



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Konsumentvaror | Sverige | 29 Augusti 2022

Humble Group

Det kostar att växa snabbt!

Fortsatt stark organisk tillväxt i Q2

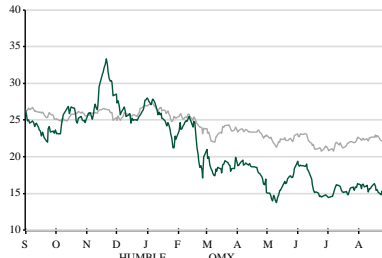
Humble redovisade en nettoomsättning proforma om 1,55 mdkr vilket indikerar en organisk tillväxt på 23% y/y. H1'22 genererade en tillväxt på 24% y/y, vilket signalerar styrka givet det tuffa marknadsläget sedan årsskiftet. De bolag som var helägda i Q2 och samma period förra året genererade en tillväxt på 44% och för H1'22 var samma siffra 50% – ett starkt bevis på att Humbles plattform skapar stora synergier.

Förstärkt bruttomarginal trots motvind

Bruttomarginalen i Q2 var 35% och har stärkts trots en turbulent omvärld och eskalerande inflation. EBITA-marginalen (8,1%) påverkades negativt med 230 punkter i Q2 på grund av strategiska investeringar som möjliggör en acceleration i tillväxt och stärkta marginaler. Vi är inte oroliga över marginalpressen i Q2 och förstår att det krävs kostnader för att realisera den snabba tillväxt som bolaget levererar.

Värderingen reflekterar inte tillväxtpotentialen

Trots Humbles styrkefaktorer och bevisad stark tillväxt är värderingen låg. Vi har sänkt vårt motiverade värde till 30-32 kr (37-39) som en följd av en revidering av våra DCF-antaganden. I takt med att Humble fortsätter att växa, bygger track-record, åskådliggör kassaflöden och ändrar redovisning till IFRS bedömer vi att värderingen successivt kommer närma sig vårt motiverade värde.

Estimatändring (kr)				Prognos (kr)				Värde och risk		
Nu		Förr			21	22e	23e	24e	Motiverat värde	30.0 - 32.0
EBITDA, mkr 22e	481.4	550.7	-12.6%	Omsättning, mkr	1,518	4,295	5,928	6,618	Aktiekurs	13.7
EBITDA, mkr 23e	681.1	670.2	1.6%	Tillväxt	nm	183%	38%	12%	Riskenivå	Medium
EBITDA, mkr 24e	779.8	757.3	3.0%	EBITDA, mkr	230	481	681	780	<div>Kursutveckling 12 mån</div> 	
				EBIT, mkr	(245)	(675)	(232)	9		
				EPS, justerad	(1.3)	(2.7)	(1.4)	(0.6)		
				EPS tillväxt	nm	nm	nm	nm		
				EK/aktie	8.9	9.3	7.9	7.3		
Q3 rapport 23 nov 2022				Utdelning/aktie	0.0	0.0	0.0	0.0		
Q4 rapport 22 feb 2023				EBIT-marginal	nm	nm	(3.8)%	0.1%		
				ROE (%)	nm	nm	nm	0.6%		
				ROCE	nm	nm	nm	0.2%		
				EV/Sales	3.7x	1.3x	0.9x	0.8x		
				EV/EBITDA	24.1x	11.5x	8.1x	7.1x		
				EV/EBIT	(22.6)x	(8.2)x	(23.9)x	636.1x		
				P/E, justerad	(10.2)x	(5.0)x	(10.0)x	(23.5)x		
				P/EK	1.5x	1.5x	1.7x	1.9x		
				Direktavkastning	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
				FCF yield	0.2%	2.3%	6.8%	8.1%		
				Nettosk./EBITDA	6.2g	4.4g	3.2g	2.8g		
				Nettoskuld	1,422					
				EV	5,549					
				Free float	68%					
				Daglig handelsvolym, snitt	399(k)					
				Reuters/Bloomberg HUMBLE.ST/HUMBLE:SS						
				Antal aktier	301m					
				Börsvärde	4,127					
				Nettoskuld	1,422					
				EV	5,549					
				Free float	68%					
				Daglig handelsvolym, snitt	399(k)					
				Reuters/Bloomberg HUMBLE.ST/HUMBLE:SS						
				Antal aktier	301m					
				Börsvärde	4,127					
				Nettoskuld	1,422					
				EV	5,549					
				Free float	68%					
				Daglig handelsvolym, snitt	399(k)					
				Reuters/Bloomberg HUMBLE.ST/HUMBLE:SS						
				Antal aktier	301m					
				Börsvärde	4,127					
				Nettoskuld	1,422					
				EV	5,549					
				Free float	68%					
				Daglig handelsvolym, snitt	399(k)					
				Reuters/Bloomberg HUMBLE.ST/HUMBLE:SS						
				Antal aktier	301m					
				Börsvärde	4,127					
				Nettoskuld	1,422					
				EV	5,549					
				Free float	68%					
				Daglig handelsvolym, snitt	399(k)					
				Reuters/Bloomberg HUMBLE.ST/HUMBLE:SS						
				Antal aktier	301m					
				Börsvärde	4,127					
				Nettoskuld	1,422					
				EV	5,549					
				Free float	68%					
				Daglig handelsvolym, snitt	399(k)					
				Reuters/Bloomberg HUMBLE.ST/HUMBLE:SS						
				Antal aktier	301m					
				Börsvärde	4,127					
				Nettoskuld	1,422					
				EV	5,549					
				Free float	68%					
				Daglig handelsvolym, snitt	399(k)					
				Reuters/Bloomberg HUMBLE.ST/HUMBLE:SS						
				Antal aktier	301m					
				Börsvärde	4,127					
				Nettoskuld	1,422					
				EV	5,549					
				Free float	68%					
				Daglig handelsvolym, snitt	399(k)					
				Reuters/Bloomberg HUMBLE.ST/HUMBLE:SS						
				Antal aktier	301m					
				Börsvärde	4,127					
				Nettoskuld	1,422					
				EV	5,549					
				Free float	68%					
				Daglig handelsvolym, snitt	399(k)					
				Reuters/Bloomberg HUMBLE.ST/HUMBLE:SS						
				Antal aktier	301m					
				Börsvärde	4,127					
				Nettoskuld	1,422					
				EV	5,549					
				Free float	68%					
				Daglig handelsvolym, snitt	399(k)					
				Reuters/Bloomberg HUMBLE.ST/HUMBLE:SS						
				Antal aktier	301m					
				Börsvärde	4,127					
				Nettoskuld	1,422					
				EV	5,549					
				Free float	68%					
				Daglig handelsvolym, snitt	399(k)					
				Reuters/Bloomberg HUMBLE.ST/HUMBLE:SS						
				Antal aktier	301m					
				Börsvärde	4,127					
				Nettoskuld	1,422					
				EV	5,549					
				Free float	68%					
				Daglig handelsvolym, snitt	399(k)					
				Reuters/Bloomberg HUMBLE.ST/HUMBLE:SS						
				Antal aktier	301m					
				Börsvärde	4,127					
				Nettoskuld	1,422					
				EV	5,549					
				Free float	68%					
				Daglig handelsvolym, snitt	399(k)					
				Reuters/Bloomberg HUMBLE.ST/HUMBLE:SS						
				Antal aktier	301m					
				Börsvärde	4,127					
				Nettoskuld	1,422					
				EV	5,549					
				Free float	68%					
				Daglig handelsvolym, snitt	399(k)					
				Reuters/Bloomberg HUMBLE.ST/HUMBLE:SS						
				Antal aktier	301m					
				Börsvärde	4,127					
				Nettoskuld	1,422					
				EV	5,549					
				Free float	68%					
				Daglig handelsvolym, snitt	399(k)					
				Reuters/Bloomberg HUMBLE.ST/HUMBLE:SS						
				Antal aktier	301m					
				Börsvärde	4,127					
				Nettoskuld	1,422					
				EV	5,549					
				Free float	68%					
				Daglig handelsvolym, snitt	399(k)					
				Reuters/Bloomberg HUMBLE.ST/HUMBLE:SS						
				Antal aktier	301m					
				Börsvärde	4,127					
				Nettoskuld	1,422					
				EV	5,549					
				Free float	68%					
				Daglig handelsvolym, snitt	399(k)					
				Reuters/Bloomberg HUMBLE.ST/HUMBLE:SS						
				Antal aktier	301m					
				Börsvärde	4,127					
				Nettoskuld	1,422					
				EV	5,549					
				Free float	68%					
				Daglig handelsvolym, snitt	399(k)					
				Reuters/Bloomberg HUMBLE.ST/HUMBLE:SS						
				Antal aktier	301m					
				Börsvärde	4,127					
				Nettoskuld	1,422					
				EV	5,549					
				Free float	68%					
				Daglig handelsvolym, snitt	399(k)					
				Reuters/Bloomberg HUMBLE.ST/HUMBLE:SS						
				Antal aktier	301m					
				Börsvärde	4,127					
				Nettoskuld	1,422					
				EV	5,549					
				Free float	68%					
				Daglig handelsvolym, snitt	399(k)					
				Reuters/Bloomberg HUMBLE.ST/HUMBLE:SS						
				Antal aktier	301m					
				Börsvärde	4,127					
				Nettoskuld	1,422					
				EV	5,549					
				Free float	68%					
				Daglig handelsvolym, snitt	399(k)					
				Reuters/Bloomberg HUMBLE.ST/HUMBLE:SS						
				Antal aktier	301m					
				Börsvärde	4,127					
				Nettoskuld	1,422					
				EV	5,549					
				Free float	68%					
				Daglig handelsvolym, snitt	399(k)					
				Reuters/Bloomberg HUMBLE.ST/HUMBLE:SS						
				Antal aktier	301m					
				Börsvärde	4,127					
				Nettoskuld	1,422					
				EV	5,549					
				Free float	68%					
				Daglig handelsvolym, snitt	399(k)					
				Reuters/Bloomberg HUMBLE.ST/HUMBLE:SS						
				Antal aktier	301m					
				Börsvärde	4,127					
				Nettoskuld	1,422					
				EV	5,549					
				Free float	68%					
				Daglig handelsvolym, snitt	399(k)					
				Reuters/Bloomberg HUMBLE.ST/HUMBLE:SS						
				Antal aktier	301m					
				Börsvärde	4,127					
				Nettoskuld	1,422					
				EV	5,549					
				Free float	68%					
				Daglig handelsvolym, snitt	399(k)					
				Reuters/Bloomberg HUMBLE.ST/HUMBLE:SS						
				Antal aktier	301m					
				Börsvärde	4,127					
				Nettoskuld	1,422					
				EV	5,549					
				Free float	68%					
				Daglig handelsvolym, snitt	399(k)					
				Reuters/Bloomberg HUMBLE.ST/HUMBLE:SS						
				Antal aktier	301m					
				Börsvärde	4,127					
				Nettoskuld	1,422					
				EV	5,549					
				Free float	68%					
				Daglig handelsvolym, snitt	399(k)					
				Reuters/Bloomberg HUMBLE.ST/HUMBLE:SS						
				Antal aktier	301m					
				Börsvärde	4,127					
				Nettoskuld	1,422					
				EV	5,549					
				Free float	68%					
				Daglig handelsvolym, snitt	399(k)					
				Reuters/Bloomberg HUMBLE.ST/HUMBLE:SS						
				Antal aktier	301m					
				Börsvärde	4,127					
				Nettoskuld	1,422					
				EV	5,549					
				Free float	68%					
				Daglig handelsvolym, snitt	399(k)					
				Reuters/Bloomberg HUMBLE.ST/HUMBLE:SS						
				Antal aktier	301m					
				Börsvärde	4,127					
				Nettoskuld	1,422					
				EV	5,549					
				Free float	68%					
				Daglig handelsvolym, snitt	399(k)					
				Reuters/Bloomberg HUMBLE.ST/HUMBLE:SS						
				Antal aktier	301m					
				Börsvärde	4,127					
				Nettoskuld	1,422					
				EV	5,549					
				Free float	68%					
				Daglig handelsvolym, snitt	399(k)					
				Reuters/Bloomberg HUMBLE.ST/HUMBLE:SS						
				Antal aktier	301m					
				Börsvärde	4,127					
				Nettoskuld	1,422					
				EV	5,549					
				Free float	68%					
				Daglig handelsvolym, snitt	399(k)					
				Reuters/Bloomberg HUMBLE.ST/HUMBLE:SS						
				Antal aktier	301m					
				Börsvärde	4,127					
				Nettoskuld	1,422					
				EV	5,549					

Analytiker

mathias.carlson@penser.se



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Konsumentvaror | Sverige | 29 Augusti 2022

Sammanfattning

Det kostar att växa snabbt!

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 6,0 mdkr på två och ett halvt år och genererar en EBITA om 514 mkr. Detta ger en marginal om 8,6%. 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 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. Vi använder en DCF-värdering för att beräkna vårt motiverade värde på 30-32 kronor. Vårt förvärvsbaserade scenario genererar en värdering av Humble till EV/Sales 0,9x och EV/EBITDA 8,0x på 2023 vilket är signifikant lägre än jämförbara svenska förvärvsbolag med en snittvärdering om EV/Sales 2,5x och EV/EBITDA 16x på 2023. Vår bedömning är att Humble bör värderas runt EV/Sales 1,8x och EV/EBITDA 16x.

Motiverat värde

Vårt motiverade värde är 30-32 kronor per aktie.

Det kostar att växa snabbt!

Fortsatt stark organisk tillväxt i Q2

Humble redovisade en nettoomsättning proforma om 1,55 mdkr motsvarande en organisk tillväxt på 23% y/y. Det första halvåret genererade en tillväxt på 24% y/y, vilket signalerar styrka givet det tuffa marknadsläget sedan årsskiftet. De bolag som var helägda i Q2 och samma period förra året genererade en tillväxt på 44% och för halvåret var samma siffra 50%. Detta är ett starkt bevis på att Humbles plattform genererar synergier. EBITDA proforma var 117 mkr vilket är en tillväxt på 25% i Q2 y/y och samma siffra för det första halvåret 2022 blev 33%. Vi anser att det är mer relevant att prata om proformasiffror än faktiska kvartalssiffror eftersom Humble växer med en rasande fart tack vare en bevisat framgångsrik förvärvsstrategi.

Förstärkt bruttomarginal trots motvindar

Bruttomarginalen i Q2 var 35% och har stärkts under de senaste tre kvartalen trots den turbulenta omvärlden, eskalerande inflation, prisosäkerhet och problem i leveranskedjorna. EBITA-marginalen påverkades negativt med 2,3% procentenheter i Q2 på grund av strategiska investeringar som kommer att möjliggöra en acceleration i tillväxt och stärkta marginaler. Vi är inte oroliga över marginalpressen i Q2 utan förstår att det krävs kostnader för att realisera den snabba tillväxt som bolaget levererar. Humble har skapat en skalbar plattform som kommer genererar långsiktig tillväxt och god lönsamhet.

EBITA-marginalmål inom räckhåll

Den justerade EBITA-marginalen i Q2 uppgick till 8,1% jämfört med Humbles finansiella mål på minst 12%. Vi bedömer denna nivå som realistisk givet nuvarande globala försäljnings- och distributionsnätverk. Det kontinuerliga arbetet med att effektivisera värdekedjan och realisera synergier kommer ge effekt redan under andra halvåret 2022 och vi kommer att se en hälsosam marginalexpansion från nuvarande nivåer, enligt vår bedömning. Två slutförda fabriksflyttar kommer att bidra till signifikant lägre produktions- och logistikkostnader det kommande året. Genomförda prisökningar kommer också att påverka marginalen positivt under andra halvåret 2022.

Kassaflödet negativt påverkad av en ökad kapitalbildning

Rörelsekapitalet har stigit kraftigt under de första två kvartalen på grund av högre varulager. Detta är inget som oroar oss eftersom anledningen är att verksamheten växer kraftigt organiskt vilket kräver högre varulager. Humble vill också undvika störningar i försörjningskedjan.

Levererar på förvärvsstrategin och är "on-track" för att nå sina finansiella mål 2025

Humble har som mål att nå 16 mdkr i nettoomsättning 2025 och en EBITA om 1,9 mdkr. Enligt proformasiffrorna i Q2'22 så har Humble redan nått 38% av försäljningsmålet och 30% av EBITA-målet. Humble har genomfört 13 förvärv under det först halvåret som tillsammans adderade cirka 2,2 mdkr i omsättning och 230 mkr i EBITA. Detta ska jämföras med förra årets helårssiffror som landade på en total förvärvad nettoomsättning om 3,2 mdkr och EBITA om cirka 400 mkr – vilka nivåer bör kunna matchas innan årets slut.

Estimatförändringar

Humbles Q2-rapport medför endast marginella förändringar i vårt underliggande base-case scenario 2022-26 och vi justerar upp våra omsättningsestimater med runt 20% för perioden med hänsyn taget till de förvärv som nyligen annonserats. Vi höjer också våra EBITDA-estimater med 2-3%.

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 8,7%, en tillväxttakt om 2,5% och EBIT-marginal om 10,0% i terminalvärdet. Värdet per aktie landar på 32 kr. Vi presenterar vår DCF-värdering in detalj nedan.

DCF - värdering

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	4 979	Riskfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	2,5%
Nuvärdet av terminalvärde	6 686	Riskpremium	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal	10,0%
Företagsvärde (EV)	11 665	Extra riskpremium	2,0%	Avskrivningar, % av omsättning	1,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	1 980	Beta	1,0	Capex, % av omsättning	1,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	Avkastningskrav, eget kapital	10,0%	Rörelsekapital, % av omsättning	15,3%
Eget kapital	9 685	Räntekostnad (före skatt)	7,0%	Skattesats	20%
Antal utstående aktier, full utspädning	301	Skattesats	20%		
Eget kapital per aktie	32	Belåningsgrad	30%		
		WACC	8,7%		

DCF - känslighetsanalys

Känslighetsanalys

		Långsiktig tillväxt							Långsiktig EBIT-marginal				
		1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%			5,0%	7,5%	10,0%	12,5%	15,0%
WACC	7,7%	35	37	40	44	48	WACC	7,7%	22	31	40	49	59
	8,2%	31	33	36	39	42		8,2%	20	28	36	44	52
	8,7%	29	30	32	34	37		8,7%	18	25	32	39	46
	9,2%	26	27	29	31	33		9,2%	16	23	29	35	42
	9,7%	24	25	26	28	30		9,7%	15	21	26	32	38

Resultaträkning

	2 021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Nettoomsättning	1 518	4 295	5 928	6 618	7 402	8 289
Aktiverat arbete för egen räkning	47	88	123	136	152	171
Övriga rörelseintäkter	42	54	70	78	87	97
Totala intäkter	1 607	4 437	6 121	6 833	7 641	8 557
Kostnad för sålda varor	-1 037	-2 738	-3 718	-4 137	-4 623	-5 173
Bruttoresultat	481	1 557	2 210	2 481	2 779	3 115
Övriga externa kostnader	-223	-661	-922	-1 026	-1 147	-1 283
Personalkostnader	-167	-553	-770	-857	-958	-1 072
Övriga rörelsekostnader	-18	-24	-29	-32	-36	-41
Totala kostnader	-1 445	-3 975	-5 440	-6 053	-6 764	-7 569
EBITDA	162	461	681	780	877	987
EBITDA, justerad	230	481	681	780	877	987
Avskrivningar av materiella tillg.	4	-23	-38	-37	-36	-36
Avskrivningar av immateriella tillg.	-14	-22	-17	-14	-12	-10
EBITA	152	416	626	729	829	941
EBITA, justerad	220	436	626	729	829	941
Avsk. av förvärvsrel. anläggningstillg.	-465	-1 111	-859	-720	-610	-525
EBIT	-313	-695	-232	9	218	416
EBIT, justerad	-245	-675	-232	9	218	416
Ränteintäkter	1	3	0	0	0	0
Räntekostnader	-76	-158	-167	-167	-167	-167
Resultat efter finansiella poster	-388	-850	-399	-158	52	250
Aktuell skatt	-39	-38	-20	-20	-11	-51
Uppskjuten skatt	85	81	0	0	0	0
Resultat efter skatt	-342	-806	-419	-178	41	198
Resultat efter skatt, justerad	-274	-786	-419	-178	41	198

Balansräkning

	2 021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Anläggningstillgångar						
Immateriella anläggningstillgångar	4 784	4 589	3 836	3 238	2 768	2 403
Materiella anläggningstillgångar	297	383	369	360	356	357
Finansiella anläggningstillgångar	44	65	65	65	65	65
Förvärv av dotterföretag	0	458	458	458	458	458
Totala anläggningstillgångar	5 125	5 495	4 728	4 121	3 647	3 283
Omsättningstillgångar						
Varulager	516	762	817	880	964	1 059
Kundfodringar	463	790	864	966	1 061	1 167
Övriga omsättningstillgångar	88	166	185	207	231	259
Likvida medel	421	246	180	172	441	898
Totala omsättningstillgångar	1 488	1 964	2 046	2 225	2 698	3 384
Totala tillgångar	6 613	7 458	6 774	6 346	6 345	6 666
Eget kapital	2 690	2 788	2 369	2 191	2 232	2 430
Avsättningar för uppskjuten skatt	593	566	566	566	566	566
Långfristiga skulder						
Räntebärande skulder, långfristiga	1 736	2 083	2 083	2 083	2 083	2 083
Tilläggsköpeskillingar	666	531	531	172	11	-1
Övriga långfristiga skulder	52	27	27	27	27	27
Totala långfristiga skulder	2 454	2 641	2 641	2 282	2 121	2 109
Kortfristiga skulder						
Räntebärande skulder, kortfristiga	107	297	297	297	297	297
Leverantörsskulder	364	549	609	679	759	850
Tilläggsköpeskillingar	249	350	-5	0	0	0
Övriga kortfristiga skulder	156	268	297	331	370	414
Totala kortfristiga skulder	876	1 464	1 198	1 307	1 426	1 561
Totalt eget kapital och skulder	6 613	7 458	6 774	6 346	6 345	6 666

Källa: Humble Group, EPB

Kassaflödesanalys

	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Resultat före skatt	-388	-850	-399	-158	52	250
Justeringsposter	532	1 232	914	771	659	571
Betald skatt	-11	-18	-20	-20	-11	-51
Kassaflöde före förändringar av rörelsekapital	133	364	494	593	700	769
Förändring av rörelsekapital	-66	-151	-59	-82	-86	-94
Kassaflöde från den löpande verksamheten	67	213	436	511	614	676
Investeringsverksamheten						
Förvärv / avyttring av balans. utvecklingskostnader	-42	-89	-123	-136	-152	-171
Förvärv / avyttring av övriga immat. anläggningstillg.	-2	0	0	0	0	0
Förvärv / avyttring av materiella anläggningstillg.	-10	-31	-24	-28	-32	-36
Förvärv / avyttring av finansiella anläggningstillg.	0	4	0	0	0	0
Förvärv av dotterföretag, netto likvidpåverkan	-2 404	-1 099	0	0	0	0
Kassaflöde från investeringsverksamheten	-2 457	-1 215	-147	-164	-184	-207
Fritt kassaflöde	13	93	289	346	430	469
Finansieringsverksamheten						
Utdelning	0	0	0	0	0	0
Emissionslikvid	1 318	530	0	0	0	0
Emissions- obligationskostnader	-2	-10	0	0	0	0
Obligationslån	1 519	300	0	0	0	0
Betald ränta relaterad till finansieringsverksamheten	-40	-77	0	0	0	0
Förändring lån	-69	84	0	0	0	0
Tilläggsköpeskillingar, återbetalning	0	-4	-355	-354	-161	-12
Kassaflöde från finansieringsverksamheten	2 727	823	-355	-354	-161	-12
Periodens kassaflöde	336	-179	-66	-8	269	457
Likvida medel vid periodens början	82	421	246	180	172	441
Valutakursdifferens i likvida medel	3	4	0	0	0	0
Likvida medel vid periodens slut	421	246	180	172	441	898

Tillväxt och marginaler

	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Intäkstillväxt	nm	176%	38%	12%	12%	12%
EBITDA-tillväxt, justerad	nm	109%	41%	14%	12%	13%
Bruttomarginal	30%	35%	36%	36%	36%	36%
EBITDA-marginal	10%	10,4%	11,1%	11,4%	11,5%	11,5%
EBITDA-marginal, justerad	14%	10,9%	11,1%	11,4%	11,5%	11,5%
EBIT-marginal	-19%	-16%	-4%	0%	3%	5%
EBIT-marginal, justerad	-15%	-15%	-4%	0%	3%	5%
Vinst-marginal	-21%	-18%	-7%	-3%	1%	2%
Vinst-marginal, justerad	-17%	-18%	-7%	-3%	1%	2%

Kapitaleffektivitet

	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Varulager / totala intäkter	32%	17%	13%	13%	13%	12%
Kundfordringar / totala intäkter	29%	18%	14%	14%	14%	14%
Leverantörsskulder / KSV	35%	20%	16%	16%	16%	16%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	61%	37%	22%	22%	21%	21%
Rörelsekapital	298	551	965	1 042	1 128	1 222
Rörelsekapital / totala intäkter	19%	12%	16%	15%	15%	14%
Kapitalomsättningshastighet	35%	86%	129%	149%	166%	178%

Källa: Humble Group, EPB

Finansiell ställning

	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Nettoskuld	1 422	2 134	2 200	2 208	1 939	1 482
Nettoskultsättningsgrad	53%	77%	93%	101%	87%	61%
Soliditet	41%	37%	35%	35%	35%	36%
Nettoskuld / EBITDA	8,8	4,6	3,2	2,8	2,2	1,5
EBITDA / Räntekostnader	2,1	2,9	4,1	4,7	5,3	5,9

Aktiedata

	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
EPS	-1,7	-2,8	-1,4	-0,6	0,1	0,7
EPS, justerad	-1,3	-2,7	-1,4	-0,6	0,1	0,7
FCF per aktie	0,1	0,3	0,9	1,1	1,4	1,5
Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eget kapital per aktie	10,9	9,3	7,9	7,3	7,4	8,1
Antal aktier	247	301	301	301	301	301
Antal aktier, snitt	204	287	301	301	301	301
Antal aktier efter utspädning	248	305	305	305	305	305
Antal aktier efter utspädning, snitt	205	290	305	305	305	305

Värdering

	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
P/E, justerad	neg	neg	neg	neg	103,6	21,5
P/EK	2,6	1,5	1,8	1,9	1,9	1,7
P/FCF	442,5	43,4	14,7	12,3	9,9	9,1
FCF yield	0,2%	2,3%	6,8%	8,1%	10,1%	11,0%
EK/aktie	10,9	9,3	7,9	7,3	7,4	8,1
EV/Sales	5,2	1,4	1,0	0,9	0,8	0,7
EV/EBITDA	36,2	13,2	9,4	8,2	7,0	5,8
EV/EBIT	neg	neg	neg	neg	28,2	13,7
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Börsvärde	6 915	4 218	4 218	4 218	4 218	4 218
EV	8 337	6 352	6 418	6 425	6 157	5 700
Aktiekurs	28,0	14,0	14,0	14,0	14,0	14,0

Källa: Humble Group, EPB

Aktiekurs och motiverat värde



Källa: FactSet, 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