

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.

DCF

DCF - värdering

Värdering	WACC-antaganden	Antaganden terminalvärde
Nuvärdet av fria kassaflöden	5 491	Risikfri ränta 2,5%
Nuvärdet av terminalvärde	5 652	Risikopremium 5,5%
Företagsvärde (EV)	11 144	Extra riskpremium 2,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	1 980	Beta 1,0
Minoritetsintressen och övrigt	0	Avkastningskrav, eget kapital 10,0%
Eget kapital	9 164	Räntekostnad (före skatt) 7,0%
Antal utstående aktier, full utspädning	301	Skattesats 20%
Eget kapital per aktie	30	Belåningsgrad 30%

Källa: EPB

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%
	7,7%	33	35	37	40	44	7,7%	22	30	37
		30	32	34	36	39	8,2%	20	27	34
		27	29	30	32	35	8,7%	18	24	30
		25	26	28	29	31	9,2%	17	22	28
		23	24	25	27	28	9,7%	16	21	25
WACC	8,2%	27	29	30	32	35	8,7%	18	24	30
	9,2%	25	26	28	29	31	9,2%	17	22	28
	9,7%	23	24	25	27	28	9,7%	16	21	25

Resultaträkning					
	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	1 518	4 886	6 725	6 864	7 268
Övriga rörelseintäkter	89	195	288	291	306
Totala intäkter	1 607	5 081	7 013	7 155	7 574
Kostnad sålda varor	-1 037	-3 310	-4 579	-4 623	-4 854
Bruttoresultat	570	1 771	2 434	2 532	2 720
Totala rörelsekostnader	-408	-1 288	-1 652	-1 662	-1 713
EBITDA	162	483	782	870	1 006
EBITDA, justerad	162	483	782	870	1 006
Totala avskrivningar	-475	-1 215	-1 376	-1 175	-874
EBITA, justerad	166	457	734	824	961
EBIT	-313	-732	-594	-305	133
EBIT, justerad	-313	-732	-594	-305	133
Finansnetto	-75	-172	-165	-165	-165
Resultat före skatt	-388	-905	-760	-471	-33
Resultat före skatt, justerad	-388	-905	-760	-471	-33
Total skatt	46	33	-40	-40	61
Nettoresultat	-342	-872	-800	-511	28
Nettoresultat, justerad	-342	-872	-800	-511	28

Källa: Humble Group, EPB

Kassaflödesanalys					
	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
EBIT	-313	-732	-594	-305	133
Övriga kassaflödesposter	996	2 522	2 733	2 330	1 778
Förändringar i rörelsekapital	-67	-184	19	3	-54
Kassaflöde från den operationella verksamheten	616	1 606	2 157	2 028	1 857
Investeringar	-10	-30	-32	-40	-48
Fritt kassaflöde	562	1 480	2 013	1 874	1 689
Nyemission / återköp	1 318	530	0	0	0
Förvärv	-2 404	-955	0	0	0
Förändringar av lån	1 519	300	0	0	0
Övriga poster	-40	-119	0	0	0
Kassaflöde	887	1 478	1 658	1 520	1 528
Omräkningsdifferenser	3	4	0	0	0
Nettoskuld	1 422	2 092	2 050	1 949	1 575

Källa: Humble Group, EPB

Balansräkning

	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR					
Goodwill	4 784	4 971	3 755	2 710	2 001
Materiella anläggningstillgångar	297	388	372	366	368
Finansiella anläggningstillgångar	44	46	46	46	46
Summa anläggningstillgångar	5 125	5 405	4 173	3 122	2 415
Varulager	516	920	898	882	936
Kundfordringar	463	953	949	968	1 029
Övriga omsättningstillgångar	88	201	203	207	225
Likvida medel och kortfristiga placeringar	421	476	518	619	993
Summa omsättningstillgångar	1 488	2 549	2 569	2 676	3 182
SUMMA TILLGÅNGAR	6 613	7 955	6 742	5 798	5 598
EGET KAPITAL OCH SKULDER					
Eget kapital	2 690	2 842	1 989	1 419	1 301
Summa eget kapital	2 690	2 842	1 989	1 419	1 301
Långfristiga räntebärande skulder	1 736	2 068	2 068	2 068	2 068
Övriga långfristiga skulder	666	558	558	199	38
Summa långfristiga skulder	3 047	3 172	3 172	2 813	2 652
Kortfristiga räntebärande skulder	107	500	500	500	500
Leverantörsskulder	364	730	727	734	787
Övriga kortfristiga skulder	249	380	25	0	0
Summa kortfristiga skulder	876	1 941	1 582	1 566	1 645
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	6 613	7 955	6 742	5 798	5 598

Källa: Humble Group, EPB

Tillväxt och marginaler

	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	>100%	38%	2%	6%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	>100%	62%	11%	16%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	19%	49%	>100%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	14%	36%	>100%
Bruttomarginal	37,5%	36,2%	36,2%	36,9%	37,4%
EBITDA-marginal	10,7%	9,9%	11,6%	12,7%	13,8%
EBITDA-marginal, justerad	10,7%	9,9%	11,6%	12,7%	13,8%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1,8%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1,8%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	0,4%

Källa: Humble Group, EPB

Avkastning

	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	2%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	3%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	4%

Källa: Humble Group, EPB

Kapitaleffektivitet

	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Varulager / totala intäkter	32%	18%	13%	12%	12%
Kundfordringar / totala intäkter	29%	19%	14%	14%	14%
Leverantörsskulder / KSV	35%	22%	16%	16%	16%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	>100%	>100%	96%	94%	96%
Rörelsekapital / totala intäkter	19%	12%	14%	14%	14%
Kapitalomsättningshastighet	0,4x	0,9x	1,5x	1,8x	2,0x

Källa: Humble Group, EPB

Finansiell ställning

	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	1 422	2 092	2 050	1 949	1 575
Soliditet	41%	36%	29%	24%	23%
Nettoskultsättningsgrad	0,5x	0,7x	1,0x	1,4x	1,2x
Nettoskuld / EBITDA	8,8x	4,3x	2,6x	2,2x	1,6x

Källa: Humble Group, EPB

Aktiedata

	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
EPS	-1,90	-3,04	-2,63	-1,68	0,09
EPS, justerad	-1,90	-3,04	-2,63	-1,68	0,09
FCF per aktie	3,13	5,16	6,61	6,15	5,55
Eget kapital per aktie	10,8	9,33	6,53	4,66	4,27
Antal aktier vid årets slut, m	248	305	305	305	305
Antal aktier efter utspädning, snitt	180	287	305	305	305

Källa: Humble Group, EPB

Värdering

	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	98,8x
P/EK	2,6x	1,0x	1,4x	2,0x	2,1x
P/FCF	8,9x	1,8x	1,4x	1,5x	1,7x
FCF-yield	11%	56%	72%	67%	60%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	5,2x	1,0x	0,7x	0,7x	0,6x
EV/EBITDA, justerad	51,4x	10,1x	6,2x	5,4x	4,3x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	32,7x
EV	8 337	4 858	4 815	4 715	4 341
Aktiekurs	28,0	9,2	9,2	9,2	9,2

Källa: Humble Group, 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