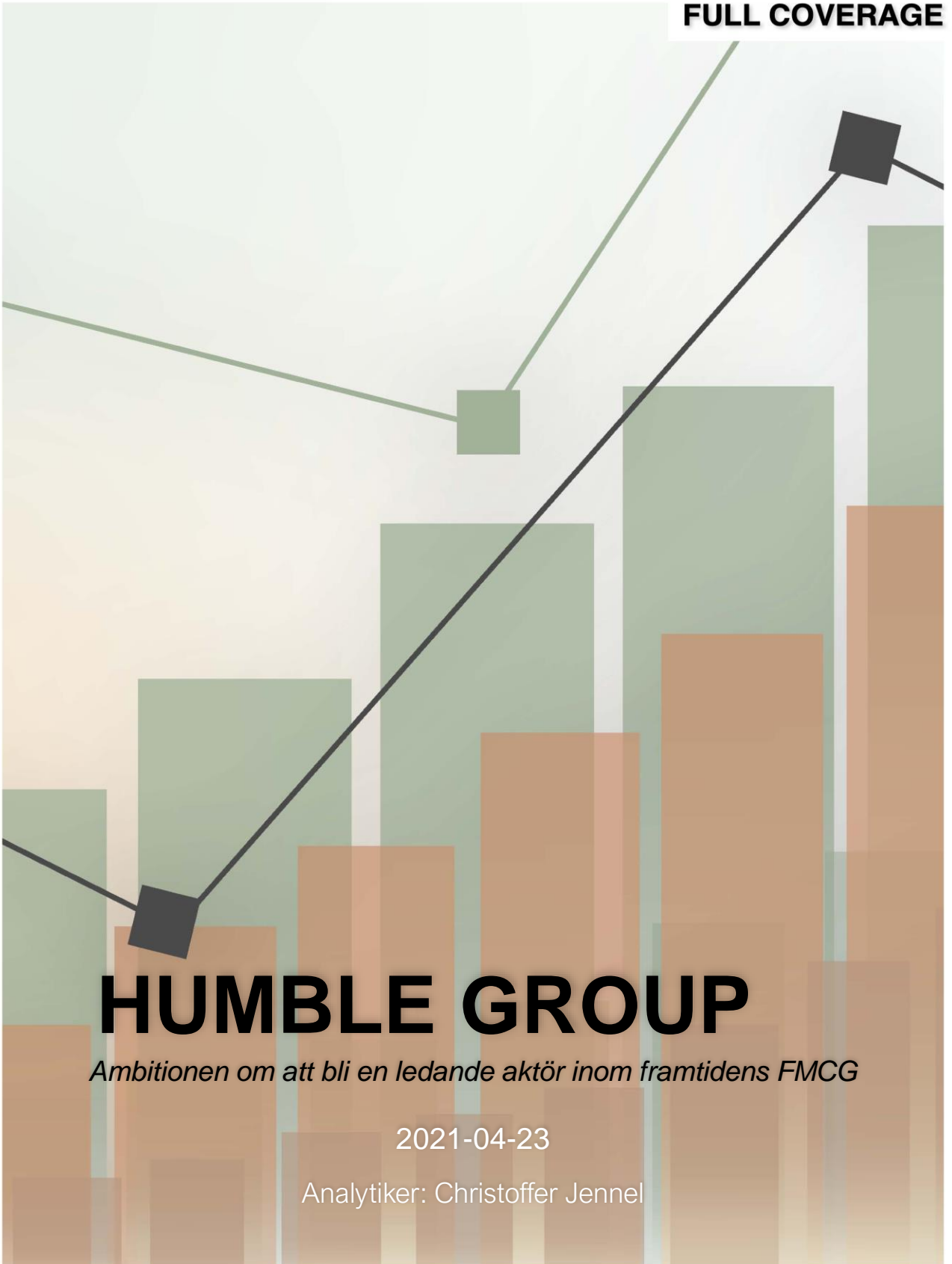


# AKTIEANALYS

FULL COVERAGE



## HUMBLE GROUP

*Ambitionen om att bli en ledande aktör inom framtidens FMCG*

2021-04-23

Analytiker: Christoffer Jennel

**Analyst Group grundades 2014**, en tid då informationen att tillgå gällande små- och medelstora bolag ansågs vara bristfällig. Därför valde Analyst Groups grundare att starta upp en analystjänst med visionen att belysa och sprida korrekt information för att ge bättre stöd i investeringsbeslut.

**Idag är Analyst Group** ett snabbväxande analyshus med huvudsäte i Stockholm och med filial i Lund. Vi arbetar utifrån värdeorden engagemang, passion och förtroende, med ambitionen att skriva korrekta och objektiva analyser. Därför erbjuder vi två typer av analys. Vi erbjuder dels bolag som vi anser intressanta, att på uppdrag, utföra analyser mot ersättning. Samtidigt tillhandahåller vi oberoende analyser på bolag som vi anser har särskilt intressant investeringsidé.

**Vår vision** är att vara den bästa informationslänken mellan de många investerarna och företagen.

Som länk mellan investerare och företag ger vi stöd i investeringsbeslut, kapitalallokering och kommunikationsvägar.

---

Vi tror på att hjälpa företag och investerare att bättre förstå varandra

# INNEHÅLL

Humble Group AB (publ) ("Humble" eller "Bolaget") är en Food Tech-koncern med produkter inom segmenten *Better For You*, *Functional Foods* och *Eco- & Sustainability*. Bolaget säljer socker- och kalorireducerande såväl som proteinrik och vegansk konfektyr/snacks samt dryck. Varumärken inom denna vertikal är b.l.a. Pändy, Tweek, EC-GO, Green Star och Slender Chef. Vidare säljer Humble hållbara munhälsovårdprodukter inom varumärket The Humble Company. Sedan Bolagets start har Humble även utvecklat och därtill säljer sötade fibrer och sötningsmedel, EUREBA och NAVIA, där förstnämnda kan ersätta socker i en ett-till-ett skala, som dessutom används i flertalet av Bolagets egna produkter. Koncernen driver en expansiv förvävsstrategi i syfte att konsolidera innovativa och autonoma bolag inom framtidens *Fast-Moving-Consumer-Goods* (FMCG), under en decentraliserad styrningsmodell. Humble är noterad på Nasdaq First North Growth Market sedan den 12:e November 2014.

## INNEHÅLLSFÖRTECKNING

Introduktion	4
Kommentar Q4-20	5
Kommentar på senaste förvärven samt kapitalanskaffning	6
Investeringsidé	7
Bolagsbeskrivning	8-10
Marknadsanalys	11-13
Finansiell prognos	14-18
K3-regelverket	19
Värdering	20-22
Bull & Bear	23
Ledning & styrelse	24-25
Appendix	26-27
Disclaimer	28

### VÄRDEDRIVARE

9 av 10

Efter att ha exekverat på sin expansiva M&A-strategi har Humble dels lyckats breddat sin produktportfölj, dels säkrat hela värdekedjan inom Food-Tech, från ingredienssteknologi till tillverkning & distribution till varumärken. Förvärvet av The Humble Company öppnar inte enbart upp en ny vertikal utan tillgodoser dessutom koncernen med ett extensivt distributionsnätverk som möjliggör en uppskalning av produktion, synergieffekter och marginalexpansion. Vidare bedömer Analyst Group att Humbles möjligheter att resa kapital som goda, givet att Bolaget är lönsamma på proformabasis samt innehar en stark ägarbas.

### HISTORISK LÖNSAMHET

6 av 10

Historiskt har Humble uppvisat ett negativt rörelseresultat, och på rullande tolv månader är även nettoresultatet negativt. Efter förvärvet av The Humble Company har koncernens finansiella profil dock förbättrats avsevärt och för 2020 redovisade Humble ett justerat rörelseresultat före avskrivningar om ca 50,4 MSEK, på proformabasis. Framöver bedömer Analyst Group att Humbles möjligheter att uppvisa lönsamhet på rörelsenivå som goda. Viktigt att ha i åtanke dock är att Humble redovisar i enlighet med K3 vilket innebär höga goodwill-avskrivningar vilket påverkar rörelseresultat såväl som nettoresultatet. Betyget är endast baserat på Bolagets historik och är ej framåtblickande.

### LEDNING & STYRELSE

9 av 10

Ledningen och styrelsen i Humble består av ett team med god kompetens och erfarenhet från diverse olika, men för Humble relevanta, industrier, där flera i styrelse dessutom har erfarenhet av att göra förvärv. Ägarbildningen är mycket stark i Humble, med ett insiderägande som överstiger 40 % av de utestående aktier, där bland annat Stillfronts VD Jörgen Larsson finns med som en av ägarna med ett ägande om ca 1,9 %. Även affärsmannen och investeraren Håkan Roos har ett ägande i Humble som uppgår till ca 7,6 % av kapitalet.

### RISKPROFIL

3 av 10

Riskprofilen i Humble har reducerat avsevärt i takt med att Bolaget har växt koncernen och säkrat hela värdekedjan, samtidigt som flera av de förvärvade dotterbolagen även bidrar positivt till Humbles konsoliderade lönsamhet. Givet låg finansieringsrisk som ett resultat av god lönsamhet på rörelsenivå före avskrivningar, bedöms risken i Humble vara på sina lägsta punkt hittills. Analyst Group anser att riskprofilen kommer att minska ytterligare framgent i takt med att Humble fortsätter att vara framgångsrika i sin förvävsstrategi och genom att bredda koncernen inom befintliga såväl som nya vertikaler, erhålls diversifierade intäktströmmar.

Analyst Groups betygsättning utgår från fyra huvudparametrar där varje huvudparameter består av ett flertal underparametrar med individuell betygsättning, vilka summerar till ett viktat slutbetyg för varje huvudparameter.

Värde drivare, Historisk Lönsamhet och Ledning & Styrelse sträcker sig från 1 till 10, där 10 är högsta betyg.

Riskprofil sträcker sig från 1 till 10, där 10 är att anse som högst risk.

Humble har på kort tid transformerats från ett icke-lönsamt ingrediens teknologibolag till en snabbväxande och lönsam Food Tech-koncern som verkar inom FMCG-industrin, primärt inom segmenten *Better-For-You* och *Functional Foods*. Under år 2020 implementerade Humble en expansiv M&A-strategi, för att konsolidera autonoma och innovativa bolag i en annars fragmenterad Food Tech-industrin, till låga värderingar. Förvärvet av The Humble Company öppnade upp en ny vertikal för Humble, Eco- och Sustainability, och koncernen positionerar sig nu för att bli en ledande aktör inom framtidens FMCG-produkter. Humble har värderats utifrån 2021 års estimerade försäljning om 830,7 MSEK och med tillämpad P/S-multipel, härleds ett värde per aktie om 34,9 kr i Base scenario.

#### ▪ Q4-rapporten var den starkaste i Humbles historia

Nettoomsättningen för Q4-20 var 17 MSEK (1,3) vilket i relation till samma period föregående år motsvarar en tillväxt om 1 185 %, mycket hänfört till de förvärv som genomförts under 2020. Det justerade EBITDA-resultatet förbättrades avsevärt och uppgick till -1,8 MSEK, en förbättring om 56 % jämfört med Q4-19. På proformabasis uppgick nettoomsättningen samt det justerade EBITDA-resultatet till 114,7 MSEK respektive 13,7 MSEK, vilket motsvarar en EBITDA-marginal om 12 %.

#### ▪ Senaste förvärvet är en *Game Changer*

Förvärvet av The Humble Group medför en starkt finansiell profil och tillika framtidsutsikter. Förutom att koncernens konsoliderade lönsamhet och kassaflöde förbättras, ges flertalet synergieffekter som exempelvis bättre möjligheter att expandera globalt, korsförsäljning, marknadsföring och distribution. Förvärvet breddar även koncernens produkterbjudande och medför diversifierade intäktsströmmar, vilket dels ger goda förutsättningar för stark organisk tillväxt framgent, dels sänker riskprofilen för Humble som helhet.

#### ▪ Nya finansiella mål

Den 26 mars 2021 fastställde Humble nya finansiella mål för koncernen fram till år 2025.

#### Nettoomsättning om 8 mdSEK

Drivet av organisk tillväxt (mål om 10 % årligen) i kombination med förvärv.

#### Lönsamhet: 10 % justerad EBITDA-marginal

Målsättningen avser på proformabasis.

#### Kapitalstruktur: Nettoskuld/EBITDA < 2,5

Nettoskulden i förhållande till rullande tolv månader justerad EBITDA ska inte överstiga 2,5 gånger<sup>1</sup>.

#### Utdelningspolicy

Styrelsen har antagit en utdelningspolicy som fastställer att överskottet ska delas ut till aktieägarna när det fria kassaflödet överstiger tillgängliga investeringar i lönsam tillväxt<sup>2</sup>.

#### AKTIEKURS | 23,8 kr

#### VÄRDERINGSINTERVALL: 2021 ÅRS PROGNOSS

**BEAR**  
22,1 kr

**BASE**  
34,9 kr

**BULL**  
45,9 kr

#### HUMBLE GROUP

Senast betalt (2021-04-22)	23,8
Antal Aktier (st.)	178 655 992
Market Cap (MSEK)	4 252,0
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	-444,2
Enterprise Value (MSEK)	3 810,8
V.52 prisintervall (SEK)	32,5-1,6
Lista	Nasdaq First North Growth Market

#### UTVECKLING

1 månad	1,1 %
3 månader	48,4%
1 år	1264,9 %
YTD	59,1 %

#### HUVUDÄGARE: HOLDINGS 2021-03-31

Noel Abdayem	14,6 %
Håkan Roos (RoosGruppen)	7,6 %
Thomas Petrén	7,0 %
Simon Petrén	3,4 %
Tommy Jönsson	3,2 %

#### VD OCH ORDFÖRANDE

Verkställande Direktör	Simon Petrén
Styrelseordförande	Peter Werme

#### FINANSIELL KALENDER

Kvartalsrapport 2 2021	2021-05-28			
Prognos (Base), MSEK	2020 Proforma	2021E	2022E	2023E
<b>Nettoomsättning</b>	<b>433,4</b>	<b>807,2</b>	<b>928,3</b>	<b>1 067,5</b>
Omsättningstillväxt	7170,5%	86,2%	15,0%	15,0%
<b>Bruttoresultat</b>	<b>154,5</b>	<b>332,6</b>	<b>378,1</b>	<b>440,4</b>
Bruttomarginal	34,3%	40,0%	39,2%	39,7%
<b>EBITDA</b>	<b>50,4</b>	<b>96,5</b>	<b>119,6</b>	<b>142,9</b>
EBITDA-marginal	11,6%*	11,6%	12,4%	12,9%
P/S	9,4	5,1	4,4	3,8
EV/S	8,5	4,6	3,9	3,4
EV/EBITDA	72,7	38,4	30,6	25,6

<sup>1</sup>Bolaget kan dock, under särskilda omständigheter, välja att överstiga denna nivå under kortare perioder i samband med förvärv.

<sup>2</sup> Utdelning till aktieägarna förutsätter att kapitalstrukturmålet är uppfyllt.

# KOMMENTAR Q4

## Starkaste kvartalet i Humbles historia

**1185 %  
OMSÄTTNINGSG-  
TILLVÄXT  
UNDER Q4-20**

Genom att implementera en aggressiv förvävsstrategi under år 2020 lyckades Humble lyfta nettoomsättningen till 17 MSEK (1,3 MSEK) vilket motsvarar en omsättningstillväxt om hela 1 185 % jämfört med Q4-19, samtidigt som det justerade EBITDA-resultatet förbättrades med 56 % och uppgick under Q4-20 till -1,75 MSEK. Det justerade EBITDA-resultatet tar inte hänsyn till poster som Bolaget bedömer vara av engångskaraktär och därmed inte återkommande, varför en mer rättvis bild av utvecklingen kan ges. EBIT-resultatet å andra sidan minskade från -4,8 MSEK till -27,1 MSEK, på en icke justerad basis, och kan till stor del hänföras till ökade avskrivningar som delvis är ett resultat av rörelseförvärven och dels av att Bolaget fortfarande redovisar i enlighet med K3-ramverket, vilket bland annat innebär att goodwill måste skrivas av löpande, något som genererats i takt med rörelseförvärven under år 2020.

## Humble redovisar ett positivt EBITDA-resultat för året 2020 på proformabasis

**114,7 MSEK  
NETTO-  
OMSÄTTNING  
UNDER Q4-20  
(PROFORMA)**

Nettoomsättningen samt det justerade EBITDA-resultatet under år 2020 på proformabasis uppgick till 433,4 MSEK respektive 50,4 MSEK, motsvarande en EBITDA-marginal om ca 11,6 %. Proformasiffrorna väver samman resultaten från samtliga rörelseförvärv under 2020 (Pändy, Tweek, Koppers Candy, AmerPharma, Green Sales Distribution samt Golden Athlete) samt det senaste förvävsavtalet The Humble Company, som om de hade utgjort en del av Humble Group sedan 2020-01-01. För det fjärde kvartalet uppgick nettoomsättningen på proformabasis till 114,7 MSEK och det justerade EBITDA-resultatet till 13,7 MSEK, motsvarande en EBITDA-marginal om ca 12 %.

## Humble fortsätter utvecklas under god kostnadskontroll

**FÖRVÄRV  
MEDFÖR  
SYNERGI-  
EFFEKTER**

Övriga externa kostnader, som utgör Humbles största kostnadspost, ökade under Q4-20 med 326 % till -11,6 MSEK jämfört med motsvarande kvartal föregående år, vilket är avsevärt lägre än vad den organiska nettoomsättningen växte med. Vidare uppgick personalkostnaderna under fjärde kvartalet till 5,5 MSEK, motsvarande en ökning med 502,8 % jämfört med Q4-19, vilket också är lägre än den organiska nettoomsättningstillväxten för samma period. Detta är ett tecken på att synergieffekterna från rörelseförvärven har börjat realiserats inom koncernen. Vi är av uppfattningen att Humbles fortsatta bygge av en framtida FMCG-koncern (Fast-Moving-Consumer-Goods) kan skapa ytterligare synergier, vilket antas mynna ut i stärkta rörelsemarginaler framgent. Vad som blir viktigt för Humble, å andra sidan, är att framgångsrikt integrera gjorda såväl som framtida förvärv in i koncernen, vilket hittills varit lyckosam, och var något som VD Simon Petrén kommenterade i VD-ordet, att utifrån Humbles decentraliserade styrningsmodell behålla samt värna om bolagens egen bolagskultur istället för att omforma den. Detta anser vi är rätt tillvägagångssätt för Humbles fortsatta förvävsstrategi.

## Sammanfattande kommentar om rapporten

**STARK  
TILLVÄXT I  
KORTEN**

År 2020 var året då Humble blev en koncern inom Food Tech snarare än enbart ett innovativt råvaruteknikbolag med sockerersättande fibrer som ersätter socker 1:1. De sex rörelseförvärv som genomförde under 2020 har möjliggjort en attraktiv näringskedja inom Humble-koncernen, från ingredienssteknologi med EUREBA, till tillverkning och distribuering i form av t.ex. AmerPharma och Kopper Candy, och slutligen starka varumärken inom Food Tech så som Pändy, Tweek och DeBron. Utöver de uppenbara synergieffekter som detta medför, i kombination med förvärvet av The Humble Company, möjliggörs mer diversifierade intäktströmmar och skalfördelar för Humble. Med siktet inställt på att förvärva fler bolag, för att på så vis skapa framtidens FMCG-koncern, är vi av uppfattningen att Humble kommer leverera ett ytterligare år av stark tillväxt, med en förbättrad lönsamhet. Vi väljer att revidera tidigare motiverat värde i ett Base scenario, från 13,14 kr till 30 kr per aktie.

# KOMMENTAR PÅ SENASTE FÖRVÄRVEN SAMT KAPITALANSKAFFNING

---

Humble Group ("Humble" eller "Bolaget") kommunicerade den 15 april 2021 att fem nya bolag samt två fastigheter har förvärvats. I samband med detta meddelades därtill att Bolaget framgångsrikt genomfört en nyemission om 20 miljoner aktier via ett accelererat book-building förfarande, som tillför Bolaget ca 502 MSEK.

Den totala köpeskillning för de fem förvärvade bolagen uppgår till 78,5 MSEK, och de två fastigheter köps för ca 36,9 MSEK, varav ca 41,2 MSEK ska erläggas kontant och resterande 74,2 MSEK (motsvarande 64 % av totala köpeskillningen) ska betalas i form av nyemitterade aktier. Tillsammans genererar de förvärvade bolagen ca 309 MSEK i årliga intäkter med ett justerat EBITDA-resultat om 29,2 MSEK.

De förvärvade bolagen är alla verksamma inom Food Tech och stärker Humbles produktportfölj i den vertikalen:

- **Grahns Konfektyr AB** är en ledande svensk godistillverkare med brett sortiment och stark position inom sockerfritt och socker-reducerat godis.
- **Kryddhuset i Ljung AB** är en ledande tillverkare av kryddor och kryddblandningar
- **Performance R Us AB, Nordic Sports Nutrition AB** och **Viterna AB** är tre olika sportnutritionsbolag med egna varumärken och bred distribution i sport- och fackhandel i Norden

Nettolikviden från nyemissionen är avsedd att användas för att stödja tillväxtinitiativ, främst genom ytterligare förvärv, och för att upprätthålla finansiell flexibilitet.

## Vår syn på förvärven och kapitalanskaffningen

Humbles senaste kapitalanskaffning är ett riktigt styrkebesked, att med den snabbhet och kvalitet på tagarna i nyemissionen kan få in över en halv miljard kronor visar på det stora intresset som finns för Bolaget och tillika branschen i sig. De förvärvade bolagen stärker Humbles redan starka produktportfölj inom Food Tech och görs dessutom till en, på aggregerad nivå, attraktiv multipel. Med en årsintäkter om 309 MSEK och ett EBITDA-resultat om 29,2 MSEK, görs köpet till en aggregerad P/S samt EV/EBITDA-multipel om ca 0.3x respektive ca 3x. Humble fortsätter skapa aktieägarvärde genom att utnyttja värderingsgapet mellan noterat och onoterat, vilket ger en attraktiv hävstång för Humble som ett noterat bolag. Det bolag som särskilt sticker ut är Grahns Konfektyr som senaste åren uppvisat fin tillväxt med ökad lönsamhet, där bolaget har levererat en CAGR om ca 46 % under 2016-2019 samt stärkt EBITDA-resultatet under samma period med i genomsnitt 11 % per år. De övriga bolagen har haft en relativt stillastående omsättning där å ena sidan Performance.R.us har stärkt lönsamheten senaste åren men där Kryddhuset i Ljung har å andra sidan visat på det motsatta. Analyst group anser dock att, med tillgång till Humbles extensiva distributionsverk i kombination med tydliga synergieffekter som tillkommer i samband med konsolidering av de förvärvade bolagen, finns förutsättningarna för att Humble ska lyckas öka omsättningen och tillika lönsamheten för dessa bolag. Att Humble även förvärvat fastigheterna på vilka Grahns Konfektyr AB tillverkar sina produkter ser positivt på då det möjliggör ökade volymer samt skapar ytterligare synergieffekter inom produktion och utveckling.

# INVESTERINGSIDÉ

## 2020 var året då Humble blev en heltäckande Food Tech-koncern

Vid ingången av 2020 var Humble ett råvaruteknikbolag som enkom fokuserade på ingrediens-teknologi, som utvecklat sötade fibrer med förmågan att kunna ersätta socker i en skala om ett-till-ett, vilket de är än idag, till vår kännedom, ensamma om. I samband med förvärvet av Pandy Foods som genomfördes i inledningen av 2020 antog Humble en förvärvsstrategi för att konsolidera innovativa bolag i den annars fragmenterade och snabbväxande marknaden som Food Tech-industri kännetecknas som. Efter förvärvet av The Humble Company som genomfördes i Q1-21 ändrade Humble namn från Bayn Group till Humble Group, och i kombination med övriga sex förvärv under 2020 har Humble blivit en koncern inom Food Tech, med ambitionen om att bli en ledande aktör inom framtidens FMCG-produkter. Förvärven har, förutom att ha tillgodosett Humble med hela värdekedjan inom Food Tech, även stärkt den finansiella profilen, då Humble har förvärvat snabbväxande bolag som överlag är av relativt god lönsamhet, där bland annat The Humble Company har uppvisat ett justerad EBITDA-marginal om ca 40 % senaste två åren. Utöver stärkta marginaler och kassaflöden, tillför The Humble Company ett omfattande distributionsnätverk, *know-how* inom FMCG och starkt varumärke, som Humbles övriga dotterbolag kan kapitalisera på. Analyst Group är av uppfattningen att Humble därför står inför en marginalexpansion framöver som ett resultat av realiseringen av synergieffekter och tillkommande skalfördelar.

## Humble verkar inom marknader i god tillväxt och kan kapitalisera på globala megatrender

I kölvattnet av pandemin har vikten av att leva ett hälsosamt liv blir tydligare än någonsin, där exempelvis diabetiker eller överviktiga utgör riskgrupper, varför viruset tenderar att drabba dessa människor hårdare. Det finns tydliga tecken på ett ökat hälsofokus globalt, där dels konsumenter börjat på riktigt adressera problemet avseende överkonsumtion av socker, dels regeringar som i större utsträckning implementerat sockerskatter i syfte att få ned den allmänna konsumtionen. Sockerreducerande produkter är mer utbredd inom dryckesindustrin fram till dags dato, där aktörer som Coca Cola och Pepsi länge har haft sockerfria substitut, men de senaste åren har en större bredd inom mat även nåtts, i synnerhet inom FMCG-produkter. Skiftande demografi är en av flera förklaringar, där en ny generation av konsumenter växer fram bestående av *millennials* och generation Z, som får en allt större del av den totala populationen, varför dessa således får ett större inflytande. Den nya generationen kännetecknas av att inneha ett unikt *mindset*, som attraheras av diverse hälsotrender, något pandemin enbart har förstärkt. Den globala matmarknaden inom hälsa och välmående värderades under år 2020 till 764 mdUSD och väntas vara värd över 1000 mdUSD år 2027, motsvarande en tillväxt om ca 5% årligen. Detta väntas drivas av ett ökat hälsofokus globalt, där konsumenter eftersöker mer hälsosamma produkter med mindre socker och mer närings- och proteinrikt innehåll.

## Stort insiderägande ingjuter starkt förtroende

Efter förvärvet av The Humble Company blir Noel Abdayem, tidigare VD för bolaget, största aktieägaren i Humble med ett ägande om ca 14,6 % av Bolaget. Tillsammans med Humbles övriga styrelse och ledning överstiger insiderägandet 40 %, vilket ingjuter starkt förtroende för att personerna bakom Humble kommer agera för att skapa aktieägarvärde framgent.

## Prognos och värdering: en sammanfattning

Förvärvet av The Humble Company anser Analyst Group är något av en *Game Changer* för Humble, som dels öppnar upp flertalet dörrar rent operationellt i termer av geografisk expansion och därtill skalfördelar, dels bidrar starkt till koncernens lönsamhet och tillika kassaflöde. För år 2021 estimeras Humble nå en försäljning om 830,7 MSEK, och utifrån en relativvärdering, har P/S 7,5x satts som målmultipel, vilket motiverar ett värde per aktie om 34,9 kr.

## Förvärvsstrategin medför flertalet möjligheter - men även risker

Humble har visat sig vara framgångsrika i att utnyttja värderingsgapet mellan onoterat och noterat genom sin uttalade M&A-strategi. Detta efter att Humble under år 2020 har förvärvat bolag till betydligt lägre värderingsmultiplar än vad de själva värderats för, och genom att finansiera förvärvet med en mix av egna nyemitterade aktier och kontanter tillåts värderingsgapet utnyttjas effektivt och innebär således att utspädningseffekten för befintliga aktieägare minskar. Viktigt att ha i åtanke å andra sidan är att Humble har en kort historik som ett förvärvsdrivet bolag, och givet dess aggressiva förvärvsstrategi kan komplikationer tillkomma framgent i form av integreringsrisk, en risk som dock Humbles decentraliserade styrningsmodell reducerar.



5 %  
ÅRLIG  
MARKNADS-  
TILLVÄXT

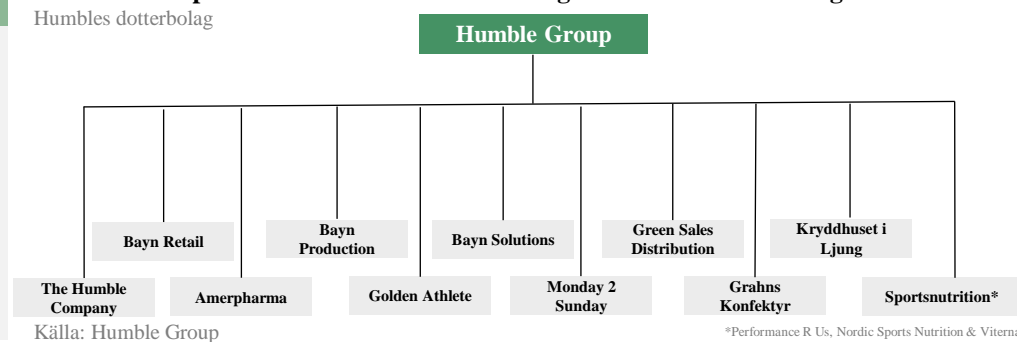
40%  
INSIDER-  
ÄGANDE

34,9 KR  
PER AKTIE I  
ETT BASE  
SCENARIO

**Humble Group** är en Food Tech-koncern som verkar inom *Better For You*, *Functional Foods* och *Eco- & Sustainability*, vari bolaget, via sina dotterbolag, tillhandahåller hela värdekedjan, från råvaror och tillverkning, till försäljning och marknadsföring. Humble ämnar växa dels organiskt men även genom noga utvalda förvärv, där Bolaget har en uttalad expansiv M&A strategi med en decentraliserad styrningsmodell, som går ut på att aktivt identifiera, utvärdera och förvärva autonoma Food Tech-bolag som är aktiva inom FMCG, Fast-Moving-Consumer-Goods. FMCG är produkter som säljs snabbt och till ett relativt lågt pris, allt från paketerad mat, dryck, godis och hygienartiklar. Primärt har Bolaget fokuserat på att förvärva Food Tech-bolag inom nischen *Better-For-You*, vilket är nyttigare alternativ till snacks, men i samband med det senaste förvärvet av munhälsövårdsföretaget The Humble Company tar sig Humble in i en ny snabbväxande vertikal inom FMCG, vilket är Eco- and Sustainability. Humble Groups produkter säljs delvis via distributörer i fysisk butik samt online, men likväl via egen E-handel.

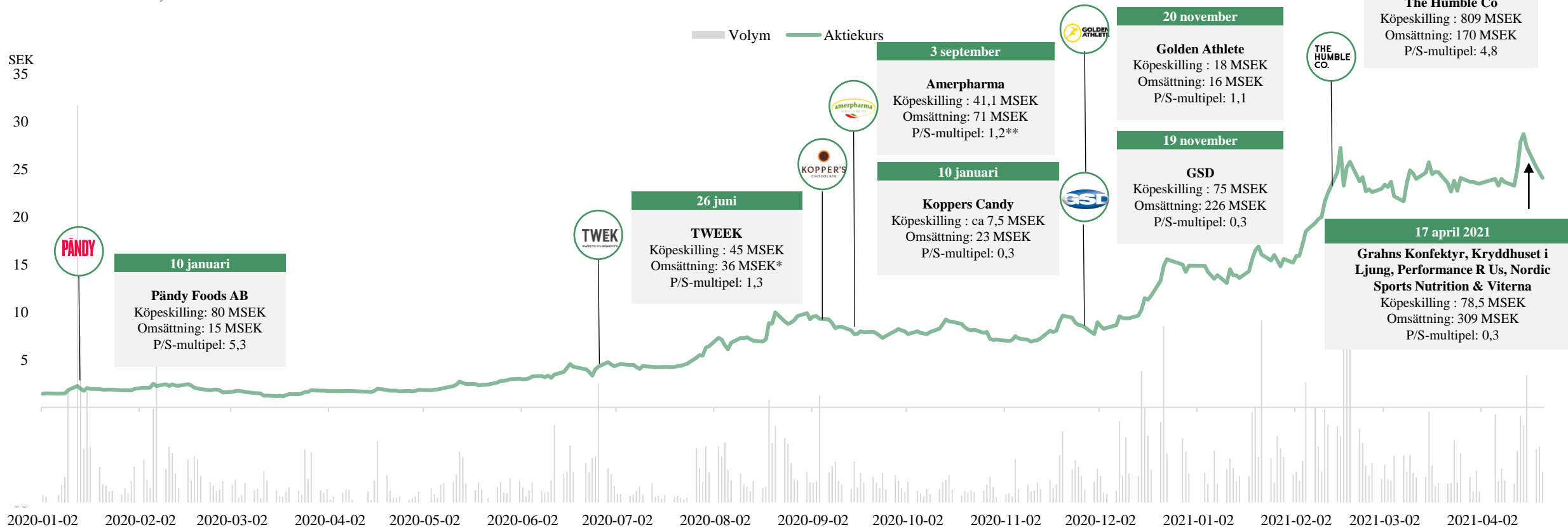
**Humble Group- koncernen består fram till dags dato av 13 dotterbolag**

Humbles dotterbolag



**2020 utgjorde startskotten för Humble Group, där Bolaget har transformerats från ett råvaruteknikbolag till en koncern inom Food Tech och därmed byggt en strukturell plattform, vilket har möjliggjorts via sex förvärv inom Fast-Moving-Consumer-Goods (FMCG). Förvärvet av The Humble Company leder Humble in på ny vertikal, Eco & Sustainability.**

Humbles aktiekurs samt volym





# BOLAGSBESKRIVNING

För att förstå Humble behövs en förståelse för Bolagets dotterbolag. Nedan illustreras respektive bolag inom de olika delarna av värdekedjan som Humble möjliggjort via förvärv, från ingredienssteknologi, till tillverkning/distribution och varumärkesportfölj. The Humble Group, som öppnar upp en ny vertikal för Humble, presenteras på sida 10.

## Ingredienssteknologi och FoU

**Bayn Solutions** (fd. EUREBA & NAVIA) – Humble har utvecklat sötade fibrer, så kallad EUREBA, som består av en homogen sammansättning av b.l.a. kostfibrer och högentensivt sötningsmedel. Produkten är en färdig lösning som kan användas för att ersätta eller reducera användandet av socker i produktion. Det som är unikt med EUREBA är att de utvecklade sötade fibrerna kan ersätta socker i en skala ett-till-ett utan att smak, textur och konsistens påverkas. Vidare säljer Bolaget rena råvaror som består av ett sortiment av växtextrakt, primärt Stevia, och erbjuds i form av pulver eller granulat. Dessa råvaror adresserar större livsmedelsföretag med en egen produktkapacitet, och går under namnet NAVIA.



## Urval av kunder



## Tillverkning och distribution

**Bayn Production** (fd. Koppers Candy Sweden AB) – Är en ledande svensk tillverkare av fiberbaserat och sockerreducerat godis i Sverige, och tillhandahåller ett fullskaligt godis-sortiment av olika slag. Tweek är idag en av de största och viktigaste kunder till Koppers, och förvärvet gjordes för att dels säkerställa hög innovationsgrad inom produktutveckling, dels få tillgång till en egen tillverkningsanläggning där Humble kan producera större mängder av b.l.a. EUREBA. Därtill kan ökad kostnads-effektivitet uppnås, vilket b.l.a. medför lägre produktionskostnader för Tweek.



## Urval av kunder/återförsäljare

**TWEK**  
SWEETS WITH BENEFITS

**Amerpharma** – Är en marknadsledande europeisk aktör med tillverkning inom socker- och kalorireducerande såser, sylt och sirap, Bolaget säljer under egna varumärken men erbjuder även *private label* åt sina hundratals kunder i Europa, Asien, USA och Mellanöstern. Amerpharma lägger stort fokus på innovation såväl som produktutveckling, vilket har b.l.a. resulterat i att bolaget de senaste åren varit framgångsrika i att ta fram nya unika livsmedelsprodukter där socker har ersatts med antingen protein eller naturliga sötningsmedel. Amerpharma har en historik av hög tillväxt såväl som lönsamhet, och har växt med ca 50 % under de tre senaste åren.



**Green Sales Distribution** - Leverantör inom ekologiska- och lifestyleprodukter inom FMCG, och innehar flertalet ledande varumärken inom funktionellt godis inom kategorier som veganskt, sockerfritt och laktosfritt, så som Green Star och DeBron. Med förvärvet tillkom således rättigheterna till de ekologiska godismärket EC-GO, som b.l.a. säljs på Apotea. GSD har uppvisat en stadig omsättningstillväxt samt stigande EBIT-resultat de senaste fem åren.



**DOLLAR\$STORE**  
Mighty fine prices Every Day

**apotea.se**

**Grahns Konfektyr AB** – Är en svensk godistillverkare med ett stort sortiment av diverse godistyper, och innehar en marknadsledande ställning i Sverige. Bolaget har senaste åren byggt upp en stark position inom sockerfritt- och sockerreducerande godis, och Humble har identifierat tydliga synergier för att accelerera tillväxten och tillika lönsamheten ytterligare inom koncernen. Vidare kan Humble tillföra kompetens inom produktion och sockerreduktion genom egenutvecklade EUREBA och NAVIA. Med Grahns Konfektyr och dess produktionsanläggningar finns således möjligheterna att skala upp tillverkningen av Tweek och Pändy.



**Axfood**

**Candy King**  
Life is sweet.

**Kryddhuset i Ljung AB** – Är en ledande tillverkare av kryddor samt kryddblandningar, och har sedan tidigare en stark relation till Humbles andra dotterbolagn GSD. Bolaget har ett starkt fokus på ekologisk- och hållbar tillverkning samt naturliga råvaror, vari ett brett sortiment av diverse kryddmixar erbjuds. Förvärvet genomfördes då Humble ser potentiella synergier med utbyggnation för tillverkning och blandning för det växande sortimentet av EUREBA- och NAVIA-lösningar.



# BOLAGSBESKRIVNING

## Varumärken

**Monday 2 Sunday (fd. Pandy Foods)** - FMCG-bolag som säljer hälsosamma, sockerreducerande samt proteinrikt livsmedel, som t.ex. proteinbars, godis, linschips och energidryck till konsumenterna. Produkterna marknadsförs till de konsumenterna som söker "guilt-free indulgence", med andra ord att man kan unna sig sötsaker med gott samvete, givet det låga sockerinnehållet. Monday 2 Sunday finns på över 20 marknader och säljs i fysiskt i butik samt via E-handel.

**Bayn Retail (fd. Tweek)** – FMCG-bolag som är marknadsledande inom sockerreducerande godis i Sverige, med en bred portfölj av påsförpackat och lösviktskonfektyr. Försäljningen sker i huvudsak genom dagligvaruhandel, men i spåren av Covid-19 pandemin har försäljning via E-handel ökat kraftigt. Estimerad marknadsandel av totala marknaden i Sverige uppgår till ca 30 %.

**Golden Athlete** - Food-tech bolag som är Nordens ledande leverantör av socker- och kalorifria dressingar, b.l.a. det egna varumärket Slender Chef. Bolaget har dessutom rättigheterna att distribuera internationella varumärken som Quest Nutrition, Nanosupps, Oatein och Battlebites. Bolaget har varit nettolönsamt tre av det senaste fyra åren, med stärkta marginaler under perioden.

**Performance R Us AB, Nordic Sports Nutrition AB och Viterna AB** – Är samtliga verksamma inom sportnutrition, och erbjuder diverse tillskott av näringsämnen som exempelvis vitaminer och mineraler, men även laktosfritt samt veganskt proteinpulver. Bolagen har egna varumärken och en bred distribution i sport- och fackhandel i Norden. Respektive bolag avses inkluderas in i Golden Athlete i form av dotterbolag.



## Urval av partnerskap



# BOLAGSBESKRIVNING

## Ny vertikal

### Eco and Sustainability

**The Humble Company** – Verkar inom FMCG-vertikalen Eco & Sustainability med ett huvudsakligt fokus inom Health & Beauty och munvårdsprodukter. Bolaget är en ledande tillverkare av hållbara och innovativa munhålsvårdsprodukter. Bolaget är världsledande inom hållbara bambutandborstar, som är världens mest sålda bambutandborste, och har därutöver expanderat sitt erbjudande inom munvård, genom att även erbjuda tandkräm, tuggummi, munsköj samt mellanrumsrengöring. The Humble Company har skapat ett brett distributionsnätverk med flertalet väletablerade återförsäljare, som Amazon, Walgreens, SAS, Lufthansa och ICA, och bolagets produkter återfinns i över 50 000 butiker och 30 marknader, där USA, Tyskland, Norden och UK utgör de största marknaderna. Bolaget driver även egen e-handel där deras produkter säljs.

Parallellt med The Humble Company's huvudsakliga verksamhet, driver bolaget en välgörenhetsorganisation, The Humble Smile Foundation, sedan 2015 och skänker en del av vinsten till organisationen och även tandborstar bland annat. Hittills har bolaget hjälpt över 100 000 barn och har 50 projekt igång över hela världen.

### Urval av partnerskap



+50 000  
BUTIKER

+30  
MARKNADER

## Produktportfölj, i urval

Tandborste, tandkräm  
mm.



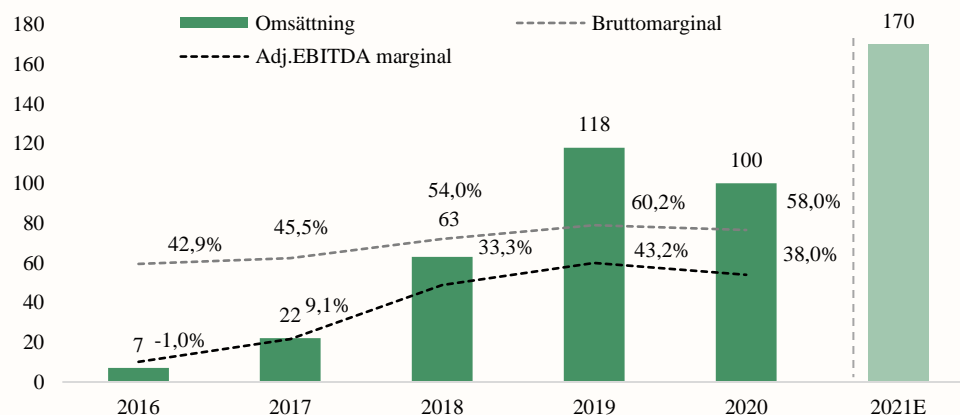
Tandtråd, ansiktsmask, mellanrumsrengörare.



## Finansiell historik

**The Humble Company har historiskt uppvisat stark tillväxt och god lönsamhet.**

Omsättning, bruttomarginal, justerad EBITDA-marginal samt kommunicerad omsättningsprognos för 2021 MSEK



Källa: Humble

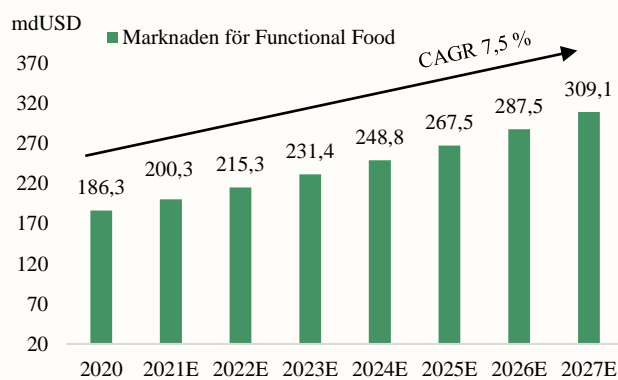
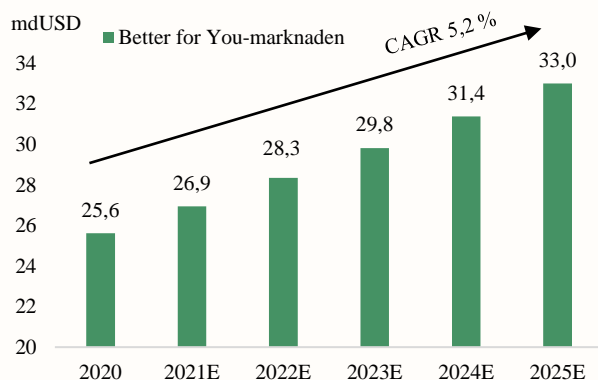
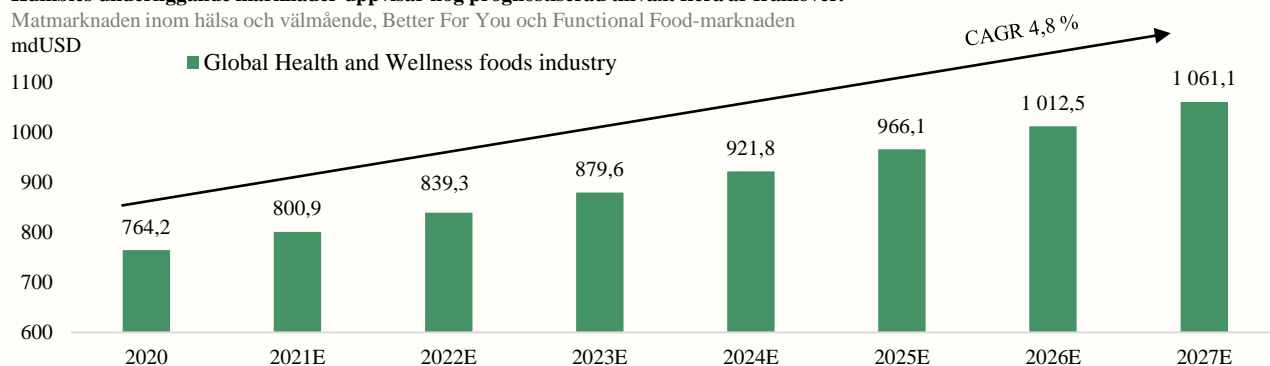
CAGR  
2016-2021E  
89 %

# MARKNADSANALYS

Humble har en tydlig ambition om att bli en ledande aktör inom framtidens FMCG-produkter. FMCG-produkter är sådana som säljs relativt snabbt, till en låg kostnad och i stora kvantiteter, där exempel på produkter är konfektyr, dryck, och hygienartiklar. Marknaden är väldigt fragmenterad och konkurrensutsatt, där stora aktörer som Procter & Gamble, PepsiCo, Nestlé och Kelloggs har ett starkt fotfäste inom de mer vardagliga FMCG-produkter. Innovationshöjden i dessa större aktörer är dock relativt låg, varför dessa har mött svårigheter att kapitalisera på den övergripande globala trenden om mer hälsosamma och naturliga produkter, varför innovativa Food Tech-bolag som Vitamin Well, Lohilo Foods, Clean Drinks och Celsius kunnat växa kraftigt inom dessa segment. Humble som koncern adresserar således dessa segment, *Better For You* och *Functional Foods*, som utgörs av produkter som kategoriseras som b.l.a. sockerreducerande, fettreducerande, proteinrik och fiberrik, eller på något annat sätt ger någon form av hälsofördel. Den globala matmarknaden inom hälsa och välmående, som därutöver inkluderar bland annat olika typer av livsmedel för diverse intoleransgrupper så som laktos, värderades under år 2020 till 764 mdUSD och väntas under år 2027 vara värd över en 1 000 mdUSD, motsvarande en årlig tillväxt om ca 5 %.

## Humbles underliggande marknader uppvisar hög prognostiserad tillväxt flera år framöver.

Matmarknaden inom hälsa och välmående, Better For You och Functional Food-marknaden  
mdUSD



Källa: Grand View Research, Report 2020, ReportLinker 2020 & Globe Newswire

## Exempel på faktorer som kommer att driva tillväxten inom marknaden

- **Ändrat konsumentbeteende** – En ny generation av konsumenter, Millenials och Generation Z blir allt mer framträdande, och kännetecknas som en generation som alltid dragits till hälsomedvetna trender inom mat- och dryckesindustrin. Efterfrågan för produkter som exempelvis innehåller mindre socker är därmed hög, något pandemin enbart har förstärkt. Vad som har varit tydligt är att viruset har generellt drabbat exempelvis överviktiga och diabetiker hårdare, vilket därför har blivit en stark påminnelse om vikten av att leva ett hälsosamt liv, varför således efterfrågan på produkter som hjälper konsumenter att nå sina personliga mål för sitt välmående (som Better For You och Functional food) har ökat.
- **Ekonomisk tillväxt** - Även om pandemin tillfälligt saktat ned den globala tillväxten, är den sekulära trenden ökat välbefinnande på aggregerad nivå globalt, vilket innebär att fler människor har råd att köpa mat av högre kvalitet (naturlig, organisk och miljövänlig).

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

# MARKNADSANALYS

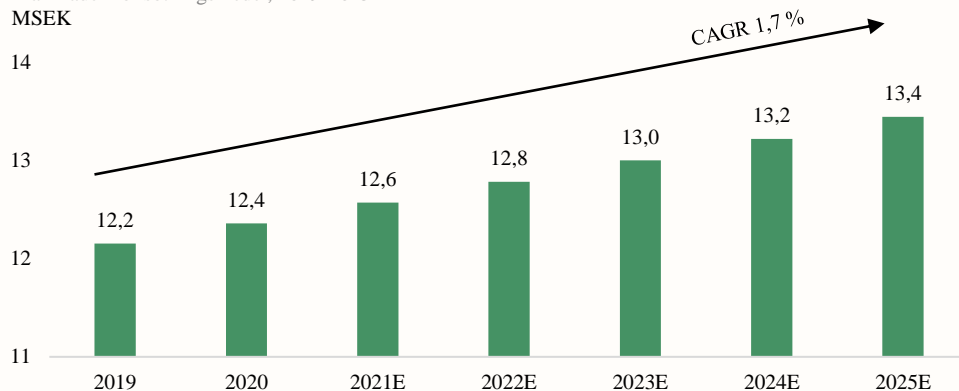
## Marknaden för sötningsmedel

Över 1,9 miljarder vuxna, globalt sett, är ansedda att vara överviktiga, varav 34 % är kraftigt överviktiga enligt WHO. Därtill menar Diabetes Federation att antalet vuxna med diabetes är cirka 463 miljoner, en grupp som ökar med ca 9 % årligen. En primär och underliggande orsak till övervikt och diabetes är onekligen konsumtionen av socker, varför det finns ett uppdämt behov av mer hälsosamma sötningsmedel, som exempelvis stevia eller naturliga sötningsmedel. Idag domineras marknaden av sötningsmedel i stort sett av kemiskt framställda sötningsmedel, som exempelvis Aspartam, Sukralos och Sackarin. Gemensamt för dessa typer av sötningsmedel är att de produceras i större kemifabriker, vilket pressar ned produktionskostnaderna som därav kan hållas låga, samt att de är, likväl stevia, betydligt starkare än vanligt socker. Detta gör att dessa typer av substitut till socker är svåra att dosera i rätt mängd, samtidigt som att den volym som socker bidrar till i bakverk, godis och dylikt försvinner, vilket utgör en stor del av produkten. För stora mängder av dessa typer av sötningsmedel kan även medföra matsmältningsbesvär.

Humbles EUREBA-sortiment möjliggör att socker kan ersättas i en exakt proportionerlig skala, vilket Bolaget är ensamma om att kunna göra, och innebär således att användningsområdena är betydligt fler jämfört med de artificiellt framkallade sötningsmedlen. EUREBA kan, olikt de artificiella sötningsmedlen i samma utsträckning, användas inom bakning, soppor och såser, likväl inom produktion av konfektyr och glass, eftersom smaken, sötmagraden och texturen i EUREBA-produkterna är mer lik socker än de andra kemiska sötningsmedlen. Humble har idag kunder för EUREBA i flera länder inom Europa, som Bulgarien, Grekland och Estland, men det primära fokuset för Humble är att etablera sig som den ledande aktören av naturliga sötningsmedel i Norden.

### Marknaden för sötningsmedel väntas få medvind av regulatoriska initiativ.

Marknaden för sötningsmedel, 2019-2025E  
MSEK



Källa: Business Wire, 2018

### Exempel på faktorer som kommer att driva tillväxten inom sötningsmedelsmarknaden

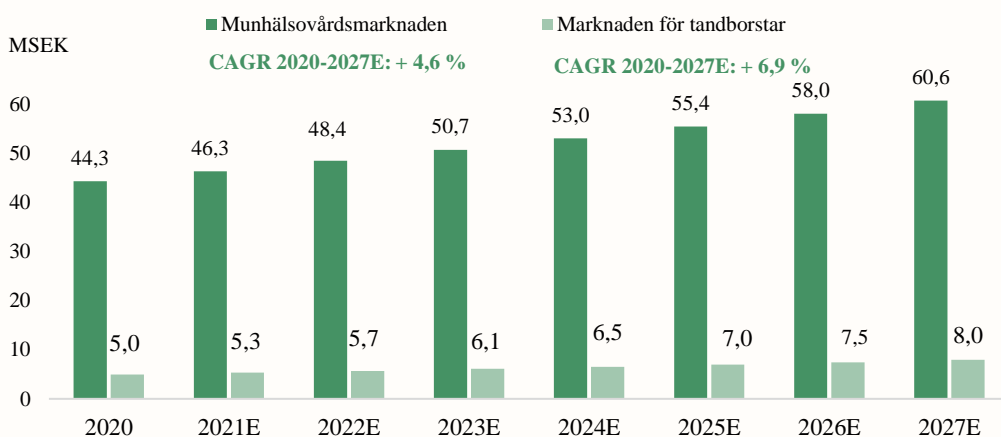
- **Sockerskatter** – 2016 betraktas som ”året för sockerskatt”, i bakgrunden av den omfattande lagstiftning som kom efter en rapport av WHO, där de negativa folkhälsoeffekterna av sockerkonsumtion belystes. Hälsorelaterade skatter är i sig ingenting nytt, men sockerskatter har vunnit stor dragkraft i en snabb takt och idag har över 40 länder världen över, vilket täcker över 2 miljarder människor, infört någon typ av sockerskatt. Syftet med sockerskatten är att dra ned sockerintaget per capita, via t.ex. ökade priser på produkter med mycket socker och genom att belysa konsumenter om hälsoeffekterna, vilket parallellt öppnar upp för olika typer av naturliga sötningsmedel att ta marknadsandelar.
- **Bra substitut för diabetiker** – Då de flesta sötningsmedlen som finns har dels mindre kalorier, dels lägre påverkan på blodsockernivåer än vad socker har, är det ett godtyckligt substitut för diabetiker, vilket är en stor marknad och kan således bidra till ytterligare tillväxt för sötningsmedelsmarknaden.

# MARKNADSANALYS

I och med förvärvet av The Humble Group tar koncernen sig in på munhälsovårdsmarknaden, vilket är en omfattande och fragmenterad marknad, innefattande av flertalet större etablerade aktörer som Colgate-Palmolive, Procter & Gamble och Unilever. De snabbföränderliga levnadsvanor och bristfälliga dieter globalt sett, som generellt innebär sockerrika dieter och ökad konsumtion av alkohol och tobak, har gjort att munhälsan blivit en av de större hälsoproblemen runtom i världen. Munrelaterade sjukdomar är bland de vanligaste sjukdomar globalt sett och har både negativa hälsomässiga effekter såväl som ekonomiska, och de mest förekommande sjukdomarna är b.l.a. karies, tandköttsinflammation och cancer i munhålan. Munhälsovårdsmarknaden värderades år 2020 till 44 mdSEK, med en estimerad årlig tillväxt om 4,6 % fram till 2027, där tandborstar utgör en betydande del av den totala marknaden, och är ett segment som väntas växa snabbare än marknaden som helhet. The Humble Company's "The Humble Brush" är världens mest sålda bambutandborste.

## Munhälsovårdsmarknaden, och tillika marknaden för tandborstar, står inför stark tillväxt kommande år.

Munhälsovårdsmarknaden och marknaden för tandborstar, 2020-2027E.



Källa: Statista, 2020

## Exempel på faktorer som kommer att driva tillväxten inom respektive marknader

- **Munhälsoproblem** – Den ökade förekomsten av karies- och munsjukdomar globalt i kombination med ökad medvetenhet om fördelarna om att ha god munhälsa väntas driva tillväxt på respektive marknad.
- **Covid -19 har inneburit ökad efterfrågan på munhälsovårdsprodukter** - Den pågående pandemin har haft en betydande påverkan på möjligheterna att få tandvård, där flera kliniker och butiker har fått hålla stängt. Detta har ökat efterfrågan på munhälsovårdsprodukter som kan användas i hemmet som bidrar och förebygger god munhälsa.
- **Ökad fokus och efterfrågan på hållbara och återvinningsbara produkter** – The Humble Company's produkter är helt återvinningsbara och hållbara, där exempelvis deras tandborstar är gjorda av 100 % biologiskt nedbrytbar och hållbart odlad bambu och deras förpackning är gjort utifrån återvunnet material som kan senare slängas i organisk avfall. Den globala efterfrågan på hållbart producerade produkter har de senaste åren ökat och flertalet studier visar således på att konsumenter överlag är villiga att betala extra för hållbara varor.
- **Regulatorisk medvind** – Europeiska gröna given är en tillväxtstrategi som EU antog under 2019 vari en handlingsplan lades ut, som i sin essens handlar om att främja ett effektivt utnyttjande av resurser genom att ställa om till en ren och cirkulär ekonomi samt återställa förlorad biologisk mångfald och minska föroreningar. Som ett innovativt företag med starkt fokus på hållbarhet, kan The Humble Company komma att gynnas av detta, då EU har kommunicerat att i enlighet med deras handlingsplan kan b.l.a. stöd komma att ges till innovativ industri.

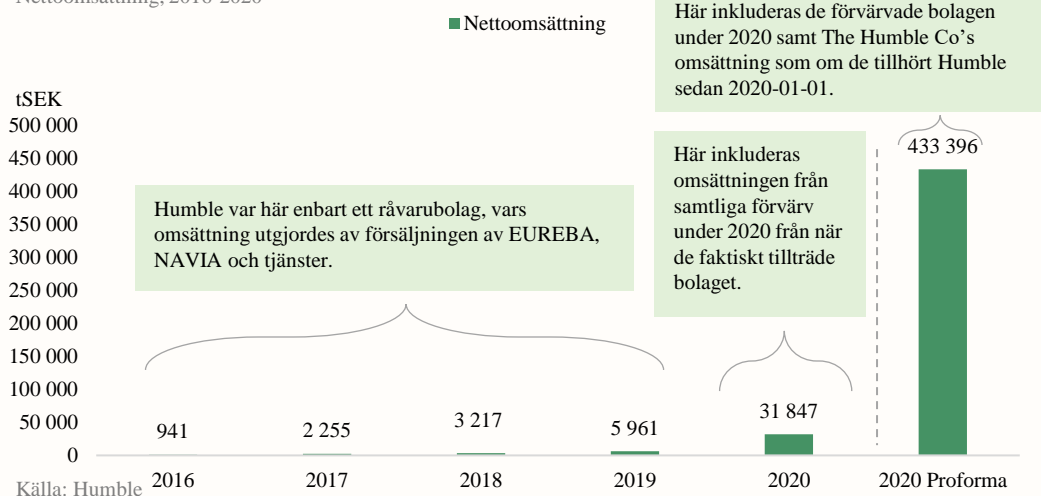
# FINANSIELL PROGNOIS

## Omsättningsprognos 2021-2024

Vad som är viktigt att notera avseende Humble är att historiska siffror inte fungerar som ett indikator för hur den framtida finansiella profilen kan komma att se ut, givet de sex förvärv Humble genomfört under 2020, samt de senaste förvärven under 2021. Humble har gått från att vara ett råvaruteknikbolag till att bli en heltäckande Food Tech-koncern med ambitioner om att bli en ledande aktör inom framtidens FMCG-produkter. Försäljningen från Bayn Solutions, vilket utgörs av EUREBA, NAVIA samt kringliggande tjänster, har tidigare utgjort hela Humbles omsättning och för helåret 2020 uppgick nettoomsättningen till ca 12,4 MSEK, vilket motsvarar ca 3 % av koncernens proformasiffror för 2020. Även om vi estimerar en större uppskalning av framförallt EUREBA under prognosperioden, dels på grund av ökad efterfrågan och dels på grund av intern fakturering givet integrering av EUREBA i merparten av Humbles egna produkter, antar vi att försäljningen från Bayn Solutions även framgent kommer att utgöra ensiffriga andelar av omsättningen.

### I och med flertalet förvärv under 2020 har Humbles omsättning vuxit kraftigt.

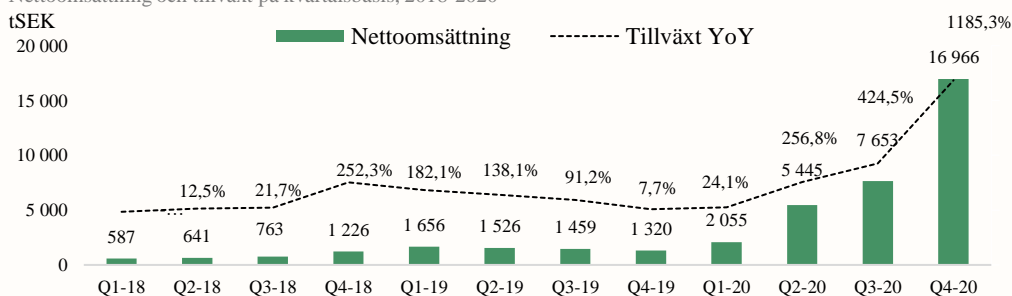
Nettoomsättning, 2016-2020



Gemensamt för de sex förvärvade bolagen under 2020 är att de är generellt snabbväxande, därtill är några även lönsamma. Efter förvärvet av The Humble Company, som genomfördes under 2021, stärks Humble-koncernens tillväxtutsikter och lönsamhetsprofil ytterligare, då bolaget har en historik av stark tillväxt och tillika lönsamhet. De ytterligare fem förvärven som tillkom in i Humble-koncernen under Q2-21 medför flertalet synergier i allt från produktion och innovation, till distribution och varumärken. Historiskt har merparten av dotterbolagen i Humble vuxit med höga tvåsiffriga tal, dock kommer de flesta från låga nivåer vilket ska tas i beaktning. Analyst Group estimerar att den höga tillväxten som uppvisats bland dotterbolagen historiskt, på aggregerad nivå, mer eller mindre kommer fortsätta under prognosperioden, vilket tillgång till Humbles breda distributionsnätverk ger goda förutsättningar för. Kvartalsmässigt har Humble ingen tydlig säsongvariation, men Bolaget har uppvisat kvartalstillväxt i de senaste elva kvartalen. Noterbart är att den kraftiga tillväxten på kvartalbasis under 2020 är drivet av förvärv och dess konsolidering i koncernens resultaträkning.

### Omsättningstrenden på kvartalsbasis har varit positiv i elva efterföljande kvartal

Nettoomsättning och tillväxt på kvartalsbasis, 2018-2020



# FINANSIELL PROGNOSE

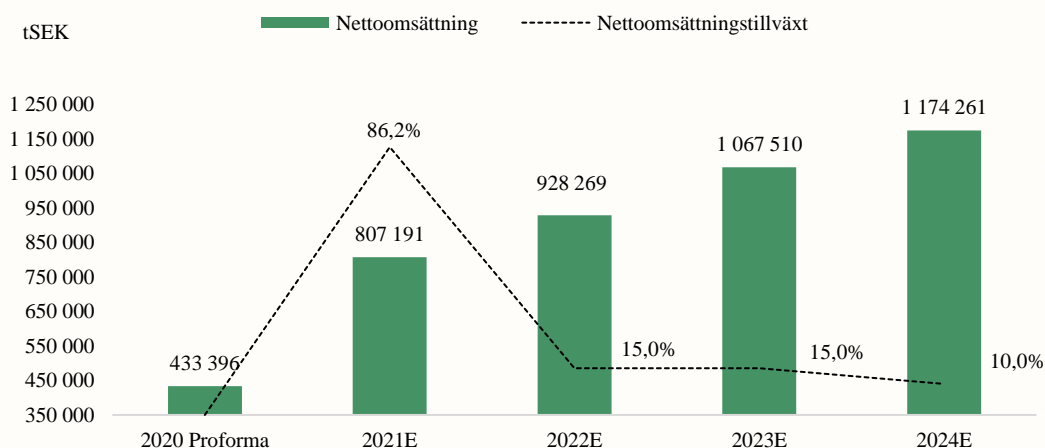
Humble har under 2020, och tillika under 2021, förvärvat bolag som tillsammans tillgodoser koncernen hela värdekedjan inom Food Tech, från ingrediens-teknologi till tillverkning och distribution samt varumärken. Detta medför inte enbart en ökad produktionsförmåga, dels av EUREBA, dels av övriga produkter inom koncernen, utan även ett breddat distributionsnätverk i form av nya marknader och fler butiker, som möjliggör större försäljningspotential. Vidare ska exempelvis Bayn Retail, fd. Tweek, lanseras på väletablerade butiks kedjor i Norden samt UK och Tyskland under Q2-21, efter att den initiala testförsäljningsperioden varit över förväntan. Under hösten 2020 påbörjade Tweek således en testlansering i Kina, som ledde till en stor listning i ett antal större taxfree-butiker. Givet att försäljningen fortsätter visa sig vara framgångsrik, finns goda möjligheter för Tweek att etablera ytterligare listningar som å ena sidan möjliggör kraftig försäljningsökning, å andra sidan sänker införsäljningströsklar för Humbles övriga FMCG-produkter. Humble har därtill flera asiatiska länder i sikte där lansering planeras som därmed kan vara värdedrivande för försäljningen.

Med The Humble Group i koncernen ges Humble ett kraftigt utökat exportnätverk med distribuering i över 50 000 butiker världen över, vilket möjliggör för Humbles övriga varumärken, Tweek, Pändy och Slender Chef med mera, att introduceras på nya marknader, vilket är en av flertalet synergieffekter som realiserar i samband med förvärvet. Vi estimerar därmed att den organiska tillväxten framförallt kommer att hänföras till geografisk expansion, även om vi förväntar oss att Humble kommer att fortsätta bredda sitt erbjudande inom framtidens FMCG-produkter, med nya smaker, sortiment och annan innovation, likt så som Bolaget gjorde med exempelvis Nutchup (jordnötssmör i en ketchup-flaska) eller Q-commerce (hemleverans av sockersnåla och proteinrika snacks från Pändy inom en timme). Breddad produktportfölj i kombination med en ökad aktivitet inom resenäringen, en intäktsström som påverkats av pandemin, väntas ge The Humble Company en extra skjuts i tillväxten framöver. Överlag väntas ändrat konsumentbeteende, insikter från Covid-19 samt ökad efterfråga av Humbles sockerreducerande och proteinrika snacks samt hållbara munvårdsprodukter från millennials och Generation Z driva den organiska tillväxten för Humble under prognosperioden.

Nedan härleds vår intäktsprognos för Humble under perioden 2021-2024, som baseras enbart på organisk tillväxt. Det ska förtydligas att prognoserna utgår från proformasiffrorna 2020 inklusive The Humble Company, varför tillväxttakten har justerats ned något med hänsyn till att The Humble Company de facto inte bidrar till koncernens nettoomsättning alla tolv månader under 2021, utan först när Bolaget tillträdde Humble-koncernen, det vill säga mitten på mars 2021. Prognoserna inkluderar även de senaste förvärven av Grahns Konfektyr, Kryddhuset i Ljung, Performance R Us, Nordic Sports Nutrition samt Viterna, och bolagen väntas tillträda koncernen inom senast 60 dagar i enlighet med vad Humble har kommunicerat. Förvärvet av The Humble Company fullföljdes å andra sidan efter exakt en månad från det att förvärvet annonserades, varför vi har modellerat för ett liknande scenarion även för ovanstående förvärv.

## Stark organisk tillväxt ligger i korten för Humble.

Estimerad nettoomsättning och tillväxt, 2021-2024E



Analyst Groups prognoser

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten



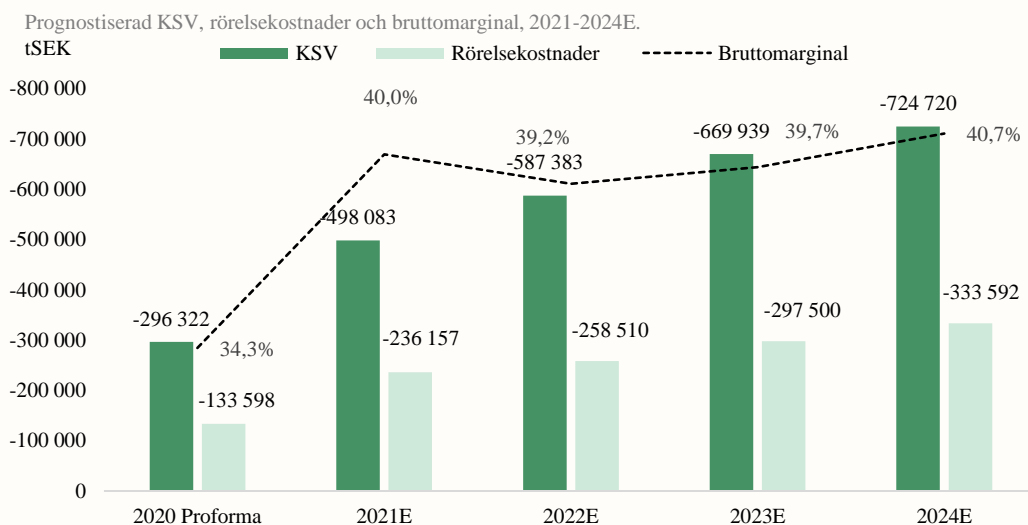
# FINANSIELL PROGNOSS

## Kostnadsprognos 2021-2024

Av Humbles totala kostnadsbas utgör kostnad sålda varor den största andelen på proformabasis under 2020, och består av de insatsvaror, tillverkningskostnader samt kringliggande kostnader som krävs för att möjliggöra produktionen av deras råvaror, sockerreducerande- och munhälsövårdprodukter. I takt med en uppskalning av Humbles produkter som möjliggörs via ett kraftigt breddat distributionsnätverk via The Humble Company, intåg på nya marknader samt ökad efterfrågan och ändrat konsumentbeteende, kommer således volymerna och tillika bruttokostnader att öka starkt under prognosperioden. Bruttomarginalen uppgick under 2020 till 34,3 %, men givet realisering av synergieffekter och tillkommande skalfördelar i takt med ökade volymer, estimeras bruttomarginalen stärkas succesivt över tiden, för att under år 2024 uppgå till strax över 40 %. Med förvärvet av Koppers Candy gavs tillgång till en egen produktionsanläggning, vilket ger möjligheter till en helt annan typ av kvalitetskontroll och översyn, samtidigt som produktionskostnaderna minskar och således ger en mer strömlinjeformad R&D process av befintliga och nya produkter. Förvärven av Grahn's Konfektyr och Kryddhuset i Ljung medför även ytterligare produktionsfastigheter som möjliggör ökade volymer och tillika lägre kostnader relaterade till produktionen. Vidare har Humble planer på att tillsammans med Amerpharma öppna en ny anläggning, vilket kommer ytterligare medföra ökad produktionskapacitet och ge skalbarhet i större utsträckning.

Humble ämnar tillhandahålla en plattform vari entreprenörer tillåts kunna växa sina företag samtidigt som innovation inom koncernen kan främjas. Genom att applicera en decentraliserad styrningsmodell bibehålls de förvärvade bolagens lokala kultur och personal, vilket medför en för Humble effektiv plattform, där synergieffekter snabbt kan realiseras mellan dotterbolagen. Vidare tillåts de enskilda dotterbolagens produkter nå en betydligt större skala genom att utnyttja koncernens extensiva distributionsnätverk samtidigt som Customer Acquisitions Cost (CAC) kan som ett resultat av det hållas nere, vilket medför ökad kostnadseffektivitet. I takt med ökade volymer, som vi estimerar bli ett naturligt resultat av det breddade exportnätverk och över 50 000 nya butiker som Humbles alla varumärken framöver kan kapitalisera på via The Humble Company, tillåts Humbles rörelsekostnader växa i en lägre takt än omsättningen, givet realiserade synergieffekter i form av dels potentiell korsförsäljning, marknadsföring och distribution. Under 2020 uppgick Humbles totala rörelsekostnader till ca 133,5 MSEK, vilket delvis inkluderar poster som av Humble bedöms vara av engångskaraktär, och för 2024 estimeras motsvarande post uppgå till ca 333,6 MSEK. Under prognosperioden väntas kostnadsposten fortsätta att belastas av engångskostnader från förvärv, samt vidare drivas av investeringar i R&D och tillverkning, såväl som marknadsföring.

### I takt med realisering av skalfördelar kan Humble öka lönsamheten på koncernnivå.



Analyst Groups prognoser

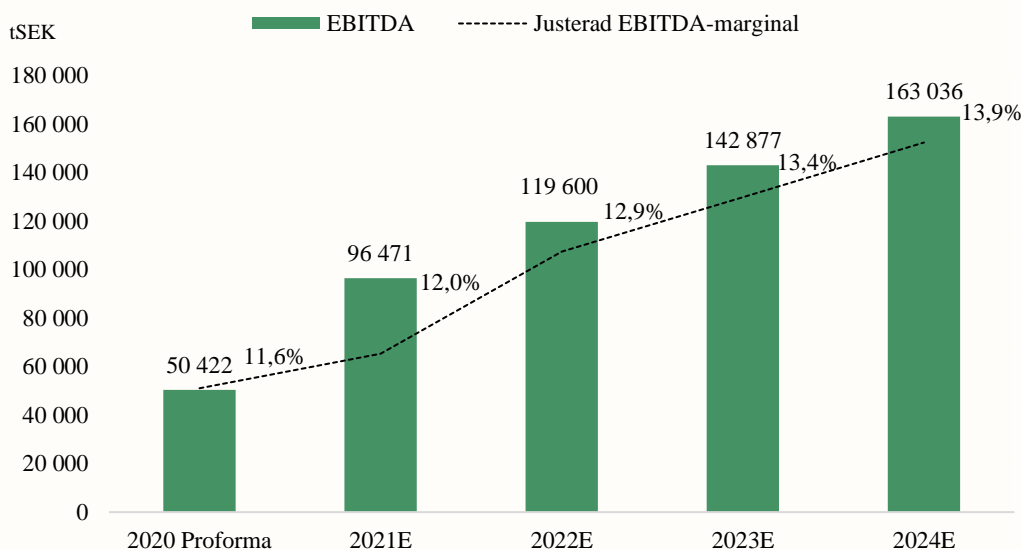
# FINANSIELL PROGNOSE

## Realisering av synergieffekter väntas leda till marginalexpansion

The Humble Company medför inte enbart ett brett nätverk världen över, som å ena sida möjliggör skalfördelar i takt med ökade volymer och lägre Customer Acquisitions Costs via korsförsäljning och optimerad marknadsföring, utan är på en fristående bas av hög lönsamhet. För räkenskapsåret 2020 redovisade The Humble Group en justerad EBITDA-marginal om 38 %, ett år där bolaget tappade ca 15 % i omsättning i spåren av pandemin, vilket visar att lönsamheten inom bolaget är hållbar och således motståndskraftig i tuffare tider. Humble har en begränsad historik i dess nuvarande konstellation, varför trender i lönsamheten inte kan urskiljas med särskilt hög träffsäkerhet. För 2020 redovisades en justerad EBITDA-marginal om 11,6 % på proformabasis, och i enlighet med Humbles finansiella mål är målsättningen att uppnå en justerad EBITDA-marginal om 10 % årligen fram till år 2025. Vi är av uppfattningen att målsättningen är något konservativt, givet vad som redovisades under 2020 samt de uppenbara synergieffekter som samtliga gjorda förvärv medför till koncernen som helhet, i form av ökad produktionskapacitet, hävstång i marknadsföring och produktinnovation samt breddad exportnätverk. Med bakgrund till detta estimerar vi att realiseringen av synergieffekterna kommer att medföra skalfördelar i takt med ökade volymer och tillika en marginalexpansion under prognosperioden. För 2021 väntas Humble redovisa en EBITDA om 96,5 MSEK, motsvarande en EBITDA-marginal om 12 %.

**Analyst Group bedömer att Humble kan stärka sina marginaler framgent, genom att realisera synergieffekter.**

Prognostiserad EBITDA och EBITDA-marginal, 2021-2024E



Analyst Groups prognoser

# FINANSIELL PROGNOSE

## Flera förvärv i kikaren – men inget som modellerats för explicit

Humble har en uttalad agenda om att fortsätta exekvera på sin förvärvsstrategi, för att kapitalisera på den högfragmenterade FMCG-marknaden, genom att konsolidera snabbväxande företag med starka varumärken och som är under lönsamhet. Bolaget har nyligen öppnat upp en ny vertikal, Eco- and Sustainability, genom förvärvet av The Humble Company, varför ytterligare förvärv inom denna vertikal är troligt, men även ytterligare konsolidering bland attraktiva Food Tech-bolag framgent. Bolaget har således uttryckt en ambition att expandera inom vegan-sortimentet. Hög organisk tillväxt estimeras därför kompletteras av ytterligare förvärvad tillväxt under prognosperioden, vilket väntas starkt bidra till omsättningen, vilket även kommer att krävas för lyckas infria Bolagets finansiella mål om 8 mdSEK i omsättning år 2025. Med bakgrund till de svårigheter som tillkommer vid prognostisering av framtida förvärv, i termer av när, belopp, struktur på finansieringen och dylikt, väljer Analyst Group att exkludera nya potentiella förvärv i gjorda prognoser. Vi bedömer att Humble har god tillgång till kapital, dels från aktiemarknaden givet det höga intresset för aktien samt den breda aktieägarbas Bolaget har, dels från obligationsmarknaden vilket en förbättrad finansiell profil medfört, varför flera förvärv är att vänta, men ska ses som en extra option på gjorda prognoser.

Nedan ges en sammanställning av gjorda prognoser för Humble i ett Base scenario under perioden 2021-2024, vilket som nämnt utgår från en organisk utveckling.

Base scenario (tSEK)	2020	2020 Proforma	2021E	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	31 847	433 396	807 191	928 269	1 067 510	1 174 261
Aktiverat arbete för egen räkning	3 596	8 062	10 911	17 268	19 858	21 844
Övriga rörelseintäkter	2 906	9 317	12 609	19 956	22 949	25 244
<b>Totala intäkter</b>	<b>38 349</b>	<b>450 775</b>	<b>830 711</b>	<b>965 493</b>	<b>1 110 317</b>	<b>1 221 348</b>
KSV	-22 460	-296 322	-498 083	-587 383	-669 939	-724 720
<b>Bruttoresultat</b>	<b>15 889</b>	<b>154 453</b>	<b>332 628</b>	<b>378 109</b>	<b>440 377</b>	<b>496 628</b>
Bruttomarginal	41,4%	34,3%	40,0%	39,2%	39,7%	40,7%
Rörelsekostnader	-41 040	-133 598	-236 157	-258 510	-297 500	-333 592
<b>EBITDA</b>	<b>-25 151</b>	<b>20 855</b>	<b>96 471</b>	<b>119 600</b>	<b>142 877</b>	<b>163 036</b>
EBITDA-marginal	-65,6%	11,6%*	12,0%	12,9%	13,4%	13,9%
Av- och nedskrivningar	-27 251	-26 602	-49 546	-56 978	-65 524	-72 077
<b>EBIT</b>	<b>-52 402</b>	<b>-5 747</b>	<b>46 925</b>	<b>62 622</b>	<b>77 353</b>	<b>90 960</b>
EBIT-marginal	-136,6%	-1,3%	5,8%	6,7%	7,2%	7,7%

\* Justerad EBITDA-marginal.

## K3-REGELVERKET & VÄRDERING

---

### GOODWILL MÅSTE SKRIVAS AV LÖPANDE ENLIGT K3- REGELVERKET

Humble redovisar enligt K3-regelverket, vilket står i kontrast till andra börsnoterade bolag som redovisar enligt IFRS (International Financial Reporting Standards). Största skillnaden mellan de två redovisningsprinciperna är att goodwill måste skrivas av löpande enligt K3-regelverket, och måste skrivas av under maximalt tio år. Företag som redovisar enligt IFRS skriver ej av goodwill löpande på samma sätt, då goodwill anses ha en obestämd nyttjandeperiod enligt IFRS. Företag som redovisar enligt IFRS gör istället en så kallad nedskrivningsprövning, minst en gång per år, där företagen prövar om värdet på tillgången kan motiveras.

Företag som redovisar enligt IFRS brukar därför generellt belastas mindre av avskrivningar än företag som redovisar enligt K3-regelverket. Resultatet av att Humble redovisar enligt K3-regelverket blir att Bolaget har höga avskrivningar för goodwill, då Bolaget är förvärvsdrivet. Detta belastar Bolagets EBIT-marginal och nettomarginal negativt, och får det att se ut som Bolaget är mindre lönsamt. Av denna anledning hänvisar Humble till EBITDA-resultatet, och på EBITDA-nivå, på proformabasis, är Humble lönsamma under år 2020.

Ett exempel på ett, för många svenska investerare, känt bolag som använder K3-regelverket, och som likt Humble är förvärvsdrivet, är spelbolaget Embracer. I Embracers fall går det tydligt att se hur de löpande avskrivningarna påverkar både EBIT- och nettoresultatet kraftigt negativt, och får det att se ut som bolagets lönsamhet är avsevärt lägre än vad den faktiskt är. Som exempel hade Embracer under bolagets räkenskapsår 2020 en EBITDA-marginal om 28,9 %, vilket ligger i linje med andra spelbolag, men en nettomarginal om endast 5,5 %, vilket är långt under andra spelbolag som exempelvis Paradox, som redovisar enligt IFRS.

I takt med att Humble fortsätter göra förvärv, då det är den viktigaste delen av Bolagets tillväxtplan framgent, så kommer avskrivningarna öka ytterligare, vilket kommer påverka EBIT-marginalen och nettomarginalen negativt. Därför, för att ge den underliggande verksamheten i Humble en mer "rättvis" värdering, så värderas Bolaget, i enlighet med peers, utefter P/S-multipeln. På sikt, i takt med att Humbles dotterbolag konsolideras i koncernen, kommer det bli aktuellt att värdera Humble, likväl som Embracer värderas, utefter EV/EBITDA-multipeln.

# VÄRDERING

Värdering av Humble Group kommer ske på koncernnivå, vilket innebär att värderingen tar avstamp från hur den finansiella profilen och strategiska förutsättningar ser ut för koncernen som helhet. För att ge värderingen perspektiv görs en jämförelse med en peer-grupp inom branschen. Även om produkt och marknad skiljer sig något, finns likheter mellan företagen och Humble avseende produkterbjudande, adresserbar marknad, tillväxtutsikter, intäktmodell, marginaler och till viss del kapitalstruktur.



**Beyond Meat** är ett amerikanskt Food Tech-bolag som erbjuder växtbaserad kött. Bolaget har samarbeten med flera större globala restaurangkedjor, som exempelvis McDonald's, Pizza Hut och Taco Bell, matbutiker samt driver en egen e-handel. Beyond Meat ingick under 2021 ett samarbete med PepsiCo för att utveckla växtbaserade snacks och drycker. Enligt Jefferies kontrollerar Beyond Meat cirka 13 % av den amerikanska marknaden för köttalternativ.



**Tattooed Chef** är ett amerikanskt Food Tech-bolag, som erbjuder en stor variation av växtbaserade matprodukter. Bolagets produkter utgörs av dels färdiga maträtter, dels förberedda matlösningar. Bolagets produkter säljs både som private-label på större matkedjor, som exempelvis Walmart, men även med egen märkning via sin egna e-handel. Unikt med Tattooed Chef är att de själva planterar och tillverkar alla sina produkter vilket innebär att innovationstakten är hög, då bolaget inte behöver gå via diverse mellanhänder.



**Celsius Holdings** är ett amerikanskt Food Tech-bolag som utvecklar och distribuerar funktionella sportdrycker till en global marknad, vari man bland annat är en av de marknadsledande aktörerna i Sverige, samt via sina egna E-handel. Efter förvärvet av Func Foods under 2019 utökades Celsius produkterbjudande med bland annat kosttillskott och sockerreducerande- och veganska proteinbars.



**SunOpta** är ett kanadensiskt bolag med global närvaro, som har etablerat sig som en ledande aktör inom växt- och fruktbaserade ingredienser. Inom segmentet växt- och fruktbaserad mat, erbjuder bolaget ingredienser (havrebas, sojabas, hempbas, fryst frukt m.m.), drycker (havredryck, mandeldryck m.m) och snacks, för att nämna några. Bolaget vänder sig till detaljhandelsaktörer, diverse matjätte-distributörer, matvaruförretag och diverse matillverkare.



**Veg Of Lund** är ett svenskt Food Tech-bolag som är verksamma inom marknaden för vegetabiliska produkter. Bolaget har en unik och patenterad metod för att producera en värmestabil vegetarisk emulsion bestående av potatis och rapsolja. Bolaget distribuerar produkten via aktörer inom dagligvaruhandel i Sverige och Storbritannien. Fram till dags dato har bolaget en produkt på marknaden, den vegetabiliska drycken MyFoodie, och ämnar lansera ett växtbaserat mjölkalternativ under år 2021.



**Else Nutrition** är ett israeliskt Food Tech-bolag, noterat på den kanadensiska börsen, som utvecklat en innovativ och växtbaserad näringsdryck som till 92 % innehåller naturliga livsmedel, är riktat till spädbarn, som ett alternativ till mjölk- eller sojabaserade produkter. Else säljer sina produkter under varumärket Else, och bolaget är aktivt globalt men främst i Nordamerika. I slutet på 2020 kommunicerade bolaget att de har startat en FoU-division i syfte att utveckla ytterligare växtbaserade alternativ till äldre barn samt vuxna.



Gemensamt för flera av ovannämnda jämförelsebolag och tillika Humble, är att de är snabbväxande såväl som innovationsdrivna, som ämnar utmana en annars relativt förlegad bransch och ta marknadsandelar. Värderingarna inom Food Tech är generellt höga, givet innovationshöjden och tillväxtutsikterna, varför bolag inom industrin snarare värderas efter försäljning än vinst. Värdering av Humble Group kommer därför att göras utifrån P/S-multipeln och för att ge perspektiv på hur Humble står sig mot ovannämnda peers, redogörs samtliga bolagens tillväxt, lönsamhet, skuldsättningsgrad, kapitalbindning och multiplar i tabellen nedan:

12R	Humble	Beyond Meat	Tattooed Chef	Celsius	Sunopta	Veg Of Lund	Else Nutrition	Genomsnitt, peers
Omsättningsstillväxt	6186,96%	36,60%	74,91%	74,00%	6,50%	-4,90%	279,40%	77,75%
EBITDA-marginal	11,63%	-8,90%	6,40%	7,50%	1,30%	-874,10%	-559,80%	1,58%
Soliditet	62,04%	78,00%	88,00%	79,00%	57,00%	70,00%	26,00%	66,33%
Nettoskuld/EBITDA	Nettokassa	Nettokassa	Nettokassa	Nettokassa	6,70	Nettokassa	Nettokassa	6,70
Skuldsättningsgrad	0,47	0,30	0,10	0,30	0,80	hor	2,80	0,86
Omsättningshastighet	0,94	0,90	0,60	1,00	1,30	0,20	0,10	0,68
EV/EBITDA	73,69	-217,00	149,20	309,40	130,40	-5,60	-36,20	196,33
EV/S	8,57	19,20	8,30	23,20	1,70	48,70	202,80	20,22
P/S	9,55	19,60	9,10	23,50	1,60	51,20	207,20	21,00
Marknadsvärde (MSEK)	4 252	66 870	13 175	27 886	11 231	101	1 633	20 149

\*Veg Of Lund och Else har exkluderats i genomsnittet på EBITDA-marginal givet stark negativa marginaler. Else har således exkluderats i Sales-multiplarna givet stor avvikelse från resterande peers.

# VÄRDERING

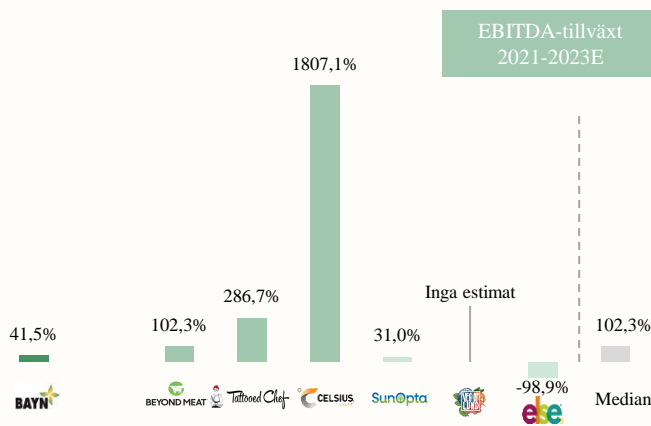
Historiskt har Humble Group värderats på höga tvåsiffriga P/S-multiplar när Bolaget uteslutande fokuserade på ingredienssteknologi. Det affärsbenet finns kvar, men utgör endast en låg procentuell andel av Humble-koncernens totala intäkter på 2020 års proforma. De förvärvade dotterbolagen, som genomfördes under år 2020 och även under 2021, är av olika storlekar, lönsamhet, innovationsgrad och tillväxt, varför P/S-multipeln har, i kombination med tillkommande utspädningseffekt efter diverse finansieringar av förvärv i form emissioner samt betalning med aktier, påverkats. På proformabasis år 2020 är Humble lönsamma på rörelsenivå före avskrivningar, vilket Bolaget aldrig varit tidigare, och är således relativt unikt inom Food Tech-industrin, vilket bör premieras. Å andra sidan har Humble Group en relativt kort historik i sin nuvarande form och skala, vilket således bör tas i beaktning.

Enligt tabellen på föregående sida har Humble högst omsättningstillväxt jämfört med peer-gruppen, men viktigt att poängtera är att tillväxten är driven i princip helt av förvärv under 2020, vilket gör att en direkt jämförelse med peer-bolagen blir missvisande. Genom att istället studera de individuella dotterbolagen i Humble-koncernen, baserat på faktisk data i kombination med egna uppskattningar, estimerar Analyst Group att den genomsnittliga tillväxten för dotterbolagen, på aggregerad nivå, under 2020 var mellan 20-40 %, vilket är lägre än genomsnittet för peer-gruppen. Vidare prognostiseras Humble växa organiskt i en lägre takt än medianvärdet för jämförelsebolagen under 2021-2023<sup>1</sup>, även om Humble väntas komplettera den organiska tillväxten med flertalet förvärv som förväntas driva upp koncernens totala tillväxt betydligt. Som nämnt ovan, och olik merparten av peer-gruppen, är Humble lönsamma på rörelsenivå före avskrivningar på proformabasis, men likväl på detta nyckeltal väntas peer-gruppen, utifrån medianvärdet, växa lönsamheten i en snabbare takt än Humble, vilket, i kombination med omsättningen, torde förklara till viss del varför jämförelsebolagen, på en sammanlagd nivå, handlas till en högre försäljningsmultipel relativt till Humble.

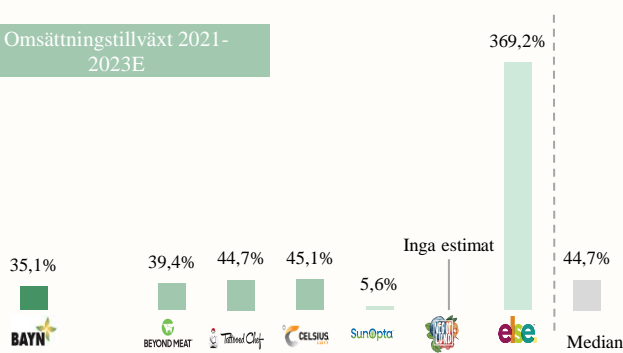
## Humble värderas lägre än peer-gruppen på aggregerad nivå.

Prognostiserad omsättningstillväxt, EBITDA-tillväxt och P/S-multipel.

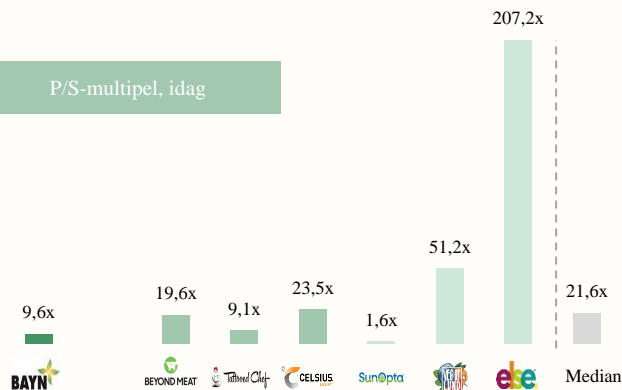
**EBITDA- och omsättningstillväxt:** Vid studerande av tabellerna sticker framförallt Celsius och Else ut. Celsius väntas växa sitt rörelseresultat före avskrivningar med hela 1807 % årligen, vilket beror på att Celsius idag redovisar förlust, men väntas redan nästa år vända till vinst med en EBITDA-marginal om 11,8 %. Detta, i kombination med kraftig omsättningstillväxt, estimeras stärka EBITDA-resultat kraftigt under prognosperioden. Else har fram till dags dato en låg omsättning i förhållande till vad bolaget värderas till, vilket dels grundas i dess innovativa produkt för spädbarn, samt att man inte nått ut brett med sitt erbjudande ännu. Bolaget står inför en kraftig tillväxt, grundat i uppskalning av produktion samt breddning av produkt erbjudande som ska framöver även rikta in sig till äldre barn samt vuxna, vilket kommer initialt att vara kostnadsdrivande, varför EBITDA-resultatet estimeras blir mer negativt varje år under prognosperioden.



## Omsättningstillväxt 2021-2023E



## P/S-multipel, idag



Källa: Refinitiv Eikon samt Analyst Groups prognoser

<sup>1</sup> Fullständiga prognoser på peers delges i appendix

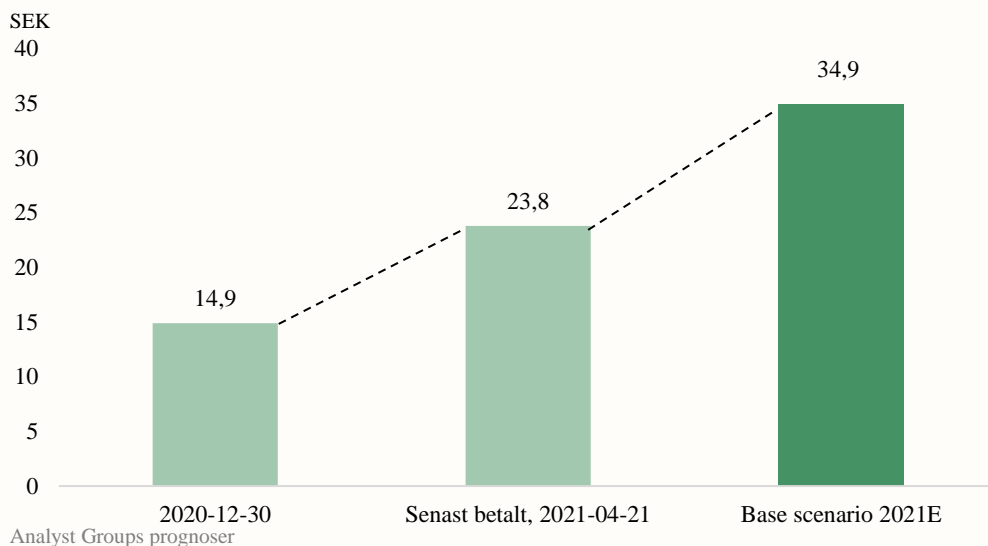
# VÄRDERING

Sett till marknadsvärde är Humble ett mindre bolag än merparten av peer-bolagen vilket motiverar att Humble bör handlas till en värderingsrabatt. Å andra sidan har Humble en nettokassa och i övrigt en låg skuldsättning, vilket reducerar riskprofilen något och bör tala för att rabatten inte ska vara avsevärt stor. Dock har alla i peer-gruppen, förutom ett bolag, en nettokassa och tillika låg skuldsättning, vilket därmed inte bör vara något Humble, i relation till jämförelsegruppen, ska premieras för. Humble har en omsättningshastighet som överstiger jämförelsebolagen på aggregerad nivå, vilket bör ses som positivt då det sänker den operationella såväl som likvidmässiga risken något, samtidigt som bolagets kapital kan användas mer flexibelt och därtill möjliggör för Humble att vara mer snabbfotade avseende potentiella investerings-möjligheter i en större utsträckning. Justerat för Veg Of Lund och Else Nutrition är dock omsättningshastigheten i linje med återstående jämförelsebolag, vilket talar för att Humble inte ska värderas upp avsevärt baserad på Bolagets relativt låga kapitalbindning.

Givet tidigare resonemang samt med hänsyn tagen till att Humble Group har en kort operationell historik i dess nuvarande form och skala, tillämpas en P/S-multipel om 7,5x på 2021 års prognostiserade försäljning som målmultipel. Med en omsättning om 830,7 MSEK ges ett bolagsvärde om 6230 MSEK i ett Base scenario, vilket motiverar ett värde per aktie om 34,9 kr.

**Analyst Group ser ett motiverat värde om 34,9 kr för Humble i ett Base Scenario, givet 2021 års estimerade försäljning och en applicerad P/S-multipel om 7,5x.**

Aktiekurs Humble



# BULL & BEAR

## Bull scenario

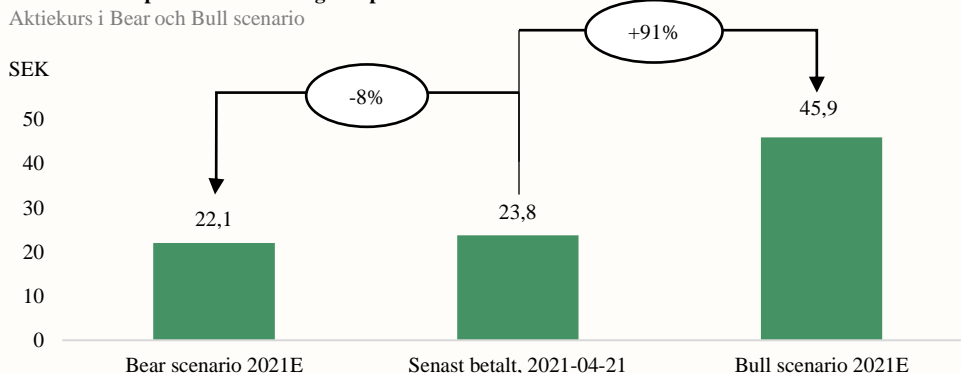
I ett Bull scenario estimeras Humble växa i ett betydligt snabbare takt, där ändrat konsumentbeteende samt andra regulatoriska initiativ väntas ge medvind och mynna ut i ökade intäkter för Humble i en större utsträckning än vad som antagits i ett Base scenario. Vidare väntas marknads-lanseringen av Tweek i UK och Tyskland vara lyckosam, som tillsammans är ca 15 gånger större än den svenska marknaden, i kombination med att den första stora listningen i Kina resulterar i flertalet ytterligare listningar hos diverse top-tier livsmedel- och apotekskedjor i landet, vilket estimeras driva upp försäljningen för Tweek betydligt. Detta skulle således kunna innebära lägre försäljningströsklar för Humbles övriga produkter och medföra ökad försäljning för koncernen i sin helhet i större utsträckning. Givet att Tweek kan säkra fler listningar i Kina, vilket estimeras i ett Bull scenario, erhålls en högre grad av vidimering för Bolagets produkterna, vilket kan innebära att Humbles expansionsplaner till andra asiatiska länder får medvind, som Singapore, Thailand och Hong Kong, vilket utgör ytterligare intäktsdrivare för Humble framgent. Vidare väntas The Humble Groups extensiva distributionsnätverk medföra synergieffekter i en större utsträckning än vad som antagits i ett Base scenario, där Humbles produkter snabbare kan lanseras på flertalet butiker och även med större framgång, vilket väntas driva omsättningen såväl som medföljande skalfördelar i en större utsträckning än i ett Base scenario, vilket i sin tur tillåter en högre marginalexpansion och tillika omsättningstillväxt. I ett Bull scenario estimeras Humble omsätta ca 896,8 MSEK år 2021, och med en applicerad P/S multipel om 9x, motiveras en aktiekurs om 45,9 kr.

## Bear scenario

I ett Bear scenario finns det olika faktorer som kan hämma Humbles organiska tillväxt på kort och lång sikt, däribland att resenärningen möter fortsatta motgångar på kort sikt med bakgrund i att konsumenter är fortsatt försiktiga med resandet på grund av bl.a. att vaccintrullningen i Europa inte nått den framgång och bredd i tid för sommaren 2021, som är något av en högsäsong, vilket skulle påverka flygbolagen negativt. The Humble Company, som har försäljning till diverse flygbolag, blir således påverkade negativt i ett sådant scenario. Vidare estimeras lanseringen av Tweeks produkter i UK och Tyskland inte möta samma fortsatta framgång som visats under testlanseringen, samt att att Tweek inte lyckas säkra ytterligare listningar i Kina, vilket begränsar tillväxten för Tweek och tillika Humble-koncernen, och kan innebära en stigande kostnadsbas i form av diverse marknadssatsningar som ej ger önskad effekt. Även om förutsättningar för att lansera varumärken som bl.a. Pandy, Tweek, Slender Chef och Green Star på nya marknader via The Humble Groups extensiva distributionsnätverk anses som goda på förhand, väntas Humble möta svårigheter att sälja in sina produkter hos återförsäljarna i den utsträckning som antas i ett Base scenario. Trots att Humbles aggressiva förvävsstrategi är logisk givet den fragmenterade Food Tech-industri Bolaget opererar inom samt tillkommande synergieffekter, medför det således operationella risker i termer av integreringsrisk av förvärvade dotterbolag som kan öka risken för stora svängningar i vinster, lönsamhet och kassaflöde, vilket kan påverka Bolagets förmåga att resa extern kapital framgent. Vidare har Humble en kort historik som ett förvävsdrivet bolag, vilket medför svårigheter att bedöma framgången av det, dock bedömer Analyst Group att Humble har lyckats väl fram till dags dato. Bolagets decentraliserade styrningsmodell reducerar således risken något. I ett Bear scenario estimeras Humble omsätta ca 716,5 MSEK år 2021, och med en applicerad P/S-multipel om 6,5x motiveras en aktiekurs om 22,1 kr.

### Illustration av potentiell värdering i respektive scenario

Aktiekurs i Bear och Bull scenario



Analyst Groups prognoser

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten



# LEDNING & STYRELSE

## Simon Petré, VD



Simon var en av Pändy Foods grundare, och han agerade VD i bolaget fram tills Pändy blev en del av Humble, då han fick sin nuvarande roll som VD på Humble. Han har en lång erfarenhet av att investera i start-ups, och sitter i styrelsen för flera av de bolag som han investerat i, däribland Buddy Pet Foods, Closers, och Drycks.se. Simon har en akademisk bakgrund som ingenjör och ekonom från KTH och Stockholms universitet.

**Aktieinnehav (antal aktier): 6 000 000 st**

## Noel Abdayem, Vice VD och COO för varumärke och distribution



Innan Noel intog rollen som vice VD för Humble och tillika COO för varumärke och distribution, var han VD och således medgrundare av The Humble Company. Noel är även en licenserad tandläkare, och fick det efter sina studier på Riga Stradins University. Med ambitionen att förebygga lidande och invaliditet orsakat av munsjukdomar, utan att göra avtryck på planeten, var han med och startade The Humble Company 2013, som idag finns på över 50 000 butiker, i 30-tals länder, världen över.

**Aktieinnehav (antal aktier): 26 014 674 st**

## Johan Lennartsson, CFO



Johan har en bakgrund som auktoriserad revisor och har en lång erfarenhet inom redovisning, bland annat från PWC, där han arbetat för ett flertal av företagets stora och noterade klienter.

**Aktieinnehav (antal aktier): 5 000 st**

## Patrik Edström, COO för Tillverkning och Ingredienser



Patrik är utbildad civilekonom från Handelshögskolan i Göteborg, och har en lång erfarenhet från livsmedels- och partihandelbranschen. Hans senaste roll innan han kom till Humble var som VD för R2 Group Sweden, och han har dessförinnan varit Norden-VD för numera EQT-ägda Azelis samt Vice President inom marknadsföring för Omya International AG i Schweiz. Patrik var VD för Humble från april 2018 till H2-20, och innan VD-rollen innehade Patrik posten som COO sedan oktober 2017.

**Aktieinnehav (antal aktier): 431 257 st**

## Marcus Stenkil, Head of M&A



Marcus har en examen inom företagsekonomi från Göteborgs universitet och har en lång erfarenhet inom revision, och har tidigare arbetat på revisionsbyrån Ernst and Young. Marcus tillträdde Humble i samband med förvärvet av The Humble Company, där han hade rollen som CFO.

**Aktieinnehav (antal aktier): 3 900 st**

## Jörgen Larsson, Senior rådgivare



Jörgen är grundare såväl som VD för gamingbolaget Stillfront och har lång erfarenhet av M&A-transaktioner. Stillfront noterades på Nasdaq First North 2015 med en pre-money värdering om ca 125 MSEK, och är idag värderade till över 30 mdSEK, där tillväxten till stor del kan hänföras till den aggressiva förvärvsstrategi som bolaget har drivit.

**Aktieinnehav (antal aktier): 3 383 725 st**

## Håkan Roos, Senior Rådgivare



Håkan är grundare och ägare av investmentbolaget RoosGruppen, och kallats för en av Sveriges skickligaste investerare, och är delvis känd för sina goda affärer inom Tech. RoosGruppen förvaltar idag mångmiljardbelopp, där värdet på deras noterade innehav uppgår till ca 2 miljarder.

**Aktieinnehav (antal aktier): 13 512 175 st**

# LEDNING & STYRELSE



## Peter Werme, Styrelseordförande

Peter har en MBA från Uppsala universitet, och är erfaren inom investeringar och finansiell förvaltning. Han var med och grundade ABB Fonder under slutet på 80-talet, och har även jobbat som fond- och hedgefondförvaltare för SEB Investment Management och Handelsbanken Asset Management. Han är styrelseordförande i Humble sedan 2011, och är utöver det Funding Partner i Första Entreprenörsfonden, samt styrelseordförande i två andra bolag

**Aktieinnehav (antal aktier): 4 444 915 st**



## Thomas Petrén, styrelseledamot

Thomas har en lång erfarenhet från VD-roller, där han bland annat var VD och delägare i Stenbeck Sharp Center och VD för Sharp Direct Sales, och växte båda bolagen genom organisk tillväxt och förvärv. År 2015 startade han ett investmentbolag, Seved Invest, och han har sedan dess varit aktiv som investerare i ett flertal start-ups, där han även engagerat sig i bolagens styrelse eller agerat rådgivare. I dagsläget sitter han som styrelseordförande för sex bolag, samt som styrelseledamot i ett. Han är utbildad marknadsökonom från IHM.

**Aktieinnehav (antal aktier): 12 570 000 st**



## Mikael Petterson, Styrelseledamot

Mikael har en bakgrund som serieentreprenör och investerare, där han bland annat startade, drev, och sedan sålde annonsteknikbolaget adX, och han var även den första externa investeraren i Pändy Foods. Han arbetar i nuläget med investeringar i tillväxtbolag, där han har investerat i b.l.a. Prey Studios, Wicket games, och FunRock, och agerar även rådgivare eller styrelseledamot i flera av de bolagen han investerat i.

**Aktieinnehav (antal aktier): 4 300 623 st**



## Björn Widegren, Styrelseledamot

Björn har mer än 35 års erfarenhet från ledande roller inom verkstad-, tjänste-, och livsmedelsindustri. Han har bland annat jobbat som ekonomidirektör för Sodexo, som Vice President inom Atriakoncernen, samt som ekonomichef för en fabrik. Sedan början på 2019 har han varit verksam i Pändys styrelse, och är sedan sammanslagningen, verksam i Humbles styrelse som styrelseledamot. Han är utbildad civilekonom från Göteborgs Universitet.

**Aktieinnehav (antal aktier): 57 705 st**



## Gunnar Ek, Styrelseledamot

Gunnar har en lång bakgrund inom Aktiespararna, där han ansvarade för deras bolagsbevakning under 22 års tid. Utöver detta har han även erfarenhet som bankdirektör på Nordea, samt som styrelseledamot inom ett flertal organisationer, däribland Göteborgs lokalförvaltning, en av Sveriges största fastighetsförvaltare. Han är utbildad inom industriell organisation vid Chalmers Tekniska Högskola.

**Aktieinnehav (antal aktier): 24 635 st**



## Henrik Patek, Styrelseledamot

Henrik har tidigare i sin karriär haft flertalet seniora roller inom ICA-gruppen, men är numera investeringschef på RoosGruppen AB.

**Aktieinnehav (antal aktier): 22 099 st**

# APPENDIX

Prognoser	Humble	Beyond Meat	Tattooed Chef	Celsius	Sunopta	Veg Of Lund	Else Nutrition	Genomsnitt, peers
CAGR 2021-2023	35,1%	39,4%	44,7%	45,1%	5,6%	n.a	369,2%	100,8%
EBITDA-tillväxt 2021-2023 (årlig)	41,5%	102,3%	286,7%	1807,1%	31,0%	n.a	-98,9%	425,7%
<b>EBITDA-marginal</b>								
2020A	11,6%	-8,9%	6,4%	7,5%	1,3%	-874,1%	-559,8%	1,6%
2021E	12,0%	8,0%	4,1%	11,8%	8,0%	n.a	-533,7%	8,0%
2022E	12,9%	8,6%	11,1%	9,9%	8,6%	n.a	-216,3%	9,6%
2023E	13,4%	9,4%	12,7%	13,0%	9,4%	n.a	-20,3%	11,1%

Base scenario (tSEK)	2017	2018	2019	2020	2020 Proforma	2021E	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	2 255	3 217	5 961	31 847	433 396	807 191	928 269	1 067 510	1 174 261
Aktiverat arbete för egen räkning	1 174	1 300	1 148	3 596	8 062	10 911	17 268	19 858	21 844
Övriga rörelseintäkter	430	500	61	2 906	9 317	12 609	19 956	22 949	25 244
<b>Totala intäkter</b>	<b>3 859</b>	<b>5 017</b>	<b>7 170</b>	<b>38 349</b>	<b>450 775</b>	<b>830 711</b>	<b>965 493</b>	<b>1 110 317</b>	<b>1 221 348</b>
KSV	-1 983	-1 337	-5 041	-22 460	-296 322	-498 083	-587 383	-669 939	-724 720
<b>Bruttoresultat</b>	<b>1 876</b>	<b>3 680</b>	<b>2 129</b>	<b>15 889</b>	<b>154 453</b>	<b>332 628</b>	<b>378 109</b>	<b>440 377</b>	<b>496 628</b>
Bruttomarginal	48,6%	73,4%	29,7%	41,4%	34,3%	40,0%	39,2%	39,7%	40,7%
Rörelsekostnader	-9 601,0	-11 508,0	-14 928,0	-41 040,0	-133 598,0	-236 156,9	-258 509,5	-297 500,0	-333 592,2
<b>EBITDA</b>	<b>-7 725,0</b>	<b>-7 828,0</b>	<b>-12 799,0</b>	<b>-25 151,0</b>	<b>20 855,0</b>	<b>96 471,1</b>	<b>119 599,8</b>	<b>142 877,3</b>	<b>163 036,3</b>
EBITDA-marginal	-342,6%	-243,3%	-214,7%	-79,0%	11,6%*	12,0%	12,9%	13,4%	13,9%
Av- och nedskrivningar	-1 934	-2 260	-2 405	-27 251	-26 602	-49 546	-56 978	-65 524	-72 077
<b>EBIT</b>	<b>-9 660</b>	<b>-10 088</b>	<b>-15 204</b>	<b>-52 402</b>	<b>-5 747</b>	<b>46 925</b>	<b>62 622</b>	<b>77 353</b>	<b>90 960</b>
EBIT-marginal	-428,4%	-313,6%	-255,1%	-164,5%	-1,3%	5,8%	6,7%	7,2%	7,7%

\* Justerad EBITDA-marginal.

## APPENDIX

Bull scenario (tSEK)	2017	2018	2019	2020	2020 Proforma	2021E	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	2 255	3 217	5 961	31 847	433 396	870 739	1 088 424	1 306 109	1 502 025
Aktiverat arbete för egen räkning	1 174	1 300	1 148	3 596	8 062	12 093	20 247	24 296	27 941
Övriga rörelseintäkter	430	500	61	2 906	9 317	13 976	23 399	28 078	32 290
<b>Totala intäkter</b>	<b>3 859</b>	<b>5 017</b>	<b>7 170</b>	<b>38 349</b>	<b>450 775</b>	<b>896 808</b>	<b>1 132 070</b>	<b>1 358 484</b>	<b>1 562 256</b>
KSV	-1 983	-1 337	-5 041	-22 460	-296 322	-509 956	-628 299	-740 374	-827 996
<b>Bruttoresultat</b>	<b>1 876</b>	<b>3 680</b>	<b>2 129</b>	<b>15 889</b>	<b>154 453</b>	<b>386 851</b>	<b>503 771</b>	<b>618 110</b>	<b>734 260</b>
Bruttomarginal	48,6%	73,4%	29,7%	41,4%	34,3%	43,1%	44,5%	45,5%	47,0%
Rörelsekostnader	-9 601	-11 508	-14 928	-41 040	-133 598	-269 377	-336 371	-384 578	-450 678
<b>EBITDA</b>	<b>-7 725</b>	<b>-7 828</b>	<b>-12 799</b>	<b>-25 151</b>	<b>20 855</b>	<b>117 475</b>	<b>167 400</b>	<b>233 532</b>	<b>283 582</b>
EBITDA-marginal	-342,6%	-243,3%	-214,7%	-79,0%	11,6%*	13,5%	15,4%	17,9%	18,9%
Av- och nedskrivningar	-1 934	-2 260	-2 405	-27 251	-26 602	-53 446	-66 808	-80 169	-92 195
<b>EBIT</b>	<b>-9 660</b>	<b>-10 088</b>	<b>-15 204</b>	<b>-52 402</b>	<b>-5 747</b>	<b>64 028</b>	<b>100 592</b>	<b>153 363</b>	<b>191 388</b>
EBIT-marginal	-428,4%	-313,6%	-255,1%	-164,5%	-1,3%	7,4%	9,2%	11,7%	12,7%

\* Justerad EBITDA-marginal.

Bear scenario (tSEK)	2017	2018	2019	2020	2020 Proforma	2021E	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	2 255	3 217	5 961	31 847	433 396	697 381	753 171	813 425	870 365
Aktiverat arbete för egen räkning	1 174	1 300	1 148	3 596	8 062	8 868	14 010	15 131	16 190
Övriga rörelseintäkter	430	500	61	2 906	9 317	10 249	16 191	17 487	18 711
<b>Totala intäkter</b>	<b>3 859</b>	<b>5 017</b>	<b>7 170</b>	<b>38 349</b>	<b>450 775</b>	<b>716 498</b>	<b>783 373</b>	<b>846 043</b>	<b>905 266</b>
KSV	-1 983	-1 337	-5 041	-22 460	-296 322	-454 962	-528 777	-575 309	-617 844
<b>Bruttoresultat</b>	<b>1 876</b>	<b>3 680</b>	<b>2 129</b>	<b>15 889</b>	<b>154 453</b>	<b>261 536</b>	<b>254 596</b>	<b>270 734</b>	<b>287 422</b>
Bruttomarginal	83,2%	114,4%	35,7%	49,9%	34,3%	36,5%	32,5%	32,0%	31,8%
Rörelsekostnader	-9 601,0	-11 508,0	-14 928,0	-41 040,0	-133 598,0	-198 027,7	-193 363,5	-208 669,5	-221 013,2
<b>EBITDA</b>	<b>-7 725,0</b>	<b>-7 828,0</b>	<b>-12 799,0</b>	<b>-25 151,0</b>	<b>20 855,0</b>	<b>63 508,2</b>	<b>61 232,8</b>	<b>62 064,3</b>	<b>66 408,8</b>
EBITDA-marginal	-342,6%	-243,3%	-214,7%	-79,0%	11,6%*	9,1%	8,1%	7,6%	7,6%
Av- och nedskrivningar	-1 934	-2 260	-2 405	-27 251	-26 602	-42 805	-46 230	-49 928	-53 423
<b>EBIT</b>	<b>-9 660</b>	<b>-10 088</b>	<b>-15 204</b>	<b>-52 402</b>	<b>-5 747</b>	<b>20 703</b>	<b>15 003</b>	<b>12 136</b>	<b>12 986</b>
EBIT-marginal	-428,4%	-313,6%	-255,1%	-164,5%	-1,3%	3,0%	2,0%	1,5%	1,5%

\* Justerad EBITDA-marginal.

# DISCLAIMER

---

## Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument eller annan information härrörande AG Equity Research AB (vidare AG) är framställt i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analyserna är baserade på källor och uppgifter samt utlåtanden från personer som AG bedömer tillförlitliga. AG kan dock aldrig garantera riktigheten i informationen. Alla estimat i analyserna är subjektiva bedömningar, vilka alltid innehåller viss osäkerhet och bör användas varsamt. AG kan därmed aldrig garantera att prognoser och/eller estimat uppfylls. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på information från AG eller personer med koppling till AG, alltid fattas självständigt av investeraren. Dessa analyser, dokument och information härrörande AG är avsett att vara ett av flera redskap vid investeringsbeslut. Investerare uppmanas att komplettera med ytterligare material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. AG frånsäger sig allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av material härrörande AG.

## Intressekonflikter och opartiskhet

För att säkerställa Analyst Groups oberoende har Analyst Group inrättat interna regler för analytiker, utöver detta så har alla analytiker undertecknat avtal i vilket de är skyldiga att redovisa alla eventuella intressekonflikter.

Dessa har utformats för att säkerställa att *KOMMISSIONENS DELEGERADE FÖRORDNING (EU) 2016/958 av den 9 mars 2016 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 vad gäller tekniska standarder för tillsyn för de tekniska villkoren för en objektiv presentation av investeringsrekommendationer eller annan information som rekommenderar eller föreslår en investeringsstrategi och för uppgivande av särskilda intressen och intressekonflikter efterlevs.*

För fullständiga regler för våra analytiker se: <https://www.analystgroup.se/interna-regler-ansvarsbegransning/>

## Bull and Bear- Rekommendationer

Rekommendationerna i form av bull alternativt bear syftar till att förmedla en övergripande bild av Analyst Groups åsikt. Rekommendationerna är utarbetade genom noggranna processer bestående av kvalitativ research och övervägning samt diskussion med andra kvalificerade analytiker.

Definition Bull: Bull är en metafor för en positivt inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en positiv framtidsutveckling för bolaget

Definition Bear: Bear är en metafor för en pessimistisk inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en negativ framtidsutveckling för bolaget.

## Övrigt

Denna analys är en så kallad uppdragsanalys. Detta innebär att Analyst Group har mottagit betalning för att göra analysen. Uppdragsgivare **Humble Group AB** (vidare Bolaget) har inte haft någon möjlighet att påverka de delar där Analyst Group har haft åsikter om Bolaget, framtida värdering eller annat som skulle kunna tänkas utgöra en subjektiv bedömning. De delar som Bolaget har kunnat påverka är de delar som är rent faktamässiga och objektiva.

Analytiker äger inte aktier i bolaget.

## Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2021). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.



## AG EQUITY RESEARCH AB

Org.nr: 556999-0939 | Mail: [info@analystgroup.se](mailto:info@analystgroup.se)  
Sturegatan 56 114 36, Stockholm | Bankgatan 1A 223 52, Lund