



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Konsumentvaror | Sverige | 28 Februari 2022

Humble Group

Välpositionerad för fortsatt stark tillväxt

Stark lönsamhet avslutade 2021

Nettoomsättningen för 2021 blev 1,52 mdkr vilket var i linje med vår förväntan. Justerad EBITDA landade på 228 mkr vilket var 24% högre än vårt estimat. Justerad EBITDA-marginal landade således på solida 14%. Den organiska tillväxten var 42% i Q4 för de bolag som ägts under hela perioden och 28% för helåret. Detta är ett kraftfullt bevis för att den marknadsposition som Humble byggt genererar tillväxt och lönsamhet.

Q4-rapporten var ett styrkebesked

Vi höjer vår prognos med 10% för nettoomsättning och EBITDA under perioden 2022-25 som en följd av den starka lönsamheten och de nya förvärv som konsoliderats under sista kvartalet 2021. Humble har förvärvat cirka 3,3 mdkr i nettoomsättning och 440 mkr i EBITDA under 2021 och vi bedömer att bolaget är välpositionerat för en förvärvstillväxt av minst samma magnitud under 2022 och med bibehållen lönsamhet.

Värderingen reflekterar varken tillväxt eller lönsamhet

Trots Humbles styrkefaktorer är värderingen låg. Vi behåller vårt motiverade värde på 37-39 kr per aktie, vilket innehåller en rabatt om 25% mot ett rimligt värde på 2023 års multiplar. I takt med att Humble växer, bygger track-record, åskådliggör kassaflöden och ändrar redovisning till IFRS bedömer vi att även rabatten kommer minska.

Kommande händelser

Q1 rapport25 maj 2022

Q2 rapport24 aug 2022

Q3 rapport23 nov 2022

Q4 rapport22 feb 2023

Bolagsfakta (mkr)

Antal aktier248m

Börsvärde4,952

Nettoskuld1,422

EV6,374

Free float15%

Daglig handelsvolym, snitt1,529(k)

Reuters/BloombergHUMBLE.ST/HUMBLE.SS

Prognos (kr)

21

22e

23e

24e

Omsättning, mkr1,5184,2364,7875,409

Tillväxtnm179%13%13%

EBITDA, mkr162551670757

EBIT, mkr(313)(352)(80)131

EPS, justerad(1.8)(1.5)(0.6)0.0

EPS tillväxtnmnmnmnm

EK/aktie10.99.38.78.7

Utdelning/aktie0.00.00.00.0

EBIT-marginalnmnmnm2.4%

ROE (%)nmnmnm0.6%

ROCEnmnmnm3.6%

EV/Sales4.2x1.5x1.3x1.2x

EV/EBITDA39.3x11.6x9.5x8.4x

EV/EBIT(20.4)x(18.1)x(79.5)x48.7x

P/E, justerad(10.9)x(13.1)x(31.0)x415.7x

P/EK1.8x2.1x2.3x2.3x

Direktavkastning0.0%0.0%0.0%0.0%

FCF yield0.2%8.2%9.6%10.5%

Nettosk./EBITDA8.8g1.8g0.8g0.0g

Värde och risk

Motiverat värde37.0 - 39.0

Aktiekurs20.0

RiskenivåMedium

Kursutveckling 12 mån

Analytiker

mathias.carlson@penser.se



Sammanfattning

Välpositionerad för fortsatt stark tillväxt

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 bevisat effektiv. Nettoomsättningen på rullande 12 månaders basis har ökat från nära noll till 3,75 mdkr på knappt två år och genererar en EBITDA om 492 mkr. Detta ger en marginal om 13,1%. 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 16 mdkr och EBITA 1,9 mdkr, vilket indikerar en årlig genomsnittlig tillväxt på 44% 2021-25. 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 och lönsamheten. Trots Humbles påvisade styrkefaktorer är bolaget värderat långt under andra förvärvsdrivna bolag. Vårt förvärvsbaserade scenario genererar en värdering av Humble till EV/Sales 0,8x och EV/EBITDA 6,4x på 2023 vilket är signifikant lägre än jämförbara svenska förvärvsbolag med en värdering om EV/Sales 3,2x och EV/EBITDA 18x på 2023. Vår bedömning är att Humble bör värderas runt EV/Sales 2,2x och EV/EBITDA 18x.

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 växer, bygger track-record, åskådliggör kassaflöden och ändrar redovisning till IFRS bedömer vi att även rabatten kommer minska.

Q4 levererade stark organisk tillväxt och hög EBITDA-marginal

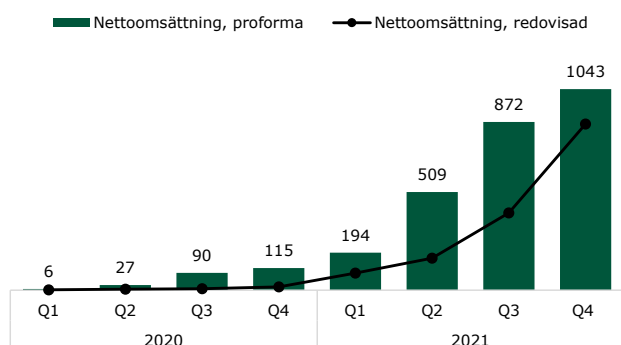
Humble redovisade en Q4 proforma nettoomsättning på 1 043 mkr och en justerad EBITDA-marginal på 16,3% vilket är den högsta marginalnivån någonsin. Nettoomsättningen proforma rullande 12 månader nådde 3,75 mdkr i Q4 2021 och justerad EBITDA 492 mkr vilket genererade en justerad EBITDA-marginal på 13,1%.

De bolag som ägts under hela 2021 hade en kraftig organisk tillväxt på 42% i Q4 och 28% för helåret. Tillväxten var högre än innan de blev uppköpta av Humble vilket är ett starkt bevis på att den globala plattform som Humble byggt upp under 2021 levererar tillväxt och synergier i form av korsförsäljning och gemensamma inköp. Humbles mål är en organisk tillväxt på 15% per år och i ljuset av den tillväxt som bolaget levererat under andra halvåret 2021 bedömer vi att målet är högst rimligt. Vi räknar fortfarande med 13% organisk tillväxt under vår prognosperiod 2022-26 men

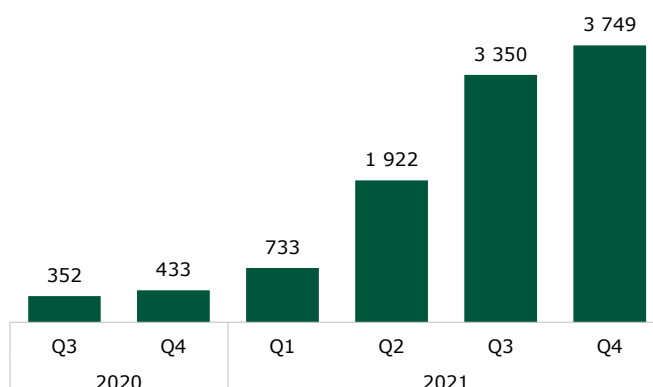
Humble förvärvade 23 bolag under 2021 och adderade 3,3 mdkr i nettoomsättning 440 mkr i EBITDA till koncernen vilket är ett mycket högt förvärvstempo. Under Q4 hade Humble en lägre förvärvstakt eftersom bolaget fokuserat på att konsolidera verksamheten och integrera. Vår bedömning är dock att Humble har som mål att hålla en minst lika hög förvärvstakt under 2022 som 2021.

Vi noterar att proforma rullande 12 månaders EBITDA-marginalen har stabiliserat sig på en hög nivå runt 13% vilket är över den långsiktiga målsättningen om 11,5%. Vår bedömning är att EBITDA-marginalen har potential att förbättras ytterligare i takt med att förvärvsrelaterade synergier realiserar.

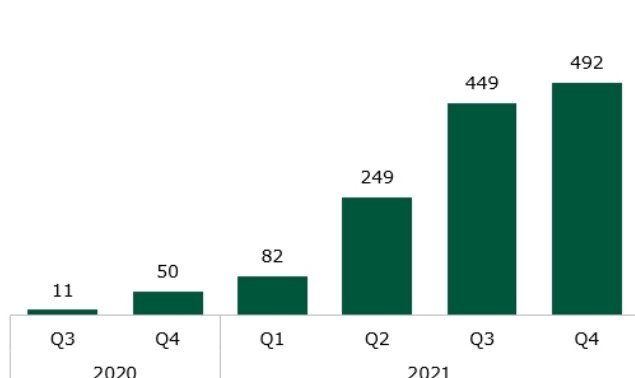
Nettoomsättning, proforma vs redovisad (mkr)



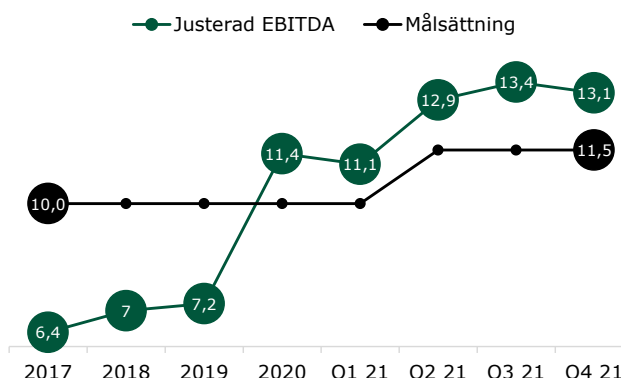
Nettoomsättning, proforma rullande 12m (mkr)



Justerad EBITDA, proforma rullande 12m (mkr)



Justerad EBITDA-marginal (%)



Förvärvsbaserat scenario för nettoomsättning och EBITDA 2022–25

Vårt förvärvsbaserade scenario för 2022–25 utgår från Humbles redovisade proformasiffror på rullande 12 månaders basis för 2021, det vill säga en nettoomsättning på 3,75 mdkr och en justerad EBITDA på 492 mkr. Vi har uppdaterat vårt scenario som en följd av den starka Q4-rapporten och nya konsoliderade förvärv.

Förvärvad nettoomsättning 3 mdkr per år

Humble har förvärvat cirka 3,2 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. Vår slutsats är att en förvärvstakt om 3,0 mdkr i omsättning per år är inom räckhåll. Humbles ambition är att växa omsättnings- och resultatmässigt under 2022 som under de senaste 12 månaderna vilket indikeras i Q4-rapporten.

Förvärvsmultiplik 7x EBITDA

Den genomsnittliga förvärvsmultiplik 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 2,5x 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 vägska i finansieringen nås i prognosen 2024 då EBITDA når 1,76 mdkr proforma rullande 12 månaders basis. 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 103 miljoner aktier eller 2,1 mdkr för 2022–23 vilket motsvarar en utspädning om 40% med dagens kurs på Humble-aktien om 20 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.

Nettoomsättning 19 mdkr och EBITDA 2,3 mdkr år 2025

Vårt scenario antar att nettoomsättningen når 19 mdkr 2025 på rullande 12 månaders basis med en EBITDA om cirka 2,3 mdkr, det vill säga en EBITDA-marginal om 12%. Prognosen ligger således ca 20% över Humbles intäkt- och EBITDA-mål för 2025. Humble har höjt sina finansiella mål två gånger under 2021 och vi utesluter inte att målen kan komma att höjas ytterligare under 2022 med tanke på det starka momentum som vi observerar.

Förvärvsbaserat scenario

	2022e	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning, proforma R12, mkr	7 236	10 724	14 664	19 059
Proforma R12 Q4 2021	3 749			
Förväntade förvärv	3 000	3 000	3 000	3 000
Organisk tillväxt	487	941	1 394	1 906
Total tillväxt %	93%	48%	37%	30%
EBITDA, proforma R12, mkr	868	1 287	1 760	2 287
Proforma R12 Q4 2021	492			
EBITDA marginal	12%	12%	12%	12%
Organisk omsättningstillväxt	487	941	1 394	1 906
Tillväxt %	13%	13%	13%	13%
Nya förvärv	2022e	2023e	2024e	2025e
Förvärvad nettoomsättning	3 000	3 000	3 000	3 000
EBITDA	360	360	360	360
EBITDA marginal	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%
Förvärvsmultipl EBITDA	7,0x	7,0x	7,0x	7,0x
Förvärvskostnad	2 520	2 520	2 520	2 520
Finansiering				
Kassaflöde, 75% cash conversion EBITDA	471	785	1 140	1 535
Ny obligationsupplåning	671	1 046	1 182	1 318
Obligationsupplåning, totalt	2 171	3 217	4 399	5 718
Lån/EBITDA	2,5x	2,5x	2,5x	2,5x
Nyemission aktier	1 378	689	0	0
Antal aktier	69	34	0	0
Tot antal utestående aktier, miljoner	317	352	352	352
Aktiekurs	20,0			

Källa: EPB research

Värdering baserad på förvärvsscenario 2022–25

Vårt förvärvsscenario innebär att Humble idag har nedanstående värdering. Baserat på 2023 års estimat värderas Humble till EV/EBITDA 6,4x och EV/Sales 0,8x.

Humbles värdering

	2022e	2023e	2024e	2025e
EV/EBITDA	8,2x	6,4x	5,3x	4,7x
EV/Sales	1,0x	0,8x	0,6x	0,6x
Market Cap (mkr)	4 970	4 970	4 970	4 970
EV (mkr)	7 141	8 187	9 369	10 688

Källa: EPB research

Humbles värderingen bör jämföras med förvärvsbolagen

Humble har byggt ett starkt track-record under 2021 och har bevisat att förvärvsstrategin är framgångsrik, och genererar värde. Därför anser vi att Humbles värdering bör ställas mot andra svenska förvärvsdrivna bolag.

Förvärvsbolagen har en snittvärdering på EV/Sales 3,2x och EV/EBITDA 18x på 2023 års konsensusestimat. Humble värderas däremot till en EV/Sales på 0,7x och en EV/EBITDA på 4,6x vilket signalerar en signifikant rabatt.

Vi noterar att Humbles EBITDA-marginal om 13-14% är lägre än snittet för förvärvsbolagen, 18-19%, men å andra sidan så har Humble en avsevärt högre EBITDA-tillväxt om 19-25% jämfört med förärvsbolagens 6-7%. Se nedanstående jämförelsetabell.

Humble vs förvärvsbolagen

Förvärvsbolag	Börsvärde (SEKm)	EV/Sales		EV/EBITDA		EBITDA-marginal		EBITDA-tillväxt	
		2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e
Lifco	91 125	5,0x	4,8x	22x	21x	23%	23%	5%	5%
Indutrade	75 533	3,2x	3,1x	19x	17x	17%	17%	6%	6%
Addtech	39 766	3,0x	2,9x	21x	20x	15%	15%	6%	6%
Lagercrantz	18 843	3,6x	3,4x	19x	18x	20%	20%	9%	5%
SDIPtech	12 273	3,8x	3,3x	16x	14x	23%	24%	13%	15%
Instalco	17 901	1,8x	1,7x	18x	17x	10%	10%	7%	6%
Snitt		3,4x	3,2x	19x	18x	18%	18%	8%	7%
Median		3,4x	3,2x	19x	18x	18%	19%	7%	6%
Humble Group	5 004	0,8x	0,7x	5,9x	4,6x	13%	14%	19%	25%

Källa: FactSet

En kurs om 56 kr för Humble motsvarar en värdering på 2023 om 2,2x EV/Sales och 18x EV/EBITDA vilket är mer i nivå med förvärvsbolagen.

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

- Humble är fortfarande ett litet bolag jämfört med övriga förvärvsbolagen. Börsvärdet är cirka 5 mdkr vilket är åtta gånger lägre än snittvärdet av jämförelsegruppen
- Humble har i sin nuvarande form inte ens funnits i ett år och har ett kort track-record av att driva verksamheten och integration av gjorda förvärv
- Mängden förvärv och kontinuerlig finansiering med egna aktier ökar komplexiteten i att värdera bolaget
- 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 behåller vi 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, motiverat värde

	2022e	2023e	2024e	2025e
Rimligt EV/EBITDA	18,0x	18,0x	18,0x	18,0x
Rimligt EV/Sales	2,2x	2,2x	2,2x	2,2x
Rimligt EV, mkr	14 551	21 003	28 295	36 425
Rimligt börsvärde, mkr	12 530	18 086	24 365	31 366
Rimligt aktiepris, kr	41	56	76	98
Motiverat värde, 25% rabatt	31	42	57	73
Motiverat värde idag, 11% avkastningskrav		38	47	55

Källa: EPB research

Base case-scenario för organisk tillväxt och lönsamhet 2022–26

Vårt base case-scenario för 2022–26 utgår från Humbles redovisade proformasiffror på rullande 12 månaders basis för 2021, det vill säga en nettoomsättning på 3,75 mdkr och en justerad EBITDA på 492 mkr. Scenariot tar inte hänsyn till framtida förvärv, endast organisk tillväxt och synergier från förvärvade bolag.

Vi har höjt nettoomsättningen och EBITDA med 10% för hela perioden 2022-26 som en följd av det starka Q4 resultatet och de nya förvärv som konsoliderats under slutet av 2021.

Vi har justerat upp den organiska tillväxten för 2022 till 13% från 10% men försätter att räkna med en organisk tillväxt om 13% per år 2023-26. Detta kan tyckas konservativt med tanke på den kraftiga redovisade organiska tillväxten under Q4 och Humbles egna mål om en organisk tillväxt på 15%, men vi vill se ytterligare bevis på en ihållande tillväxt innan vi justerar våra tillväxtestimat.

Den justerade EBITDA-marginalen proforma rullande 12 månader var 13.1% och vi lämnar således vår EBITDA-marginal oförändrat på 13% för helåret 2022. Realiserade förvärvssynergier antas öka EBITDA-marginalen till 14% för 2023-26.

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 vi bedömer kommer resultera i en ökad effektiviseringsgrad inom den befintliga verksamheten.

Det är värt att notera att EBIT-marginalen kommer vara fortsatt svag eftersom Humble redovisar enligt K3-regelverket 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 försämras EBIT och nettoresultat. Humble har för avsikt att byta till IFRS-redovisning under 2023 vilket kommer eliminera alla förvärvsrelaterade avskrivningarna och åskådliggöra lönsamheten på ett mer korrekt sätt.

Organisk tillväxt och lönsamhet 2022-26

	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Nettoomsättning	1 518	4 236	4 787	5 409	6 113	6 907
<i>Proforma nettoomsättning 2021</i>	3 749					
<i>Tillväxt</i>	4667%	179%	13%	13%	13%	13%
Bruttoresultat	569	1 652	1 915	2 164	2 445	2 763
<i>Brutto-marginal</i>	37%	39%	40%	40%	40%	40%
EBITDA (justerad)	228	551	670	757	856	967
<i>Proforma EBITDA 2021</i>	492					
EBITDA	162	551	670	757	856	967
<i>EBITDA-marginal</i>	11%	13%	14%	14%	14%	14%
EBIT	-313	-352	-80	131	330	522
<i>EBIT-marginal</i>	-21%	-8%	-2%	2%	5%	8%

Källa: Humble Group, EPB research

Värdering baserat på base case-scenario 2022–26

Vi har valt att applicera en DCF-värdering på vårt base case-scenario. Nyckelantagandena är en ”cash conversion” av EBITDA om 70–75%, ett avkastningskrav på eget kapital om 10%, en WACC på 8,8%, en tillväxttakt om 2,0% och EBITDA-marginal om 10,0% i terminalvärdet. Värdet per aktie landar på 37 kr, vilket är i nivå med värderingen i vårt förvärsbaserade scenario. Vi presenterar vår DCF-värdering in detalj nedan.

DCF-värdering

Valuation output				WACC assumptions		Sensitivity analysis									
Sum of PV of FCF (explicit period)	5 446			Risk free nominal rate	0,4%	WACC	7,8%	40	42	Long-term growth rate					
PV of terminal value (perpetuity formula)	5 114			Risk premium	7,0%					1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	
Enterprise value	10 560			Extra risk premium	2,0%										
Latest net debt	1 423			Beta	1,1										
Minority interests & other	0			Cost of equity	10,0%					8,3%	36	38	40	43	46
Equity value	9 137			Cost of debt (pre-tax)	5,0%					8,8%	34	35	37	39	41
No. of shares outstanding (millions)	248			Tax rate	20%					9,3%	31	32	34	36	38
Equity value per share (SEK)	37			Target debt/(debt + equity)	20%	9,8%	29	30	31	33	34				
				WACC	8,8%										
Implicit multiples				2022	2023	2024			Long-term EBIT margin						
EV/Sales	2,5	2,2	2,0					5,0%	7,5%	10,0%	12,5%	15,0%			
EV/EBITDA	19,2	15,8	13,9				7,8%	28	36	44	53	61			
EV/EBIT	-30,0	-131,7	80,7				8,3%	26	33	40	48	55			
EV/NOPLAT	-37,5	-164,7	100,8				8,8%	24	30	37	43	50			
							9,3%	22	28	34	40	45			
							9,8%	21	26	31	36	42			
Current Share price	20														
Upside / Downside %	84%														

DCF-scenario

DCF (SEKm)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	Terminal 2034
Sales	4 236	4 787	5 409	6 113	6 907	7 736	8 587	9 403	10 155	10 815	11 356	11 753	11 989
EBITDA	551	670	757	856	967	1 062	1 155	1 227	1 283	1 322	1 342	1 341	1 319
- Depreciation	-903	-750	-626	-526	-445	-395	-324	-311	-289	-258	-218	-172	-120
= EBIT	-352	-80	131	330	522	667	832	915	994	1 064	1 124	1 169	1 199
- Tax on EBIT	70	16	-26	-66	-104	-133	-166	-183	-199	-213	-225	-234	-240
= NOPLAT	-282	-64	105	264	418	534	665	732	795	852	899	935	959
+ Depreciation	903	750	626	526	445	395	324	311	289	258	218	172	120
= Gross cash flow	621	686	731	790	863	929	989	1 044	1 084	1 110	1 117	1 107	1 079
- Capex	-51	-57	-65	-73	-83	-91	-100	-107	-113	-117	-120	-121	-120
- Increase (+decrease) in WC	-64	-54	-49	-48	-45	-53	-55	-52	-48	-42	-35	-26	-15
= Free cash flow from operations	506	575	617	668	734	784	834	884	923	950	963	961	944
PV of cash flow	475	497	490	488	494	485	475	463	445	421	393	361	5 306
% of Enterprise value	4%	5%	5%	5%	5%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	3%	49%
Accumulated % of EV	4%	9%	14%	18%	23%	27%	32%	36%	40%	44%	48%	51%	100%
Key figures	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Sales growth	179%	13%	13%	13%	13%	12%	11%	9%	8%	6%	5%	4%	2%
EBITDA margin	13%	14%	14%	14%	14%	14%	13%	13%	13%	12%	12%	11%	11%
EBITDA growth	240%	22%	13%	13%	13%	10%	9%	6%	5%	3%	1%	0%	-2%
EBIT margin	-8,3%	-1,7%	2,4%	5,4%	7,6%	8,6%	9,7%	9,7%	9,8%	9,8%	9,9%	9,9%	10,0%
Depreciation (% of sales)	21,3%	15,7%	11,6%	8,6%	6,4%	5,1%	3,8%	3,3%	2,8%	2,4%	1,9%	1,5%	1,0%
Capex (% of sales)	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,0%	1,0%
Capex (% of depreciation)	6%	8%	10%	14%	19%	23%	31%	34%	39%	45%	55%	70%	100%
Working capital (% of sales)	6%	6%	7%	7%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
Tax rate	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%

Källa: EPB research

Resultaträkning

	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Nettoomsättning	1 518	4 236	4 787	5 409	6 113	6 907
<i>Tillväxt</i>	4667%	179%	13%	13%	13%	13%
Aktiverat arbete för egen räkning	47	127	144	162	183	207
Övriga rörelseintäkter	42	85	144	162	183	207
Kostnad sålda varor	-1 038	-2 796	-3 159	-3 570	-4 034	-4 559
Bruttoresultat	569	1 652	1 915	2 164	2 445	2 763
<i>Brutto-marginal</i>	37%	39%	40%	40%	40%	40%
Övriga externa kostnader	-223	-593	-670	-757	-856	-967
Personalkostnader	-167	-466	-527	-595	-672	-760
Övriga rörelsekostnader	-17	-42	-48	-54	-61	-69
EBITDA	162	551	670	757	856	967
<i>EBITDA-marginal</i>	11%	13%	14%	14%	14%	14%
Jämförelsestörande poster	66	0	0	0	0	0
EBITDA (justerad)	228	551	670	757	856	967
Avskrivningar	-475	-903	-750	-626	-526	-445
EBIT	-313	-352	-80	131	330	522
<i>EBIT-marginal</i>	-21%	-8%	-2%	2%	5%	8%
Finansiella intäkter	0	4	8	13	18	24
Finansiella kostnader	-75	-129	-129	-129	-129	-129
Resultat före skatt	-388	-477	-201	15	219	417
Skatter	46	95	40	-3	-44	-83
Nettoresultat	-342	-381	-161	12	175	334

Källa: Humble Group, EPB research

Balansräkning

	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
TILLGÅNGAR						
Övriga immateriella tillgångar	4 784	3 957	3 283	2 735	2 292	1 935
Materiella anläggningstillgångar	297	272	253	240	230	226
Övriga anläggningstillgångar	44	44	44	44	44	44
Förvärvade bolag	0	0	0	0	0	0
Summa anläggningstillgångar	5 125	4 273	3 580	3 019	2 566	2 204
Varulager	516	590	632	683	752	787
Kundfordringar	463	511	577	636	687	776
Övriga omsättningstillgångar	88	88	88	88	88	88
Likvida medel	421	827	1 306	1 830	2 410	3 060
Summa omsättningstillgångar	1 488	2 016	2 603	3 237	3 936	4 711
SUMMA TILLGÅNGAR	6 613	6 289	6 183	6 255	6 502	6 915
EGET KAPITAL OCH SKULDER						
Eget kapital	2 690	2 309	2 148	2 160	2 335	2 669
Summa eget kapital	2 690	2 309	2 148	2 160	2 335	2 669
Långfristiga finansiella skulder	1 736	1 736	1 736	1 736	1 736	1 736
Övriga långfristiga skulder	1 311	1 311	1 311	1 311	1 311	1 311
Summa långfristiga skulder	3 047	3 047	3 047	3 047	3 047	3 047
Kortfristiga finansiella skulder	107	107	107	107	107	107
Leverantörsskulder	364	421	476	537	608	687
Övriga kortfristiga skulder	405	405	405	405	405	405
Summa kortfristiga skulder	876	933	988	1 049	1 120	1 199
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	6 613	6 289	6 183	6 255	6 502	6 915

Kassaflödesanalys

	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Nettoresultat	-342	-381	-161	12	175	334
Icke kassaflödespåverkande poster	475	903	750	626	526	445
Förändringar i rörelsekapital	-67	-64	-54	-49	-48	-45
Kassaflöde från den op. verksamheten	66	457	536	589	653	733
Investeringar i anläggningstillgångar	0	-51	-57	-65	-73	-83
Fritt kassaflöde	66	406	479	524	579	650
Förvärv och avyttringar	-2 458	-37	0	0	0	0
Utdelningar	0	0	0	0	0	0
Nyemission / återköp	1 318	0	0	0	0	0
Lånefinansiering och övriga justeringar	1 449	0	0	0	0	0
Kassaflöde	375	369	479	524	579	650

Källa: Humble Group, EPB research

Tillväxt och marginaler

	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Organisk tillväxt	nm	10%	13%	13%	13%	13%
Omsättningstillväxt	nm	179%	13%	13%	13%	13%
EBITDA-tillväxt, justerad	nm	240%	22%	13%	13%	13%
EPS-tillväxt, justerad	nm	nm	nm	nm	nm	90%
Bruttomarginal	37%	39%	40%	40%	40%	40%
EBITDA-marginal (justerad)	11%	13%	14%	14%	14%	14%
EBIT-marginal (justerad)	neg	neg	neg	2%	5%	8%
Skattesats	0%	20%	20%	20%	20%	20%

Kapitaleffektivitet

	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
ROE, justerad	neg	neg	neg	1%	8%	13%
ROCE, justerad	neg	neg	neg	4%	9%	13%
ROIC	neg	neg	neg	5%	17%	32%
Investeringar / omsättning	0,0%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
Varulager / omsättning	34,0%	13,9%	13,2%	12,6%	12,3%	11,4%
Rörelsekapital / omsättning	115%	45%	44%	42%	40%	38%
Kapitalomsättningshastighet	0,2x	0,7x	0,8x	0,9x	0,9x	1,0x

Finansiell ställning

	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Nettoskuld	1 422	1 016	537	13	-567	-1 217
Soliditet	41%	37%	35%	35%	36%	39%
Nettoskuldsättningsgrad	53%	44%	25%	1%	-24%	-46%
Nettoskuld / EBITDA	8,8x	1,8x	0,8x	0,0x	-0,7x	-1,3x

Aktiedata

	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
EPS, rapporterad	-1,9	-1,5	-0,6	0,0	0,7	1,3
EPS, justerad	-1,8	-1,5	-0,6	0,0	0,7	1,3
FCF per aktie	0,1	1,6	1,9	2,1	2,3	2,6
Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eget kapital per aktie	10,8	9,3	8,6	8,7	9,4	10,7
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (m)	248	249	249	249	249	249

Värdering

	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
P/E, justerat	neg	neg	neg	nm	28,4x	14,9x
P/EK	2,6x	2,2x	2,3x	2,3x	2,1x	1,9x
P/FCF	nm	12,3x	10,4x	9,5x	8,6x	7,7x
FCF-yield	0%	8%	10%	11%	12%	13%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0%	0%	0%	0%	0%	0%
EV/Sales	5,5x	1,4x	1,1x	0,9x	0,7x	0,5x
EV/EBITDA	51,5x	10,8x	8,2x	6,6x	5,1x	3,9x
EV/EBIT, justerat	neg	neg	neg	37,9x	13,3x	7,2x
Aktiekurs, årets slut	28,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0
EV, årets slut	8 337	5 968	5 490	4 965	4 386	3 735

Källa: EPB research

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 målfaldigas 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