

Höglönsamt värdebolag som kan rida ut stormen

Global förvärvsfokuserad heminredningskoncern

Embellence Group (Embellence) var ett av de drygt 100 bolag som sökte sig till den svenska aktiemarknaden i fjol. Bakom det anonyma namnet döljer sig en välkänd verksamhet, Boråstapeter – klar marknadsledare på tapetmarknaden i Sverige och Norge. Bolagets ambitioner är dock betydligt högre ställda än så. Via flera förvärv, däribland svenska Pappelina i fjol och amerikanska Artscape i år, håller koncernen successivt på stöpas om till en global aktör med en bredare produktportfölj. Denna inkluderar numera även mattor, fönsterfilm och textilier. Koncernens tydliga fokus på det mer lönsamma premiumsegmentet innebär samtidigt god lönsamhetspotential och fina tillväxtutsikter. Målet om att omsätta 1,2 miljarder kronor 2025 innebär att den offensiva ledningen siktar på tvåsiffrig tillväxt de närmaste åren. Marginalmålet på 15 procents ebita-marginal överträffade bolaget redan i fjol, räknat pro forma och justerat för engångsposter.

Kortsiktig motvind – men rustat att rida ut stormen

Kortsiktigt möter Embellence motvind i form av ett rekordlåg konsumentförtroende i spåren av energikrisen i Europa, stigande inflation, räntehöjningar och en vikande bostadsmarknad. Analysguiden ser dock ett bolag som via sitt fokus på det mer lönsamma premiumsegmentet, redan genomförda omstruktureringar, minimalt beroende av nyproduktionsmarknaden, god lönsamhet, en hanterbar nettoskuldssättning och en ägd fastighet med övervärde, har goda förutsättningar att gå stärkta ur en eventuell svacka. Att investerarna handlat ner aktien med nästan 50 procent från introduktionskursen till ett p/e-tal drygt 6 på 2021 års pro forma-siffror skvallrar om extremt lågt ställda förväntningar och i våra ögon en klar överreaktion.

Inleder bevakning med rikt Kurs 34 kronor

Konjunkturläget och begränsad finansiell historik ger en ökad osäkerhet i vinstprognoserna i närtid. Samtidigt innebär det kraftiga kursfallet sedan introduktionen att mycket redan är inprisat. I en scenarioanalys fram till 2025 med tre scenarier, ett försiktigt, ett troligt och ett optimistiskt, landar Analysguiden i att utsikterna för tvåsiffrig avkastning från nuvarande nivåer är synnerligen goda. Vi ser framför allt potential vad gäller högre tillväxttakt samt multipelexpansion när konjunktur- och börsläget ljusnat. På våra prognoser för 2023–2024 handlas aktien till riktigt attraktiva multiplar vid ev/ebita 6–7 samt p/e-tal på 8–9. I det korta perspektivet är kursutvecklingen svårbedömd, men med avstamp i vår långsiktiga syn på bolaget ser vi 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 högtintressant för långsiktiga värdeinvestorare.

Embellence Group

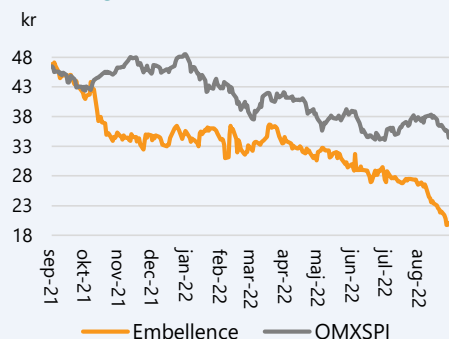
Initieringsanalys

Datum 14 september 2022
Analytiker Johan Högberg

Basfakta

Bransch Sällanköpsvaror
Styrelseordförande Morten Falkenberg
Vd Olle Svensk
Noteringsår 2021
Listning Nasdaq OMX First North
Ticker EMBELL
Aktiekurs 21,40 kr
Antal aktier, milj. 22,6
Börsvärde, mkr 483
Nettoskuld, mkr 204
Företagsvärde (EV), mkr 687
Webbplats www.embellencegroup.se

Kursutveckling senaste året



Källa: Refinitiv

Prognoser & Nyckeltal, mkr

	2021	2022p	2023p	2024p
Omsättning	646,9	730,0	759,2	797,2
Just. EBITA	99,9	91,0	99,0	108,0
EBITA	88,3	74,0	82,0	91,0
Rörelseres. (ebit)	80,3	64,0	82,0	91,0
Resultat f. skatt	74,3	48,0	68,0	79,0
Nettoresultat	59,3	38,4	54,4	63,2
Vinst per aktie	2,77 kr	1,70 kr	2,41 kr	2,80 kr
Utd. per aktie	0,80 kr	0,50 kr	0,70 kr	0,85 kr
Omsättningstillväxt	13,5%	12,8%	4,0%	5,0%
Just. EBITA-marg.	15,4%	12,5%	13,0%	13,5%
Ebit-marg.	12,4%	8,8%	10,8%	11,4%
Nettoskuld/ebitda	1,2	1,4	1,1	0,8
P/e-tal	7,7	12,6	8,9	7,6
EV/just. EBITA	6,9	7,6	6,9	6,4
EV/ebit	8,6	10,7	8,4	7,6
EV/omsättning	1,06	0,94	0,91	0,86
Direktavkastning	3,7%	2,3%	3,3%	4,0%

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 år fått se p/e-talet på konsensusprognosen falla från cirka 14 till drygt 6.

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 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

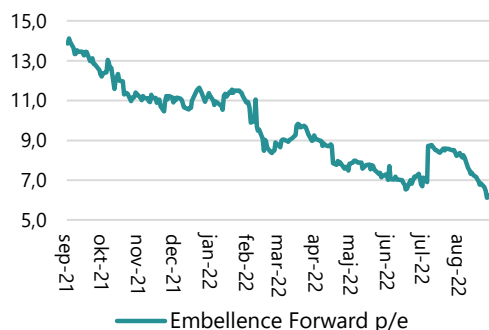
I vd Olle Svensk och styrelseordförande Morten Falkenberg har Embellence toppduo som har lång erfarenhet av global försäljning av konsumentprodukter från vitvarukoncernen Electrolux respektive köksbolaget Nobia. Båda har dessutom tydliga incitament att lyckas, i Morten Falkenbergs fall främst via en 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 långt undermålet (se diagram).

P/e-talet halverat senaste året

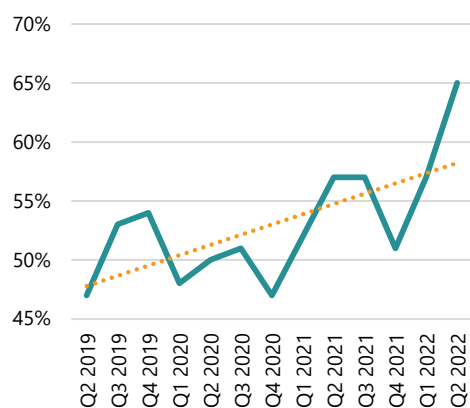
P/e-tal på förväntad vinst (konsensus) kommande 12 mån



Källa: Refinitiv, Analysguiden.

Rekordhög andel premiumfsg

Andel premiumfsg* per kvartal 2019–2022

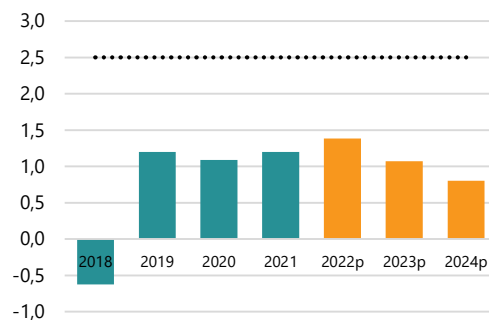


Källa: Bolaget, Analysguiden.

* 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.

Verksamheten

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.

Bolaget redovisar försäljningen fördelat på tre segment: Norden, Europa och Övriga världen.

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

Produktion

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. I den analoga produktionsprocessen i Borås trycks tapetrullar i större volymer för att få ner snittkostnaden, men medför samtidigt lagerhållning.

Under 2021 invigdes Wall & Decòs nya produktionsanläggning i Cervia i Italien, vilken är fokuserad på digitaltryckta tapeter. Digital tryckning möjliggör produktion av enstaka tapeter/små serier, men snittkostnaden blir högre än vid analog massproduktion. Till skillnad från vid analog produktion behövs ingen lagerhållning av färdiga produkter, utan allt trycks på beställning.

Förvärvet av mattillverkaren Pappelina 2021 innebar att Embellence tog över produktionsanläggningar i Leksand samt en i Estland.

Även om bolaget fortsatt producerar en hel del i egen regi är det tydligt att ledningen utvecklar koncernen mot att vara en koncern med fokus på att bygga starka varumärken, snarare än att vara en helintegrerad aktör med egen produktion. Separationen av Boråstapeters produktionsanläggning till ett eget bolag, Borås Tapetfabrik AB, från 1 januari 2022 är ett tydligt steg i den riktningen.

Embellence två senaste förvärv inom mattor respektive fönsterfilm, Pappelina och Artscape, har breddat koncernens försäljning utanför tapeter och innebär att tapeter numera står för omkring 75 procent av omsättningen. Givet en fortsatt förvärvsresa framåt samt interna initiativ att ta tapetmönster till angränsande kategorier, exempelvis Cole & Sons kuddar och gardiner, är det troligt att andelen tapet över tid kommer att falla ytterligare.

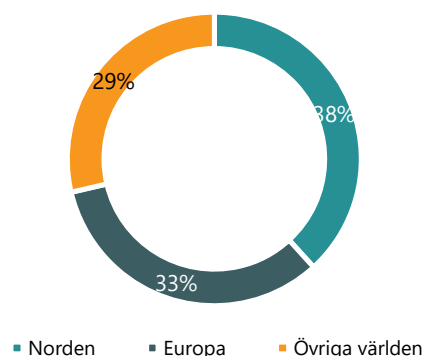
Försäljningskanaler

Embellence försäljningskanaler skiljer sig åt, i hög grad beroende på om det är försäljning i värdesegmentet eller premiumsegmentet.

I värdesegmentet, där huvuddelen av Boråstapeters omsättning sker, säljs tapeter fortsatt i väldigt hög grad via specialist- och gör-det-själv-butiker. Över 90 procent går via specialistbutiker som exempelvis Colorama. Onlinepenetrationen har samtidigt blivit viktigare och

Trebtent affär med global räckvidd

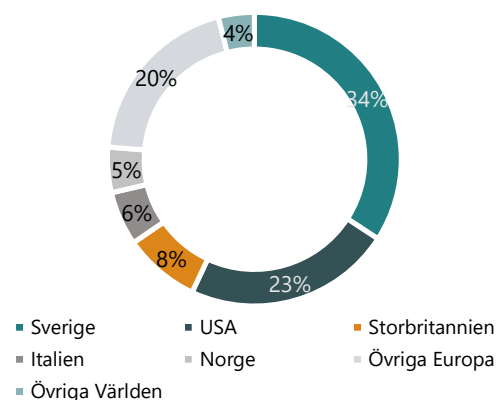
Omsättningsandel per geografiskt segment Q2 2022



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.

lär öka sin andel framåt, om än från låga nivåer. Slutkunderna är i hög utsträckning privatpersoner.

I premiumsegmentet är försäljningen uppdelad på fler ben och även slutkunderna är fler. Dessutom går en majoritet av försäljningen via agenter och distributörer, vilket skapar en mer komplex leveranskedja som utgör ett tydligt hinder för nya aktörer som vill etablera sig.

Mot slutkunden står heminredare och arkitekter står för nästan hälften av omsättningen. Ett inte ovanligt scenario är att en arkitekt/inredare får i uppdrag att renovera en villa åt övre medelklass eller överklass alternativt ett hotell eller en restaurang. I det läget är premiumtapeter från framför allt Cole & Son och Wall & Decó aktuella. Premiumprodukterna säljs också i exklusiva möbelbutiker, vilka står för ungefär en femtedel av distributionen.

Nyproduktion av bostäder står enligt ledningen för bara några få procent av koncernens omsättning. De flesta nya bostäder säljs med målade väggar.

Finansiella mål och utdelningspolicy

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 och pro forma inklusive Artscape bedömer Analysguiden att den justerade ebita-marginal under 2021 var cirka 17,4 procent.

Skuldsättningsmålet stipulerar att Embellence nettoskuldsättning i förhållande till ebitda-resultatet inte ska överstiga 2,5, men i samband med förvärv kan skuldsättningen tillfälligt överstiga målet. 2019–2021 låg skuldsättningsgraden långt under målet vid cirka 1,2. Förvärvet av Artscape i början av 2022 höjde skuldsättningsgraden till 2,1 vid utgången av andra kvartalet, men Analysguiden bedömer att skuldsättningen relativt snart är nere kring den historiska nivån (se diagram). Det ger ledningen ett stort utrymme för nya förvärv.

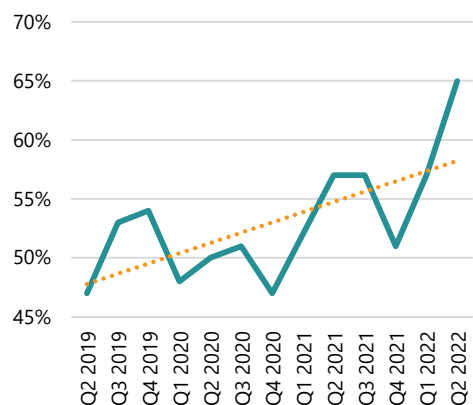
Slutligen har Embellence ett mål om att 30–50 procent av årets resultat ska delas ut till aktieägarna. Våren 2022 delade bolaget ut 80 öre per aktie, motsvarande 37 procent av 2021 års resultat. Givet bolagets ambitiösa tillväxtnål som kommer kräva nya förvärv de närmaste åren är Analysguidens bild att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

Vd med lång internationell erfarenhet

Ledningsgruppen i Embellence består av två personer: vd Olle Svensk och CFO/CIO Pär Ihrskog. Den senare tillträdde 2019.

Rekordhög andel premiumfsg

Andel premiumfsg* per kvartal 2019–2022

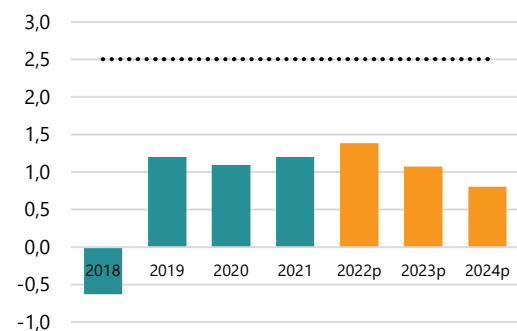


Källa: Bolaget, Analysguiden.

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

Skuldsättning långt under målnivån

Nettoskuld/ebitda 2018–2024p



Källa: Bolaget, Analysguiden (prognoser).

Not: Prickad linje är finansiella målet vid 2,5.

Olle Svensk har varit vd sedan 2016. Han har ett förflutet på framför allt vitvarubolaget Electrolux där han arbetade i cirka 13 år, huvudsakligen med sälj-, produkt- och marknadsfrågor. Först var han försäljningsansvarig för den svenska verksamheten, därefter i motsvarande roll i Central- och Europa. På slutet var han ansvarig över hela EMEA-affären (Europa, Mellanöstern och Afrika). Därefter gick han till badrumsbolaget Sanitec som då ägdes av riskkapitalbolaget EQT. Sanitec börsnoterades senare, men blev efter en kort tid på börsen uppköpt av schweiziska Geberit.

Vd med optioner – ordförande med aktier

Ledningen har generellt sett ett begränsat ägande i Embellence, men har i stället förvärvat teckningsoptioner. Vd Olle Svensk har exempelvis nästan 634 000 tusen teckningsoptioner med ett lösenpris på 29,20 kronor med lösen i augusti-oktober 2024.

Styrelseordförande i Embellence är Morten Falkenberg, mest känd i Sverige som vd på köksbolaget Nobia under 2010–2019. Han har i stället framför allt ett ägande i aktien, vilket motsvarar 1 procent av kapitalet. Det är en post värd cirka 5 miljoner kronor.

Bland ankarinvesterarna vid noteringen fanns bland annat Strand Kapitalförvaltning, Prior & Nilsson, Nordic Cross Asset Management och Systemair-grundaren Gerald Engström. Några av dessa syns fortfarande i ägarlistan (se tabell nedan).

Styrelseordföranden äger 1 procent

Största aktieägarna, % av kapital och röster

Nordnet Pensionsförsäkring	13,4%
JCE Group	12,7%
Acervo AB	6,8%
Sellers of Artscape Inc	5,2%
Henrik Nyqvist	4,7%
Avanza Pension	4,1%
Swedbank Robur Fonder	4,0%
FE Fonder	3,7%
T-Konsortiet AB	3,5%
Erik Åfors	3,3%
Gerald Engström	2,8%
Provobis Holding AB	2,8%
Jerker Adeberg Holding AB	2,5%
Strand Fonder	2,5%
Aktia Asset Management	2,2%
Ennismore Fund Management	1,4%
AB Sergius Capital	1,3%
Sundling Wärm Capital AB	1,3%
Futur Pension	1,1%
Morten Falkenberg (styrelseordförande)	1,0%
Summa 20 största aktieägarna	80,5%

Källa: Holdings. Data per 2022-06-30

Kort historik

Grunden lades i Borås för över 100 år sedan

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. Åren dessförinnan hade svenska Engblad & Co. förvärvats (2002), brittiska tapetbolaget Cole & Son förvärvats (2008) samt det digitala tapetvarumärket Perswall (2009).

Omstruktureringsfas efter ägarbyte 2010

Efter Littorinas förvärv 2010 följde en fas med ökat internt fokus, vilket kulminerade med ett större besparingsprogram i Boråstapeter. Det har bidragit till stärkt lönsamhet (se diagram).

2018–2020 sänktes kostnaderna med cirka 25 miljoner kronor, via bland annat personalneddragningar inom administration, försäljning och marknadsföring, outsourcing av viss verksamhet samt avveckling av en olönsam grossistverksamhet i Norge och Kina.

I Sverige fasades ett av landet mest kända tapetvarumärken, Engblad & Co., ut för att ge en mer renodlad skandinavisk varumärkesportfölj.

Ny förvärvsresa inleddes 2018

Efter en lång paus på förvärvsfronten förvärvades 2018 det italienska tapetbolaget Wall&Decò, 2021 förvärvades svenska mattillverkaren Pappelina och 2022 amerikanska fönsterfilmsbolaget Artscape.

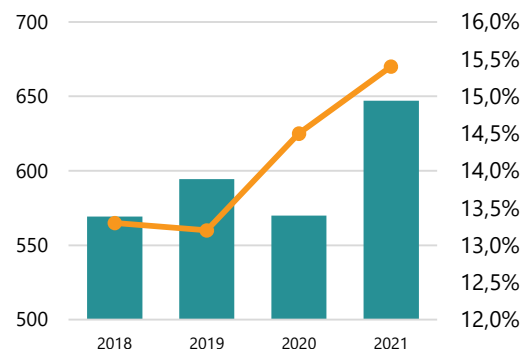
Genom förvärven har verksamheten gått från en huvudsakligen svensk/nordisk tapetaffär, inriktad på värdesegmentet, till en alltmer global premiumaffär inom heminredning. Via de två senare förvärven har koncernen dessutom tagit ett par tydliga steg mot en breddad produktportfölj utanför tapeter (se diagram).

Ökad fokus på digitalisering och egen e-handel

Vid sidan av ökad internationalisering och en bredare produktportfölj har ledningen de senaste åren haft ett tydligt fokus på digitalisering. 2020 lanserade Cole & Son egen e-handel och 2021 lanserade Boråstapeter e-handel direkt mot slutkund. Nyligen förvärvade Pappelina och Artscape erbjuder sedan tidigare e-handel.

Ökad omsättning & högre marginal

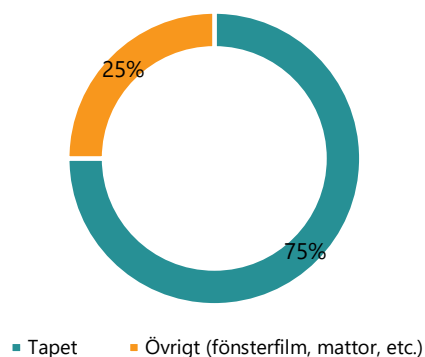
Omsättning, Mkr 2018–2021 (vänster) & justerad ebita-marg.



Källa: Bolaget, Analysguiden.

Mycket mer än bara tapeter numera

Uppskattad omsättning per produktområde 2021 (pro forma)



Källa: Bolaget, Analysguiden.

Varumärkesportföljen

Boråstapeter – Marknadsledare i Norden

Boråstapeter grundades 1905 i Borås och utgör grunden i Embellence Group. Produktionen sker i egen regi i Borås i det nyligen bildade bolaget Borås Tapetfabrik AB som även tillverkar tapeter åt Cole & Son och konkurrenter på den svenska marknaden. De största volymerna avser analog produktion där tapeter trycks i större volymer.

Boråstapeter är klar marknadsledare i Sverige och Norge med uppskattade marknadsandelar på drygt 40 procent i värdesegmentet respektive cirka 43 och 63 procent i premiumsegmentet¹. Mönsterbanken, som är den största inom koncernen, rymmer cirka 10 000 unika mönster.

Verksamheten omsatte under 2020 drygt 300 miljoner kronor. Under 2019–2020 minskade volymerna i värdesegmentet i Norden med cirka 8 procent, vilket delvis kunde kompenseras med prishöjningar på cirka 5 procent. I premiumsegmentet var volymtillväxten samma år hela 38 procent, medan priserna var oförändrade. Utvecklingen visar tydligt att premiumsegmentet har den mest attraktiva tillväxtprofilen, men också att Boråstapeter som marknadsledare delvis kan möta volymtapp i värdesegmentet med prishöjningar.

Historiskt har Boråstapeters lönsamhet varit skral, men efter ett stort omstruktureringsprogram 2018–2021 har lönsamheten tagit sig upp till nivåer kring koncernmålet vid 15 procent. Och det trots att en klar majoritet av omsättningen fortfarande ligger i värdesegmentet där bruttomarginalen är lägre.

Cole & Son – Brittisk lyxspelare i Buckingham Palace

Cole & Son är en brittisk tapetleverantör i premiumsegmentet som grundades 1875. Bolaget är känt för att ha levererat tapet till bland annat Buckingham Palace. Mönsterarkivet rymmer cirka 2 000 mönster, varav några ikoniska mönster som Embellence hoppas kan

Bolaget blev en del av Embellence-koncernen när det förvärvades 2008 från Sanderson Design Group. Sedan dess har bolaget lyckats växa organiskt med cirka 9 procent per år. Någon exakt omsättnings-siffra för bolaget redovisas inte, men utifrån uppgifter kring bruttoomsättningen (innan rabatter) går det att uppskatta omsättningen till omkring 150 miljoner kronor.

På senare år har Cole & Son expanderat till angränsande produktområden när bolagets mönsterbank nyttjats till att ta fram tyger för möbler och gardiner. Enligt ledningen har några av Cole & Sons mest kända mönster potential att bli verkligt ikoniska mönster; mönster som tydligt kopplas samman med varumärket.

Boråstapeter – grunden i koncernen

Foglavik med anor från 1800-talet, är en av Boråstapeters premiumtapeter.



Källa: Bolaget.

Cole & Son – förvärvat 2008

Palm Jungle, ett av Cole & Sons klassiska mönster, finns numera även som tyg.



Källa: Bolaget

¹ Embellence noteringsprospekt (Marknadsstudierapport framtagen av QVARTS år 2018 på uppdrag av Embellence)

Wall & Decò – Innovativ italienare

Italienska Wall & Decò grundades 2005 i Cervia i norra Italien. 2018 blev bolaget en del av Embellence Group. Wall & Decòs grundare Christian Benini har en bakgrund som reklamfotograf och arbetar fortsatt inom bolaget som art director.

Efter att initialt ha fokuserat på traditionell tapet har Wall & Decò lanserat de innovativa kollektionerna WET och OUT. WET är en kollektion tapeter som passar för våta miljöer såsom badrum och OUT är en serie tapeter för utomhusmiljöer.

All produktion hos Wall & Decò sker digitalt direkt mot beställning. Det innebär en begränsad lagerhållning och bidrar till ett fördelaktigt kassaflöde genom begränsad kapitalbindning.

Artscape – Höglönsam amerikan inom fönsterfilm

Förvärvet av amerikanska Artscape i början av 2022 var ett stort steg för Embellence Group. Dels innebar det en produktbreddning till fönsterfilm, dels innebar det ett stort kliv geografiskt där USA över en natt blev koncernens näst viktigaste marknad.

Artscape grundades 1999 och har en historik av lönsam tillväxt. Försäljningen har hittills varit fokuserad på Nordamerika, där bolaget har en stark position i sin nisch. Årsomsättningen uppgavs vid förvärvstillfället ligga på cirka 14 miljoner dollar, motsvarande cirka 150 miljoner kronor. Utifrån förvärvsmultipeln på ev/ebita vid cirka 5,5 framgår att ebita-marginalen är väldigt god vid cirka 26 procent.

Segmentet fönsterfilm uppges ha en underliggande tillväxt på omkring 5 procent.

Ledningen ser flera attraktiva möjligheter framåt, däribland att ta Artscape till Europa och att nyttja koncernens mönsterbanker för designsynergier.

Att Artscapes tidigare ägare fick betalt delvis i aktier, motsvarande 5,2 procent av Embellence, knyter nyckelpersonerna närmare Embellence.

Pappelina – Premiummattor i plast

Pappelina är ett svenskt bolag inriktat på produktion och försäljning av designade plastmattor i PVC. Bolaget grundades 1999 av Lina Rickardsson och förvärvades av Embellence i början av 2021. Grundaren kvarstår som Creative Director i Pappelina, vilket säkrar kontinuitet.

Finansiellt har Pappelina utvecklats starkt de senaste åren där omsättningen ökat från 41 till 58 miljoner mellan 2019 och 2021. Rörelsemarginalen har under samma period gått från 13,4 procent till 22,0 procent². Av försäljningen går cirka 80 procent på export, vilket vittnar om internationell potential.

² Allabolag.se.

Wall & Decò – förvärvat 2018

Parlerie du Boudoir är en av Wall & Decòs innovativa WET-tapeter för badrum.



Källa: Bolaget

Artscape – förvärvat 2022

City Lights är en fönsterfilm från amerikanska Artscape.



Källa: Bolaget

Pappelina – förvärvat 2021

Vera 2.0 är en nyhet från Pappelina som är tillverkad av miljövänlig tallojla.



Källa: Bolaget

Marknad & Konkurrenter

Historiskt har tapeter tillverkats av olika material. Under 1950- och 1960-talet var textiltapeter populära. På 1970-talet blev vinyltapeter populära och på 1980-talet var papperstapeter vanligast. Numera dominerar marknaden i Sverige av så kallade non-woventapeter. De är cellulosebaserade och har fördelen att tapetklistret kan appliceras på väggen och att tapeten kan sättas upp torr, vilket gjort det enklare att tapetsera. Globalt sett ser det olika ut i olika länder, där exempelvis vinyl/PVC-tapeter fortsatt dominerar i flera stora länder i Asien.

Den globala marknaden för väggbeklädnad uppskattades 2017 till cirka 410 miljarder kronor, enligt den marknadsrapport Embellence citerade i noteringsprospektet. Av dessa uppskattades cirka 70 miljarder avse tapeter och resterande cirka 340 miljarder inomhusfärg. Det ger tapeter en värdemässig marknadsandel på cirka 20 procent inom väggbeklädnad.

Data från flera marknader i Västeuropa pekar på en relativt mogen marknad där volymerna de senaste åren ökat något (se diagram).

Lågpristapet har tappat mark inom nybyggnation...

I prospektet beskrivs en utveckling där tapetmarknaden genomgått en förändring. Tapeter har gått från att ses som byggmaterial till att ses som en inredningsprodukt. Ett tydligt tecken i den riktningen är att 40 procent av tapetvolymen i USA 1970 gick till nybyggnation, där majoriteten avsåg massproducerad lågpristapet. Som jämförelse ligger koncernens försäljning till nybyggnation på låga ensiffriga tal, enligt Embellence ledning.

Sammantaget är bilden att tapeter de senaste decennierna tappat marknadsandelar mot färg, inte minst på nybyggnationssidan. Men det avser då i huvudsak tapeter i värdesegmentet. Tapeter har då alltmer blivit en produkt för renovering och dekoration.

...men renovering ökar efterfrågan på premiumtapet

Parallellt med att värdesegmentet haft motvind har ökat intresse för heminredning, konsumenter med starkare köpkraft och betydligt fler förmögna har i stället drivit tillväxt i ett annat segment på tapetmarknaden - premiumsegmentet.

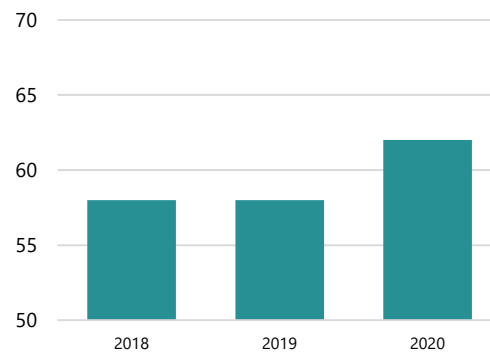
Även om Embellence har sina rötter i Boråstapeter med en hög andel försäljning i värdesegmentet är det tydligt att ledningen är fokuserad på att öka andelen försäljning av premiumtapet. Tydliga steg i den riktningen har varit förvärven Cole & Son och Wall & Decò.

I noteringsprospektet såg Embellence en utveckling framåt där värdesegmentet på tapetmarknaden sannolikt är relativt oförändrat framåt medan premiumsegmentet har förutsättningar att växa med cirka 5 procent per år.

Tapeter må ha förlorat "volymkriget" mot färg, men i ett läge där målade väggar alltmer blivit standard i nyproduktion lär många i överklass och övre medelklass fråga sig hur de kan särskilja sig? Där framstår premiumtapeter som det självklara svaret.

Svagt växande Europamarknad

Tapetfsg, volym (milj. rullar) i Västeuropa* 2018–2020



*Avser Tyskland, Frankrike, Storbritannien och Benelux-länderna.

Källa: IGI Wallcoverings, A.S. Création Tapeten

Noterade konkurrenter och jämförelsebolag

Även om Embellence med de senaste förvärven av Artscape och Pappelina breddat verksamheten produktmässigt kommer fortfarande cirka 75 procent av omsättningen från tapet.

Antalet börsnoterade renodlade tapetbolag är emellertid relativt få. I sammanställningen nedan över relevanta konkurrenter och jämförelsebolag har vi därför blickat lite bredare och inkluderat bolag som säljer heminredning i en bredare bemärkelse huvudsakligen mot konsumenter, exempelvis badrumsprodukter, gardiner, möbeltyger och kök. En annan utgångspunkt har varit att försöka hitta bolag med en snarlik "house of brands"-strategi som Embellence. På slutet har vi även listat några onoterade aktörer som kan vara relevanta att jämföra med Embellence.

Sanderson Design Group (UK): brittisk koncern med sju konsumentvarumärken inom lyxig heminredning, såsom Morris & Co, som designar, producerar och distribuerar framför allt tapet och tyger. Koncernen omsatte drygt 112 miljoner pund senaste året, motsvarande knappt 1,4 miljarder kronor. Rörelsemarginalen var drygt 9 procent.

Koncernen har två produktionsanläggningar, en fokuserad på tyger och en fokuserad på tapeter. Likt Embellence producerar Sandersons fabriker även åt andra bolag.

Colefax Group (UK): likt Sanderson ett varumärkeshus inom lyxig heminredning med fokus på tapeter och tyger. Koncernen rymmer fem varumärken, däribland Colefax and Fowler. Senaste räkenskapsåret var omsättningen 78 miljoner pund, motsvarande knappt 1 miljard kronor. Rörelsemarginalen var strax över 8 procent.

Colefax kärna, Fabrics-divisionen inom tyger och tapeter, har ingen egen produktion, utan fokuserar på kärnkompetensen inom design och distribution. Divisionens viktigaste marknad är USA som står för 61 procent av omsättningen. Varumärkesportföljen har byggts upp genom förvärv.

Victoria PLC (UK): brittisk koncern med en portfölj över 40 dotterbolag huvudsakligen verksamma inom mattor och golv. Omsättningen var senaste räkenskapsåret drygt 1 miljard pund, motsvarande knappt 13 miljarder kronor. Den justerade rörelsemarginalen var 10,6 procent.

A.S. Création Tapeten AG (DE): tyskt bolag där ungefär 90 procent av verksamheten är inom tapeter och resten inom möbeltyger. 2021 omsatte bolaget knappt 146 miljoner euro, motsvarande nära 1,6 miljarder kronor. Rörelsemarginalen låg på 3,9 procent.

Svedbergs (SE): svensk badrumstillverkare som expanderat snabbt via förvärv de senaste åren och nu har sex olika varumärken i portföljen. Storbritannien och Norden är huvudmarknaderna. Omsätter knappt 1,7 miljarder, pro forma, med en rörelsemarginal på nära 15 procent.

Nobia (SE): kökstillverkare noterad på Stockholmsbörsen sedan 2002. Fokuserad på Norden och Storbritannien och omsätter cirka 14 miljarder kronor med drygt 7 procents rörelsemarginal.

Harvia (FI): globalt ledande bastu- och spabolag noterat på Helsingforsbörsen sedan 2018. Omsätter 179 miljoner euro, motsvarande 1,9 miljarder kronor, med en justerad rörelsemarginal på över 26 procent.

Onoterade konkurrenter och jämförelsebolag

Duro (SE): Gävlebaserad tapettillverkare, grundad 1930, som omsätter knappt 70 miljoner med en rörelsemarginal på över 15 procent.

Sandberg (SE): Borås-baserat tapetbolag, Gimmersta Wallpaper AB, med en omsättning på 64 miljoner och en rörelsemarginal på över 25 procent. Embellence tillverkar tapet åt Sandberg i sin fabrik i Borås.

Bland konkurrenterna till Artscape finns exempel tyska d-c-fix. I Sverige säljs d-c-fix produkter hos exempelvis byggvaruhusen Bauhaus och Hornback. En annan konkurrent är amerikanska Eastman. Även stora amerikanska konglomeratet 3M har viss verksamhet inom fönsterfilm, om än med fokus på funktion snarare än design.

Historisk tillbakablick på branschen

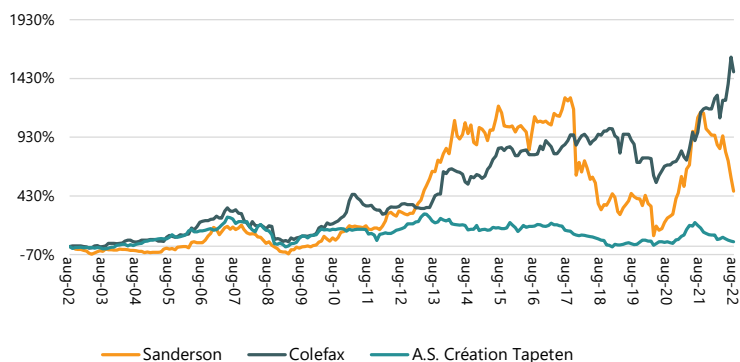
I ett försök att spegla sektorns attraktivitet som investeringsobjekt redovisar vi nedan totalavkastningen, kursutveckling inklusive återinvesterade utdelningar, för tre jämförelsebolag i tapetbranschen. Slående är hur olika avkastningen varit.

Tyska A.S. Création Tapeten har underpresterat och bara levererat en årlig avkastning på knappt 2 procent. Brittiska Sanderson har trots ett kraftigt tapp senaste året levererat drygt 9 procent per år, vilket är ungefär i linje med börsens långsiktiga avkastning. Överlägset bäst är brittiska Colefax vars aktie avkastat nästan 15 procent per år.

Alltför stora slutsatser bör inte dras av diagrammet, men vi tar ändå med oss några bitar. Tapeter i stort är en relativt mogen bransch och under de senaste 20 åren har sektorn inte haft så stark medvind att alla bolagen i sektorn dragits med. Samtidigt är det inte en bransch där lägre volymer skapat lönsamhetsproblem i sektorn i stort. Det är rimligt att anta liknande förutsättningar framåt. I synnerhet Colefax illustrerar tydligt att det går att leverera en överavkastning i sektorn, givet fokus på rätt segment och rätt strategi.

Blandad utveckling för branschaktörerna

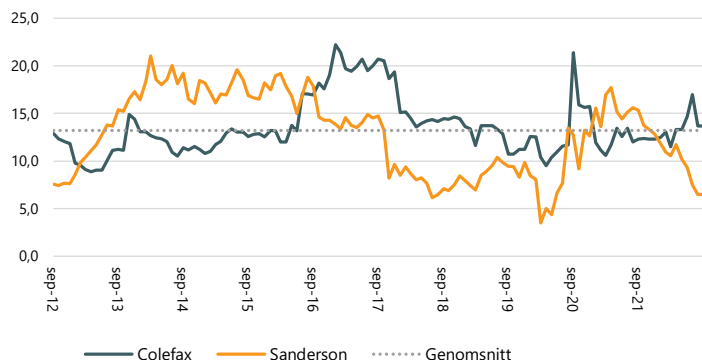
Totalavkastning senaste 20 åren för tre jämförelsebolag



Källa: Refinitiv.

Sanderson och Colefax kring p/e 13 över tid

Framåtblickande p/e-tal (Forward p/e) för två jämförelsebolag senaste tio åren



Källa: Refinitiv, Analysguiden.

Not: Prickade grå linjen visar medelvärdet på 13,2

Under de senaste tio åren har jämförelsebolagen Colefax och Sanderson, vilka sett till strategi och lönsamhet påminner mest om Embellence, i genomsnitt handlats till ett p/e-tal på 13,2 på de kommande tolv månadernas resultat. Colefax p/e-tal har oftast legat i intervallet 10–20, medan Sandersons multipel varit mer volatil och pendlat mellan 5–20.

Embellence noterades i mars 2021 och det första framåtblickande p/e-talet är från augusti samma år vid 14,3, enligt Refinitiv. Aktiekursen var då strax över introduktionskursen på 42 kronor. Vid den tidpunkten var p/e-talet för Colefax 12,0 och för Sanderson 15,6, vilket ger ett snitt på 13,8.

I samband med och under perioden strax efter noteringen värderades Embellence alltså ungefär i paritet med de brittiska jämförelsebolagen. Under börsfallet har Sanderson och Embellence fått se p/e-talen falla betydligt, medan Colefax multipel hållit uppe betydligt bättre.

Vi kan se två möjliga förklaringar: dels att Colefax kortsiktigt har bättre momentum än Sanderson och Embellence, troligen delvis kopplat till Colefax stora exponering mot USA, dels att de två sistnämnda har en relativt stor andel produktion i egen regi och därmed är mer känsliga för volymtapp givet högre fasta kostnader.

Rabattvärderad jämfört med liknande bolag

I tabellen på nästa sida har vi ställt Embellence värdering utifrån konsensus och jämfört med en grupp jämförelsebolag. Slående är att hela sektorn – sällanköpsvaror mot konsument – värderas väldigt försiktigt. Den genomsnittliga p/e-talet är bara knappt 9.

Trots Embellence starka lönsamhet, bara överträffad av finländska bastubolaget Harvia, handlas aktien till några av de lägsta multiplarna i branschen. Vi finner det märkligt att ett välskött och snabbväxande bolag med höga ambitioner värderas med en rabatt gentemot bolag som levererar sämre tillväxt och svagare lönsamhet. En möjlig förklaring kan vara Embellence storlek, där börsvärdet är bara en dryg femtedel i relation till jämförelsebolagens genomsnitt. Rabatten på 25–30 procent, beroende på om man tittar på p/e-tal eller ev/ebit, ter sig emellertid väl stor givet att det är small cap vs. mid cap.

Nedtryckta värderingsmultiplar i hela sektorn

Nyckeltal för Embellence Group och ett urval jämförbara bolag

Bolag	Bransch	Land	Börsvärde, Mkr	Oms. 2023p	Ebit 2023p	Ebit-marg. 2023p	EV/sales 2023p	EV/ebit 2023p	P/e 2023p
Colefax Group	Tyg, tapet	Storbrit.	784	1 157	i.u.	i.u.	0,74	i.u.	13,3
Harvia	Bastu	Finland	3 139	1 924	376	19,5%	1,92	9,9	11,2
Victoria	Mattor, golv	Storbrit.	5 312	16 918	1 070	6,3%	0,87	13,8	8,2
Nobia	Kök	Sverige	4 700	14 928	934	6,3%	0,49	7,8	7,9
AS Creation Tapeten	Tapet	Tyskland	387	1 602	43	2,7%	0,19	7,2	7,2
Svedbergs	Badrum	Sverige	1 132	1 711	218	12,7%	0,99	7,8	6,8
Sanderson Design Gr.	Tapet, tyg	Storbrit.	821	1 468	162	11,0%	0,42	3,9	6,0
Medel, jämförbolag			2 325			9,8%	0,80	8,4	8,7
Embellence Group		Sverige	495	791	117	14,8%	0,93	6,3	6,1

Källa: Refinitiv. Nyckeltalen bygger på analytikerkollektivets prognoser (även Embellence siffror).

Analys, prognoser & värdering

Sedan Embellence noterades i mars 2021 på 42 kronor har aktien backat med nästan 50 procent. Investerarna hyser för tillfället en stor skepsis till i princip allt som handlar om sällanköpsvaror till konsument av två skäl: dels gröper inflation, räntehöjningar och snart kanske även lågkonjunktur och förlorade jobb ur hushållens disponibla inkomst, dels innebär stigande priser på många råvaror, energi och frakt att bolagen möter högre kostnader. Hur ska bolagen lyckas föra över prisökningarna till allt mer pressade konsumenter? Risken är att vikande volymer och stigande kostnader kortsiktigt blir en betydande utmaning för många bolag inom konsumentvaror.

Vår bild är att denna kortsiktiga oro är huvudförklaringen till den markanta diskrepansen mellan å ena sidan Embellence ambitiösa finansiella mål, å andra sidan de implicita förväntningarna på vinsttillväxt som aktiens nuvarande värdering implicerar.

Bolagets ambition att Embellence 2025 ska omsätta 1,2 miljarder kronor, vilket betyder att omsättningen behöver öka med cirka 11 procent per år 2022–2025, räknat utifrån 2021 års pro forma-siffror.

Med samma utgångspunkt levererade Embellence i fjol en vinst per aktie på cirka 3,50 kronor, vilket ger en värdering kring p/e 6–7. Det innebär att Embellence är prissatt för fallande vinster.

Kortsiktigt är det förmodligen helt rätt. Första halvåret har Embellence organiska tillväxt varit negativ kring -5 procent och i Norden och Europa föll det justerade ebita-resultatet under andra kvartalet. Mycket talar för att den kortsiktigt negativa trenden kan bestå ytterligare några kvartal, troligen även i in i nästa år. En fråga som då väcks är hur Embellence förutsättningar att ”övervintra” ser ut?

Kan bolaget hantera en djup lågkonjunktur?

Först och främst ser vi en fördel i att Embellence till stor del vänder sig till höginkomsttagare och kapitalstarka konsumenter, vilka har större marginaler i sin privatekonomi. Koncernens starka lönsamhet med en justerad ebita-marginal på över 15 procent ger också en god ”krockkudde” i sämre tider.

Vidare har Embellence via de senaste årens förvärvsresa fått en betydligt mer diversifierad affär, såväl geografiskt som produktmässigt. Bolaget står inte och faller med den svenska tapetmarknaden på samma sätt som varit fallet för tio år sedan.

Addera att ledningen redan genomfört ett stort omstruktureringsprogram inom Boråstapeter 2018–2021, vilket minskat kostnadskostymen med cirka 25–30 miljoner kronor. Det ger bättre förutsättningar när volymerna viker och minskar risken för att ledningen behöver genomföra större åtgärder i en eventuell kommande lågkonjunktur.

Vid utgången av andra kvartalet var Embellence nettoskuld/ebitda-kvot 2,2, men då skall beaktas att hela skulden för Artscape-förvärvet belastar samtidigt som Artscares ebitda-bara varit med i cirka fyra månader. Pro forma ser vi att kvoten landar kring 1,8, vilket inte på något sätt är någon alarmerande hög skuldsättning.

Lägg därtill att Embellence har ett ess i rockärmen i händelse att skuldsättningen, mot förmodan, skulle bli ett problem. I balansräkningen har koncernen byggnader och mark som är bokfört till knappt 38 miljoner kronor. Enligt ledningen avser denna post huvudsakligen bolagets fastighets i Borås som har en marknadsvärdering på cirka 150 miljoner. I händelse av sämre tider finns en möjlighet för Embellence att frigöra kapital här genom att sälja fastigheten och sen hyra den framåt.

Addera slutligen att Embellence lånefacilitet på 175 miljoner kronor löper från 2021 till 2026, vilket gör att bolaget inte lär behöva genomföra någon refinansiering i närtid. Faciliteten är dessutom tecknad med Sparbanken Sjuhärad, en lokal bank med förankring i Borås precis som Embellence, vilket kan vara en fördel i sämre tider.

Sammantaget är vår bild att bolaget har goda chanser att rida ut en kommande storm och gå stärkta därur. Då blir det relevant att lyfta blicken och bedöma potentialen i aktien i ett något längre perspektiv.

Scenarioanalys

För att få en bild av potentialen i aktien redovisas nedan gjort en grov scenarioanalys. I ett **pessimistiskt scenario** är tillväxten låg och lönsamheten under press. Ett mer **optimistiskt scenario** utgår ifrån att bolaget levererar på sina finansiella mål. Mitt emellan dessa ytterligheter har vi också ett mellan scenario som i våra ögon framstår som mer av ett **rimligt scenario**. Notera att vi utgår ifrån 2021-siffror pro forma, vilka inkluderar Artscape som förvärvades i början av 2022.

Scenario I - Låg tillväxt & stort marginaltapp

	2021*	2025
Oms. Mkr	794	894
Just EBITA, Mkr	138	89
Just EBITA-marg.	17,4%	10,0%
Vinst per aktie	3,5 kr	2,3 kr
P/e-tal	6,2	10,0
Aktiekurs	21,40 kr	22,70 kr
Kurspotential		6%
Utdelningar (4 x 1 kr)		4,00 kr
Totalavkastning per år ~		6%

*Analysguidens uppskattade pro forma, inkl. Artscape

Källa: Analysguiden.

Givet konjunkturutsikterna, pressen från inflationen och de senaste kvartalens negativa organiska tillväxt vore det inte orimligt om Embellence stod inför ett par tuffa år. I detta scenario räknar vi med en årlig tillväxt på bara 3 procent per år, främst drivet av förvärv, vilket innebär mycket svag organisk tillväxt. Den svaga organiska utvecklingen i kombination med högre kostnader sätter press på lönsamheten – 2025 är ebita-marginalen över 7 procentenheter lägre än 2021. Att bolaget trots tuffa tider ändå växer och lyckas upprätthålla en god lönsamhet gör att multipeln expanderar till p/e 10 på en cykliskt nedtryckt vinst. Den begränsade förvärvstillväxten gör att utdelningarna till aktieägarna är mer generösa vid i snitt 1 krona per år. I detta dystra scenario lyckas aktien ändå avkasta cirka 6 procent per år – mycket på grund av utgångspunkten med en väldigt pressad värdering.

Scenario II - Rimlig medelväg

	2021*	2025
Oms. Mkr	794	1 002
Just EBITA, Mkr	138	130
Just EBITA-marg.	17,4%	13,0%
Vinst per aktie	3,5 kr	3,5 kr
P/e-tal	6,2	11,0
Aktiekurs	21,40 kr	38,83 kr
Kurspotential		116%
Utdelning (4 x 1 kr)		4,00 kr
Totalavkastning per år ~		19%

*Analysguidens uppskattade pro forma, inkl. Artscape

Källa: Analysguiden.

Det andra scenariot, vilket i våra ögon framstår som det mest realistiska, bygger på 6 procents årlig tillväxt. En lågkonjunktur pressar den organiska tillväxten kortsiktigt, men en återhämtning sker mot slutet av prognosperioden. Förvärv blir därför den främsta drivkraften för tillväxten. Lönsamheten pressas ner till nivåer ett par procentenheter under målet vid 15 procent. Totalt sett står vinsten per aktie still under perioden, men det räcker för att aktien ska förtjäna en rejäl uppvärdering från den nuvarande extremt nedtryckta multipeln. Totalavkastningen blir då fina 19 procent per år. Noterbart är att även om multipelexpansionen skulle stanna vid p/e 8, så blir totalavkastningen ändå tvåsiffrig (11% per år).

Scenario III - När finansiella målen

	2021*	2025
Oms. Mkr	794	1 200
Just EBITA, Mkr	138	180
Just EBITA-marg.	17,4%	15,0%
Vinst per aktie	3,5 kr	4,7 kr
P/e-tal	6,2	13,0
Aktiekurs	21,40 kr	60,71 kr
Kurspotential		184%
Utdelning (4 x 0,75 kr)		3,00 kr
Totalavkastning per år ~		31%

*Analysguidens uppskattade pro forma, inkl. Artscape

Källa: Analysguiden.

Det tredje och sista scenariot utgår ifrån att Embellence Group fram till 2025 lyckas leverera enligt de finansiella målen. Den årliga tillväxten blir då nära 11 procent, i relativt hög grad drivet av förvärv. Lönsamheten är i linje med målet på 15 procents ebita-marginal, vilket innebär ett tapp jämfört med pro forma-siffran för 2021. Den förvärvsdrivna tillväxten innebär dels högre belåning och högre räntekostnader, dels att vi räknar med viss utspädning. Antalet aktier har i detta scenario ökat med 10 procent. Vinsttillväxten per aktie blir cirka 7 procent per år, vilket är i nivå med börsens långsiktiga snitt. Följaktligen åsätts Embellence-aktien en multipel mer i linje med börsen i stort och jämförelsebolagen. Utdelningen är mer återhållsam för att finansiera förvärven, men det påverkar bara kalkylen marginellt.

Kombinationen hälsosam vinsttillväxt och välförtjänt multipelexpansion får aktien att värderas upp med 184 procent. Totalavkastningen landar på väldigt attraktiva 31 procent per år.

God risk/reward i aktien på dessa nivåer

Embellence otroligt nedtryckta värdering i utgångsläget gör att kalkylen blir väldigt attraktiv i de två mer optimistiska scenarierna med 19–31 procents årlig avkastning. Även i det pessimistiska scenariot med ett vinstfall på cirka 35 procent blir avkastningen ändå hygglig vid cirka 6 procent per år.

Ett annat perspektiv är att utgå ifrån Colefax och Sandersons historiska snittvärdering på p/e 13 och se vad den implicit innebär för Embellence. Vid kurs 21,40 kronor och ett p/e-tal på 13 behöver Embellence redovisa en vinst per aktie på cirka 1,54 kronor, vilket motsvarar en rörelsemarginal på cirka 10 procent givet nuvarande omsättning. Aktiekursen i dag innebär att investerarna implicit har prisat in en mer än halverad vinst.

Osäkra prognoser i det korta perspektivet

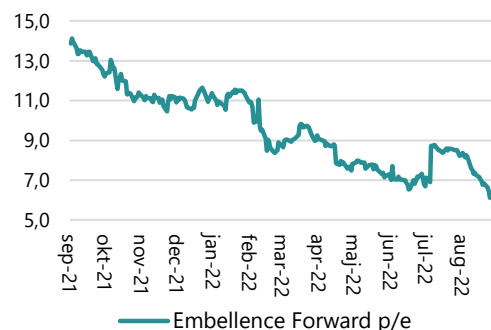
En halverad vinst har vi inte i våra prognoser (se tabell), men osäkerheten är stor. Under 2022 får tillväxten stöd av Artscape-förvärvet och prishöjningar för att kompensera högre råvarukostnader. Samtidigt lär vikande volymer påverka negativt. På resultatnivå ser vi en trolig press på bruttomarginalen då råvarukostnaderna inte fullt ut går att skicka vidare till kunderna. Sammantaget hålls omsättningen uppe hyggligt, medan effekten blir desto större på resultatet.

Även om osäkerheten på kort sikt är stor talar mycket för att marknaden överreagerat i fallet Embellence. Ovan redogjorde vi för att bolaget av flera skäl har goda förutsättningar att rida ut en tuffare period. Och när väl investerarna märker att (1) Embellence vinst inte alls halveras, alternativt (2) att bolaget klarar av att hantera ett tillfälligt men kraftigt vinsttapp, då lär fokus att skifta till bolagets långsiktiga potential. Så även i ett läge där våra prognoser för de närmaste åren skulle visa sig vara för optimistiska är sannolikheten stor att Embellence-aktien ändå visar sig vara en bra investering.

I det längre perspektivet är fortsatt förvärvstillväxt en viktig drivkraft för aktien. Men i det korta perspektivet ser vi förvärv som mindre sannolikt, givet att skuldsättningen kommit i spåren av Artscape-förvärvet samt det osäkra konjunkturutsikterna. När sikten väl klarat talar emellertid mycket för att Embellence sitter med gott om torrt krut för nya förvärv. Och förvärv ligger inte i våra prognoser, vilket gör det till ytterligare en katalysator för aktiekursen.

Stor potential i återställd multipel

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



Källa: Refinitiv, Analysguiden.

Tillfällig svacka 2022-2023 i korten

Prognoser och nyckeltal 2021-2024p

	2021	2022p	2023p	2024p
Omsättning	646,9	730,0	759,2	797,2
Just. EBITA	99,9	91,0	99,0	108,0
EBITA	88,3	74,0	82,0	91,0
Rörelseres. (ebit)	80,3	64,0	82,0	91,0
Resultat f. skatt	74,3	48,0	68,0	79,0
Nettoresultat	59,3	38,4	54,4	63,2
Vinst per aktie	2,77 kr	1,70 kr	2,41 kr	2,80 kr
Utd. per aktie	0,80 kr	0,50 kr	0,70 kr	0,85 kr
Omsättningsstillväxt	13,5%	12,8%	4,0%	5,0%
Just. EBITA-marg.	15,4%	12,5%	13,0%	13,5%
Ebit-marg.	12,4%	8,8%	10,8%	11,4%
Nettoskuld/ebitda	1,2	1,4	1,1	0,8
P/e-tal	7,7	12,6	8,9	7,6
EV/just. EBITA	6,9	7,6	6,9	6,4
EV/ebit	8,6	10,7	8,4	7,6
EV/omsättning	1,06	0,94	0,91	0,86
Direktavkastning	3,7%	2,3%	3,3%	4,0%

Källa: Bolaget, Analysguiden (prognoserna).

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 i inledningen av 2022 med kraftigt stigande inflation (se diagram) 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 det så kallade konsumentförtroendet, Konjunkturinstitutets konfidensindikator nere på den lägsta nivån sedan mätningarna började 1996 (se diagram). 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

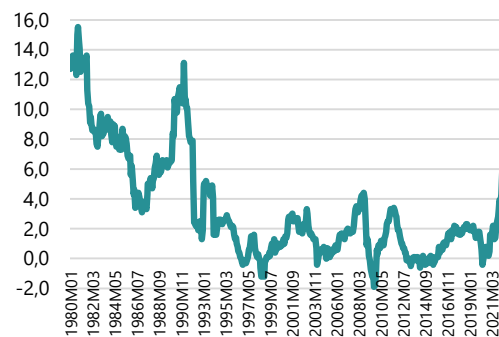
Stigande råvarupriser, fluktuerande valutakurser och högre fraktkostnader kan innebära högre kostnader för Embellence Group. Om bolaget inte lyckas föra över kostnadsökningarna till kunderna via prishöjningar finns risken att koncernens lönsamhet påverkas negativt.

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.

Inflationen på flerårshögsta

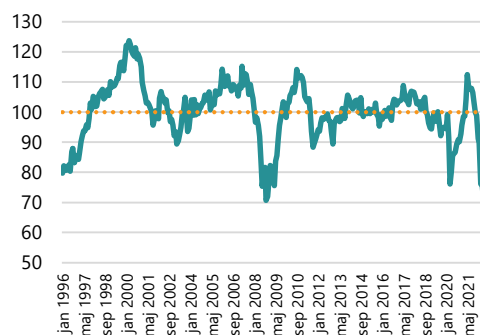
Inflationstakt i Sverige 1980–2022, KPI (månadsdata)



Källa: Konjunkturinstitutet, Analysguiden

Rekorddeppiga konsumenter

Hushållens konfidensindikator 1996–2022 (månadsdata)



Källa: Konjunkturinstitutet, Analysguiden

Not: Orange prickad linje är medelvärdet på 100

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