

Europeisk premiumaffär övertygar

Stabilt kvartal i en orolig omvärld

Embellence Group överraskade med ett oväntat starkt tredje kvartal. Omsättningen ökade med nära 25 procent till 169,0 miljoner kronor (135,5). Amerikanska Artscape som förvärvades i mars bidrog med 23 procents tillväxt. Det justerade ebita-resultatet ökade till 23,4 miljoner (18,4), motsvarande en marginal på 13,8 procent (13,6). Utvecklingen var särskilt stark i Europa där ebita-resultatet ökade med nästan 11 procent i årstakt, trots negativa effekter från den avslutade ryska verksamheten. Storbritannien (Cole & Son) och Italien (Wall & Decò) utvecklades väl. I Norden tyngde lägre volymer och ökade marknadsaktiviteter resultatet som föll med 26 procent i årstakt. Segment Övriga världen ökade resultatet med hela 254 procent, drivet av Artscape-förvärvet. Noterbart är dock att Artscape utvecklats svagare under 2022 än 2021, varför Embellence inte behöver betala tilläggsköpeskillingen på nära 17 miljoner kronor.

Mindre prognosjusteringar – osäkert inför 2023

I spåren av den solida rapporten för tredje kvartalet justerar vi upp våra omsättnings- och vinstprognoser för helåret 2022 något. För 2023–2024 justerar vi emellertid ner prognoserna något givet allt fler signaler om en kommande lågkonjunktur där konsumenterna ser ut att få det tufft med hög inflation, högre räntor, höga elpriser och snart troligen också ökad arbetslöshet. Högre råvarupriser riskerar samtidigt att sätta press på bruttomarginalen. Osäkerheten i prognoserna framåt är dock stor. Embellence tydliga fokus på premiumsegmentet kan visa sig vara en större fördel än vi räknat med. Bolaget har dessutom aviserat ytterligare prishöjningar samt en kostnadsöversyn i den nordiska verksamheten, vilket ger stöd åt lönsamheten framåt.

Högintressant aktie för långsiktiga värdeinvestorer

Aktien steg med över 9 procent på rapportdagen till knappa 20 kronor – en uppgång som ska ses i ljuset av att kursen mer än halverats från introduktionskursen på 42 kronor i mars 2021. Även om osäkerheten är stor inför 2023 ser vi alltså att Embellence har goda förutsättningar att hantera en lågkonjunktur. Skuldsättningen är inte särskilt hög, lönsamheten är god och affären alltmer diversifierad såväl geografiskt som produktmässigt. På våra uppdaterade prognoser för 2023–2024 handlas aktien till riktigt attraktiva multiplar vid ev/ebita 6–7 samt p/e-tal på 7–10. I det korta perspektivet är kursutvecklingen svårbedömd, men med avstamp i vår långsiktiga syn på bolaget ser vi fortsatt en rimlig kurs på 34 kronor på ett års sikt, motsvarande ev/ebita 9 respektive p/e 12 på prognoserna för 2024. Aktien framstår som ett utmärkt alternativ för långsiktiga värdeinvestorer.

Embellence Group

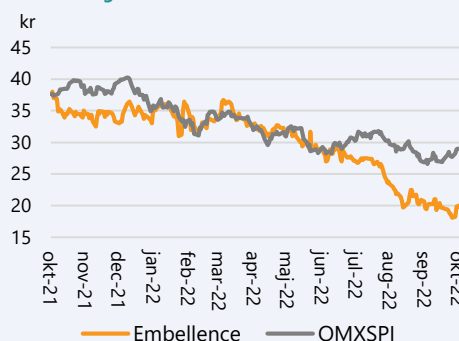
Rapportkommentar – Q3 2022

Datum 28 oktober 2022
Analytiker Johan Högberg

Basfakta

Bransch Sällanköpsvaror
Styrelseordförande Morten Falkenberg
Vd Olle Svensk
Noteringsår 2021
Listning Nasdaq OMX First North
Ticker EMBELL
Aktiekurs 19,80 kr
Antal aktier, milj. 22,6
Börsvärde, mkr 447
Nettoskuld, mkr* 175
Företagsvärde (EV), mkr 622
Webbplats www.embellencegroup.se
Exkl. leasing

Kursutveckling senaste året



Källa: Refinitiv

Prognoser & Nyckeltal, mkr

	2021	2022p	2023p	2024p
Omsättning	647	748	733	770
Just. EBITA	100	107	88	104
Rörelseres. (ebit)	80	80	67	84
Nettoreultat	59	56	46	61
Vinst per aktie	2,77 kr	2,47 kr	2,02 kr	2,69 kr
Utd. per aktie	0,80 kr	0,80 kr	0,60 kr	0,70 kr
Omsättningsstillväxt	13,5%	15,6%	-2,0%	5,0%
Just. EBITA-marg.	15,4%	14,3%	12,0%	13,5%
Ebit-marg.	12,4%	10,7%	9,1%	10,9%
Nettoskuld/ebitda	1,2	1,7	1,7	1,5
P/e-tal	7,1	8,0	9,8	7,4
EV/just. EBITA	6,2	5,8	7,1	6,0
EV/ebit	7,7	7,8	9,3	7,4
EV/omsättning	0,96	0,83	0,85	0,81
Direktavkastning	4,0%	4,0%	3,0%	3,5%

Källa: Bolaget, Analysguiden

Investeringsstes

Billig aktie i pressad konsumentsektor

Konsumenter pressade av skenande energi- och matpriser och högre räntor har fått investerare att sky bolag som säljer sällanköpsvaror till konsumenter. I det korta perspektivet framstår oron som befogad, men samtidigt framstår kursfallen i sektorn i stort som överdrivna i ett längre perspektiv. Embellence har på ett drygt år fått se p/e-talet på konsensusprognosen falla från cirka 14 till knappt 9.

Missförstått bolag prissatt för fallande vinster

Räknat på pro forma-siffrorna för 2021 levererade Embellence Group en vinst per aktie på cirka 3,50 kronor, vilket ger ett bakåtblickande p/e-tal på bara drygt 6. Implicit skvallrar det om förväntningar om fallande vinster. Så kan det vara kortsiktigt när konsumenter tillfälligt hamnar i kläm på grund av inflationen. Men i ett längre perspektiv ter det sig alldeles för pessimistiskt. Aktien är prissatt som om hela affären var lågpristapeter i Norden (Boråstapeter). I stället innehåller affären flera växande affärer i premiumsegmentet såsom amerikanska Artscape, brittiska Cole & Son och italienska Wall & Decò.

Växande premiumaffär med bättre framtidsutsikter

Ledningens tydliga fokus på att bygga ett "house of brands" med fokus på premiumsegmentet framstår som helt rätt väg att gå. Premiumaffären har såväl bättre tillväxtutsikter som lönsamhetspotential. På bara tre år har premium som andel av Embellence omsättning gått från knappt 50 procent till 67 procent (se diagram). Allt pekar på att den utvecklingen kommer att fortsätta framåt via såväl god organisk tillväxt i den befintliga premiumaffären som nya förvärv.

Erfaren toppduo med tydliga incitament & höga mål

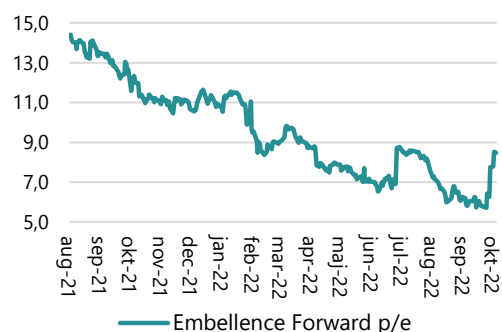
I vd Olle Svensk och styrelseordförande Morten Falkenberg har Embellence toppduo som har lång erfarenhet av global försäljning av konsumentprodukter från vitvarukoncernen Electrolux respektive köksbolaget Nobia. Båda har dessutom tydliga incitament att lyckas, i Morten Falkenbergs fall främst via en aktiepost som motsvarar 1 procent av bolaget, i Olle Svensks fall via över 600 000 optioner med lösen hösten 2024. Embellence finansiella mål om att koncernen ska omsätta 1,2 miljarder 2025 kräver en årlig tillväxt på cirka 11 procent 2022–2025, räknat utifrån pro forma-siffran för 2021.

Lyckad turnaround & disciplinerad förvävsstrategi

Via bland annat ett stort besparingsprogram har Embellence ledning lyft lönsamheten i Boråstapeter rejält, vilket avspeglas i att segment Norden 2020–2021 redovisat en ebita-marginal på 15–16 procent trots en låg andel premiumförsäljning. De senaste årens förvärv av höglönsamma duon Pappelina (2021) och Artscape (2022) har samtidigt skett till ev/ebita-multiplar kring 4–5, vilket vittnar om en disciplinerad förvävsstrategi. Embellence decentraliserade modell där nyckelpersoner från förvärven stannar kvar är också en styrka. Även efter Artscape-förvärvet i början av 2022 finns ett betydande utrymme för nya förvärv givet en skuldsättning en bra bit under målet (se diagram).

Kraftig multipelkontraktion

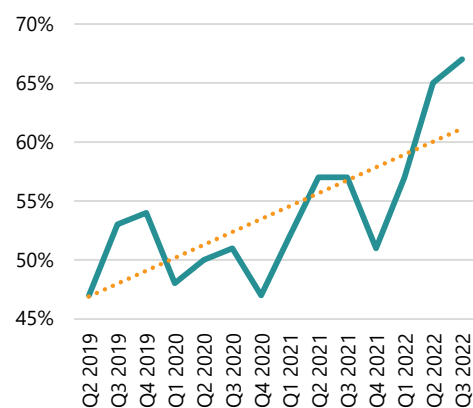
P/e-tal på förväntad vinst (konsensus) kommande 12 mån



Källa: Refinitiv, Analysguiden.

Rekordhög premiumförsäljning

Andel premiumfsg* per kvartal Q2 2019–Q3 2022

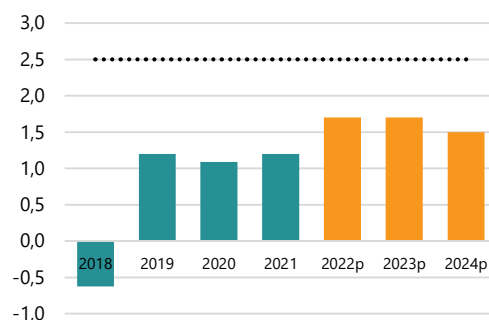


Källa: Bolaget, Analysguiden.

* Premium = Tapeter > 700 kronor/rulle, Artscares produkter samt huvuddelen av Pappelinas sortiment.

Utrymme för förvärvshungrig vd

Nettoskuld/ebitda 2018–2024p



Källa: Bolaget, Analysguiden (prognoser i orange).

Not: Prickade linjen är nivån bolaget vill ligga under.

Utfall och framtidsutsikter

Europeisk premiumaffär glädjeämnet under Q3

Embellence tredje kvartal kom in något bättre än väntat, men utvecklingen i de olika geografiska segmenten var blandad.

Europa stack ut i positiv bemärkelse tack vare att de premiumfokuserade bolagen Cole & Son och Wall & Decò fortsatte att utvecklas väl, vilket dessutom ska ses i ljuset av att det varit stormigt både politiskt och ekonomiskt i Storbritannien och Italien under året. Trots att stoppad försäljning på den ryska marknaden innebar ett intäkts-tapp på cirka 3 miljoner kronor stärktes ebita-marginalen i Europa till fina 17 procent (15 procent) under kvartalet.

Norden stack ut i negativ bemärkelse med ett marginaltapp till 9 procent (12 procent) på en i princip oförändrad omsättning. Verksamheten som är betydligt mer inriktad på värdesegmentet och som dessutom sitter med egen produktion och höga fasta kostnader är betydligt mer känslig för vikande volymer.

Utvecklingen för amerikanska Artscape som förvärvades i början av året har inte varit fullt i linje med plan, illustrerat av att Embellence nu slipper betala tilläggsköpeskillingen på knappt 17 miljoner kronor, vilket gav en positiv effekt på finansnettot under kvartalet.

Enligt ledningen har flera stora återförsäljare av Artscapes produkter, som Home Depot och Lowe's, dragit ner kraftigt på sina lager på slutet. Den lägre omsättningen för Artscape är alltså än så länge i hög grad en fråga om lagerjusteringar, snarare än minskad efterfrågan i konsumentledet.

Svårbedömt inför 2023

Embellence går mot ett 2023 där konsumenterna på bolagets olika marknader i varierande grad kommer att påverkas negativt av hög inflation, stigande räntor, högre energipriser och troligen snart även stigande arbetslöshet. Sammantaget är det troligt att detta mynnar ut i minskad efterfrågan.

Parallellt möter bolaget stigande kostnader på inköpsidan. Exempelvis köper bolaget in tapetråvaran substrat från leverantörer i Tyskland. Högre energipriser innebär att substratproducenterna aviserat högre priser från årsskiftet.

Ledningen möter denna utveckling med bland annat prishöjningar från årsskiftet, men även nya kostnadsbesparingar i den nordiska verksamheten.

Vår bild är att Embellence tydliga fokus på premium och starka varumärken är en tillgång i sämre tider. De kundgrupperna är helt enkelt inte lika känsliga för en försämrad konjunktur. Vidare är bolagets produkter, tapet, mattor och fönsterfilm, alla relativt billiga produkter för dekoration av hemmet, vilket rimligen gör dem mindre konjunkturkänsliga än betydligt dyrare sällanköpsvaror som används vid större renoveringsprojekt.

I våra uppdaterade prognoser skissar vi på ett fortsatt vinstfall under 2023, räknat från den uppskattade pro forma-vinsten 2021 inklusive Artscape (se diagram).

Att aktien handlas till väldigt nedtryckta värderingsmultiplar även på vår 2023-prognos, där ebita-resultatet är ner 36 procent från pro forma-vinsten 2021, indikerar i våra ögon att marknaden sannolikt överreagerat (se tabell).

Det kraftiga kursfallet i Embellence hade varit mer förståeligt om bolaget varit hårt skuldsatt, men så är inte fallet. Vid årsskiftet ser vi en nettoskuld/ebitda-kvot på 1,7, vilket inte på något sätt är en nivå som oroar.

På nuvarande nivåer framstår Embellence som en mycket attraktiv investering för långsiktiga värdeinvestorer. Osäkerheten inför 2023 är dock stor, men bolagets alltmer diversifierade affär, fina lönsamhet och hanterbara skuldsättning ger bolaget goda förutsättningar att rida ut stormen. Och bara i en återställd värderingsmultipl finns en betydande uppsida.

Tidigare analyser

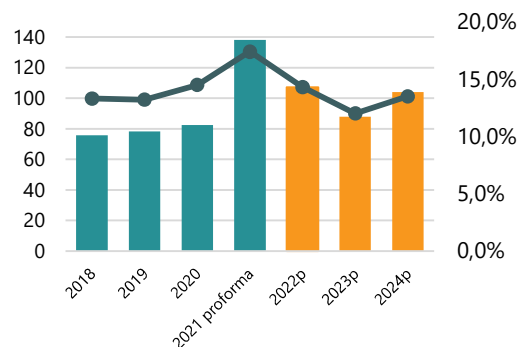
Initieringsanalys – 14 september 2022 (kurs 21,40 kr)

Riktkurs 34 kr

<https://www.aktiespararna.se/analysguiden/nyheter/initieringsanalys-embellence-group-hoglonsamt-vardebolag-som-kan-rida-ut-stormen>

Räknar med tvåsiffrig marginal

Just. ebita-resultat & just. ebita-marginal 2018-2024p



Källa: Bolaget, Analysguiden.

Prognoser & Nyckeltal, mkr

	2021	2022p	2023p	2024p
Omsättning	647	748	733	770
Just. EBITA	100	107	88	104
Rörelseres. (ebit)	80	80	67	84
Nettoresultat	59	56	46	61
Vinst per aktie	2,77 kr	2,47 kr	2,02 kr	2,69 kr
Utd. per aktie	0,80 kr	0,80 kr	0,60 kr	0,70 kr
Omsättningstillväxt	13,5%	15,6%	-2,0%	5,0%
Just. EBITA-marg.	15,4%	14,3%	12,0%	13,5%
Ebit-marg.	12,4%	10,7%	9,1%	10,9%
Nettoskuld/ebitda	1,2	1,7	1,7	1,5
P/e-tal	7,1	8,0	9,8	7,4
EV/just. EBITA	6,2	5,8	7,1	6,0
EV/ebit	7,7	7,8	9,3	7,4
EV/omsättning	0,96	0,83	0,85	0,81
Direktavkastning	4,0%	4,0%	3,0%	3,5%

Kort om bolaget

Embellence Group är en svensk koncern som med basen inom tapeter i Sverige som via förvärv successivt håller på att breddas såväl produktmässigt, till textilier, mattor och fönsterfilm, som geografiskt.

Verksamheterna rimmar väl med koncernens namn, ”embellence” är engelska för ”utsmyckning”. I dag har bolaget fem dotterbolag: svenska Boråstapeter, brittiska Cole & Son, amerikanska Artscape, italienska Wall & Decò samt svenska Pappelina.

Sverige och USA viktigaste marknaderna

Bolaget redovisar försäljningen fördelat på tre segment: Norden, Europa och Övriga världen (se diagram).

Embellence viktigaste marknader är Sverige och USA, vilka står för drygt hälften av omsättningen. Andra viktiga marknader är Storbritannien, Italien och Norge (se diagram).

Koncernens produktion sker både i egen regi och hos externa tillverkare. I Borås ligger koncernens största produktionsanläggning som producerar tapeter åt Boråstapeter, i viss mån åt Cole & Son, men även åt andra tapettillverkare.

Riskkapitalbolag tog bolaget till börsen 2021

Embellence Group har anor från 1905 då Waldemar Andréén grundade Boråstapeter. Genom åren har bolaget varit familjeägt och senare kontrollerat av ”Tapetkonsortiet” – över 300 fackhandlare.

2010 skedde en stor förändring när riskkapitalbolaget Littorina köpte två tredjedelar av aktierna i Boråstapeter. Efter en omstruktureringsfas börsnoterades Embellence i mars 2021.

Ambitiösa finansiella mål till 2025

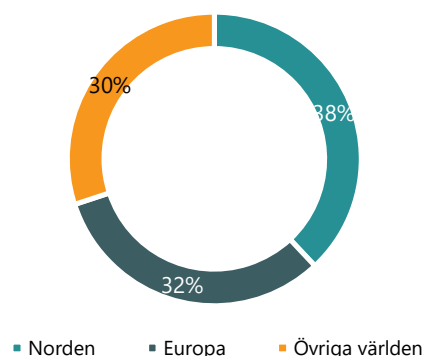
Embellence finansiella mål är att nå en omsättning på 1,2 miljarder under 2025, vilket lite drygt motsvarar en fördubbling jämfört med 2020 eller implicit cirka 16 procents årlig tillväxt. Räknat utifrån pro forma-omsättningen 2021, som inkluderar Artscape, behöver koncernen växa med knappt 11 procent per år 2022–2025 för att nå målet.

På lönsamhetssidan är målet att nå en ebita-marginal på minst 15 procent över en konjunkturcykel. 2019–2021 har ebita-marginalen rört sig från drygt 12 procent till nära 14 procent. På justerad nivå överträffade bolaget målsättningen under 2021 med 15,4 procents ebita-marginal.

Embellence mål är att 30–50 procent av årets resultat ska delas ut till aktieägarna. Våren 2022 delade bolaget ut 80 öre per aktie, motsvarande 37 procent av 2021 års resultat. Givet bolagets ambitiösa tillväxtnål som kommer kräva nya förvärv de närmaste åren är Analysguidens bild att Embellence utdelning under de i närtid lär ligga i den nedre delen av intervallet.

Trebt affär med global räckvidd

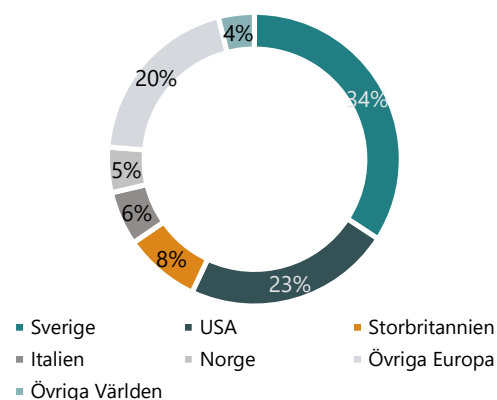
Omsättningsandel per geografiskt segment Q3 2022



Källa: Bolaget, Analysguiden.

Sverige och USA största marknader

Omsättningsandel per geografi 2021*



Källa: Bolaget, Analysguiden.

*Räknat pro forma 2021, inkl. Artscape med antagande att Artscape är 100% USA.

Risker

Återhållsamma konsumenter

Embellence Group är känsligt för konsumenternas vilja att spendera på renovering och omdekoration. I lägen med ökad ekonomisk osäkerhet och sämre konjunktur finns risken att vissa konsumenter skjuter på sina inköpsbeslut, vilket kortsiktigt kan slå mot Embellence försäljning. Utvecklingen under 2022 med kraftigt stigande inflation från bland annat energi och mat samt stigande räntor ger konsumenterna mindre pengar över till konsumtion av sällanköpsvaror som exempelvis tapeter, mattor och fönsterfilm. I Sverige är Konjunkturinstitutets mått på konsumentförtroendet nere på den lägsta nivån sedan mätningarna började 1996. Bilden är snarlik i framför allt Europa där konsumenterna påverkas negativt av samma faktorer. En fördel för Embellence i detta läge är bolagets fokus på premiumsegmentet där slutkunden normalt är höginkomsttagare, vilka normalt inte påverkas lika mycket av en sämre konjunktur.

Vikande nordisk tapetaffär

I Norden har tapetmarknaden över en längre period tappat mark mot färg. Om tapetmarknaden fortsätter att utvecklats svagt finns risken att Embellence största dotterbolag, Boråstapeter, får svårt att upprätthålla den goda lönsamheten. Givet att Boråstapeter har egen produktion skulle bolaget riskera att stå med överkapacitet och behöva genomföra nya omstruktureringsåtgärder.

Begränsad finansiell historik

Embellence Group kom till börsten 2021 med en begränsad finansiell historik som enbart sträckte sig till 2018. Det gör det svårare att bilda sig en uppfattning om hur omsättning och lönsamhet brukar påverkas i tider av sämre konjunktur. Stora omstruktureringar inom största affärsområdet Boråstapeter gör dessutom att de historiska siffrorna som finns att tillgå där inte bedöms som relevanta.

Valuta- och råvarurisker

Stigande råvarupriser, fluktuerande valutakurser och högre fraktkostnader kan innebära högre kostnader för Embellence Group. Om bolaget inte lyckas föra över kostnadsökningarna till kunderna via prishöjningar finns risken att koncernens lönsamhet påverkas negativt.

Konkurrens och teknologisk utveckling

Ökad konkurrens och en accelererad teknologisk utveckling kan påverka Embellence negativt. Inom tapet och fönsterfilm pågår exempelvis en utveckling där materialen utvecklas för att exempelvis motstå vatten, reflektera solljus och dämpa ljud. Embellence dotterbolag Wall&Déco ligger långt fram, men det är ingen garanti att de kommer leda utvecklingen framåt.

Disclaimer

Aktiespararna, www.aktiespararna.se, publicerar analyser om bolag som sammanställts med hjälp av källor som bedömts tillförlitliga. Aktiespararna kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något finansiellt instrument. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren. Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal med Aktiespararna. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning. Aktiespararna har i övrigt inget ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Aktiespararna har rutiner för hantering av intressekonflikter, vilket säkerställer objektivitet och oberoende.

Innehållet får kopieras, reproduceras och distribueras. Aktiespararna kan dock inte hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys.

Investeringar i finansiella instrument ger möjligheter till värdestegringar och vinster. Alla sådana investeringar är också förenade med risker. Riskerna varierar mellan olika typer av finansiella instrument och kombinationer av dessa. Historisk avkastning ska inte betraktas som en indikation för framtida avkastning.

Analytikern Johan Högberg äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.

Ansvarig analytiker:

Johan Högberg