



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Hemelektronik & Heminredning | Sverige | 28 november 2022

Candles Scandinavia

Fortsatt kraftig tillväxt och expanderande marginaler

Kraftig tillväxt...

Candles växte omsättningen med 66% y/y och 81% q/q i Q2 vilket betyder att de slog sitt eget mål om 30% tillväxt för fjärde kvartalet i rad. Utöver detta tecknade Rituals, Candles största kund, ett avtal där de garanterar miniminivåer om 165 mkr per år under fem år från och med 2023. Detta är Candles i särklass största avtal någonsin. Som ett led i avtalet genomfördes även en nyemission på 42 mkr i oktober, och som en följd av kapitalanskaffningen valde tre långgivare till den tidigare tecknade konvertibeln att konvertera till aktier, vilket innebar ytterligare 12 mkr i nyemitterade aktier.

...och fortsatt marginalexpansion

Det vi tyckte stack ut i rapporten var att marginalen fortsatte expandera trots den kraftiga tillväxten – EBITDA marginalen kom in på 7% i Q2 jämfört med 5% i Q1 och 3% i Q2'21/22. Det var tidigare genomförda effektiviseringar i produktionen som drev marginalexpansionen. I takt med att produktionen fortsätter att öka räknar vi med fortsatt marginalexpansion.

Justerar motiverat värde för nyemissionen

Vi höjer prognoserna för innevarande år för att reflektera den högre marginalnivån och justerar även antal aktier för nyemissionen. Vårt motiverade värde, som är baserat på en DCF-analys, går till 105-107 kr (114-116 kr) med bakgrund av det ökade antalet aktier.

Estimatändring (kr)					Prognos (mkr)				Värde och risk														
	23e	Δ%	24e	Δ%	21/22	22/23e	23/24e	24/25e	Motiverat värde	105 - 107 kr													
Totala intäkter	251	0,0	371	0,0	Totala intäkter	164	251	371	Aktiekurs	63,3 kr													
EBIT, just.	15	48,2	31	0,0	Intäktstillväxt	48%	53%	48%	Riskenivå	Medel													
EPS, just.	1,2	97,9	2,6	-1,1	EBITDA, just.	-13	17	33	<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px; text-align: center;">Kursutveckling 12 mån</div>														
<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Kommande händelser</div>					EBIT, just.	-15	15	31			52												
					EBIT, just.	-1,9	1,2	2,6			4,3												
<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Bolagsfakta (mkr)</div>					EPS-tillväxt	N.m.	>100%	>100%			63%												
					EK/aktie	5,4	12,2	14,8			19,1												
Antal aktier			8,7m		EBIT-marginal	Neg.	6,2%	8,6%			9,9%												
Börsvärde			548		ROE, just.	Neg.	14,4%	19,5%			25,3%												
Nettoskuld			-27		ROCE, just.	Neg.	13,2%	18,1%			25,3%												
EV			520		EV/Sales	3,1x	2,1x	1,4x			0,9x												
Free float			18%		EV/EBITDA	-	30,4x	15,6x			9,3x												
Daglig handelsvolym, snitt			9k		EV/EBIT	-	34,4x	16,6x	9,8x														
Bloomberg Ticker	CANDLEB SS EQUITY				P/E, just.	-	51,4x	24,1x	14,8x														
<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>					P/EK	11,7x	5,2x	4,3x	3,3x	<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Intressekonflikter</div> <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>Yes</th> <th>No</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Likviditetsgarant</td> <td>✓</td> <td></td> </tr> <tr> <td>Certified adviser</td> <td></td> <td>✓</td> </tr> <tr> <td>Transaktioner 12m</td> <td></td> <td>✓</td> </tr> </tbody> </table>			Yes	No	Likviditetsgarant	✓		Certified adviser		✓	Transaktioner 12m		✓
						Yes	No																
Likviditetsgarant	✓																						
Certified adviser		✓																					
Transaktioner 12m		✓																					
FCF yield			-	-	1%	4%																	
Nettoskuld/EBITDA	-1,2x	-1,6x	-0,9x	-0,8x																			

Markus Almerud

markus.almerud@penser.se

Investment case

Candles har en unik och ledande marknadsposition på den europeiska doftljusmarknaden. Candles erbjuder högkvalitativa doftljus av 100% naturligt vax i storskalig produktion. Efterfrågan på hållbara doftljus är stark vilket återspeglas i Candles genomsnittliga tillväxt om 52% de senaste tre åren. Kunderna efterfrågar ett hållbart alternativ till de dominerande, paraffinbaserade, doftljusen. Paraffin utvinns av fossilt bränsle. Vår bedömning är att Candles kommer att leverera en tillväxt om nära 50% i snitt de kommande fyra åren drivet av kundernas ökade fokus på miljö och hälsa. Candles har utformat en tillväxtstrategi för att realisera de stora värden som ligger i bolagets unika produkterbjudande. Produktionskapacitet är flaskhalsen för ökad tillväxt och Candles kommer att investera i en ny fabrik för kostnadseffektiv produktion på industriell skala som kommer att stå klar i andra halvan av 2023. Produktionskapaciteten ökas från dagens 3,5 miljoner ljus per år till 15 miljoner - en ökning med cirka 500%.

Bolagsprofil

Candles tillverkar doftljus med 100% växtbaserat, biologiskt nedbrytbart vax, baserat på svenskodlad raps. Candles unika marknadsposition och styrka är en kostnadseffektiv metod för storskalig produktion av kundanpassade doftljus av naturligt vax. Candles erbjuder ett hållbart alternativ i en marknad som domineras av paraffinvax som utvinns av fossilt bränsle.

Bolaget bedriver sin verksamhet inom tre affärsområden:

1. Private label – kundanpassad tillverkning av naturliga doftljus och rumsdofter. Referenskunder är Rituals, H&M, Åhléns och Lyko.
2. Brands – Candles äger den exklusiva distributionsrätten i Norden för de världsledande varumärkena Yankee Candle, WoodWick och Millefiori Milano. Produktportföljen består av doftljus och rumsdofter.
3. Home party – ett helt nytt affärsområde som fokuserar på D2C-försäljning (Direct-to-Consumer) i Norden. Försäljning sker via så kallad nätverksförsäljning, eller multi-level marketing vilket innebär personlig direktförsäljning till slutkund.

Värdering

Vi värderar Candles med en DCF-modell för att fånga upp den starka långsiktiga tillväxtprognosen. Candles levererar negativa kassaflöden kommande två år men från 2023–24 väntar vi oss en stark utväxling i kassaflödet drivet av den nya fabriken och en skalbar produktionskapacitet. Vår bedömning är att Candles har potentialen att växa starkt organiskt under många år tack vare sin unika marknadsposition. Vi antar en WACC på 13,0%, långsiktig EBIT-marginal på 9,0% samt långsiktig tillväxt om 2,0%.

Motiverat värde

Vårt motiverade värde är 105-107 kronor per aktie. Candles är ett ungt börsbolag och måste bygga "track-record" för att realisera det motiverade värdet. Viktiga milstolpar måste uppfyllas så som: 1) Leverera tillväxt på cirka 50% kommande fyra kvartal, 2) Den nya fabriken måste stå klar i andra halvan av 2023, 3) Flytten av produktion och uppstart måste ske utan att tappa tillväxtmomentum och kostnadskontroll, och 4) Vi vill se att lönsamheten kommer tillbaka gradvis under 2022/23, efter ett år av höga investeringskostnader. Det är viktigt att lyfta fram den begränsade likviditeten i aktien som en hämmande faktor i realiseringen av Candles verkliga värde. Dagens free float är 18%.

Tabell 1: DCF - antaganden och slutsatser

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	308	Risikfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	2,0%
Nuvärdet av terminalvärde	595	Riskpremie	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal	9,0%
Företagsvärde (EV)	904	Småbolagspremie	6,0%	Avskrivningar, % av omsättning	1,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	-13	Extra risk-premie	-1,0%	Capex, % av omsättning	1,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	WACC	13,0%	Rörelsekapital, % av omsättning	17%
Eget kapital	917			Skattesats	21%
Antal utstående aktier, full utspädning	8,7				
Eget kapital per aktie	106				

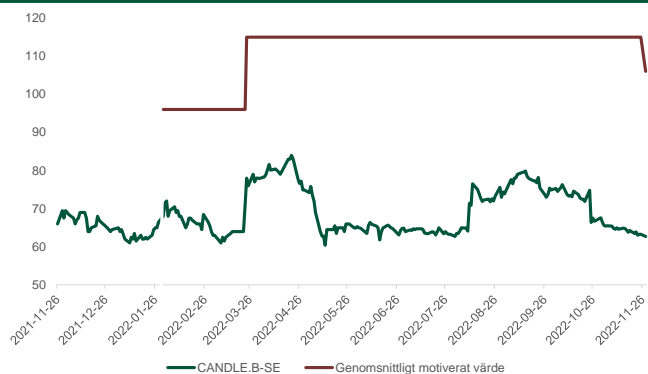
Källa: EPB

DCF - känslighet

		Långsiktig tillväxt							Långsiktig EBIT-marginal				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%			4,0%	6,5%	9,0%	11,5%	14,0%
WACC	12,0%	114	118	123	128	134	WACC	12,0%	58	91	123	155	187
	12,5%	106	110	114	118	123		12,5%	55	84	114	144	173
	13,0%	99	103	106	110	114		13,0%	51	79	106	134	161
	13,5%	93	96	99	102	106		13,5%	48	73	99	124	150
	14,0%	87	90	92	95	99		14,0%	45	69	92	116	140

Källa: EPB

Diagram 1: Aktiekurs och motiverat värde



Källa: Factset, EPB

Resultaträkning

	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23e	23/24e	24/25e	25/26e
Nettoomsättning	45	74	107	158	246	364	521	763
Övriga rörelseintäkter	1	2	4	6	5	7	10	15
Totala intäkter	46	75	111	164	251	371	531	778
Kostnad sålda varor	-9	-19	-42	-74	-98	-145	-198	-275
Bruttoresultat	30	40	50	67	103	160	240	366
Totala rörelsekostnader	-31	-34	-36	-80	-86	-127	-186	-282
EBITDA	-1	6	14	-13	17	33	54	85
EBITDA, justerad	-1	6	14	-13	17	33	54	85
Totala avskrivningar	-1	-1	-1	-2	-2	-2	-3	-3
EBITA, justerad	(2)	5	13	(15)	16	32	53	82
EBIT	-2	5	13	-15	15	31	52	81
EBIT, justerad	-2	5	13	-15	15	31	52	81
Finansnetto	-1	-1	-4	-3	-1	-2	-4	-6
Resultat före skatt	-3	3	10	-18	14	29	47	75
Resultat före skatt, justerad	-3	3	10	-18	14	29	47	75
Total skatt	0	0	-2	3	-3	-6	-10	-17
Nettoresultat	-3	3	8	-15	11	23	37	59
Nettoresultat, justerad	-3	3	8	-15	11	23	37	59

Källa: Candles Scandinavia, EPB

Kassaflödesanalys

	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23e	23/24e	24/25e	25/26e
EBIT	-2	5	13	-15	15	31	52	81
Övriga kassaflödesposter	1	1	1	1	(1)	(4)	(8)	(13)
Förändringar i rörelsekapital	0	-4	-7	-20	-18	-20	-19	-22
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-1	2	7	-34	-4	7	25	46
Investeringar	0	0	0	0	-2	-3	-4	-5
Fritt kassaflöde	-1	2	7	-34	-7	3	20	38
Förändringar av lån	0	0	0	-	40	0	0	0
Kassaflöde	-1	2	7	-34	33	3	20	38
Nettoskuld	18	23	18	16	-27	-29	-44	-76

Källa: Candles Scandinavia, EPB

Balansräkning

	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23e	23/24e	24/25e	25/26e
TILLGÅNGAR								
Övriga immateriella tillgångar	3	2	3	3	3	3	4	5
Materiella anläggningstillgångar	1	1	2	3	4	5	7	11
Finansiella anläggningstillgångar	0	0	1	5	5	5	5	5
Summa anläggningstillgångar	4	4	5	11	12	14	16	21
Varulager	24	28	40	65	71	86	104	124
Kundfordringar	8	15	11	15	25	37	53	77
Övriga omsättningstillgångar	1	2	3	3	2	9	14	20
Likvida medel och kortfristiga placeringar	0	0	0	4	88	89	105	137
Summa omsättningstillgångar	33	46	54	88	186	222	275	358
SUMMA TILLGÅNGAR	37	49	59	99	199	236	292	379
EGET KAPITAL OCH SKULDER								
Eget kapital	2	5	13	42	105	128	165	223
Summa eget kapital	2	5	13	42	105	128	165	224
Långfristiga räntebärande skulder	9	9	6	2	42	42	42	42
Summa långfristiga skulder	9	9	6	2	42	42	42	42
Kortfristiga räntebärande skulder	9	14	12	19	19	19	19	19
Leverantörsskulder	13	11	10	19	20	29	40	56
Övriga kortfristiga skulder	4	10	18	17	12	18	26	38
Summa kortfristiga skulder	27	35	40	54	51	66	85	113
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	37	49	59	99	199	236	292	379

Källa: Candles Scandinavia, EPB

Tillväxt och marginaler

	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23e	23/24e	24/25e	25/26e
Intäktstillväxt	-	64%	47%	48%	53%	48%	43%	46%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	>100%	>100%	N.m.	>100%	94%	63%	56%
EBIT-tillväxt, justerad	-	>100%	>100%	N.m.	>100%	>100%	65%	57%
EPS-tillväxt, justerad	-	>100%	N.m.	N.m.	>100%	>100%	63%	59%
Bruttomarginal	65,8%	54,1%	47,1%	42,1%	42,0%	44,0%	46,0%	48,0%
EBITDA-marginal	Neg.	7,9%	13,4%	Neg.	7,0%	9,2%	10,4%	11,1%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	7,9%	13,4%	Neg.	7,0%	9,2%	10,4%	11,1%
EBIT-marginal	Neg.	6,3%	12,3%	Neg.	6,2%	8,6%	9,9%	10,6%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	6,3%	12,3%	Neg.	6,2%	8,6%	9,9%	10,6%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	17,4%	7,2%	Neg.	4,3%	6,2%	7,1%	7,7%

Källa: Candles Scandinavia, EPB

Avkastning

	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23e	23/24e	24/25e	25/26e
ROE, justerad	Neg.	87%	85%	Neg.	14%	19%	25%	30%
ROCE, justerad	Neg.	19%	44%	Neg.	13%	18%	25%	32%
ROIC, justerad	Neg.	19%	44%	Neg.	22%	35%	47%	61%

Källa: Candles Scandinavia, EPB

Kapitaleffektivitet

	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23e	23/24e	24/25e	25/26e
Varulager / totala intäkter	53%	38%	36%	40%	28%	23%	20%	16%
Kundfordringar / totala intäkter	17%	20%	10%	9%	10%	10%	10%	10%
Leverantörsskulder / KSV	>100%	58%	23%	26%	21%	20%	20%	21%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	87%	>100%	>100%	68%	59%	52%	46%	40%
Rörelsekapital / totala intäkter	35%	33%	23%	29%	26%	23%	20%	16%
Kapitalomsättningshastighet	2,3x	2,6x	3,6x	2,6x	1,5x	2,0x	2,4x	2,7x

Källa: Candles Scandinavia, EPB

Finansiell ställning

	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23e	23/24e	24/25e	25/26e
Nettoskuld	18	23	18	16	-27	-29	-44	-76
Soliditet	5%	10%	22%	43%	53%	54%	57%	59%
Nettoskulsättningsgrad	8,9x	4,5x	1,4x	0,4x	-0,3x	-0,2x	-0,3x	-0,3x
Nettoskuld / EBITDA	-17,3x	4,0x	1,2x	-1,2x	-1,6x	-0,9x	-0,8x	-0,9x

Källa: Candles Scandinavia, EPB

Aktiedata

	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23e	23/24e	24/25e	25/26e
EPS	-2,57	3,11	1,10	-1,86	1,23	2,62	4,28	6,79
EPS, justerad	-2,57	3,11	1,10	-1,86	1,23	2,62	4,28	6,79
FCF per aktie	-1,05	2,06	1,07	-4,31	-0,83	0,37	2,30	4,38
Eget kapital per aktie	2,03	5,14	1,86	5,42	12,2	14,8	19,1	25,9
Antal aktier vid årets slut, m	1,00	1,00	7,00	7,83	8,65	8,65	8,65	8,65
Antal aktier efter utspädning, snitt	1,00	1,00	7,00	7,83	8,65	8,65	8,65	8,65

Källa: Candles Scandinavia, EPB

Värdering

	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23e	23/24e	24/25e	25/26e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	51,4x	24,1x	14,8x	9,3x
P/EK	Neg.	Neg.	Neg.	11,7x	5,2x	4,3x	3,3x	2,4x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	170,9x	27,6x	14,5x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1%	4%	7%
Direktavkastning	Neg.	Neg.	Neg.	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	Neg.	Neg.	Neg.	3,1x	2,1x	1,4x	0,9x	0,6x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	30,4x	15,6x	9,3x	5,6x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	34,4x	16,6x	9,8x	5,8x
EV	Neg.	Neg.	Neg.	512	520	519	503	471
Aktiekurs	-	-	-	63,3	63,3	63,3	63,3	63,3

Källa: Candles Scandinavia, EPB

Disclosure

Denna publikation (nedan "Publikationen") har sammanställts av Erik Penser Bank AB (nedan "Banken") i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsedd att vara rådgivande. Banken har tillstånd att bedriva bank- och värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan dock aldrig garanteras av Banken.

Som ett steg i utformandet av Publikationen har det analyserade bolaget (nedan "Bolaget") verifierat faktainnehållet i Publikationen. Bolaget kan dock aldrig påverka de delar av Publikationen som innefattar slutsatser eller värderingar.

Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns egna 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 heller sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Publikationen utgör därmed inget investeringsråd och ska inte heller uppfattas som sådan. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på Publikationen alltid fattas självständigt av investeraren och Banken fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller direkt/indirekt skada som grundar sig på användandet av denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk då dessa både kan öka och minska i värde. 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 ska 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. Värderingsmetoden ska läsas tillsammans med riskklassificeringen. Vad gäller riskklassificeringen: 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%.

För mer detaljerad information om värderingsmodeller klicka [här](#).

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 innehåll i Publikationen.

Bankens analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att förebygga och förhindra intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. För att förebygga intressekonflikter har Banken bl. a. vidtagit åtgärder för att förhindra otillbörlig informationsspridning, även kallade 'Chinese Walls'. Analysavdelningen är därmed fysiskt avskild från Corporate Finance-avdelningen som inte heller får delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Banken har även interna regler för att hantera eventuella intressekonflikter mellan analytikern, Bolaget och Banken.

Det kan dock, från tid till annan, förekomma att Banken utför 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 det analyserade bolaget. Banken har dock utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för analysen samt utformat interna regler för anställdas egna affärer som gäller för analytiker. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Den analytiker som har utarbetat Publikationen, och andra medverkande som har vetskap om analysens slutsats, får inte för egen räkning handla i berörda finansiella instrument eller med därtill relaterade finansiella instrument.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt Bolaget. Klicka [här](#) för mer information om tjänsten.

Om annat inte uttryckligen anges i Publikationen uppdateras analysen kvartalsvis samt när Bankens analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till det analyserade bolaget eller finansiella instrument.

Banken erhåller ersättning från Bolaget för tjänsten Penser Access.

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