



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Konsumentvaror | Sverige | 29 November 2021

Humble Group

Leverar stark tillväxt och EBITDA-marginal

Tillväxten accelererar

Nettoomsättningen uppgick till 3,4 mdkr och justerad EBITDA till 449 mkr på rullande 12 månaders proformabasis. EBITDA-marginalen var 13.4% vilket kan jämföras med den långsiktiga målsättningen om 11.5%. Den ökade lönsamheten genererades av organisk tillväxt, kostnadseffektiviseringar och i synnerhet realiserade synergier mellan bolagen. Vi bedömer att betydande synergier från de senaste förvärven kvarstår att realisera.

Stark organisk tillväxt

Tio av Humbles dotterbolag redovisade en "all-time-high" försäljning under hösten samtidigt som efterfrågan på deras produkter fortsätter att växa. De bolag som varit del av Humble sedan början av året redovisade en organisk tillväxt i Q3 på 24% yr/yr. De nya förvärven som konsoliderats per 30 september redovisade en 19% organisk tillväxt yr/yr. Vårt organiska tillväxtestimat om 11% för 2022 framstår nu som konservativt.

Värderingen reflekterar inte tillväxten

Trots Humbles bevisade styrkefaktorer är värderingen låg. 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. Vi gör endast marginella justeringar i våra estimat för prognosperioden 2021-25.

Kommande händelser

Q4 rapport25 feb 2022

Bolagsfakta (mkr)

Antal aktier247m

Börsvärde6,999

Nettoskuld1,043

EV8,042

Free float15%

Daglig handelsvolym, snitt1,372(k)

Reuters/BloombergHUMBLE.ST/HUMBLE:SS

Prognos (kr)

21e22e23e24e

Omsättning, mkr1,5363,7194,2024,748

Tillväxtnm142%13%13%

EBITDA, mkr150483588665

EBIT, mkr(228)65226349

EPS, justerad(1.5)(0.0)0.50.9

EPS tillväxtnmnm63%84%

EK/aktie9.39.29.710.6

Utdelning/aktie0.00.00.00.0

EBIT-marginalnm1.7%5.4%7.3%

ROEnm7.5%5.2%8.9%

ROCEnm1.8%5.9%8.7%

EV/Sales5.2x2.2x1.9x1.7x

EV/EBITDA53.7x16.6x13.7x12.1x

EV/EBIT(35.3)x124.3x35.6x23.0x

P/E, justerad(19.2)x(653.9)x57.6x31.4x

P/EK3.1x3.1x2.9x2.7x

Direktavkastning0.0%0.0%0.0%0.0%

FCF yield0.0%4.9%5.8%6.6%

Nettosk./EBITDA7.0g1.4g0.5g(0.3)g

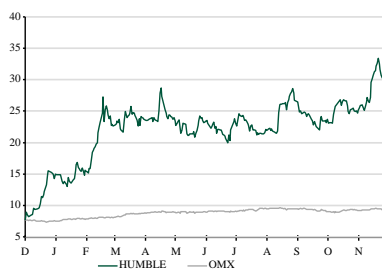
Värde och risk

Motiverat värde37.0 - 39.0

Aktiekurs28.3

RiskenivåMedium

Kursutveckling 12 mån



Analytiker

mathias.carlson@penser.se



Sammanfattning

Leverar stark tillväxt och EBITDA-marginal

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. Nettoomsättningen på rullande 12 månaders basis har ökat från nära noll till 3,4 mdkr på bara ett år och genererar en EBITDA om 449 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 1,2x och EV/EBITDA 10,3x på 2023 vilket är avsevärt lägre än jämförbara FMCG-bolag med en värdering om EV/Sales 5,1x och EV/EBITDA 40x 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 4,2x och EV/EBITDA 23x 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.

Q3 levererar stark tillväxt och högre EBITDA-marginal

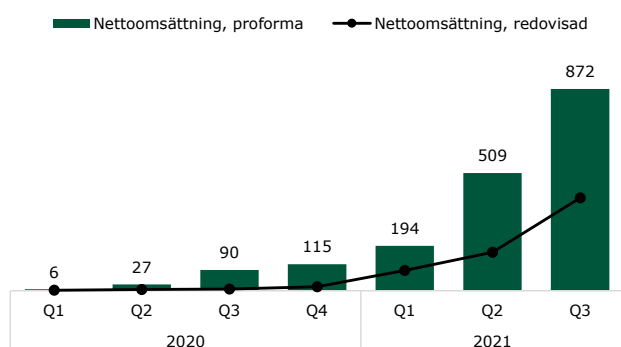
Tillväxtstrategin slår igenom rejält i Q3 med en nettoomsättning på 3,4 mdkr, proforma rullande 12m, och en justerad EBITDA på 449 mkr. EBITDA-marginalen landar på 13,4%, vilket är högre än Humbles långsiktiga målsättning om 11,5%.

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

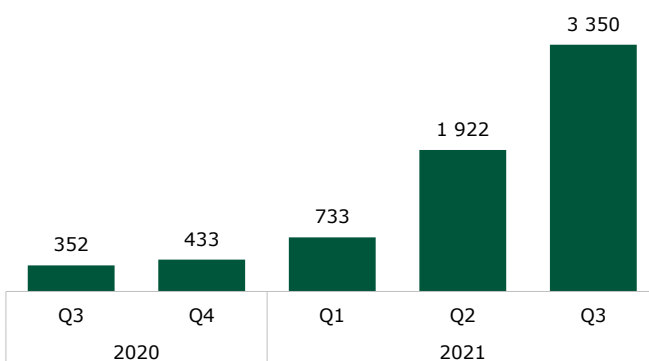
Proforma nettoomsättningen visar hur snabbt transformationen av Humble går. Medräknat helårsomsättningen för alla förvärv som Humble meddelat i Q3 och Q4 är nu intäkterna uppe i en årstakt om 3,4 mdkr.

Sedan Humble initierade förvärvsstrategin i mitten av 2020 har EBITDA-marginalen stigit avsevärt. Proforma EBITDA-marginal i Q3 2021 på rullande tolv månader var 13,4% jämfört med 2019 då marginalen var 7,2%.

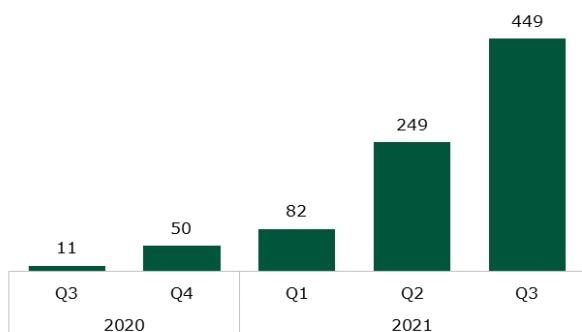
Nettoomsättning, proforma vs redovisade (mkr)



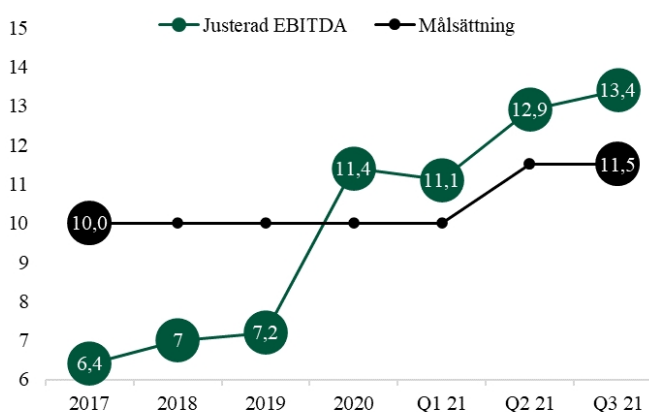
Nettoomsättning, proforma rullande 12m (mkr)



Justerad EBITDA, proforma rullande 12m (mkr)



Justerad EBITDA-marginal (%)



Källa: Humble Group

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 tre bolag för vilka Humble i september meddelade en avsiktsförklaring om förvärv. I prognosen antas att dessa förvärv slutförs och konsolideras senast i början av 2022.

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.

Förvärvsmultiplik 7x EBITDA

Den genomsnittliga förvärvsmultiplikeln 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 55 miljoner aktier eller 1,5 mdkr för 2022–23 vilket motsvarar en utspädning om 23% med dagens kurs på Humble-aktien om 28 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 intäkt- 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 |
|--|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| Intäkter, mkr | 1 573 | 5 935 | 8 520 | 12 114 | 16 221 |
| Slutförda förvärv | | 3 350 | | | |
| Förväntade förvärv | | 2 250 | 3 000 | 3 000 | 3 000 |
| Organisk tillväxt | | 335 | 594 | 1 108 | 1 575 |
| Total tillväxt % | | 277% | 44% | 42% | 34% |
| EBITDA, mkr | 185 | 772 | 1 022 | 1 454 | 1 947 |
| Slutförda förvärv | | 449 | | | |
| EBITDA marginal | 12% | 13% | 12% | 12% | 12% |
| Organisk omsättningstillväxt | | 335 | 594 | 1 108 | 1 575 |
| Tillväxt % | | 10% | 13% | 13% | 13% |
| Nya förvärv | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e |
| 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 | 13,3% | 12,0% | 12,0% | 12,0% | 12,0% |
| Förvärvsmultipl EBITDA | 7,5x | 7,0x | 7,0x | 7,0x | 7,0x |
| Förvärvskostnad | 3 500 | 2 520 | 2 520 | 2 520 | 2 520 |
| Finansiering | | | | | |
| Kassaflöde, 75% cash conversion EBITDA | 139 | 579 | 767 | 1 090 | 1 460 |
| Ny obligationsupplåning | 1 400 | 1 300 | 878 | 1 509 | 1 725 |
| Obligationssupplåning, totalt | 1 400 | 2 700 | 3 578 | 5 088 | 6 813 |
| Lån/EBITDA | 7,6x | 3,5x | 3,5x | 3,5x | 3,5x |
| Nyemission aktier | 1 348 | 641 | 875 | 0 | 0 |
| Antal aktier | 66 | 23 | 31 | 0 | 0 |
| Tot antal utestående aktier, miljoner | 245 | 268 | 299 | 299 | 299 |
| Aktiekurs | 28,3 | | | | |

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 10,3x och EV/Sales 1,2x.

| Humble Group värdering | | | | | |
|------------------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e |
| EV/EBITDA | 45,0x | 12,5x | 10,3x | 8,3x | 7,1x |
| EV/Sales | 5,3x | 1,6x | 1,2x | 1,0x | 0,8x |
| Market Cap (mkr) | 6 934 | 6 934 | 6 934 | 6 934 | 6 934 |
| EV (mkr) | 8 334 | 9 634 | 10 512 | 12 021 | 13 746 |

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 8x Sales samtidigt som Tattooed Chef värderas till 3x, trots att båda bolagen visar lönsamhet och båda växer med 30-60% i omsättning. De andra tre bolagen har liknande i omsättningsstillväxt och värderas 3–6x 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 23x 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 | 367 685 | 4,1x | 4,0x | 19x | 18x | 22% | 21% | 21% | 3% | 5% | 4% |
| Oatly | 5 722 | 5,0x | 3,3x | na | 136x | (8%) | (13%) | 0% | 53% | 61% | 51% |
| Beyond Meat | 4 859 | 8,2x | 6,4x | na | 318x | (4%) | (9%) | (2%) | 14% | 34% | 27% |
| Givaudain | 45 270 | 6,6x | 6,3x | 29x | 27x | 22% | 23% | 23% | 6% | 6% | 5% |
| Guru | 427 | 7,5x | 5,1x | na | na | 6% | na | na | 33% | 39% | 46% |
| Else Nutrition | 141 | 3,2x | 1,2x | na | 302x | nm | na | na | 371% | 601% | 175% |
| Kerry | 21 691 | 2,9x | 2,8x | 18x | 17x | 14% | 16% | 16% | 4% | 0% | 5% |
| Christian Hansen | 10 128 | 8,0x | 7,5x | 21x | 20x | 36% | 37% | 38% | 7% | 7% | 7% |
| Probi | 508 | 6,1x | 5,6x | 21x | 20x | 26% | 29% | 29% | (8%) | 10% | 9% |
| Tattooed Chef | 1 381 | 4,2x | 3,4x | na | 592x | 4% | na | na | 44% | 34% | 24% |
| Celsius | 5 340 | 11,2x | 7,8x | 98x | 53x | 8% | 8% | 10% | 130% | 63% | 43% |
| Snitt | | 6,1x | 4,9x | 34x | 150x | 17% | 22% | 20% | 67% | 78% | 36% |
| Median | | 6,1x | 5,1x | 21x | 40x | 11% | 18% | 19% | 14% | 34% | 24% |

| | Börsvärde | EV/Sales | | EV/EBITDA | | EBITDA marginal | | | Sales tillväxt | | |
|---------------|-----------|----------|-------|-----------|-------|-----------------|-------|-------|----------------|-------|-------|
| Förvärvsbolag | (SEK) | 2022e | 2023e | 2022e | 2023e | 2021e | 2022e | 2023e | 2021e | 2022e | 2023e |
| Lifco | 106 892 | 6,7x | 6,3x | 29x | 27x | 22% | 23% | 24% | 24% | 6% | 6% |
| Indutrade | 90 224 | 4,1x | 3,9x | 24x | 23x | 17% | 18% | 18% | 12% | 6% | 5% |
| Addtech | 55 101 | 4,2x | 4,0x | 30x | 28x | 13% | 14% | 14% | 19% | 6% | 6% |
| Lagercrantz | 23 971 | 4,9x | 4,7x | 26x | 24x | 18% | 20% | 20% | 22% | 5% | 5% |
| SDIPtech | 15 167 | 5,1x | 4,5x | 23x | 20x | 18% | 22% | 23% | 28% | 17% | 14% |
| Instalco | 20 297 | 2,2x | 2,1x | 21x | 20x | 10% | 10% | 10% | 23% | 14% | 7% |
| Snitt | | 4,6x | 4,2x | 25x | 24x | 16% | 18% | 18% | 21% | 9% | 7% |
| Median | | 4,6x | 4,2x | 25x | 23x | 17% | 19% | 19% | 22% | 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 57 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 | | 15 431 | 20 448 | 29 072 | 38 931 |
| Rimligt börsvärde, mkr | | 12 731 | 16 870 | 23 985 | 32 118 |
| Rimligt aktiepris, kr | | 48 | 57 | 80 | 108 |
| Motiverat värde, 25% rabatt | | 36 | 42 | 60 | 81 |
| Motiverat värde idag, 11% avkastningskrav | | 0 | 38 | 49 | 59 |

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 |
|--------------------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Intäkter | 38 | 1 590 | 3 793 | 4 286 | 4 843 | 5 473 |
| Proforma intäkter 2021e | | 3 350 | | | | |
| Tillväxt | 0% | 4724% | 142% | 13% | 13% | 13% |
| Bruttoresultat | 16 | 602 | 1 599 | 1 807 | 2 042 | 2 307 |
| Brutto-marginal | 41% | 38% | 42% | 42% | 42% | 42% |
| EBITDA (justerat) | -9 | 184 | 483 | 588 | 665 | 751 |
| Proforma EBITDA 2021e | | 449 | | | | |
| EBITDA-marginal | -79% | 10% | 13% | 14% | 14% | 14% |
| EBIT | -52 | -228 | 65 | 226 | 349 | 474 |
| EBIT-marginal | -165% | -15% | 2% | 5% | 7% | 9% |

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) | 4 711 | | |
| PV of terminal value (perpetuity formula) | 4 797 | | |
| Enterprise value | 9 508 | | |
| Latest net debt | 41 | | |
| Minority interests & other | 0 | | |
| Equity value | 9 467 | | |
| No. of shares outstanding (millions) | 247 | | |
| Equity value per share (SEK) | 38 | | |
| Implicita multiplar | | | |
| | 2021 | 2022 | 2023 |
| EV/Sales | 6,2 | 2,6 | 2,3 |
| EV/EBITDA | 51,8 | 19,7 | 16,2 |
| EV/EBIT | -49,0 | 147,0 | 42,1 |
| EV/NOPLAT | -61,2 | 183,7 | 52,7 |
| P/E | | | |
| ROIC/WACC | | | |
| Current Share price | 28 | | |

| 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 | | | | | | |
|-------------------|-----------------------|------|-------|-------|-------|--|
| WACC | Long-term growth rate | | | | | |
| | 1,0% | 1,5% | 2,0% | 2,5% | 3,0% | |
| | 40 | 43 | 45 | 49 | 53 | |
| | 37 | 39 | 41 | 44 | 47 | |
| | 34 | 36 | 38 | 40 | 43 | |
| WACC | Long-term EBIT margin | | | | | |
| | 5,0% | 7,5% | 10,0% | 12,5% | 15,0% | |
| | 30 | 37 | 45 | 53 | 61 | |
| | 27 | 34 | 41 | 48 | 55 | |
| | 26 | 32 | 38 | 44 | 50 | |

Resultaträkning

| | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e | 2024E | 2025E |
|-----------------------------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Nettoomsättning | 32 | 1 536 | 3 719 | 4 202 | 4 748 | 5 365 |
| <i>Tillväxt</i> | | 4724% | 142% | 13% | 13% | 13% |
| Aktiverat arbete för egen räkning | 4 | 21 | 37 | 42 | 47 | 54 |
| Övriga rörelseintäkter | 3 | 33 | 37 | 42 | 47 | 54 |
| Kostnad sålda varor | -22 | -988 | -2 194 | -2 479 | -2 801 | -3 166 |
| Bruttoresultat | 16 | 602 | 1 599 | 1 807 | 2 042 | 2 307 |
| <i>Brutto-marginal</i> | 41% | 38% | 42% | 42% | 42% | 42% |
| Övriga externa kostnader | -24 | -284 | -781 | -840 | -950 | -1 073 |
| Personalkostnader | -12 | -151 | -297 | -336 | -380 | -429 |
| Övriga rörelsekostnader | -5 | -17 | -37 | -42 | -47 | -54 |
| EBITDA | -25 | 150 | 483 | 588 | 665 | 751 |
| <i>EBITDA-marginal</i> | -79% | 10% | 13% | 14% | 14% | 14% |
| Jämförelsestörande poster | 16 | 34 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA (justerat) | -9 | 184 | 483 | 588 | 665 | 751 |
| Avskrivningar | -27 | -378 | -419 | -363 | -316 | -277 |
| EBIT | -52 | -228 | 65 | 226 | 349 | 474 |
| <i>EBIT-marginal</i> | -165% | -15% | 2% | 5% | 7% | 9% |
| Finansiella intäkter | 1 | 4 | 6 | 10 | 14 | 18 |
| Finansiella kostnader | -3 | -58 | -83 | -83 | -83 | -83 |
| Resultat före skatt | -54 | -283 | -12 | 153 | 280 | 410 |
| Skatter | 3 | 18 | 1 | -31 | -56 | -82 |
| Nettoresultat | -51 | -265 | -11 | 122 | 224 | 328 |
| Nettoresultat (justerat) | -35 | -231 | -11 | 122 | 224 | 328 |

Källa: Humble Group, EPB

Balansräkning

| | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e | 2024E | 2025E |
|---------------------------------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| TILLGÅNGAR | | | | | | |
| Övriga immateriella tillgångar | 281 | 2 581 | 2 224 | 1 924 | 1 673 | 1 465 |
| Materiella anläggningstillgångar | 23 | 210 | 194 | 181 | 173 | 169 |
| Övriga anläggningstillgångar | 0 | 28 | 28 | 28 | 28 | 28 |
| Förvärvade bolag | 0 | 992 | 992 | 992 | 992 | 992 |
| Summa anläggningstillgångar | 304 | 3 811 | 3 437 | 3 125 | 2 866 | 2 654 |
| Varulager | 37 | 325 | 331 | 340 | 344 | 347 |
| Kundfordringar | 48 | 295 | 357 | 403 | 454 | 514 |
| Övriga omsättningstillgångar | 10 | 50 | 50 | 50 | 50 | 50 |
| Likvida medel | 82 | 612 | 959 | 1 369 | 1 830 | 2 349 |
| Summa omsättningstillgångar | 177 | 1 282 | 1 696 | 2 162 | 2 679 | 3 260 |
| SUMMA TILLGÅNGAR | 481 | 5 093 | 5 134 | 5 287 | 5 545 | 5 914 |
| EGET KAPITAL OCH SKULDER | | | | | | |
| Eget kapital | 299 | 2 290 | 2 279 | 2 401 | 2 625 | 2 953 |
| Summa eget kapital | 299 | 2 290 | 2 279 | 2 401 | 2 625 | 2 953 |
| Långfristiga finansiella skulder | 6 | 1 542 | 1 542 | 1 542 | 1 542 | 1 542 |
| Övriga långfristiga skulder | 54 | 683 | 683 | 683 | 683 | 683 |
| Summa långfristiga skulder | 60 | 2 226 | 2 226 | 2 226 | 2 226 | 2 226 |
| Kortfristiga finansiella skulder | 18 | 113 | 113 | 113 | 113 | 113 |
| Leverantörsskulder | 36 | 190 | 240 | 272 | 306 | 347 |
| Övriga kortfristiga skulder | 68 | 275 | 275 | 275 | 275 | 275 |
| Summa kortfristiga skulder | 122 | 578 | 629 | 660 | 695 | 735 |
| SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER | 481 | 5 093 | 5 134 | 5 287 | 5 545 | 5 914 |

Kassaflödesanalys

| | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e | 2024E | 2025E |
|---|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Nettoresultat | -51 | -265 | -11 | 122 | 224 | 328 |
| Icke kassaflödespåverkande poster | 21 | 381 | 419 | 363 | 316 | 277 |
| Förändringar i rörelsekapital | -6 | -88 | -17 | -24 | -21 | -22 |
| Kassaflöde från den op. verksamheten | -36 | 28 | 391 | 460 | 518 | 583 |
| Investeringar i anläggningstillgångar | 0 | -11 | -45 | -50 | -57 | -64 |
| Fritt kassaflöde | -36 | 17 | 347 | 410 | 461 | 518 |
| Förvärv och avyttringar | -84 | -2 293 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Utdelningar | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Nyemission / återköp | 203 | 1 318 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Lånefinansiering och övriga justeringar | -7 | 1 485 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Kassaflöde | 76 | 529 | 347 | 410 | 461 | 518 |

Källa: Humble Group, EPB

Tillväxt och marginaler

| | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e |
|----------------------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Organisk tillväxt | na | na | 10% | 13% | 13% | 13% |
| Omsättningstillväxt | 319% | 4724% | 142% | 13% | 13% | 13% |
| EBITDA-tillväxt, justerad | nm | nm | 223% | 22% | 13% | 13% |
| EPS-tillväxt, justerad | nm | nm | nm | nm | 84% | 46% |
| Bruttomarginal | 50% | 39% | 43% | 43% | 43% | 43% |
| EBITDA-marginal (justerad) | neg | 10% | 13% | 14% | 14% | 14% |
| EBIT-marginal (justerad) | neg | neg | 2% | 5% | 7% | 9% |
| Skattesats | 0% | 0% | 20% | 20% | 20% | 20% |

Kapitaleffektivitet

| | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e |
|--|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| ROE, justerad | neg | neg | neg | 5% | 9% | 12% |
| ROCE, justerad | neg | neg | 2% | 6% | 9% | 11% |
| ROIC | neg | neg | 2% | 8% | 14% | 20% |
| Investeringar / omsättning | 1,7% | 0,7% | 1,2% | 1,2% | 1,2% | 1,2% |
| Försäljning- och administrationskostnader / omsättning | -128,9% | -29,4% | -30,0% | -29,0% | -29,0% | -29,0% |
| Varulager / omsättning | 116,2% | 21,2% | 8,9% | 8,1% | 7,3% | 6,5% |
| Rörelsekapital / omsättning | 594% | 71% | 32% | 31% | 29% | 28% |
| Kapitalomsättningshastighet | 0,1x | 0,3x | 0,7x | 0,8x | 0,9x | 0,9x |

Finansiell ställning

| | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e |
|-------------------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Nettoskuld | -58 | 1 043 | 696 | 286 | -175 | -693 |
| Soliditet | 62% | 45% | 44% | 45% | 47% | 50% |
| Nettoskuldsättningsgrad | -19% | 46% | 31% | 12% | -7% | -23% |
| Nettoskuld / EBITDA | 2,3x | 7,0x | 1,4x | 0,5x | -0,3x | -0,9x |

Aktiedata

| | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e |
|---|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| EPS, rapporterad | -0,4 | -1,5 | 0,0 | 0,5 | 0,9 | 1,3 |
| EPS, justerad | -0,4 | -1,5 | 0,0 | 0,5 | 0,9 | 1,3 |
| FCF per aktie | -0,4 | 0,0 | 1,4 | 1,7 | 1,9 | 2,1 |
| Utdelning per aktie | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Eget kapital per aktie | 2,4 | 9,2 | 9,2 | 9,7 | 10,6 | 11,9 |
| Antal aktier efter utspädning vid årets slut (miljoner) | 123 | 248 | 248 | 248 | 248 | 248 |

Värdering

| | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e |
|---------------------------|-------|---------|-------|-------|-------|-------|
| P/E, justerat | neg | neg | neg | 57,6x | 31,4x | 21,4x |
| P/EK | 6,2x | 3,1x | 3,1x | 2,9x | 2,7x | 2,4x |
| P/FCF | neg | 2085,7x | 20,3x | 17,1x | 15,2x | 13,6x |
| FCF-yield | -2% | 0% | 5% | 6% | 7% | 7% |
| 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 | 5,2x | 2,1x | 1,7x | 1,4x | 1,2x |
| EV/EBITDA | neg | 53,7x | 15,9x | 12,4x | 10,3x | 8,4x |
| EV/EBIT, justerat | neg | 43,8x | 15,9x | 12,4x | 10,3x | 8,4x |
| Aktiekurs, årets slut | 15,0 | 28,3 | 28,3 | 28,3 | 28,3 | 28,3 |
| EV, årets slut | 1 771 | 8 042 | 7 695 | 7 285 | 6 824 | 6 306 |

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