminal value (perpetuity formula)	4 785		
<b>Enterprise value</b>	<b>9 322</b>		
Latest net debt	41		
Minority interests & other	0		
<b>Equity value</b>	<b>9 281</b>		
No. of shares outstanding (millions)	245		
<b>Equity value per share (SEK)</b>	<b>38</b>		
Implicita multiplar			
EV/Sales	6,6	2,5	2,2
EV/EBITDA	51,5	19,3	15,8
EV/EBIT	-101,4	37,6	23,8
EV/NOPLAT	-126,8	47,0	29,8
P/E			
ROIC/WACC			
Current Share price			25

WACC antaganden	
Risk free nominal rate	0,4%
Risk premium	7,0%
Extra risk premium	2,0%
Beta	1,0
Cost of equity	9,4%
Cost of debt (pre-tax)	5,0%
Tax rate	20%
Target debt/(debt + equity)	20%
WACC	8,3%
Terminalvärde antaganden	
Long term growth rate	2,0%
Long term EBIT margin	10,0%
Depreciation (% of sales)	1,0%
Capex (% of sales)	1,0%
Working cap. (% of sales)	3,5%
Tax rate	20%

Känslighetsanalys						
		Long-term growth rate				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
WACC	7,3%	40	43	45	49	53
	7,8%	37	39	41	44	47
	8,3%	34	36	38	40	43
	8,8%	32	33	35	37	39
	9,3%	30	31	32	34	36
		Long-term EBIT margin				
		5,0%	7,5%	10,0%	12,5%	15,0%
WACC	7,3%	30	37	45	53	61
	7,8%	27	34	41	48	55
	8,3%	26	32	38	44	50
	8,8%	24	29	35	40	46
	9,3%	23	27	32	37	42

## Risker

### Konkurrenser

---

Humble Group, som verkar i ett växande segment inom Foodtech, utmanas ständigt genom att nya konkurrenser etablerar sig på marknaden. Bolaget ser ett pågående skifte i konsumentbeteenden i samhället till följd av ökad medvetenhet och intresse kring livsmedelsindustrin och hälsa.

### Trender

---

Av denna anledning står Humble Group inför kontinuerlig granskning och utveckling av produkter genom följsamhet till trender. Foodtech-industrin ligger i framkant av denna utveckling och Humble Group har positionerat sig fördelaktigt.

### Diversifiering

---

Humble Group utgörs av en bred portfölj av olika produktkategorier och varumärken vilka riktas mot skilda målgrupper och branscher. Detta ger en ökad diversifiering av risker och minskar beroendet gentemot nyckelkunder och andra avgörande parter.

### Tillväxt

---

Humble Group har även delat in sin tillväxtstrategi i fokus på såväl förvärv som organisk tillväxt, vilket också utvidgar möjligheterna till god tillväxt. Bolagets förvärvsstrategi innebär många fördelar men även risker. Humble Group är relativt offensiva i sin förvärvsstrategi, vilket så här långt har visat sig vara en framgång, men bör hållas i åtanke vad gäller eventuella motgångar framöver så som operationella risker i form av integreringsrisk. Integreringsrisken begränsas däremot av den decentraliserade bolagsstyrningen som Humble Group utnyttjar, men det bör nämnas att strategin för bolaget över lag endast existerat under en kortare tid och längre erfarenhet kring förutsättningar i detta bolagsspecifika case saknas.

### Värdekedjan

---

Humble Group har även växt koncernen, och den diversifierade styrningsmodellen de utnyttjar medför en säkrare värdekedja för hela bolaget. Över lag kan risken i Humble Group anses låg, med tanke på de lönsamma och diversifierade dotterbolagen, vilka tillsammans med koncernens strategi, marknad och ambitioner kan parera eventuella förändringar i sektorn.

### Synergier

---

Risken i ett relativt ungt förvärvsdrivet bolag kan vara svårigheten att urskilja deras kapacitet till att dra fullständig nytta av möjliga synergier dotterbolag och koncern emellan. Detta skulle i sin tur kunna bidra till lägre lönsamhet, eller åtminstone en lägre tillväxttakt än önskat. Humble Groups organiska tillväxt är beroende av en skalbar produktion, något som kan tänkas påverkas i negativ riktning vid större konkurrenters etablering.

## ESG-analys

Humble Group är en koncern med en global portfölj av dotterbolag vars fokus ligger på utveckling av effektiva och hållbara konsumentprodukter. Den uttalade ambitionen är att utmana Fast-Moving Consumer Goods (FMCG), och istället lägga grund för en mer hållbar konsumtion med förbättrade förutsättningar såväl socialt som för miljön.

### Environment

---

Humble Group kommunicerar i sina finansiella mål vikten av ett generellt ESG-fokus. Bolaget lägger en betydande del av sin verksamhet på innovation inom livsmedelsindustrin och relaterar till den medvetne konsumenten. Genom en mer transparent syn på produkterna som når marknaden, upprätthålls ett miljömässigt fokus på hållbarhet. Bolaget tar hänsyn till miljön genom ekovänliga produkter och belyser även hur detta invävda miljötänk krävs framöver för att kommande generationer inte ska välja bort bolaget i fråga, på en marknad med många konkurrerande produkter och aktörer.

### Social

---

Bolaget har valt att lägga stor vikt vid att lyssna på slutkonsumenten och följa, och möjligtvis även förstärka, trender. Den produkttransparens som bolaget avser främja vad gäller ursprung eller innehåll är också något konsumenter saknar på merparten av den utformade marknaden. Fördelen med detta är att Humble Group tillsammans med sina dotterbolag kan möta miljö- och sociala frågor med öppenhet och ligga i framkant. Den främsta målgruppen, de medvetna konsumenterna, kommer fortsatt att utmana bolaget mot konstant utveckling.

### Governance

---

Humble Group arbetar även mot samhället genom Humble Smile Foundation, som är en oberoende och ideell organisation med syfte att förbättra socialt välmående och oral hälsa. Arbetet har en direkt koppling till FN:s hållbarhetsmål och följer WHO:s riktlinjer, med avsikt att symbolisera en konkret plan för en godare tillvaro.



## Ägarbild, styrelse och ledning

### Ägarbild

Störst ägare i Humble Group är grundare och vice VD Noel Abdayem med 11,5% av kapital respektive röster. Näst störst ägare är Håkan Roos genom RoosGruppen, som innehar 10,6% av röster samt kapital. Därefter följer Thomas Petrén med 5,1% av kapital och röster. Thomas är också styrelseledamot i Humble Group. Även Handelsbanken besitter 4,2% av kapital och röster.

#### Humble Groups tio största ägare

Aktieägare	Röster	Kapital
Noel Abdayem	11,5%	11,5%
Håkan Roos	10,6%	10,6%
Thomas Petrén	5,1%	5,1%
Handelsbanken Fonder	4,2%	4,2%
Nordnet Pensionsförsäkring	2,8%	2,8%
Creades AB	2,7%	2,7%
Simon Petrén	2,6%	2,6%
Tommy Jönsson	2,3%	2,3%
Mikael Pettersson	2,0%	2,0%
Första Entreprenörsfonden	2,0%	2,0%
<b>Totalt</b>	<b>45,8%</b>	<b>45,8%</b>
Övriga ägare	54,2%	54,2%
<b>Free float</b>		<b>15,0%</b>

Källa: Holdings

### Styrelse

Nuvarande styrelse i Humble Group består av 5+1 ordinarie ledamöter vilka presenteras nedan.

**Peter Werme, Styrelseordförande.** Styrelseledamot sedan 2010, ordförande sedan 2015. Peter har mer än 30 års erfarenhet från de finansiella marknaderna och har tidigare varit med och grundat ABB Investment Management. Ytterligare erfarenheter inkluderar grundare och ansvarig för hedgefonder inom både Handelsbanken och SEB.

**Thomas Petrén.** Styrelseledamot sedan 2020. Thomas har tidigare varit VD för Stenbeck Sharp Center och Sharp Direct Sales, vilka båda erbjuder kontorsmaterial och mjukvarulösningar. 2015 grundade Thomas Seved Invest AB där han i dagsläget är VD och styrelseordförande. Vidare sitter Thomas i ytterligare sju styrelser där han i sex av dem är ordförande.

**Björn Widegren.** Styrelseledamot sedan 2020. Björn har mer än 35 års erfarenhet med blandade positioner inom en rad olika industrier likt tillverkning, service och mat & dryck. De senaste 20 åren har Björn arbetat som CFO inom mat- och dryckesindustrin, med ett huvudsakligt fokus på att bedriva expansion genom förvärv.

**Henrik Patek.** Styrelseledamot sedan 2021. Henrik har en lång erfarenhet från ICA-koncernen där han varit aktiv i 25 år. Han har även varit Investment Manager för RoosGruppen under 4 år.

**Dajana Mirborn.** Styrelseledamot sedan 2021. Dajana är för närvarande Investment Manager på Bonnier Ventures där hon fokuserar på tech-investeringar. Hon har tidigare erfarenhet från M&A på Carnegie och MTG. Dajana har flertalet övriga styrelseuppdrag, bland annat DI Group och Doktorse Nordic.

**Hans Skruvfors.** Styrelseledamot sedan 2021 (tillträder 24 november). Hans har en magisterexamen från Handelshögskolan i Stockholm samt en kandidatexamen från Handelshögskolan i Göteborg. Nuvarande uppdrag innefattar VD för Foodoras nordiska verksamhet. Hans har tidigare erfarenhet från seniora roller inom Procter &

Gamble, Nepa samt Accenture och besitter en gedigen erfarenhet av bland annat FMCG och livsmedelshandeln samt av att skala tillväxtbolag internationellt.

## Ledning

---

**Simon Petrén.** VD sedan 2020. Simon var tidigare VD för Pandy Food som förvärvades av Humble Group. Tidigare har Simon arbetat på bland annat Nordea men även med start-ups och investeringar. Han sitter i flertalet styrelser inom mat- och dryckesindustrin.

**Noel Abdayem.** Vice VD och COO över varumärken och distribution sedan 2021. Noel är grundare av Humble Group och även bolagets största aktieägare. Han har vunnit flera utmärkelser, bland annat Young Entrepreneur of the year.

**Johan Lennartsson.** CFO sedan 2020. Johan har tidigare erfarenhet från PWC där han arbetat som revisor.

**Patrik Edström.** COO ingredienstillverkning sedan 2018. Patrik har lång erfarenhet från mat- och dryckesindustrin och har tidigare varit VD för R2 Group Sweden och VD för Azelis Nordenverksamhet.

**Marcus Stenkil.** Ansvarig för M&A sedan 2021. Tidigare har Marcus varit verksam som CFO på The Humble Co. och revisor hos EY.

## Resultaträkning

	2020	2021e	2022e	2023e	2024E	2025E
<b>Nettoomsättning</b>	<b>32</b>	<b>1 417</b>	<b>3 724</b>	<b>4 208</b>	<b>4 755</b>	<b>5 373</b>
<i>Tillväxt</i>		4348%	163%	13%	13%	13%
Aktiverat arbete för egen räkning	4	18	37	42	48	54
Övriga rörelseintäkter	3	17	37	42	48	54
Kostnad sålda varor	-22	-846	-2 197	-2 482	-2 805	-3 170
<b>Bruttoresultat</b>	<b>16</b>	<b>605</b>	<b>1 601</b>	<b>1 809</b>	<b>2 044</b>	<b>2 310</b>
<i>Brutto-marginal</i>	41%	42%	42%	42%	42%	42%
Övriga externa kostnader	-24	-299	-782	-842	-951	-1 075
Personalkostnader	-12	-129	-298	-337	-380	-430
Övriga rörelsekostnader	-5	-15	-37	-42	-48	-54
<b>EBITDA</b>	<b>-25</b>	<b>162</b>	<b>484</b>	<b>589</b>	<b>666</b>	<b>752</b>
<i>EBITDA-marginal</i>	-79%	11%	13%	14%	14%	14%
Jämförelsestörande poster	16	19	0	0	0	0
<b>EBITDA (justerat)</b>	<b>-9</b>	<b>181</b>	<b>484</b>	<b>589</b>	<b>666</b>	<b>752</b>
Avskrivningar	-27	-273	-236	-198	-168	-146
<b>EBIT</b>	<b>-52</b>	<b>-111</b>	<b>248</b>	<b>391</b>	<b>497</b>	<b>606</b>
<i>EBIT-marginal</i>	-165%	-8%	7%	9%	10%	11%
Finansiella intäkter	1	5	8	11	15	20
Finansiella kostnader	-3	-43	-81	-81	-81	-81
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-54</b>	<b>-149</b>	<b>176</b>	<b>322</b>	<b>432</b>	<b>545</b>
Skatter	4	32	-18	-64	-86	-109
<b>Nettoresultat</b>	<b>-50</b>	<b>-117</b>	<b>158</b>	<b>258</b>	<b>346</b>	<b>436</b>
<b>Nettoresultat (justerat)</b>	<b>-34</b>	<b>-98</b>	<b>158</b>	<b>258</b>	<b>346</b>	<b>436</b>

Källa: Humble Group, EPB

## Balansräkning

	2020	2021e	2022e	2023e	2024E	2025E
<b>TILLGÅNGAR</b>						
Goodwill	0	0	0	0	0	0
Övriga immateriella tillgångar	281	1 101	911	762	648	561
Materiella anläggningstillgångar	23	105	104	105	109	114
Övriga anläggningstillgångar	0	25	25	25	25	25
Förvärvade bolag	0	1 702	1 702	1 702	1 702	1 702
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>304</b>	<b>2 933</b>	<b>2 742</b>	<b>2 595</b>	<b>2 483</b>	<b>2 402</b>
Varulager	37	209	241	272	307	347
Kundfordringar	48	233	255	288	325	368
Övriga omsättningstillgångar	10	26	26	26	26	26
Likvida medel	82	797	1 113	1 507	1 954	2 454
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>177</b>	<b>1 265</b>	<b>1 635</b>	<b>2 093</b>	<b>2 612</b>	<b>3 196</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>481</b>	<b>4 198</b>	<b>4 377</b>	<b>4 688</b>	<b>5 095</b>	<b>5 598</b>

## EGET KAPITAL OCH SKULDER

Eget kapital	299	2 015	2 173	2 430	2 776	3 212
<b>Summa eget kapital</b>	<b>299</b>	<b>2 015</b>	<b>2 173</b>	<b>2 430</b>	<b>2 776</b>	<b>3 212</b>
Långfristiga finansiella skulder	6	1 566	1 566	1 566	1 566	1 566
Uppskjutna skatteskulder	42	210	210	210	210	210
Övriga långfristiga skulder	12	40	40	40	40	40
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>60</b>	<b>1 816</b>	<b>1 816</b>	<b>1 816</b>	<b>1 816</b>	<b>1 816</b>
Kortfristiga finansiella skulder	18	44	44	44	44	44
Leverantörsskulder	36	232	253	306	368	434
Övriga kortfristiga skulder	68	91	91	91	91	91
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>122</b>	<b>367</b>	<b>388</b>	<b>441</b>	<b>503</b>	<b>569</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>481</b>	<b>4 198</b>	<b>4 377</b>	<b>4 688</b>	<b>5 095</b>	<b>5 598</b>

## Kassaflödesanalys

	2020	2021e	2022e	2023e	2024E	2025E
Nettoresultat	-50	-117	158	258	346	436
Icke kassaflödespåverkande poster	20	237	236	198	168	146
Förändringar i rörelsekapital	-6	-68	-33	-11	-9	-18
<b>Kassaflöde från den op. verksamheten</b>	<b>-36</b>	<b>52</b>	<b>361</b>	<b>444</b>	<b>505</b>	<b>564</b>
Investeringar i anläggningstillgångar	0	-14	-45	-50	-57	-64
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>-36</b>	<b>38</b>	<b>316</b>	<b>394</b>	<b>447</b>	<b>500</b>
Förvärv och avyttringar	-84	-2 144	0	0	0	0
Utdelningar	0	0	0	0	0	0
Nyemission / återköp	203	1 348	0	0	0	0
Lånefinansiering och övriga justeringar	-7	1 478	0	0	0	0
<b>Kassaflöde</b>	<b>76</b>	<b>721</b>	<b>316</b>	<b>394</b>	<b>447</b>	<b>500</b>

Källa: Humble Group, EPB

## Tillväxt och marginaler

	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Organisk tillväxt	na	na	10%	13%	13%	13%
Omsättningstillväxt	319%	4348%	163%	13%	13%	13%
EBITDA-tillväxt, justerad	nm	nm	198%	22%	13%	13%
EPS-tillväxt, justerad	nm	nm	nm	63%	34%	26%
Bruttomarginal	50%	43%	43%	43%	43%	43%
EBITDA-marginal (justerad)	neg	11%	13%	14%	14%	14%
EBIT-marginal (justerad)	neg	neg	7%	9%	10%	11%
Skattesats	0%	-3%	20%	20%	20%	20%

## Kapitaleffektivitet

	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	neg	neg	8%	11%	13%	15%
ROCE, justerad	neg	neg	6%	10%	11%	13%
ROIC	neg	neg	8%	12%	16%	20%
Investeringar / omsättning	1,7%	1,0%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
Försäljning- och administrationskostnader / omsättning	128,9%	31,3%	30,0%	29,0%	29,0%	29,0%
Varulager / omsättning	116,2%	14,7%	6,5%	6,5%	6,4%	6,5%
Rörelsekapital / omsättning	594%	54%	23%	23%	23%	23%
Kapitalomsättningshastighet	0,1x	0,3x	0,9x	0,9x	0,9x	1,0x

## Finansiell ställning

	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	-58	813	497	103	-344	-844
Soliditet	62%	48%	50%	52%	54%	57%
Nettoskuldsättningsgrad	-19%	40%	23%	4%	-12%	-26%
Nettoskuld / EBITDA	2,3x	5,0x	1,0x	0,2x	-0,5x	-1,1x

## Aktiedata

	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
EPS, rapporterad	-0,4	-0,7	0,6	1,0	1,4	1,8
EPS, justerad	-0,4	-0,7	0,6	1,0	1,4	1,8
FCF per aktie	-0,4	0,2	1,3	1,6	1,8	2,0
Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eget kapital per aktie	2,4	8,2	8,8	9,9	11,3	13,0
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (miljoner)	123	246	246	246	246	246

Källa: Humble Group, EPB

## Värdering

	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
P/E, justerat	neg	neg	39,1x	24,0x	17,9x	14,2x
P/EK	6,2x	3,1x	2,8x	2,5x	2,2x	1,9x
P/FCF	neg	154,1x	19,6x	15,7x	13,8x	12,4x
FCF-yield	-2%	1%	5%	6%	7%	8%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0%	0%	0%	0%	0%	0%
EV/Sales	55,6x	4,9x	1,8x	1,5x	1,2x	1,0x
EV/EBITDA	neg	43,0x	13,8x	10,6x	8,7x	7,1x
EV/EBIT, justerat	neg	38,5x	13,8x	10,6x	8,7x	7,1x
Aktiekurs, årets slut	15,0	25,1	25,1	25,1	25,1	25,1
EV, årets slut	1 771	6 972	6 656	6 263	5 815	5 315

Källa: Humble Group, EPB

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

#### **Motiverat värde och risk**

Det motiverade värdet speglar ett värde för aktien per den dag analysen publicerats i ett intervall motsvarande ca 5-10%. Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument såsom till exempel kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler.

Värderingsmetod och ansats för att bestämma motiverat värde skall framgå av analysen och kan variera från bolag till bolag. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata och ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. Vad gäller risk klassificeras aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån ett antal kända parametrar som är relevanta för bolaget. En generell riktlinje för att klassificeras som låg risk är att bolaget har positivt kassaflöde och att ingen enskild faktor påverkar omsättningen mer än 20%. Motsvarande generella beskrivning av hög risk är att bolaget inte nått positivt kassaflöde alternativt att en enskild faktor påverkar omsättningen mer än 50%.

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. 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 be-rörda Finansiella Instrument eller med därtill relaterade Finansiella Instru-ment 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)