

## Förbättrad efterfrågan

### Såg vi vändningen under andra halvåret?

Under fjärde kvartalet 2023 ökade Embellence Group omsättningen med 7,3 procent (varav valuta 1,6%) till 189,8 miljoner kronor (176,9). Ebita-resultatet uppgick till 23,2 miljoner (22), motsvarande en marginal på 12,2 procent (12,5). Bäst gick det för Norden som ökade sin omsättning med 15,7% följt av Europa som växte 7,1% och "Övriga Världen" minskade omsättningen med 4,7%. EBITA-marginalen uppgick till 12,2% och har påverkats negativt av förändrad produktmix.

### Tillväxt under 2024 igen? Flera faktorer pekar på det

Embellence avslutade andra halvåret med stigande omsättning och chansen är att vi såg botten under Q2 2023. Även om marknaden fortfarande är osäker så tyder flera saker på att 2024 blir ett bättre år. Bl a lanseringar av nya designmönster i Wall decò och Boråstapeter samt d.ecodura™ vinyltapet som inte längre är petroleumbaserad utan ersatts av biomaterial vilket reducerar CO2-avtrycket samtidigt som hållbarheten bibehålls. Vidare ser det alltmer ut som makroekonomin stabiliseras och hushållens disponibla inkomst ökar genom en minskad inflation, reallöneökningar och räntesänkningar under senare delen av 2024.

Även om dessa positiva tecken kan skönjas är det en relativt osäker makroprognos. Därför ser vi positivt på ledningens fokus på kostnader och diversifiering, såväl geografiskt men även produktmässigt som har betalat sig i ökad motståndskraft mot den osäkra konjunkturen. Vi ser det också som klokt att inte göra någon aktieutdelning under året för att ytterligare stärka bolaget, trots att man redan har en klart hanterbar nettoskuld-sättning.

### Fortsatt uppsida vid tydlig vändning

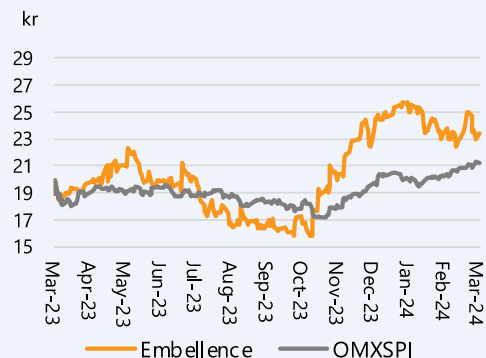
Som vi nämnt ser vi flera anledningar som talar för att bolaget växer något under 2024 trots att det utan tvekan finns fortsatta risker givet den makroekonomiska situationen. Den nuvarande värderingen anser vi är rimlig på kort sikt men för den mer långsiktiga investeraren kan det finnas mer att ta, speciellt om man fortsätter sin organiska tillväxt under kommande år. Vi står kvar vid bedömningen att Embellence kommer öka sin vinst under 2024 och om försäljningstrenden vänder mer definitivt under 2024 ser vi fortsatt uppsida speciellt med ett effektiviserat bolag och ett positivt makroklimat. För innevarande år ser vi en vinst på ca 2,5–2,6 kr per aktie och med ett p/e-tal på 10–12 ger det en värderingsnivå på ca 26–31 kronor på ett års sikt.

### Embellence Group

#### Rapportkommentar – Q4 2023

|                         |                        |
|-------------------------|------------------------|
| Datum                   | 12 mars 2024           |
| Analytiker              | Joakim Kindahl         |
| <b>Basfakta</b>         |                        |
| Bransch                 | Sällanköpsvaror        |
| Styrelseordförande      | Magnus Welander        |
| Vd                      | Olle Svensk            |
| Listning                | Nasdaq OMX First North |
| Ticker                  | EMBELL                 |
| Aktiekurs               | 22,7 kr                |
| Antal aktier, milj.     | 22,6                   |
| Börsvärde, mkr          | 513                    |
| Nettoskuld, mkr         | 204,4                  |
| Företagsvärde (EV), mkr | 717                    |
| Motiverat värde         | 26–31 kronor           |
| Nästa rapport           | 2024-05-07             |
| *Exkl. leasing          |                        |

#### Kursutveckling senaste året



Källa: Refinitiv

#### Prognoser & Nyckeltal, mkr

|                     | 2022    | 2023    | 2024p   | 2025p   |
|---------------------|---------|---------|---------|---------|
| Omsättning          | 720     | 741     | 778     | 817     |
| EBITDA              | 112     | 118,5   | 130     | 134     |
| Rörelseres. (ebit)  | 71      | 69,9    | 86      | 90      |
| Nettoreultat        | 57      | 39      | 59      | 65      |
| Vinst per aktie     | 2,57 kr | 1,74 kr | 2,60 kr | 2,90 kr |
| Utd. per aktie      | 0,80 kr | 0,60 kr | 0,00 kr | 0,50 kr |
| Omsättningstillväxt | 11,3%   | 2,8%    | 5,0%    | 5,0%    |
| EBITDA-marg         | 15,6%   | 16,0%   | 16,7%   | 16,4%   |
| Ebit-marg.          | 9,9%    | 9,4%    | 11,0%   | 11,0%   |
| Nettoskuld/ebitda   | 2,1     | 1,7     | 1,2     | 0,6     |
| P/e-tal             | 8,8     | 13,1    | 8,7     | 7,8     |
| EV/EBITDA           | 6,4     | 6,1     | 5,54    | 5,36    |
| EV/ebit             | 10,1    | 10,3    | 8,4     | 8,0     |
| EV/omsättning       | 1,00    | 0,97    | 0,92    | 0,88    |
| Direktavkastning    | 3,5%    | 2,6%    | 0,0%    | 2,2%    |

Källa: Bolaget, Analysguiden

## Investeringsstes

### Potential för ökade multiplar

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 10.

### 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 60 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

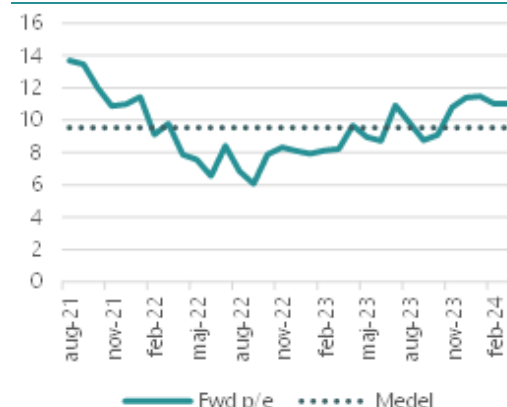
I vd Olle Svensk och nye styrelseordförande Magnus Welander har Embellence en toppduo med lång erfarenhet av global försäljning av konsumentprodukter.

### 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

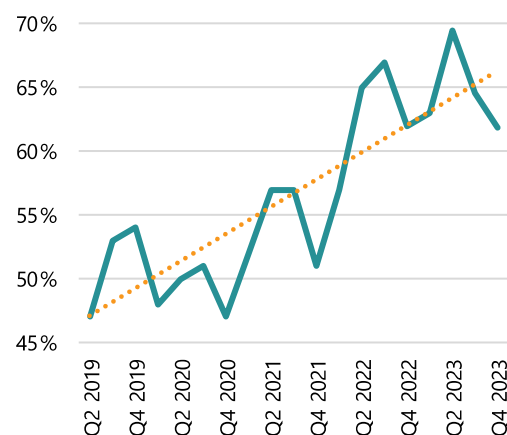
P/e-tal på förväntad vinst (konsensus) kommande 12 mån



Källa: Refinitiv, Analysguiden.

### Trend med ökad premiumfsg

Andel premiumfsg\* per kvartal Q2 2019-Q3 2023

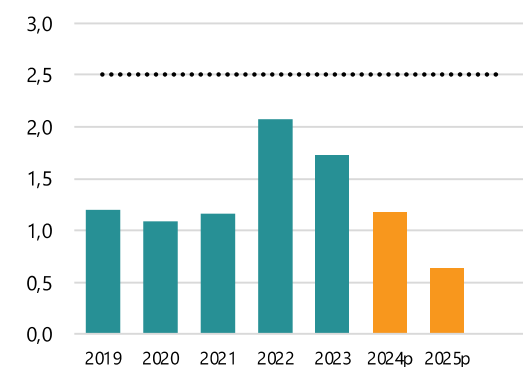


Källa: Bolaget, Analysguiden.

\* 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

För 2024 anser vi att det finns en del som talar för att bolaget kommer öka sin omsättning jämfört med 2023. Bland annat lanserar man nya designkollektioner i Wall decò och Boråstapeter samt ett hållbarhetsinitiativ där man fasat ut petroleuminnehållet i d.ecodura™ vinyltapper mot biomaterial. Även om makrosituationen i världen är osäker finns flera tecken på att konsumentens förbättras genom minskad inflation, reallöneökningar och minskade räntor under andra halvåret 2024.

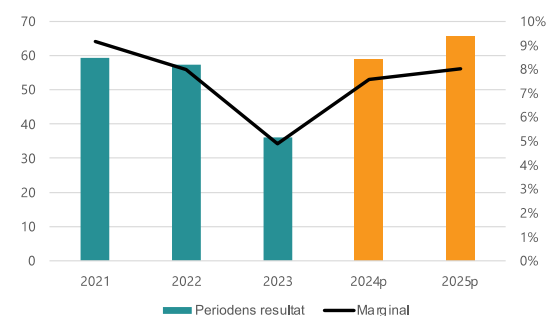
Norden står för ca 42% av omsättningen, Europa 34% och Övriga världen 24%. Geografiskt är USA, Storbritannien och Italien viktiga marknader. Inriktningen på premiumsegmentet, i dag ~60 procent av omsättningen, talar för en mer motståndskraftig affär.

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.

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

## Räknar med att vinsten bottnar i år

Periodens resultat och marginal



Källa: Bolaget, Analysguiden.

## 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.

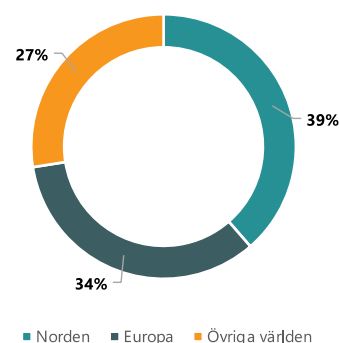
### Ambitiösa finansiella mål

På lönsamhetssidan är målet att nå en ebita-marginal på minst 15 procent över en konjunkturcykel. 2019–2023 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. För innevarande år kommer bolaget inte att dela ut några pengar i syfte att stärka balansräkningen och minska nettoskulden ytterligare.

## Trebtent affär med global räckvidd

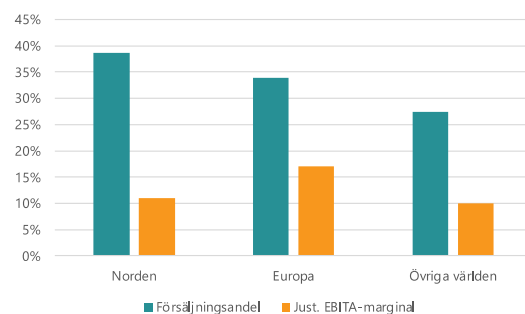
Omsättningsandel per geografiskt segment rullande 12-mån



Källa: Bolaget, Analysguiden.

## Europa har högst lönsamhet

Omsättningsandel och marginal rullande 12-mån



Källa: Bolaget, Analysguiden

## 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 och 2023 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](http://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