

Svag marknad – fokus på kostnadskontroll

Utmanande marknader ger negativ tillväxt

Under Q2 2023 minskade Embellence Group omsättningen med 10,5 procent till 169,9 miljoner kronor (189,9). Organisk tillväxt uppgick till -13,7% och positiva valutaeffekter uppgick till 3,2%. Det justerade ebita-resultatet uppgick till 18,4 miljoner (24,4), motsvarande en marginal på 11 procent (13). Omsättningen i både Norden och övriga världen var svag med -18,5% och -10,7% respektive. Norden ser de negativa effekterna som en konsekvens av stigande räntor och fortsatt hög inflation. Europa var stabilt med endast -1% med ett starkt Schweiz och positiv tillväxt i Storbritannien, Italien och Polen. Däremot stod Frankrike och Tyskland stod för negativ tillväxt.

Svagt 2023 men prognosticerar vinstökning under 2024. Marginal håller tack vare effektiviseringar.

Vi sänker prognoserna för 2023 och 2024 något och ser en fortsatt risk för dämpad utveckling ytterligare några kvartal. Även om svag försäljning påverkat marginalerna negativt hålls dessa på en acceptabel nivå tack vare effektiviseringar och god kostnadskontroll som initierades i slutet av 2022. Skulle efterfrågan försvagas ännu mer kan det inte uteslutas att ytterligare åtgärder tas. Ledningens fokus på ökad premiumförsäljning och diversifiering, såväl geografiskt som produktmässigt har betalat sig i ökad motståndskraft mot den svaga konjunkturen. Det – i kombination med en klart hanterbar nettoskuldssättning gör att Embellence har goda förutsättningar att hantera ett svagt 2023.

Aktien på låga multiplar – attraktiv uppsida vid vändning

Embellence-aktien handlas återigen under 20 kronor, vilket är samma nivåer som aktien bottnade på hösten 2022. Utan tvekan kommer den närmsta tiden att vara fortsatt utmanande men som noterat ovan har Embellence goda förutsättningar att hantera denna tid i väntan på bättre makroklimat. Nuvarande värderingen anser vi ger möjlighet för den mer långsiktiga investeraren att närmare följa bolaget och utvecklingen då vi bedömer att bolaget kommer att öka sin vinst redan 2024. Om konjunkturen vänder under 2024 är värderingsmultiplarna väldigt attraktiva speciellt med ett effektiviserat bolag och ett positivt makroklimat. Analysguiden fortsätter att lyfta blicken och ser en rimlig kurs på ev/ebita ~ 9 respektive p/e ~15 på prognoserna för 2024. Det ger en riktkurs på ca 32 kronor på ett års sikt.

Embellence Group

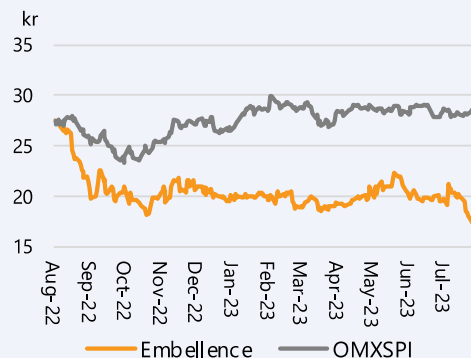
Rapportkommentar – Q2 2023

Datum 1 augusti 2023
Analytiker Joakim Kindahl

Basfakta

Bransch Sällanköpsvaror
Styrelseordförande Morten Falkenberg
Vd Olle Svensk
Noteringsår 2021
Listning Nasdaq OMX First North
Ticker EMBELL
Aktiekurs 17,5 kr
Antal aktier, milj. 22,6
Börsvärde, mkr 396
Nettoskuld, mkr* 180,8
Företagsvärde (EV), mkr 576
Webbplats www.embellencegroup.se
*Exkl. leasing

Kursutveckling senaste året



Källa: Refinitiv

Prognoser & Nyckeltal, mkr

	2022	2023p	2024p	2025p
Omsättning	720	691	726	762
Just. EBITA	103	83	98	110
Rörelseres. (ebit)	68	53	78	90
Nettoresultat	57	25	46	60
Vinst per aktie	2,57 kr	1,10 kr	2,05 kr	2,65 kr
Utd. per aktie	0,80 kr	0,60 kr	0,80 kr	0,90 kr
Omsättningstillväxt	11,3%	-4,0%	5,0%	5,0%
Just. EBITA-marg.	14,2%	12,0%	13,5%	14,4%
Ebit-marg.	9,5%	7,7%	10,8%	11,8%
Nettoskuld/ebitda	1,7	1,9	1,3	1,0
P/e-tal	6,8	15,9	8,5	6,6
EV/just. EBITA	5,6	6,9	5,9	5,2
EV/ebit	8,4	10,9	7,4	6,4
EV/omsättning	0,80	0,83	0,79	0,76
Direktavkastning	4,6%	3,4%	4,6%	5,1%

Källa: Bolaget, Analysguiden

Investeringsstes

Billig aktie i pressad konsumentsektor

Konsumenter pressade av kraftigt stigande energi- och matpriser och högre räntor har fått investerare att avstå 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 bara 1,5 år fått se p/e-talet på konsensusprognosen falla från cirka 14 till cirka 9.

Missförstått bolag prissatt för fallande vinster

Den pressade värderingen av Embellence skvallrar implicit om förväntningar på fortsatt fallande vinster. Så lär det bli 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 drygt tre år har premium som andel av Embellence omsättning gått från knappt 50 procent till över 65 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

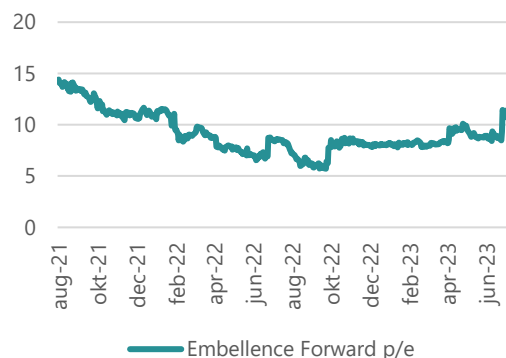
I vd Olle Svensk och styrelseordförande Morten Falkenberg har Embellence en toppduo med lång erfarenhet av global försäljning av konsumentprodukter från vitvarukoncernen Electrolux respektive köksbolaget Nobia. Båda har dessutom tydliga incitament att lyckas, i Morten Falkenbergs fall främst via en aktiepost 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 20 procent 2022–2025. Givet motvinden från konjunkturen lär målet bli svårt att nå, men i värderingen av aktien ligger inte heller några sådana förväntningar.

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 nedvärdering av aktien

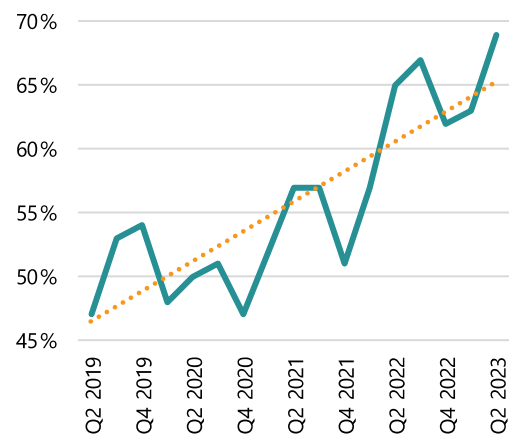
P/e-tal på förväntad vinst (konsensus) kommande 12 mån



Källa: Refinitiv, Analysguiden.

Tydlig trend med ökad premiumfsg

Andel premiumfsg* per kvartal Q2 2019-Q2 2023

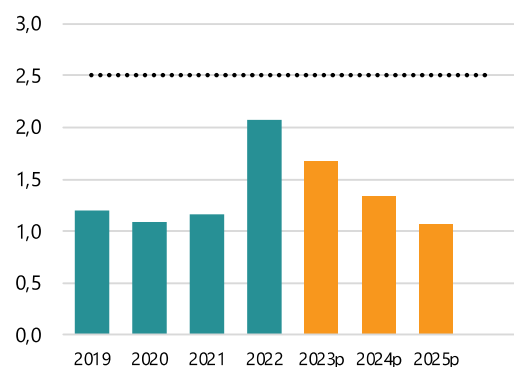


Källa: Bolaget, Analysguiden.

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

Utrymme för nya företagsförvärv

Nettoskuld/ebitda 2019–2025p



Källa: Bolaget, Analysguiden (prognoser i orange).

Not: Prickade linjen är nivån bolaget vill ligga under.

Utsikter

Osäkerheten är stor kring Embellence utveckling under 2023 givet dystra konjunktursignaler och pressade konsumenter. Värderingen av aktien signalerar också en påtaglig oro. Men är den motiverad? Vi tycker inte det – av flera skäl.

Sverige står för ca en tredjedel av omsättningen. Geografiskt är USA, Storbritannien och Italien viktiga marknader. Inriktningen på premiumsegmentet, i dag ~60 procent av omsättningen, talar för en mer motståndskraftig affär – under de senaste kvartalen illustrerat av en god utveckling i Storbritannien (Cole & Son) och Italien (Wall & Decò).

Av koncernens försäljning går dessutom en väldigt liten del, mindre än 5 procent, till den extremt cykliska nybyggnationsmarknaden, vilken i Sverige är under stark press för närvarande. Embellence står således inte på något sätt och faller med svenska bostadsbyggare.

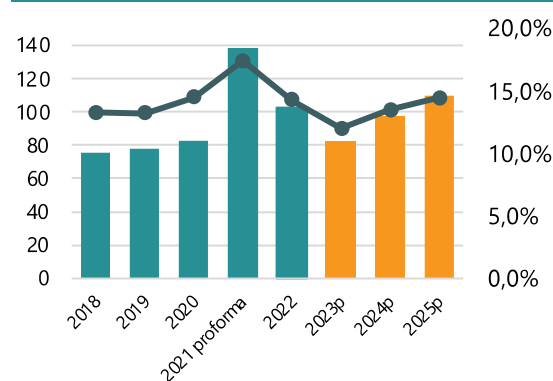
Trots motvinden på den nordiska marknaden levererade man en justerad ebita-marginal på 11 procent under andra kvartalet 2023. Att en tvåsiffrig rörelsemarginal kan försvaras i denna miljö är i våra ögon ett tydligt tecken på en väldigt välskött cyklisk affär.

Vi bedömer också att nettoskultsättningen är hanterbar och kommer att gradvis betas av kommande år och nå en nivå omkring 1 (jmf med målet under 2,5).

Embellence utsikter i det korta perspektivet, med fortsatta utmaningen på den nordiska marknaden gör att investerare kommande tid kan vara avvaktande. Samtidigt – när investerarna väl inser att bolaget är rustat att rida ut stormen, när resultaten börjar komma in bättre än befarat och när en bättre efterfrågan börjar skymtas – då finns förutsättningar för en snabb och kraftig omvärdering. Tidsmässigt är den fasen svår att tajma exakt, varför långsiktiga värdeinvestorer redan nu lyfter blicken och överväger att ta position.

Räknar med att vinsten bottnar i år

Just. ebita-resultat & just. ebita-marginal 2018-2025p*



Källa: Bolaget, Analysguiden.

*Notera att 2021 är en ungefärlig pro forma-siffra som inkluderar amerikanska Artscape hela året. I 2022-siffran ingår Artscape från början av mars då förvärvet konsoliderades.

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 till 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 bör noterades Embellence i mars 2021.

Ambitiösa finansiella mål till 2025

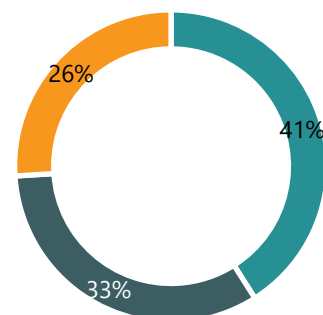
Embellence finansiella mål är att nå en omsättning på 1,2 miljarder under 2025, vilket lite drygt motsvarar en fördubbling jämfört med 2020 eller implicit cirka 16 procents årlig tillväxt. Räknet utifrån pro forma-omsättningen 2021, som inkluderar Artscape, behöver koncernen växa med knappt 11 procent 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. Den föreslagna utdelningen för räkenskapsåret 2022 ligger också på 80 öre, vilket utgör 31 procent av nettovinsten.

Trebut affär med global räckvidd

Omsättningsandel per geografiskt segment 2022

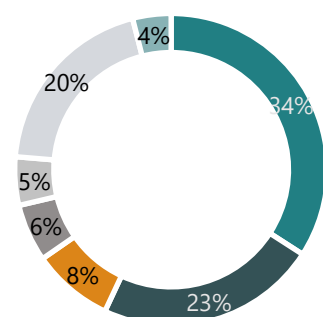


■ Norden ■ Europa ■ Övriga världen

Källa: Bolaget, Analysguiden.

Sverige och USA största marknader

Omsättningsandel per geografi 2021*



■ Sverige ■ USA ■ Storbritannien
■ Italien ■ Norge ■ Övriga Europa
■ Övriga Världen

Källa: Bolaget, Analysguiden.

*Räknet 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 börsen 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 Joakim Kindahl äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.

Ansvarig analytiker:

Joakim Kindahl