

Starkt USA driver tillväxt

USA driver tillväxt, ökad bruttomarginal slår igenom

Under första kvartalet 2024 ökade Embellence Group omsättningen med 8,5 procent (varav valuta bidrog med 0,7%) till 214,2 miljoner kronor (197,5). Ebita-resultatet uppgick till 33,6 miljoner (27,1), motsvarande en marginal på 15,7 procent (13,7). Bäst gick det för "Övriga världen" som ökade sin omsättning med starka 41,7% följt av Europa med i princip oförändrad på +0,3% och Norden minskade omsättningen med 5,5%. EBITA-marginalen uppgick till 15,7% och har påverkats positivt av hög omsättning och stark bruttomarginal som en effekt av prishöjningar och god produktmix.

Nya finansiella mål/strategi på kapitalmarknadsdag

Embellence har haft en ökande omsättning de senaste kvartalen och även om marknaden fortfarande är osäker så tyder flera saker på att 2024 blir ett år av fortsatt tillväxt. Samtliga varumärkena gör satsningar på nya sortiment. Bl a Wall & decò som lanserar d.ecodura™ en vinyltapet som inte längre är petroleumbaserad utan har ersatts av biomaterial vilket reducerar CO2-avtrycket samtidigt som slitstyrkan bibehålls. Cole & Son har lanserat nytt mönster för både tapet och textil, Pappelina, Artscape och Boråstapeter har också alla lanserat nya produkter/designer.

Det ser fortsatt ljusare ut för konsumenten med en alltmer stabiliserande makroekonomi, ökad disponibel inkomst hos hushållen genom minskad inflation, reallöneökningar och räntesänkningar som påbörjats och väntas fortsätta under året.

Bolagets nya finansiella mål på 1 000 MSEK i omsättning innebär en årlig tillväxt på ca 6% och skall nås via lönsam organisk tillväxt. Ett ökat fokus kommer ske på Hospitality-delen som är i tydlig tillväxt samt ökad satsning på direktförsäljning till konsument. Den organiska satsningen innebär fortsatt innovation, varumärkesbyggande på existerande varumärken, geografisk expansion på utvalda områden. Förvärv ingår inte i bolagets omsättningsmål utan kommer att adderas till den organiska tillväxten. EBITA-målet om >15% kvarstår.

Inga prognosförändringar

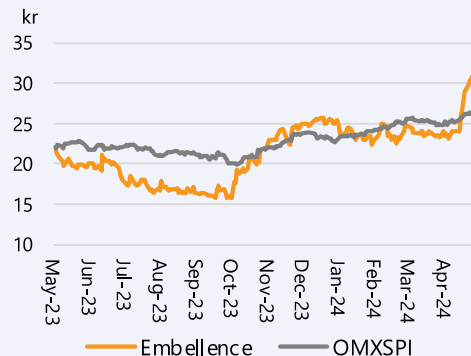
Som vi nämnt ser vi flera anledningar som talar för att bolaget växer något under 2024 trots att det utan tvekan finns fortsatta risker givet den makroekonomiska situationen. Den nuvarande värderingen anser vi är rimlig på kort sikt men för den mer långsiktiga investeraren kan det finnas mer att ta, 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 11–13 ger det ett motiverat värde på ca 28–34 kronor på ett års sikt upp från 26–31 kronor baserat på något högre multipelantagande som en följd av lägre ränta.

Embellence Group

Rapportkommentar/CMD – Q1 2024

Datum	24 maj 2024
Analytiker	Joakim Kindahl
Basfakta	
Bransch	Sällanköpsvaror
Styrelseordförande	Magnus Welander
Vd	Olle Svensk
Listning	Nasdaq OMX First North
Ticker	EMBELL
Aktiekurs	30,4 kr
Antal aktier, milj.	22,6
Börsvärde, mkr	687
Nettoskuld, mkr*	203,2
Företagsvärde (EV), mkr	890
Motiverat värde	28–34 kronor
Nästa rapport	2024-07-18
*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	11,8	17,5	11,7	10,5
EV/EBITDA	7,9	7,5	6,87	6,65
EV/ebit	12,5	12,7	10,4	9,9
EV/omsättning	1,24	1,20	1,14	1,09
Direktavkastning	2,6%	2,0%	0,0%	1,6%

Källa: Bolaget, Analysguiden

Motiverat värde är en uppfattning om vad bolaget borde vara värt givet Analysguidens huvudscenario. Det är inte samma sak som att aktiekursen ska spegla detta värde.

Investeringstes

Potential för ökade multiplar

Konsumenter pressade av kraftigt stigande energi- och matpriser och högre räntor har fått investerare att avstå bolag som säljer sällanköpsvaror. 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.

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

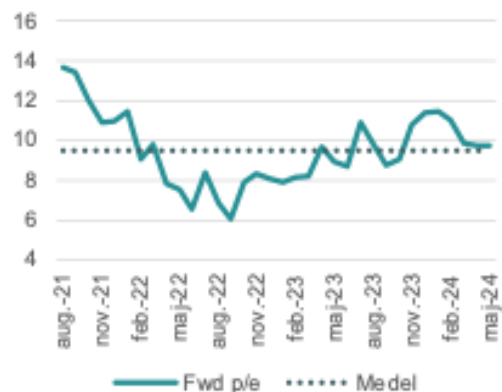
I vd Olle Svensk och nye styrelseordförande Magnus Welander har Embellence en toppduo med lång erfarenhet av global försäljning av konsumentprodukter.

Lyckad turnaround & disciplinerad förvävsstrategi

Via bland annat ett stort besparingsprogram har Embellence ledning lyft lönsamheten för 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 mellan 4–5, vilket vittnar om en disciplinerad förvävsstrategi. Embellence decentraliserade modell där nyckelpersoner från förvärven stannar kvar är också en styrka.

Positiv trend

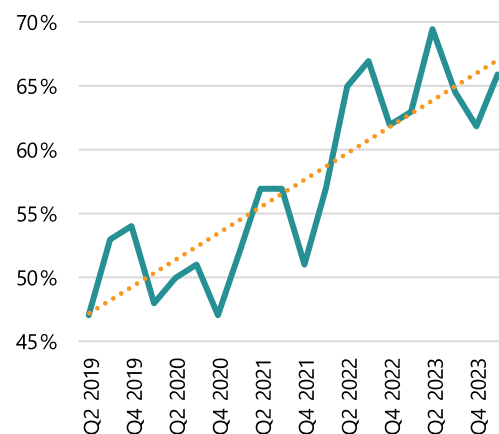
P/e-tal på förväntad vinst (konsensus) kommande 12 mån



Källa: Refinitiv, Analysguiden.

Trend med ökad premiumfsg

Andel premiumfsg* per kvartal Q2 2019-Q1 2024

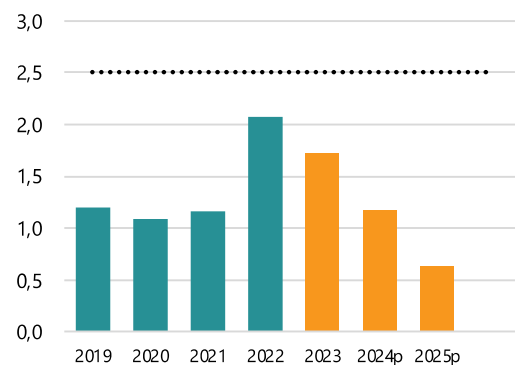


Källa: Bolaget, Analysguiden.

* 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 har man lanserat nya designkollektioner i Wall&decò och Boråstapeter samt ett hållbarhetsinitiativ där man fasat ut petroleuminnehållet i deco duros vinyltaper mot biomaterial vilket minskar CO2 avtrycket med 50%. Detta initiativ har belönats med German Innovation Award '24 Special.

Även om makrosituationen i världen är osäker finns flera tecken på att konsumentens situation förbättras genom minskad inflation, real-löneökningar och minskade räntor under andra halvåret 2024.

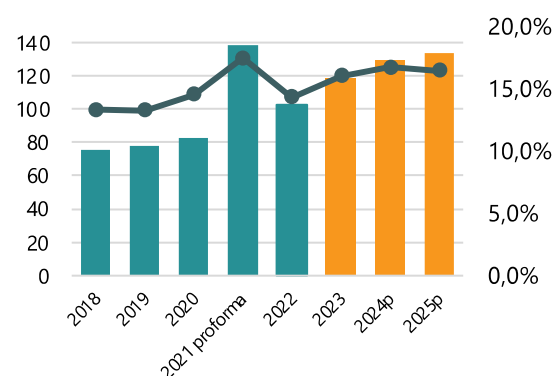
Norden står för ca 36% av omsättningen, Europa 30% och Övriga världen 34%. Geografiskt är USA, Storbritannien och Italien viktiga marknader. Inriktningen på premiumsegmentet, i dag ~65 procent av omsättningen, talar för en mer motståndskraftig affär.

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 amorteras kommande år och nå en nivå omkring 1 (jmf med målet under 2,5).

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.

Strategi

Bolaget kommunicerade sin nya strategi på sin kapitalmarknadsdag och fokus framöver kommer att ligga på organisk tillväxt genom att bli byggare och satsa på de existerande varumärken, där bland annat Cole & Son är ett bra exempel på ett varumärke med lång traditionsrik historia samtidigt som man hela tiden skapar nya mönster och intressanta samarbeten som med t ex Fonasetti och Stella McCartney.

Man har redan satsat och kommer fortsätta satsa på innovation där man t ex nyligen fasat ut petroleum innehåll i deco duros vinyltapeter. Tidigare har man i varumärket Pappelina lanserat en matta tillverkad av koldioxidneutral, biobaserad PVC från träbaserad tallolja. Fokus på hållbarhet båda i material, produkt och produktion.

Geografiskt vill bolaget växa på väl utvalda geografiska områden där framför allt USA är fokus men även Kontinentaleuropa samt Medelhavsområdet där tillväxten av hotell är stor. Tillväxten kommer också ske genom en satsning på direktförsäljning till konsument som är relativt ny för bolaget. Idag säljer man direkt till konsument i 35 olika marknader. Denna kanal ger bland annat viktig och snabb återkoppling på olika produkter och design. Direktförsäljningen ger också en god marginal då den sker till fullt pris utan mellanhänder.

Embellence kommer framöver att öka sin fokus på Hospitality-delen (restauranger, barer, hotell, spa, gym etc) där man ser god tillväxt kommande år där bli många premiumhotell uppdaterar sina interiörer vart 3-5:e år för att kunna möta de allt mer ökande kraven från de gäster som besöker dessa hotell.

Genom att exempelvis använda tapet kan man modernisera inredningen utan större ingrepp som skulle påverka hotellets normala verksamhet (t ex modernisering av enskilda rum). Kostnaden är dessutom till tapetens fördel jämfört med att byta ut t ex kakel, stendetaljer eller liknande.

Hotellbranschen är också i stark tillväxt med över 2 700 nybyggda hotell över världen där USA är största marknaden. Detta är en kraftig ökning sedan 2022 då siffran låg på drygt 1 800.

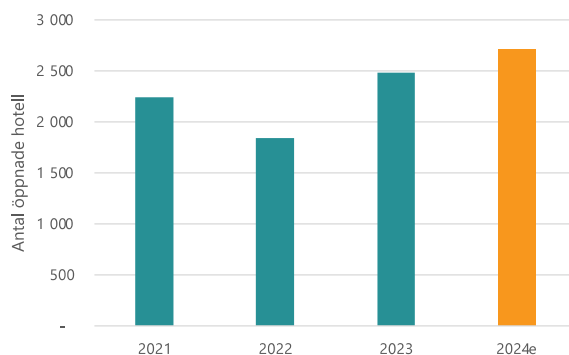
Både Wall&decò och Cole & Son är etablerade som starka premiumvarumärken i USA vilket gör en satsning på denna geografiska marknad naturlig. I appendix har vi infogat en del exempel på inredning med tapet och hur interiörerna kan se ut på några premiumhotell runt om i världen.

Bolagets nya strategi innebär en mer fokuserad målgrupp avseende förvärv, där man fokuserar på tillväxt avseende existerande varumärken samt fokus inom existerande produkter, geografi samt bolag som har en fokus på premiemarknaden. Detta har minskat antalet bolag som är intressanta för förvärv med ca 1/10 del till knappt 20 st.

Innovation i nya mer miljövänliga produkter



Antal nya hotell per år



Källa: Statista

Kort om bolaget

Embellence Group är en svensk koncern som med basen inom tapeter i Sverige som successivt har 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

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

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, och även till andra tapettillverkare.

Risikapitalbolag 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” – som omfattar över 300 fackhandlare.

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

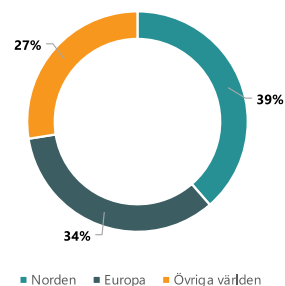
Uppdaterade finansiella mål sedan maj 2024

På bolagets kapitalmarknadsdag uppdaterade Embellence sina finansiella mål. Omsättningen beräknas nå 1 miljard SEK år 2028 vilket innebär en årlig tillväxt på ca 6%. Detta är exklusive eventuella förvärv. Målet att nå en ebita-marginal på minst 15 procent över en konjunkturcykel ligger kvar. 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 procent ebita-marginal. Skuldsättningen skall understiga 2,5x EBITDA.

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.

Trebut affär med global räckvidd

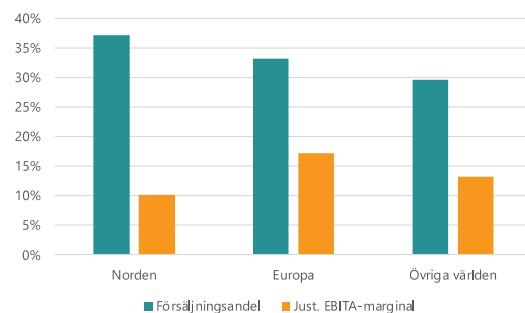
Omsättningsandel per geografiskt segment rullande 12-mån



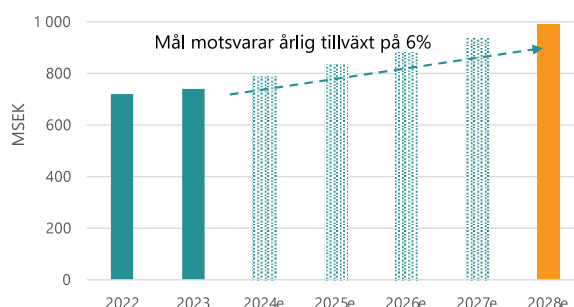
Källa: Bolaget, Analysguiden.

Europa har högst lönsamhet

Omsättningsandel och marginal rullande 12-mån



Mål på 1 000 MSEK motsvarar årlig organisk tillväxt på 6%



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.

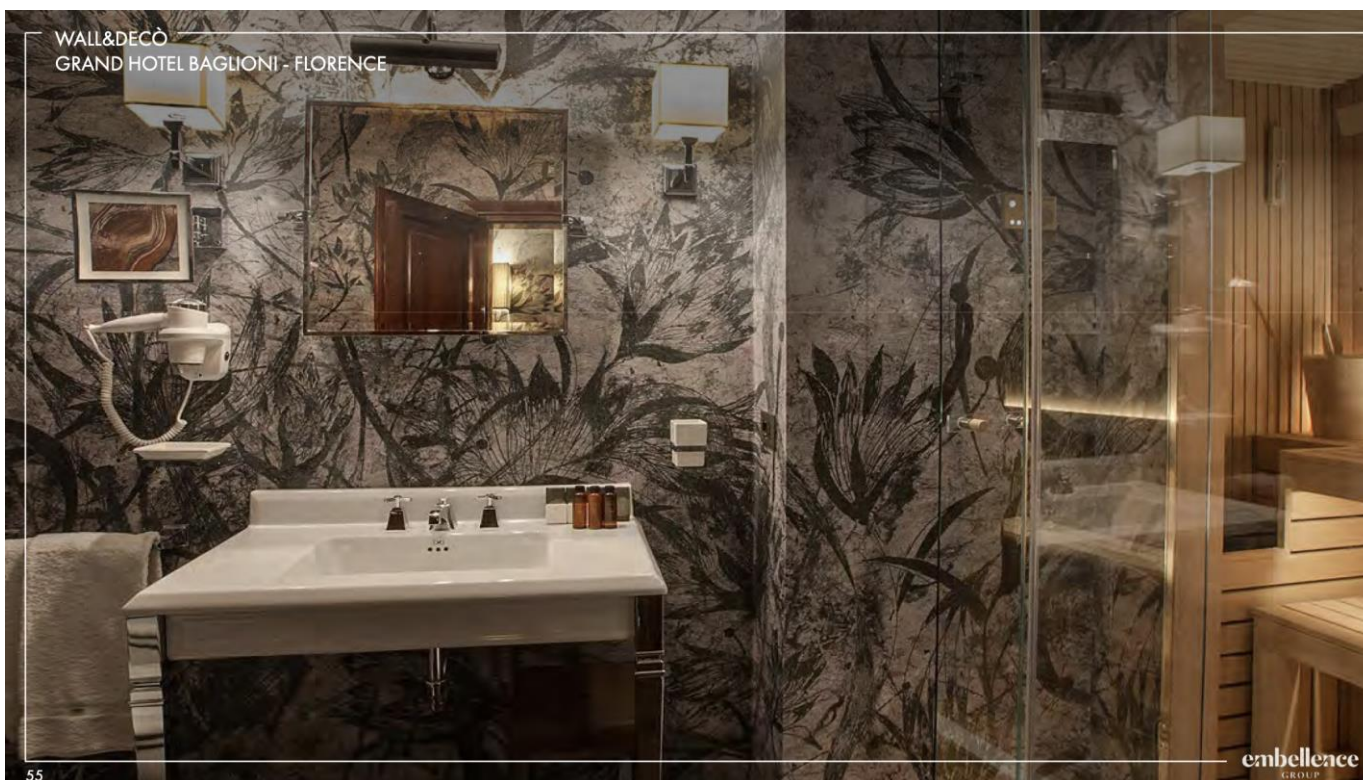
Valuta- och råvarurisker

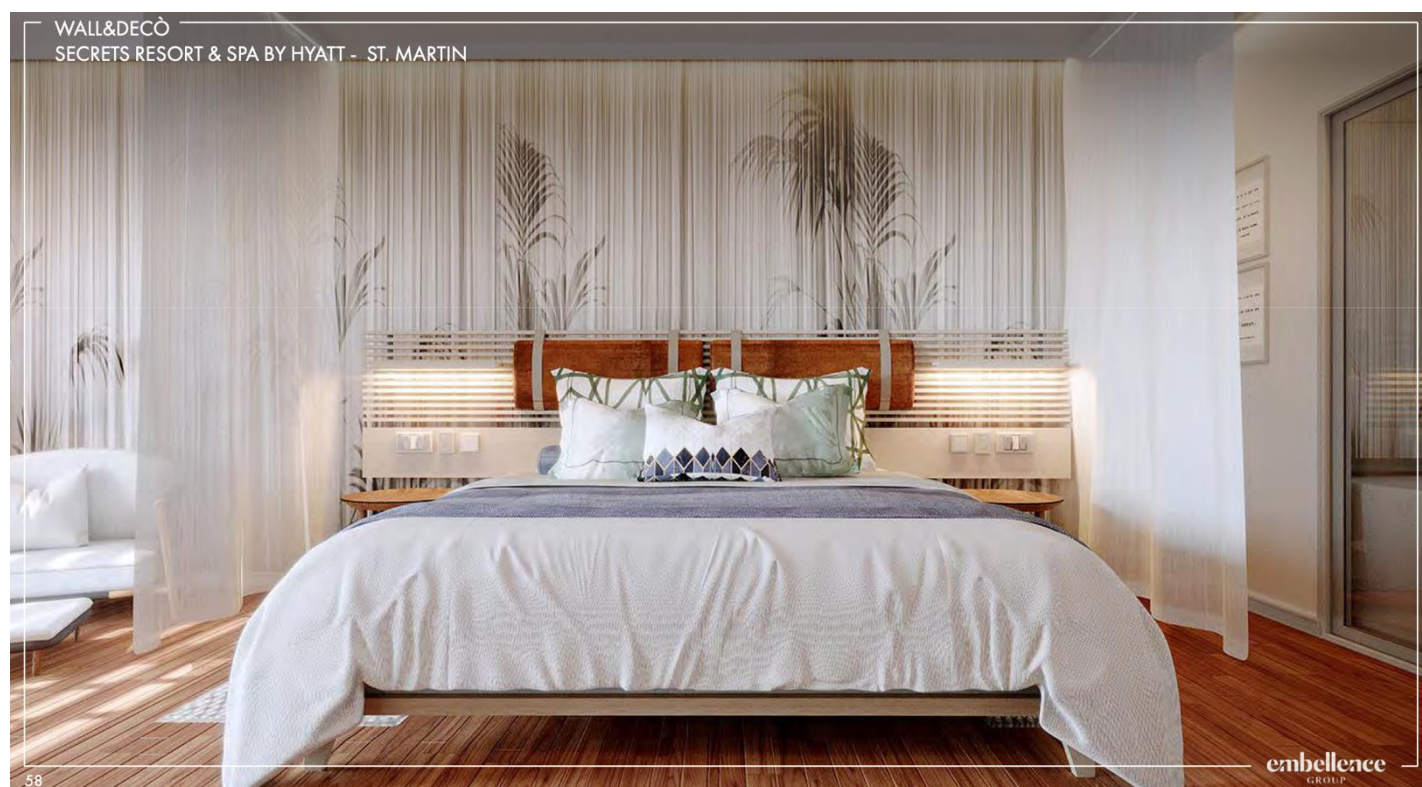
Stigande råvarupriser, fluktuerande valutakurser och högre fraktkostnader kan innebära högre kostnader för Embellence Group. Om bolaget inte lyckas föra över kostnadsökningarna till kunderna via prishöjningar finns risken att koncernens lönsamhet påverkas negativt.

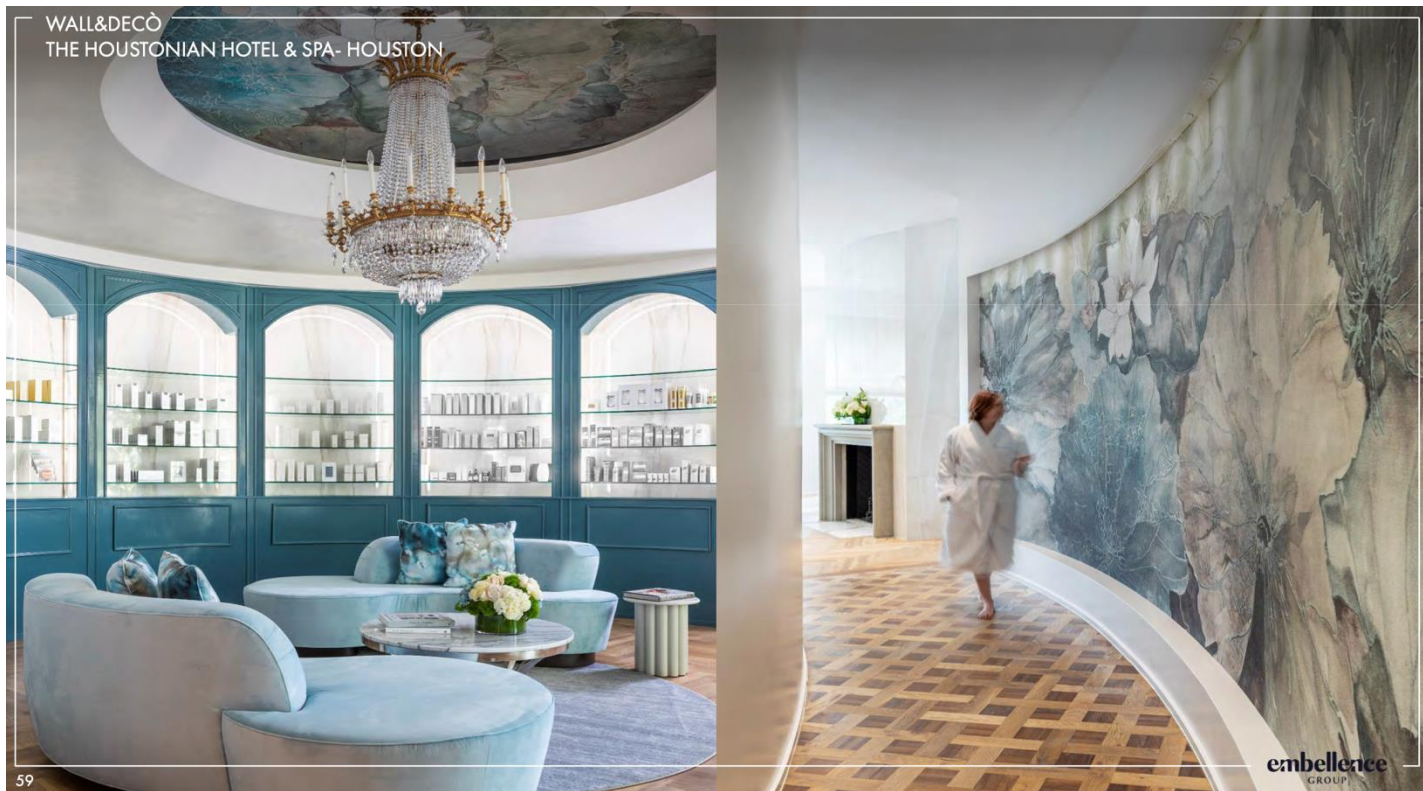
Konkurrens och teknologisk utveckling

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.

Appendix







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