

AKTIEANALYS

FULL COVERAGE



HUMBLE GROUP

Lägger i nästa växel

2021-12-03

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 snabbväxande FMCG-koncern med en uttalad strategi att växa både organiskt och genom förvärv. Under 2020 utvecklades koncernen kraftigt och genomförde flera förvärv, en utveckling som har fortsatt under 2021. Bolaget är verksam inom vertikalerna *Better For You* och *Functional Foods* (Food Tech), *Eco- & Sustainability* och *Vegan*. Sedan Bolagets start har Humble även utvecklat och kommersialiserat 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 förvärvsstrategi 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 Q3-21	5-6
Finansiella mål	7
Investeringsidé	8
Bolagsbeskrivning	9-13
Marknadsanalys	14-15
Finansiell prognos	16-20
K3-regelverket	21
Värdering	22-24
Bull & Bear	25
Ledning & styrelse	26-27
Appendix	28-29
Disclaimer	30

VÄRDEDREVARE

9 av 10

Efter att ha exekverat på sin M&A-strategi har Humble dels lyckats breddat Bolagets produktportfölj, dels säkrat hela värdekedjan inom Food-Tech och Eco, från ingrediens-teknologi till tillverkning & distribution samt varumärken. Förvärvet av The Humble Company öppnade upp en ny vertikal, *Eco & Sustainability*, som har breddats genom ytterligare förvärv under 2021, b.l.a. Naty. Genom dessa förvärv erhåller Humble ett brett distributionsnätverk som möjliggör en uppskalning av produktion, synergieffekter och marginal-expansion. 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 men efter flertalet rörelseförvärv har koncernens finansiella profil förbättrats avsevärt och rullande tolv månader redovisade Humble ett justerat EBITDA-resultat om ca 449 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 och 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 insideräggande som uppgår till ca 30 % av de utestående aktier, där bland annat Stillfronts VD Jörgen Larsson finns med som en av ägarna med ett ägande om ca 1,4 %. Även affärsmannen och investeraren Håkan Roos har ett ägande i Humble som uppgår till ca 10,6 % av kapitalet. VD Noel Abdayem äger 10,9 % av kapitalet.

RISKPROFIL

3 av 10

Riskprofilen i Humble har reducerats avsevärt i takt med att Bolaget har växt koncernen och säkrat hela värdekedjan inom Food Tech och Eco, 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 relativt låg, även om Bolagets aggressiva förvärvsstrategi utgör alltså en risk. Analyst Group anser att riskprofilen kommer att minska framgent givet att Humble är lönsamma på proformabasis samt 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 summeras 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 FMCG-koncern som tillhandahåller framtidens FMCG-produkter, primärt inom segmenten *Better-For-You*, *Functional Foods* och *Eco & Sustainability*. Under år 2020 implementerade Humble en expansiv M&A-strategi, för att konsolidera autonoma och innovativa bolag i en annars fragmenterad Food Tech och FMCG-industri, till låga värderingar. Förvärven av b.l.a. The Humble Company och Naty breddar Humbles exportnätverk kraftigt och möjliggör ökad försäljningspotential såväl som skalfördelar i takt med ökade volymer och lägre *Customer Acquisitions Costs* via b.l.a. korsförsäljning och optimerad marknadsföring. Humble har värderats utifrån 2022 års estimerade EBITDA om 544 MSEK och med en tillämpad EV/EBITDA-multipel om 21x, härleds ett nuvärde per aktie om 41,9 kr i Base scenario.

■ Närmar sig de långsiktiga finansiella målen

Under det tredje kvartalet 2021 uppgick Humbles nettoomsättning proforma till 872 MSEK, med en justerad EBITDA om 121 MSEK, motsvarande en justerad EBITDA-marginal om 13,9 %. Dotterbolagen har enligt Humble uppvisat en organisk försäljnings-tillväxt inom intervallet 19-24 % under det tredje kvartalet, jämfört med motsvarande period föregående år, vilket är en betydligt högre takt än Bolagets uttalade mål om 15 % årlig tillväxt. För rullande tolv månader uppgår nettoomsättningen proforma, tillika justerade EBITDA, till 3,4 mdSEK respektive 449 MSEK, vilket utgör 26 %¹ samt 30 %¹ av Humble finansiella mål år 2025, varför Bolaget har kommit en bra bit på vägen.

■ Genomför sitt största förvärv hittills

Under Q3-21 förvärvade Humble FMCG-aktören Solent Global Limited ("Solent"), vilka är en ledande internationell aktör av varumärken, licens- och *white label*-produkter inom segmenten hälsosamma livsmedel och *personal care*. Förvärvet var Humble största fram till dags dato, men även av strategisk karaktär då Solent stärker Humbles redan breda distributionsnätverk, samtidigt som Humble b.l.a. ges en starkare ställning på den brittiska marknaden, vilken är Europas näst största FMCG-marknad.

■ Skruvar upp de finansiella målen ytterligare

Humble meddelade den 1 december 2021 att Bolaget höjer de finansiella målen för år 2025, koncernens nettoomsättning ska nu uppgå till 16 mdSEK (13), med ett EBITDA-resultat om 1,9 mdSEK (1,5). Detta innebär en ökning av tidigare nettoomsättningsmål med 23 % samt 27 % från tidigare EBITDA-mål. Humble har nu, inom loppet av åtta månader höjt Bolagets finansiella mål två gånger. Bakgrunden till höjningen härleds av fortsatt stark tillväxt i koncernens dotterbolag, hög tillgång till attraktiva förvärv samt positivt mottagande från marknaden för nya produkter. Humble meddelade därtill att Bolaget ska inleda processen för att byta marknadsplats till Nasdaqs huvudlista, vilket beräknas kunna ske under år 2023.

AKTIEKURS | 26,95 kr

VÄRDERINGSINTERVALL: 2022 ÅRS PROGNOSS

BEAR
23,6 kr

BASE
41,9 kr

BULL
52,6 kr

HUMBLE GROUP				
Senast betalt (2021-12-02)	26,95			
Antal Aktier (st.)	246 235 513			
Market Cap (MSEK)	6 636,0			
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	105,0			
Enterprise Value (MSEK)	6 741,0			
V.52 prisintervall (SEK)	33,9-8,0			
Lista	Nasdaq First North Growth Market			
UTVECKLING				
1 månad	3,7 %			
3 månader	9,8 %			
1 år	227,1 %			
YTD	80,2 %			
HUVUDÄGARE: HOLDINGS, VERIFIERAT 2021-09-31				
Noel Abdayem	10,9 %			
Håkan Roos (RoosGruppen)	10,6 %			
Thomas Petrén	5,1 %			
Handelsbanken Fonder	4,4 %			
Creades AB	2,7 %			
VD OCH ORDFÖRANDE				
Verkställande Direktör	Simon Petrén			
Styrelseordförande	Peter Werme			
FINANSIELL KALENDER				
Bokslutskommuniké 2021	2022-02-25			
Prognos (Base), MSEK 2020 Proforma				
	2021E	2022E	2023E	
Nettoomsättning	433,4	1 460,1	3 885,2	4 390,3
Omsättningstillväxt	7170,5%	236,9%	166,1%	13,0%
Bruttoresultat	154,5	525,2	1 420,0	1 656,3
Bruttomarginal	34,3%	30,5%	33,4%	34,5%
EBITDA	50,4	173,7	544,0	670,9
EBITDA-marginal	11,6%	11,9%	14,0%	15,3%
P/S	15,3	4,5	1,7	1,5
EV/S	15,6	4,6	1,7	1,5
EV/EBITDA	133,7	38,8	12,4	10,0

¹ Avser graden av måluppfyllelse innan senaste höjning av de finansiella målen

² Exkl. Aktiverat arbete och övriga rörelseintäkter

³ Baseras på det justerade EBITDA-resultatet

KOMMENTAR Q3-21

Närmar sig de långsiktiga finansiella målen

**872 MSEK
NETTO-
OMSÄTTNING
UNDER Q3-21
(PROFORMA)**

Humble redovisar under Q3-21 en nettoomsättning på proformabasis om 872 MSEK, där proforma illustrerar vad omsättningen hade varit om alla kommunicerade förvärv fram till dags dato hade konsoliderats från och med 1 januari. EBITDA-resultatet, under samma förutsättningar, uppgick till 121 MSEK under Q3-21, motsvarande en EBITDA-marginal om 13,9 %. Vi kan dock inte från rapporten utläsa vad omsättningen, likväl EBITDA-resultatet, för jämförbart kvartal föregående år är under samma premisser som för Q3-21, vilket gör det svårt att bedöma hur den underliggande, tillika aggregerade, organiska tillväxten bland samtliga dotterbolag har utvecklats Y-Y.

**19-24 %
ORGANISK
TILLVÄXT I
DOTTER-
BOLAGEN
UNDER Q3-21**

Humble själva skriver i rapporten att de bolag som tillhörde koncernen vid ingången av 2021 har haft en organisk omsättningstillväxt om 24 % under Q3-21 jämfört med motsvarande period föregående år, medan motsvarande tillväxt för de bolag som konsoliderades per 30 september 2021 uppgick till 19 %. Den höga omsättningstillväxten påvisar dock tydligt den starka efterfrågan som finns för de hälsosamma, tillika hållbara, produkter vilka Humble tillhandahåller. Humbles positionering inom framtidens FMCG, i kombination med bolagets breda distributionsnätverk som möjliggör korssynergier inom försäljningen bland dotterbolagen, baddar för fortsatt god omsättningstillväxt kommande kvartal enligt Analyst Group. Genom att tillhandahålla en strukturell plattform och konsolidera aktörer inom den fragmenterade FMCG-industrin tillåts Humble realisera både direkta och indirekta kostnadssynergier, allt från bättre leverantörsvillkor via högre inköpsvolym, delning av know how och teknologi bland dotterbolag, till tillverkning och marknadsföringsoptimering. Att Humble därtill äger värdekedjan, från teknologi/R&D till distributionsnätverk, medför å ena sidan starkare marginaler, å andra sidan en högre innovationstakt, varför Humble, enligt Analyst Group, kan kvarvara konkurrenskraftiga på marknaden, genom att snabbare kunna bredda produktportföljen samt förbättra redan existerande produkter.

Vid utgången av Q3-21 uppgår Humbles nettoomsättning proforma för rullande 12 månader till 3,4 mdSEK, vilket innebär att bolaget har kommit en bra bit på vägen mot det långsiktiga finansiella målet om att uppvisa en nettoomsättning proforma om 13 mdSEK vid utgången av 2025. Motsvarande EBITDA-resultat uppgår till 449 MSEK, och indikerar således att 30 % av EBITDA-målet år 2025 (1,5 mdSEK) har uppnåtts och 26 % av nettoomsättningsmålet.

Förvärvstakten är fortsatt hög

**SOLENT -
STÖRSTA
FÖRVARVET
HITTILLS**

Humble har under det tredje kvartalet fullföljt sju av de tidigare kommunicerade förvärven under Q3-21, men även ingått förvärvsavtal med ytterligare två bolag under kvartalet, däribland bolagets hittills största förvärv av Solent Global Limited ("Solent"). Förutom att Solent stärker Humbles produkterbjudande inom ECO-vertikalen, så öppnar även bolaget upp nya marknader och Point-of-Sales, vilka Humbles övriga dotterbolag kan dra nytta av för att skala upp produktionen. Förvärvet av Swedish Food Group ("SFG") är också intressant i den bemärkelsen att SFG har en väletablerad infrastruktur i Sverige och en bred varumärkesportfölj, som möjliggör en starkare ställning för Humble inom hälsa- och sportnutritions kategorin. Efter utgången av Q3-21 har Humble gjort ytterligare fyra förvärv, varav det senaste förvärvet av ljustillverkaren Delsbo Candle kommunicerades så sent som igår. Ett förvärv som Analyst Group anser sticker ut något är förvärvet av finska Soya Oy, vilka tillverkar tofu och tempe, eftersom det innebär att Humble nu på riktigt tar klivet in i vegan-segmentet efter bolagets första strukturella förvärv inom Vegan-vertikalen. Växtbaserade mat är en kategori som växer snabbt och drivs av hälso-, hållbarhets- och klimattrender, och marknaden estimeras vara värd 74, mdUSD år 2027, motsvarande en CAGR om ca 12 % under perioden 2020–2027. Analyst Group är av uppfattningen att fler förvärv inom vegan-vertikalen är att vänta givet möjligheterna på marknaden och Humbles fokus på framtidens FMCG-produkter, vilket skulle stärka Humbles unika position på FMCG-marknaden ytterligare.

KOMMENTAR Q3-21, FORTS.


Hittills under 2021 har Humble förvärvat 17 bolag och med ett sådant högt förvärvstempo innebär det alltjämt en integrationsrisk samtidigt som det förutsätter tillgång till kapital. Analyst Group anser att Humble fram till dags dato har lyckats göra förvärven till attraktiva multiplar över lag, med en låg utspädning givet den återkommande finansieringsstrukturen som utgörs av en mix av aktier och kontanter. Kombinationen av att ägarna/entreprenörerna bakom de förvärvade bolagen tilldelas aktier i Humble, vilket ger incitament att fortsätta skapa aktieägarvärde, tillsammans med Humbles decentraliserade styrningsmodell, reducerar dock riskerna med förvärven. Analyst Group är av uppfattningen att Humble har god tillgång till kapital från dels aktiemarknaden, dels obligationsmarknaden, vilket härleds till dels en stark aktiekursutveckling, dels av att Humble fokuserar på att förvärva lönsamma bolag med god tillväxt, varför även Humble på proformabasis visar stark lönsamhet. Viktiga komponenter framöver för att Humble ska kunna fortsätta den hittills framgångsrika förvärvsstrategin är att ha fortsatt stöd av aktiekursen för att kunna möjliggöra den finansieringsstruktur som Humble använt sig av hittills, samt fortsätta generera god lönsamhet inom concernen (proforma), vilket bolaget har uppvisat historiskt och lagt god grund för att fortsätta göra framgent.

Humble uppvisar första kvartalet med positivt fritt kassaflöde

Att Humble under det tredje kvartalet för första gången uppvisar ett positivt organiskt kassaflöde är en viktig datapunkt från rapporten, där kassaflödet från den löpande verksamheten uppgick till 9 MSEK. Å andra sidan är det inte förvånande, givet att Humble på proformabasis visat lönsamhet på rörelsenivå senaste kvartalen. Analyst Group är av uppfattningen att Humble även kommande kvartal kan uppvisa positivt organiskt kassaflöde, vilket är en viktig parameter för att successivt minska bolagets skuldsättning och som på sikt kan möjliggöra rörelseförvärv via organiskt genererat kassaflöde, vilket skulle reducera finansieringsrisken.

Humbles tredje kvartal 2021 i siffror, proforma och icke-proforma.

Humble Group
Q3-21

	401 MSEK		872 MSEK
	Nettoomsättning under Q3-21		Nettoomsättning under Q3-21 (proforma)
48 MSEK		121 MSEK	
Justerad EBITDA under Q3-21		Justerad EBITDA under Q3-21 (proforma)	
	12,0 %		13,9 %
	EBITDA-marginal Q3-21 (justerad)		EBITDA-marginal Q3-21 (justerad, proforma)

Källa: Humble Group

FINANSIELLA MÅL ÅR 2025

Den 1 december 2021 uppdaterades Bolagets finansiella mål för koncernen fram till år 2025.



Tidigare finansiella mål

13 mdSEK
Nettoomsättning (proforma)
15 %
Organisk tillväxt per år
1,5 mdSEK
Justerat EBITDA-resultat (proforma)

+23 %



0 %



+ 27%



Nya finansiella mål

16 mdSEK
Nettoomsättning (proforma)
15 %
Organisk tillväxt per år
1,9 mdSEK
Justerat EBITDA-resultat (proforma)

Övriga finansiella mål kvarstår oförändrade:

Kapitalstruktur: Nettoskuld/Justerat EBITDA < 2,5¹

Utdelningspolicy: Styrelsen har antagit en utdelningspolicy som fastställer att överskottet ska delas ut till aktieägarna när det fria kassaflödet överstiger tillgängliga investeringar i lönsam tillväxt²

21,3 %

Av de nya finansiella målen år 2025



3,4 mdSEK

Nettoomsättning LTM (proforma)

LTM

Måluppfyllnad Omsättning

16 mdSEK

Nettoomsättning (proforma) År 2025 (finansiellt mål)



"Med den starka underliggande tillväxten som vi redovisar för det tredje kvartalet, är det naturligt att vi höjer både försäljning- och lönsamhetsmålet, speciellt då vi redan ligger långt före målsättningen som uppdaterades i augusti 2021. Att vi även har så pass bra underliggande kassaflöden, trots att vi i rapporten inte konsoliderat flera av de mest lönsamma förvärven, ger oss utrymme att använda de finansiella instrument och samarbetsavtal med banker på bästa möjliga sätt och minimera utspädning för våra aktieägare under vår tillväxtresa. Vi har en fortsatt stark pipeline och märker ständigt av styrkan i vårt varumärke och attraktionen från entreprenörer som vill bli en del av Humble Group."

Humble Group

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

²Utdelning till aktieägarna förutsätter att kapitalstrukturen är uppfyllt.

INVESTERINGSIDÉ

Från ett råvaruteknikbolag till en aktör inom framtidens FMCG

Vid ingången av 2020 var Humble ett råvaruteknikbolag under namnet Bayn som enkom fokuserade på ingredienssteknologi, vilka 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 Pändy Foods som genomfördes i inledningen av 2020 antog Humble en förvärvsstrategi för att konsolidera innovativa bolag i den annars fragmenterade Food Tech- och FMCG-industrin. Efter förvärvet av Pändy Foods har Humble genomfört ytterligare 22 rörelseförvärv och koncernen består idag av 24 dotterbolag, vilka verkar inom vertikalerna Food Tech, Eco & Sustainability och Vegan. Förvärven har, förutom att ha tillgodosett Humble med hela värdekedjan inom Food Tech och Eco, även stärkt den finansiella profilen, vari Humble har förvärvat snabbväxande och autonoma bolag som överlag är av relativt god lönsamhet, där bland annat The Humble Company och Naty har uppvisat höga tvåsiffriga EBITDA-marginaler senaste åren. Utöver stärkta marginaler och kassaflöden, tillför bolag såsom The Humble Company, Naty och Solent ett omfattande distributionsnätverk, *know-how* inom FMCG och starka varumärken, något 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 kapitaliserar 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 med överkonsumtion av socker, dels regeringar som i större utsträckning implementerat sockerskatter i syfte att få ned den allmänna konsumtionen. Sockerreducerande produkter är mer utbrett 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 1 100 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 11 % av Bolaget. Tillsammans med Humbles övriga styrelse och ledning uppgår insiderägandet till ca 30 %, vilket ingjuter starkt förtroende för att personerna bakom Humble kommer agera för att skapa aktieägarvärde framgent.

Prognos och värdering: en sammanfattning

Humble har under år 2021 genomfört större, tillika strategiska, förvärv, däribland The Humble Co, Naty och Solent, vilka dels öppnar upp flertalet dörrar rent operationellt i termer av geografisk expansion och därtill skalfördelar, samtidigt som det bidrar starkt till koncernens lönsamhet och tillika kassaflöde. För år 2022 estimeras Humble nå EBITDA om 544 MSEK, och utifrån en relativvärdering, har EV/EBITDA 21x applicerats som målmultipel, vilket motiverar ett nuvärde per aktie om 41,9 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 dels år 2020, dels 2021, 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

30 %
INSIDER-
ÄGANDE

41,9 KR
PER AKTIE I
ETT BASE
SCENARIO

HÖG
FÖRVÄRVS-
TAKT
INNEBÄR
ALLTJÄMT
EN RISK

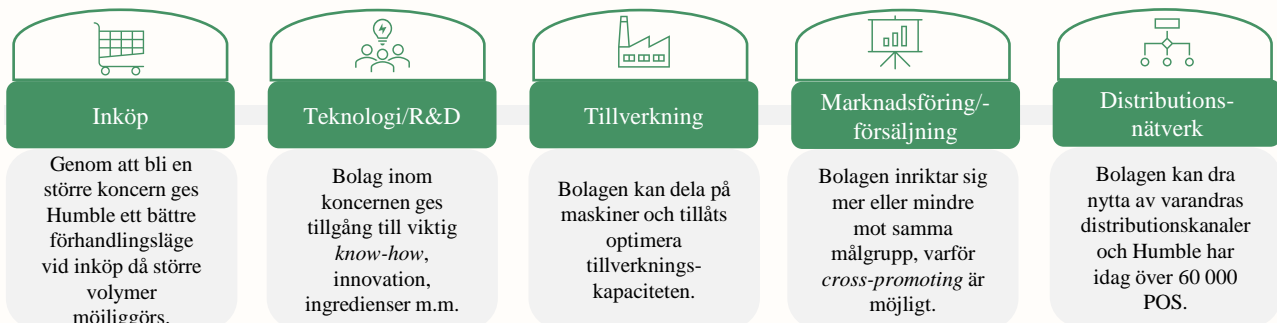
BOLAGSBESKRIVNING

Humble Group är en förvärvsdriven FMCG-koncern som levererar nästa generation av konsumentprodukter som är bra för såväl människor som planeten. som inriktar sig mot segmenten Food Tech, Eco- & Sustainability samt Vegan. Koncernen består utav 24 autonoma bolag inom verksamhetsenheterna: Teknologi/R&D, tillverkning, distribution och varumärken, vilket följaktligen innebär att Humble äger hela värdekedjan, något som möjliggör en hög innovationstakt, synergier och diversifierade intäktsströmmar då Humble äger bolag inom olika segment. Nedan illustreras Humbles tre affärsområden, dotterbolagen samt ett urval från produktportföljen.



Humble-plattformen

Utifrån de rörelseförvärv som Humble successivt har genomfört så har Bolaget skapat en strukturell plattform, vari Humble äger hela värdekedjan, från teknologi/R&D till distributionsnätverk. Genom att konsolidera aktörer inom den fragmenterade FMCG-industrin tillåts Humble-koncernen realisera synergier, allt från bättre inkösvillkor via högre inkösvolymer, delning av know-how och teknologi bland dotterbolagen, tillverkning, marknadsföringsoptimering samt möjligheten att utnyttja koncernens samlade distributionsnätverk för att skala upp respektive dotterbolags försäljning. Genom att tillhandahålla en decentraliserad styrningsplattform minimeras integreringsrisken från tillkommande rörelseförvärv, samtidigt som bolagens kultur bevaras och entreprenörskap främjas. Genom att bolagen som förvärfvas även blir aktieägare i Humble ges starka incitament att skapa aktieägarvärde för hela gruppen.



PORTFÖLJBOLAGEN: EN ÖVERBLICK

Food Tech

Bayn Solution

Har b.l.a. utvecklat sötade fibrer, s.k. EUREBA, som kan ersätta socker i en skala 1:1, utan att smak, textur och konsistens påverkas.

Ewalco AB

Ledande Food Tech-koncern med ett brett sortiment av ingredienslösningar och anpassningar av råvaror med inriktning mot livsmedel och sportnutrition.

Carl-Bergs Pharma

Utvecklar och tillverkar egenårds-produkter för bättre hälsa inom livsmedelsindustrin, vilket görs i egen regi och bolaget har egen tillverkning i Göteborg.

Bayn Production

Ledande svensk tillverkare av fiberbaserat och socker-reducerat godis i Sverige, och erbjuder ett brett godissortiment.

Amerpharma

Är en marknadsledande europeisk aktör med tillverkning inom socker- och kalorireducerande såser, sylt och sirap.

GSD

Leverantör inom ekologiska- och life-styleprodukter inom FMCG, och har flertalet ledande varumärken inom funktionellt godis.

Grahns Konfektyr

Är en svensk godistillverkare med ett stort sortiment av diverse godistyper, och har en marknads-ledande ställning i Sverige.

Kryddhuset i Ljung

Är en ledande tillverkare av kryddor samt kryddblandningar, med ett starkt fokus på ekologisk och hållbar tillverkning samt naturliga råvaror.

Marabu Gmbh

Är en ledande tysk FMCG-distributör specialiserat inom kosmetika, Beauty, och Wellness.

Nordfood & Be:Son

Två handelshus som marknadsför och säljer dels egna varumärken, dels externa, och har ett brett sortiment av kolonial, eko och miljövänliga FMCG-produkter.

Monday 2 Sunday

FMCG-bolag som säljer hälsosamma, socker-reducerande samt proteinrikt livsmedel, t.ex. proteinbars, godis, linschips och energidryck.

Bayn Retail

FMCG-bolag som är marknadsledande inom socker-reducerande godis i Sverige, med en bred portfölj av påsförpackat och lösvaltskonfektyr.

Golden Athlete

Food Tech-bolag som är Nordens ledande leverantör av socker- och kalorfria dressingar, b.l.a. det egna varumärket Slender Chef.

Sportnutrition

Utgörs av tre bolag¹ inom sportnutrition, vilka erbjuder diverse tillskott av näringsämnen som t.ex. vitaminer/mineraler och laktosfritt samt veganskt proteinpulver.

Wellibites

Ledande svenskt varumärke inom sockerfritt, veganskt och vitaminberikat godis.

Swecarb

Distribuerar kosttillskott och sportnutrition och har exklusiva rättigheter att leverera ett flertal produkter under varumärket Vitargo.

Swedish Food Group

Food Tech-koncern med varumärken såsom Healthyco, Pro!Brands, Aloes Aloe Vera och Wolverine, och innehar en bred produktportfölj inom hälsa och sportnutrition.

Soya Oy

Tillhandahåller de marknadsledande finska varumärkena Jalotofu och Jalotempe, samt bedriver egen produktion av tofu och tempe.

¹ Performance R Us, Nordic Sport Nutrition och Viterna

Eco

The Humble Co

En ledande tillverkare av hållbara och innovativa munhållsprodukter, men erbjuder även andra produkter inom Health & Beauty.

Naty AB

Ett ledande högteknologisk FMCG-koncern med ett globalt och välpositionerat varumärke, Eco by Naty, som har ett brett sortiment av ned-brytningsbara personal care-produkter.

FancyStage Lda

Ett portugisiskt bolag som utvecklar innovativa produkter inom FMCG-segmenten, specialiserat på kosmetik, skönhet och wellness.

Solent Global Ltd

En ledande leverantör av varumärken, licens- och white label-produkter inom segmenten hälsosamma livsmedel och personal care.

Delsbo Candle

Ledande tillverkare av högkvalitativa och miljömärkta ljus i Sverige. Bolagets produkter återfinns hos några av de största dagligvaru-handlarna i Norden.

VERKSAMHETSBOLAGEN: EN DJUPDYKNING I FOOD TECH

Swedish Food Group

Swedish Food Group – Koncern som verkar inom Food Tech-vertikalen med huvudsaklig fokus inom hälsa och sportsnutrition, bl.a. proteinmilkshake, proteinchips, proteinbars, och Aloe Vera samt energidryck. Sedan SFG:s start 2012 har fokus varit på att växa organiskt med snabb och effektiv produktutveckling av hälsosammare livsmedel och sportnutrition. SFG-koncernen har en bred portfölj med varumärken såsom Healthyco, Pro!Brands, Aloes Aloe Vera och Wolverine. SFG har en växande rikstäckande säljkår som har lyckats etablera en stark ställning inom den svenska dagligvaruhandeln där bolaget är representerade i alla större svenska livsmedelsbutiker. SFG:s produkter återfinns inom butikskedjor som ICA, City Gross, Rusta, Lidl och Coop. SFG besitter även ett 6 000 kvm stort logistikcenter som är belägen i Malmö.

Urval av partnerskap



Swedish Food Group i siffror

255 MSEK¹

Estimerad total omsättning 2021

+25

Exportmarknader

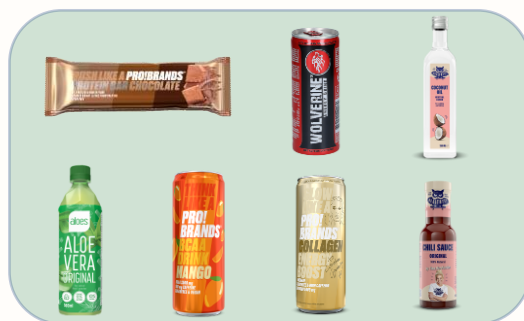
23 MSEK¹

Estimerad justerad EBITDA-resultat 2021

~20 %

CAGR för omsättningen mellan 2016-2020

Urval av produkter



TWEK
SWEETS WITH BENEFITS

Urval av partnerskap



Bayn Retail i siffror

~ 400 M

Antal målkonsumenter på den kinesiska marknaden

~35 %

72%

Omsättningstillväxt under 2020

~ 110 MSEK

Omsättning i Sverige under 2020

Bayn Retail (f.d. Tweek) – är ett marknadsledande Food Tech-bolag inom sockerreducerande godis i Sverige. Bolaget har en bred portfölj av påsförpackat och lösviktskonfektyr, med bas av naturliga ingredienser och fibrer, vilket reducerar kalorivärdet med upp till 50 % mot traditionellt godis. 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 %, därigenom har Tweek en marknadsledande position i Sverige, samtidigt som konceptet skalas upp i övriga Norden samt Europa och Kina. Exempelvis säljs Tweek via WHSmith Travel och Amazon Europe i Storbritannien, men även på ICA och Coop i Sverige.

Soya Oy – är ett marknadsledande finskt bolag inom vegan-vertikalen. Bolaget bedriver sedan 90-talet egen produktion av tofu och tempe. Bolaget har etablerat varumärkena Jalotofu och Jalotempe, vilka är marknadsledande inom veganska livsmedel i Finland. Bolaget förser även marknaden med private label-produkter som återfinns hos ett flertal av Nordens största dagligvaruhandlare. Bolaget har utvecklats till en stark aktör inom den växande nordiska marknaden för växtbaserade livsmedel, där växtbaserad mat är en kategori som växer snabbt och drivs av hälso-, hållbarhets- och klimattrender. Bolaget präglas av ett stort hållbarhetsfokus och kvalitet. Exempelvis har bolaget installerat en egen biogasanläggning där hela värdekedjan tas i beaktning från gröda till slutkonsument.

Soya Oyi i siffror

~ 46,8 MSEK²

Uppskattad omsättning för kommande tolv månader

74 mdUSD³

Marknaden för växtbaserad mat år 2027

~ 5,5 MSEK²

Uppskattad EBITDA-resultat för kommande tolv månader

~ 5,5 MSEK³

Estimerad CAGR under perioden 2020-2027

¹ SFG:s egna estimat

² Humbles egna estimat

³ Research and Markets, 2021

VERKSAMHETS BOLAGEN: EN DJUPDYKNING I ECO

THE HUMBLE CO.

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, munskölj 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 Companys 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.

Urval av partnerskap

amazon

Walgreens

SAS

Lufthansa

ICA

Humble i siffror

+ 50 000

POINT OF SALES

~ 40 %

EBITDA-MARGINAL

+ 30

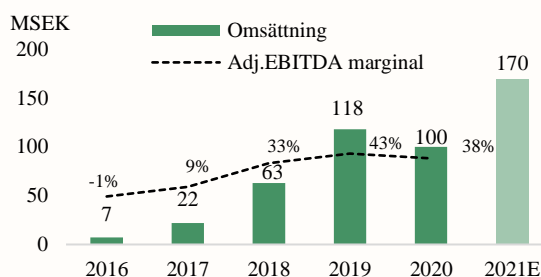
MARKNADER

~ 93 %

CAGR för omsättningen mellan 2016-2020

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

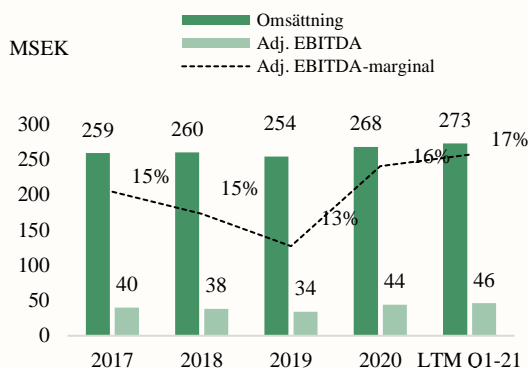
Omsättning, justerad EBITDA-marginal samt kommunicerad omsättningsprognos för 2021



Källa: Humble

Naty har lång historik av god lönsamhet

Omsättning, justerad EBITDA och justerad EBITDA-marginal



Källa: Humble

Naty – är en ledande högteknologisk FMCG-koncern med ett globalt och välpositionerat varumärke, Eco by Naty, som har ett brett sortiment av nedbrytbara personal care-produkter. Bolaget har en världsledande position inom eco-blöjor och har därutöver expanderat sitt erbjudande inom komposterbara produkter, genom att även erbjuda ett innovativt produktsortiment inom t.ex. intimitvård, kläder, accessoarer och hudvård. Naty har en global närvaro och säljer samt marknadsför sina produkter till många av världens största återförsäljare inom dagligvaruhandeln, såsom Walmart, Amazon, Walgreens, Ica och Apotea. Natys produkter återfinns i över 30 marknader, både via fysisk försäljning och E-handel.

FancyStage Lda – är ett av Portugals snabbast växande bolag och har en ledande position för produktion av innovativa produkter inom FMCG-segmenten specialiserat på kosmetik, skönhet och wellness. Bolaget fokuserar på "private-label" och kontaktstillverkning men producerar också sina egna varumärken. FancyStage har varit verksam sedan 2012 och har en lång erfarenhet av utveckling, produktion samt leverans av produkter till internationella märken, stormarknader, grossister, parfymkedjor och klädmärken. Produkterna tillverkas och säljs i över 16 länder världen över och kundlistan består av flera prestigefyllda varumärken.

FancyStage i siffror

No.1

Snabbast växande företaget i Portugal år 2019¹

116,6 %

Årlig omsättningstillväxt under 2014-2017

129 MSEK²

Estimerad omsättning under kommande 12 månader

67 MSEK²

Estimerat EBITDA-resultat (justerat) under kommande 12 månader

¹ Utsedd av Financial Times

² Fancystages egna estimat

BOLAGSBESKRIVNING

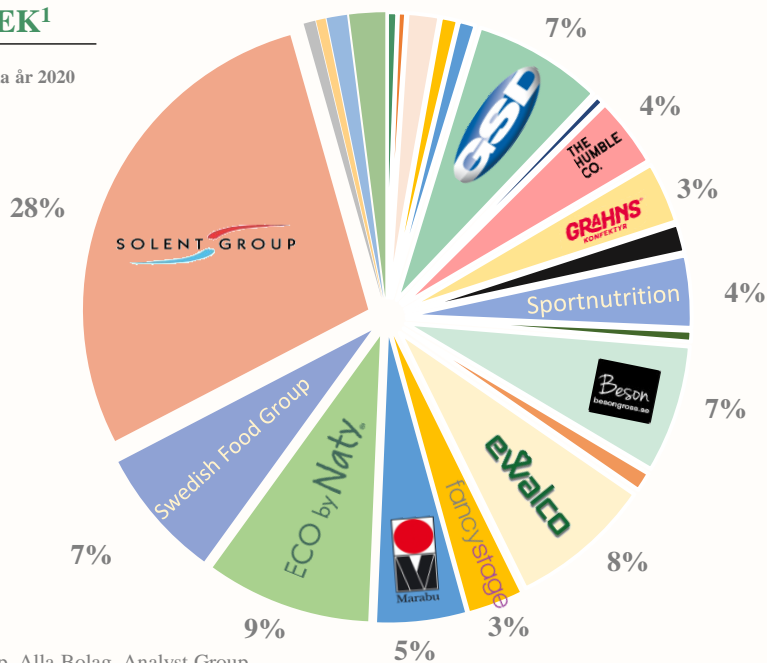
Intäktsfördelning bland dotterbolagen

Solent Group är Humble Groups största förvärv fram till dags dato och utgör således störst andel av koncernens omsättning.

Dotterbolagens andel av uppskattad proforma år 2020.

~ 3,1 mdSEK¹

Uppskattad proforma år 2020

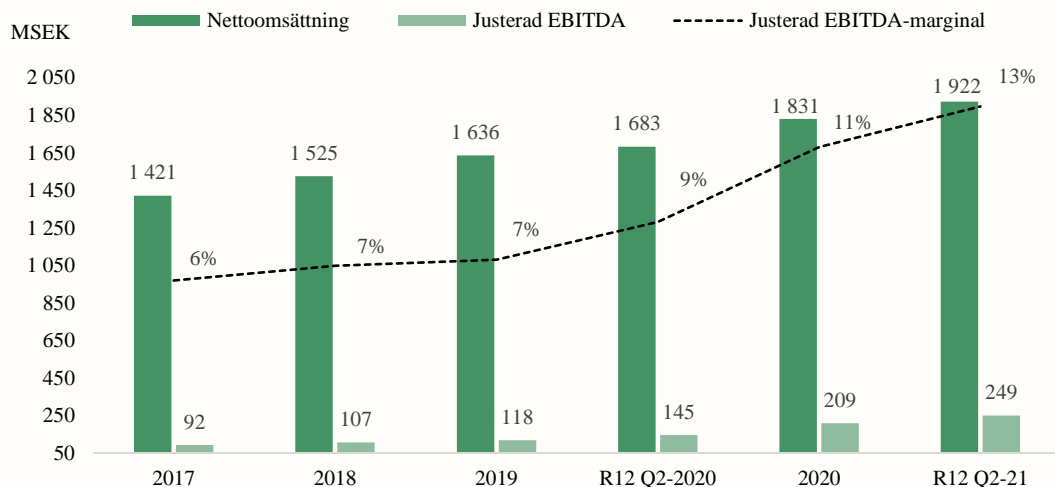


Källa. Humble Group, Alla Bolag, Analyst Group

Historisk finansiell utveckling på proformabasis

Humble Group har på proformabasis² visat god tillväxt och lönsamhetsökning sedan år 2017

Nettoomsättning, justerad EBITDA samt justerad EBITDA-marginal 2017-R12 Q2-21



Källa: Humble

¹ Inkluderar samtliga rörelseförvärv som genomförts fram till 2021-12-01

² Exklusive Solent, Swedish Food Group, Carls-Berghs Pharma och Swecarb

MARKNADSANALYS

Positionerade för framtidens FMCG produkter och kapitaliserar på megatrender

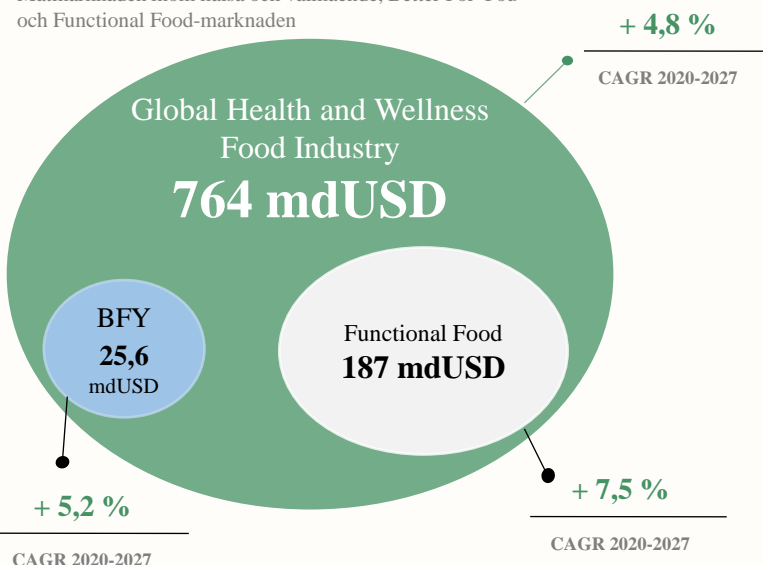
Humble har en tydlig ambition om att bli en ledande aktör inom framtidens FMCG-produkter, med idag två etablerade affärsområden: Food Tech och Eco & Sustainability. FMCG-produkter är sådana som säljs relativt snabbt, till en låg kostnad och i stora kvantiteter, där exempel på produkter är konfektyr, dryck, hygien- och skönhetsartiklar. Marknaden är i hög grad fragmenterad och konkurrensutsatt, där stora aktörer som Procter & Gamble, PepsiCo, Nestlé och Kelloggs har ett starkt grepp inom de mer vardagliga FMCG-produkter. Innovationshöjden i dessa större aktörer är dock relativt låg, vilket har inneburit att dessa har stött på 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, immunförstärkande, proteinrik och fiberrik, eller på något annat sätt ger någon form av hälsofördel.

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 Covid-19 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, d.v.s. *Better For You* och *Functional Food*, har ökat. Under år 2016 va över 1,9 miljarder vuxna, globalt sett, ansedda att vara överviktiga, varav 34 % var kraftigt överviktiga enligt WHO, och om nuvarande trend fortsätter estimeras över en miljard vuxna vara kraftigt överviktiga år 2025. Därtill menar Diabetes Federation att antalet vuxna med diabetes under 2021 uppgick till cirka 537 miljoner, vilket är en ökning med 16 % från 2019, och estimeras uppgå till 783 miljoner år 2024, vilket skulle motsvara ungefär en av åtta vuxna. Sockerkonsumtionen är den i huvudsak bakomliggande orsaken till övervikt och diabetes och utvecklingen är inte hållbar, varför det finns ett uppdämt behov av mer hälsosamma sötningsmedel för att ersätta sockerrika produkter. Humble b.l.a. har ett tydligt fokus på att förvärva bolag som är i övergången från sockerrika till sockerfria produkter, och accelerera övergången genom att byta ut sockret mot Bolagets egna ingredienslösning, tillika naturliga sötningsmedel, EUREBA som kan ersätta socker i en skala ett-till-ett, vilken idag redan finns integrerad i b.l.a. Pändys och Tweeks produkter.

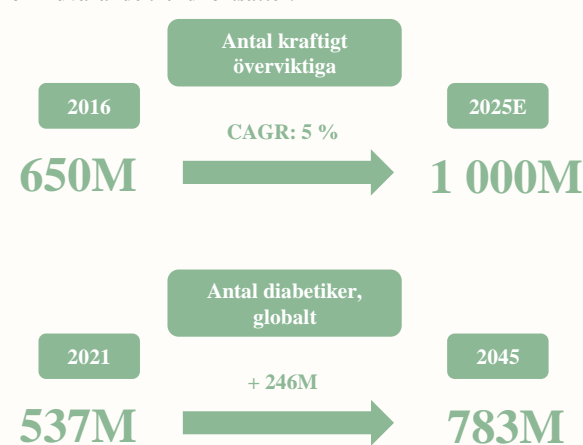
Den globala matmarknaden inom hälsa och välmående, vilken inkluderar *Functional Food*, *Better For You* men även olika typer av livsmedel för diverse intoleransgrupper, värderades under år 2020 till ca 764 mdUSD och väntas under år 2027 vara värd över 1 100 mdUSD, motsvarande en årlig tillväxt om ca 4,8 %.

Humbles underliggande marknader estimeras växa starkt framöver.

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



Antal överviktiga och diabetiker väntas accelerera framgent om nuvarande trend fortsätter.



Källa: Grand View Research, Report 2020, ReportLinker 2020 & Statista 2021

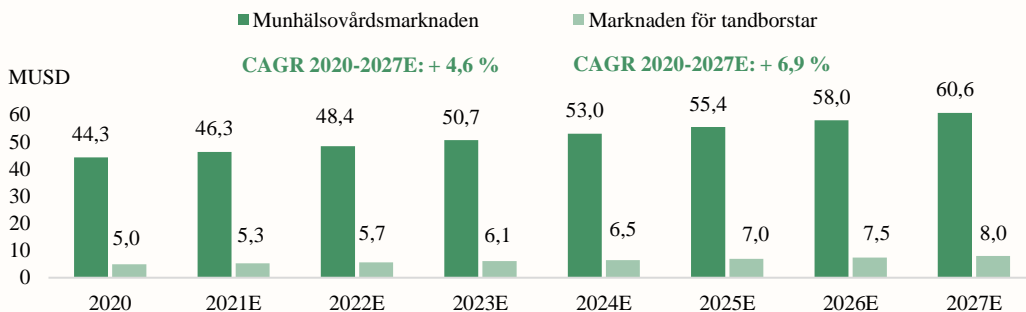
MARKNADSANALYS

En ökad medvetenhet om klimat och hållbarhet gynnar Humble

Konsumenter blir allt mer medvetna om klimatförändringar och dess påverkan på miljön, varför fler konsumenter ägnar mer uppmärksamhet åt företagens sociala aktivitet och påverkan, och söker sig efter de företag som stöttar deras övergång till att göra mer hållbara val i vardagen. För att möta konsumenternas efterfrågan har fler FMCG-företag börjat erbjuda komposterbara, återvinningsbara och återanvändningsbara produkter och därtill har även veganska ingredienser ökat i popularitet, inte enbart inom mat utan även inom produkter såsom kosmetik och rengöring. Förvärvet av The Humble Co under Q1-21 innebar inte enbart att Humble Group fick in ett bolag med stark organisk tillväxt, hög lönsamhet och ett omfattande distributionsnätverk, utan det öppnade även upp en ny affärsvertikal: Eco- & Sustainability. The Humble Co har en världsledande position inom hållbar munvård med ett brett utbud inom ekovänliga produkter, vari The Humble Companys ”The Humble Brush” är världens mest sålda bambutandborste. 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. Den ökade förekomsten av karies- och munsjukdomar globalt i kombination med en ökad medvetenhet om fördelarna med att ha en god munhälsa väntas driva tillväxt på respektive marknad.

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

Munhälsovårdsmarknaden och marknaden för tandborstar, 2020-2027E.

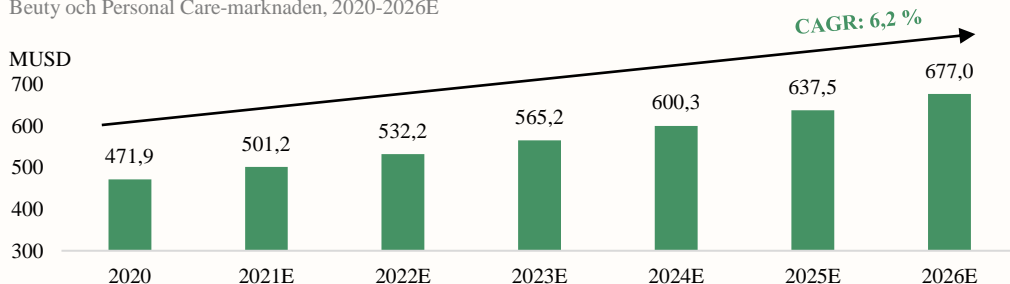


Källa: Statista, 2020

Genom förvärven av b.l.a. Naty och FancyStage har Humble kunnat bredda produktportföljen med komposter- och nedbrytbara personal care-produkter samt högkvalitativa kosmetik-, skönhet- och wellnessprodukter. Skönhet och Personal Care-marknaden har starkt momentum och är en av de mest snabbväxande konsumentmarknaderna, där Statista estimerar en årlig tillväxt om 6,2 % mellan 2021-2026, primärt drivet av ett generationsskifte med yngre konsumenter som intar marknaden. Enligt en studie av First Insight, *Gen Z Shoppers Demand Sustainable Retail*, föredrog den stora majoriteten av Generation Z att köpa hållbara märken och var därtill även villiga att betala upp till 10 % mer för hållbara produkter. Vidare framgick det från studien att Generation Z, tillsammans med Millennials, är de generationer som är mest troliga att grunda köpbeslut utefter värderingar och principer från företag. För Humble, med fokus på hälsa och hållbarhet, medför dessa trender stark medvind till Bolaget framgent.

Beauty och Personal Care-marknaden är en av de mest snabbväxande konsumentmarknaderna.

Beauty och Personal Care-marknaden, 2020-2026E



Källa: Statista, 2021

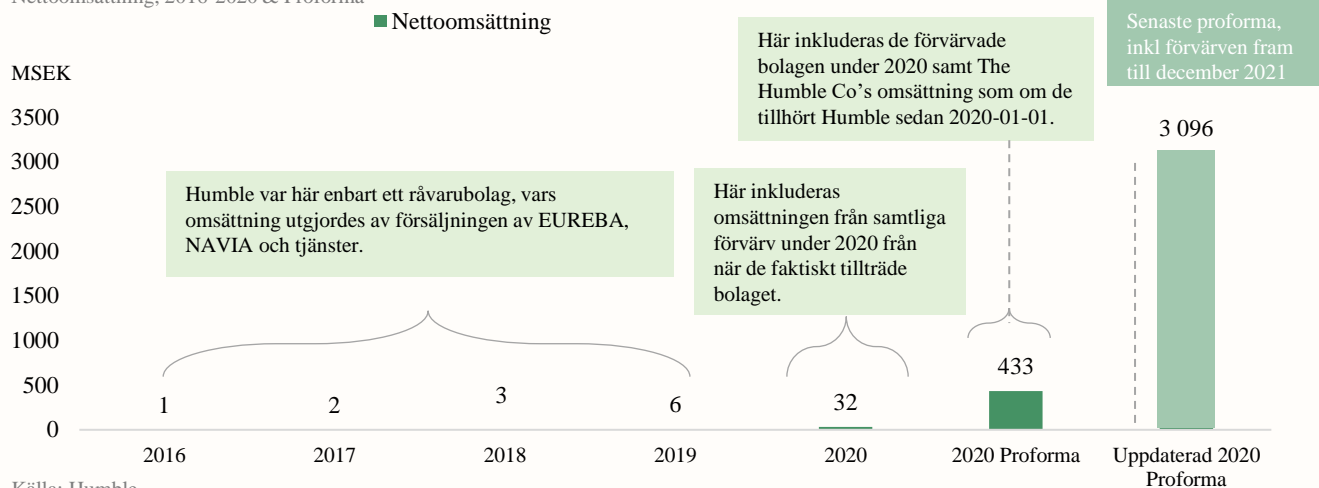
Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

FINANSIELL PROGNOIS

Vad som är viktigt att notera avseende Humble är att historiska siffror inte är användbara 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 FMCG-koncern, positionerade för 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 0,4 % 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. Under Q2-21 erhöll Humble en initial order av EUREBA om ca 14 MSEK på årsbasis, med potential upp till 50 MSEK, vilket överstiger Bayn Solutions omsättning under hela 2020 och möjliggjordes genom koncerngemensamma synergier.

I och med flertalet förvärv under 2020 och 2021 har Humbles omsättning vuxit kraftigt.

Nettoomsättning, 2016-2020 & Proforma

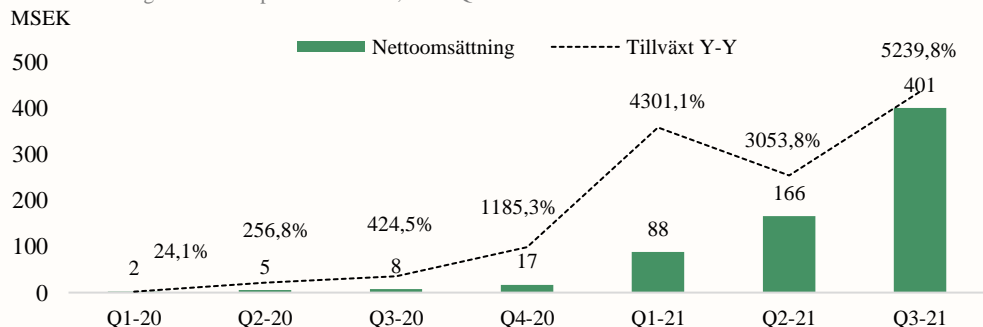


Källa: Humble

Gemensamt för de sex förvärvade bolagen under 2020 är att de är generellt snabbväxande, därtill är några även lönsamma. Under 2021 har Humble Group förvärvat bolag såsom The Humble Company, Naty, FancyStage och Solent vilka stärker Humble-koncernens tillväxtutsikter och lönsamhetsprofil ytterligare, då bolagen har en historik av stark tillväxt och tillika lönsamhet. Dessa, tillsammans med övriga bolag som tillkommit in i Humble-koncernen under 2021 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 merparten från låga nivåer vilket ska tas i beaktning, men med tillgång till Humbles breda distributionsnätverk ges goda förutsättningar för fortsatt stark tillväxt. Kvartalsmässigt har Humble ingen tydlig säsongvariation, men Bolaget har uppvisat kvartalstillväxt i de senaste 14 kvartalen. Noterbart är att den kraftiga tillväxten på kvartalbasis under dels 2020, dels 2021, är i synnerhet drivet av förvärv och dess konsolidering i koncernens resultaträkning.

Omsättningstrenden på kvartalsbasis har varit positiv i 14 efterföljande kvartal

Nettoomsättning och tillväxt på kvartalsbasis, 2020-Q3-21



Källa: Humble

FINANSIELL PROGNOIS

Omsättningsprognos 2021-2024

Humble har under 2020, 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, genom förvärven av primärt The Humble Co och Naty, ett breddat distributionsnätverk i form av nya marknader och fler *point of sales*, som möjliggör större försäljningspotential. Genom förvärvet av The Humble Co öppnades en ny vertikal upp, Eco & Sustainability, som efter förvärven av FancyStage, Naty och Solent har stärkts betydligt. Med FancyStage erhåller Humble dels ett starkare återförsäljningsnätverk i södra Europa vilket möjliggör stor potential för korsförsäljning av Humbles övriga produktportfölj, dels möjligheten att i större utsträckning äga värdekedjan inom tandkräm- och munsköljssegmentet, där FancyStage i flera år varit producent till The Humble Co. Detta medför även att Humble kan upprätthålla hög innovationstakt och produktutveckling, vilket medför en stark konkurrenskraft på marknaden. Med Naty erhåller Humble en marknadsledande aktör inom eco-blöjor, med ett expanderat produktutbud inom komposterbara produkter, och stärker även Humbles redan breda distributionsnätverk, vari Naty säljer och marknadsför sina produkter till flera av världens största återförsäljare inom dagligvaruhandel.

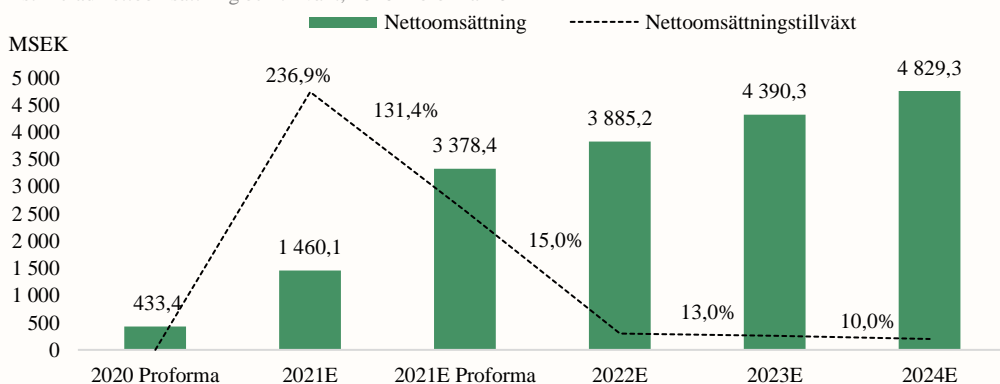
Genom flertalet större rörelseförvärv under 2021, däribland The Humble Co och Naty, har Humble lyckats etablera ett kraftigt utökat exportnätverk med distribuering i över 30 marknader och ca 60 000 butiker världen över, vilket möjliggör för Humbles övriga varumärken, Tweek, Pändy och Wellibites med mera, att introduceras på nya marknader, vilket är en av flertalet synergieffekter som realiserar i samband med förvärven. Vi estimerar 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, både horisontellt och vertikalt. Förvärvet av Marabu är av strategisk karaktär då det innebär att Humble kan äga distributionskanalen till Tyskland och Österrike, vari Tyskland är Europas viktigaste, tillika största, FMCG-marknad. Med Solent i koncernen tillåts därtill andra viktiga internationella nyckelmarknader öppnas upp för Humble, däribland Europas näst största FMCG-marknad i form av Storbritannien men även den omfattande marknaden i Kina, genom att addera ytterligare försäljningsställen såsom de ledande brittiska återförsäljarna Tesco, Morrisons och Asda. Med Marabu och Solent i koncernen estimerar Analyst Group att Humble snabbare kan kommersialisera Bolagets produktportfölj och således stärka positionen i primärt Europa framgent.

En breddad produktportfölj, i kombination med ett ändrat konsumentbeteende, insikter från Covid-19, ökad efterfrågan av hälsosamma snacks samt hållbara alternativ inom b.l.a. munvård och *personal care* från millennials och Generation Z, väntas alla vara drivande faktorer till 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 från år 2022 och framåt utgår från proformasiffrorna år 2021, som åskådliggörs i nedan graf. Estimeringen av nettoomsättningen, ej proforma, baseras på individuella estimat av samtliga dotterbolag, med hänsyn tagen till när nya förvärv har inkluderats i räkenskaper.

Stark organisk tillväxten ligger i korten för Humble.

Estimerad nettoomsättning och tillväxt, 2020 Proforma-2024E



Analyst Groups prognoser

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

FINANSIELL PROGNOSE

Kostnadsprognos 2021-2024

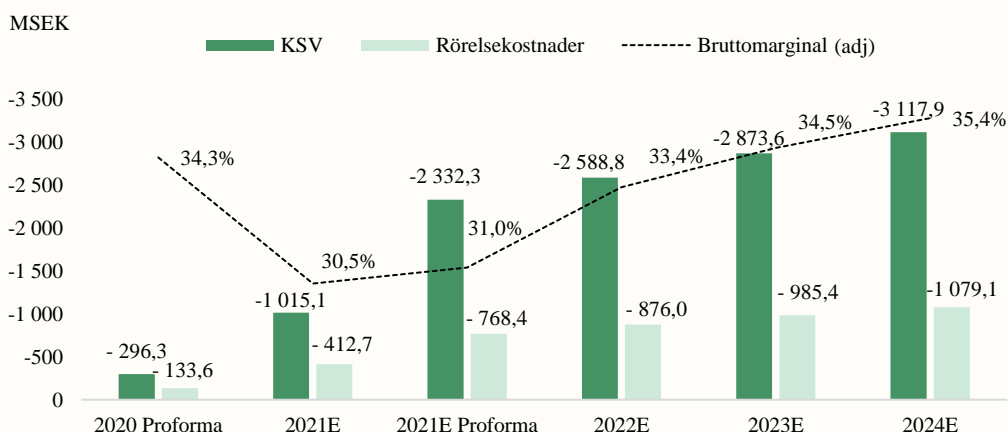
Av Humbles totala kostnadsbas utgör kostnad sålda varor den största andelen på proformabasis för de rullande tolv månaderna, och består av de insatsvaror, tillverkningskostnader samt kringliggande kostnader som krävs för att möjliggöra produktionen av råvaror samt sockerreducerande-, munhälsovårds- och *personal care*-produkter. I takt med en uppskalning av Humbles produkter som möjliggörs via ett kraftigt breddat distributionsnätverk via b.l.a. The Humble Company och Naty, intåg på nya marknader samt ökad efterfrågan och ändrat konsumentbeteende, estimeras volymerna och tillika bruttokostnader att öka under prognosperioden. Med förvärvet av Koppers Candy gavs Humble tillgång till en egen produktionsanläggning, vilket ger möjligheter till en helt annan typ av kvalitetskontroll och översyn, samtidigt som produktionskostnaderna minskas och dessutom ger en mer strömlinjeformad R&D process av befintliga och nya produkter. Förvärven av b.l.a. Grahn's Konfektyr, Kryddhuset i Ljung och Ewalco medför även ytterligare produktionsfastigheter som möjliggör ökade volymer och tillika lägre kostnader relaterade till produktionen. Med förvärvet av FancyStage tillåts Humble därtill sänka produktionsrelaterade kostnader inom Eco & Sustainability-vertikalen genom att äga en tillverkare inom segmentet och därmed en större del av värdekedjan. FancyStage har under flera år varit producent för flertalet av The Humble Co's produkter, och i en samlad regi kan Humble som koncern stärka bruttomarginalen genom att minimera omkostnader relaterat till produktionen.

I takt med att Humble växer koncernen, dels organiskt, dels via förvärv, ges Bolaget ett bättre förhandlingsläge mot leverantörer, givet de högre volymer som möjliggörs och Humble har därtill etablerat ett kostnadseffektiviseringsprogram genom upphandling av större ramavtal för gruppen. För rullande tolv månader redovisade Humble, på proformabasis, en bruttomarginal om ca 31 %¹. Analyst Group bedömer att Humble genom ökade produktvolymer, realisering av kostnadssynergier och exekvering av kostnadseffektiviseringsprogrammet, kan stärka bruttomarginalen under 2022 och framöver.

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 60 000 *point of sales* som Humbles alla varumärken framöver kan kapitalisera på, tillåts Humbles rörelsekostnader växa i en lägre takt än omsättningen, givet realiserade synergieffekter i form av b.l.a. potentiell korsförsäljning, marknadsföring och distribution.

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

Prognostiserad KSV, rörelsekostnader och bruttomarginal¹, 2020 Proforma-2024E.



Analyst Groups prognoser

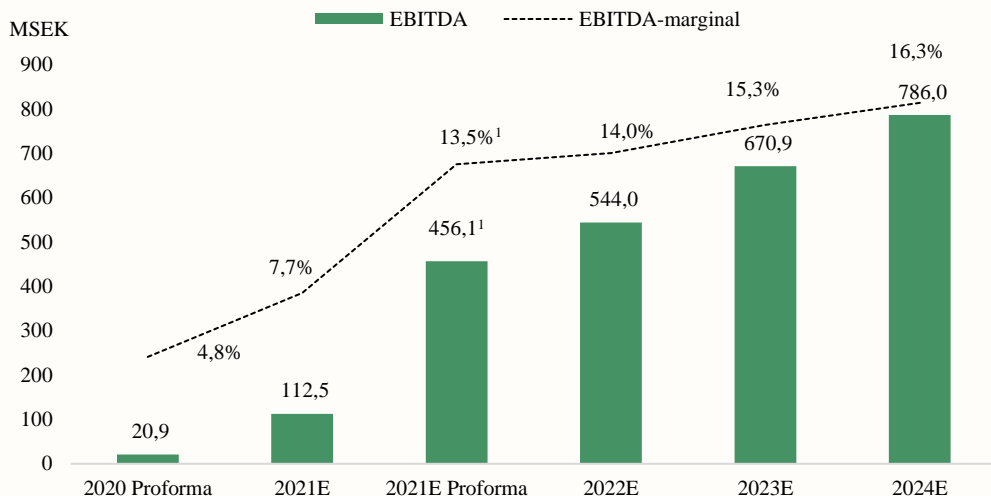
FINANSIELL PROGNOSE

Realisering av synergieffekter väntas leda till marginalexpansion

Genom förvärven av The Humble Co, Naty och Solent har Humble kunnat etablera ett brett nätverk världen över, vilket möjliggör skal fördelar i takt med ökade volymer och lägre *Customer Acquisitions Costs* via korsförsäljning och optimerad marknadsföring. Humble består av dotterbolag som är av högre lönsamhet, såsom The Humble Co, Naty och FancyStage, och dotterbolag med lägre lönsamhet, som exempelvis Ewalco, Nordfood och Be:son, men gemensamt för alla är att högre lönsamhet möjliggörs genom ökade volymer och realisering av materiella synergier. Detta, i kombination med ett etablerat kostnadseffektiviseringsprogram genom upphandling av större ramavtal, ligger till grund för Analyst Groups bedömning att Humble står inför en marginalexpansion under prognosperioden. För år 2021 estimeras en EBITDA om 112,5 MSEK, motsvarande en EBITDA-marginal om 7,7 %, och en justerad EBITDA om 173,7 MSEK, motsvarande en justerad EBITDA-marginal om 11,9 %. För år 2024 estimeras ett EBITDA-resultat om 786,3 MSEK, motsvarande en EBITDA-marginal om 15,8 %.

Analyst Group bedömer att Humble kan stärka sina marginaler framgent, genom att realisera synergieffekter och ökade volymer.

Prognostiserad EBITDA och EBITDA-marginal, 2020 Proforma-2024E



Analyst Groups prognoser

¹ Justerad EBITDA och EBITDA-marginal.

FINANSIELL PROGNOSE

Flera förvärv i kikaren – men inget som modellerats för explicit

Humble har en uttalad agenda om att fortsätta exekvera på bolagets förvärvsstrategi, för att kapitalisera på den högfragmenterade FMCG-marknaden, genom att konsolidera snabbväxande företag med starka varumärken och som är under lönsamhet. I samband med förvärvet av The Humble Co öppnades ny vertikal upp, Eco- and Sustainability, vari Bolaget genomfört ytterligare förvärv inom, t.ex. Naty. Det är troligt att Humble fortsätter expandera inom denna vertikal framgent, men även ytterligare konsolidering av attraktiva Food Tech-bolag. Humble har även under Q4-21 genomfört Bolagets första strukturella förvärv inom Vegan-vertikalen genom Soya Oy. Hög organisk tillväxt estimeras därför kompletteras av ytterligare förvärvad tillväxt under prognosperioden, vilket väntas starkt bidra till omsättningen och kommer således att krävas för lyckas infria Bolagets finansiella mål om 16 mdSEK i nettoomsättning 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 (MSEK)	2018	2019	2020	2020 Proforma	2021E	2021E Proforma	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	3,2	6,0	31,8	433,4	1 460,1	3 378,4	3 885,2	4 390,3	4 829,3
Aktiverat arbete för egen räkning	1,3	1,1	3,6	8,1	26,5	32,1	51,6	58,3	64,2
Övriga rörelseintäkter	0,5	0,1	2,9	9,3	53,7	44,8	72,0	81,3	89,5
Totala intäkter	5,0	7,2	38,3	450,8	1 540,4	3 455,4	4 008,8	4 529,9	4 982,9
KSV	-1,3	-5,0	-22,5	-296,3	-1 015,1	-2 332,3	-2 588,8	-2 873,6	-3 117,9
Bruttoresultat	3,7	2,1	15,9	154,5	525,2	1 123,1	1 420,0	1 656,3	1 865,1
Bruttomarginal ¹	73,4%	29,7%	41,4%	34,3%	30,5%	31,0%	33,4%	34,5%	35,4%
Rörelsekostnader	-11,5	-14,9	-41,0	-133,6	-412,7	-768,4	-876,0	-985,4	-1 079,1
EBITDA	-7,8	-12,8	-25,2	20,9	112,5	456,1²	544,0	670,9	786,0
EBITDA-marginal	-243,3%	-214,7%	-79,0%	4,8%	11,9% ²	13,5% ²	14,0%	15,3%	16,3%

¹ Exkl aktiverat arbete och övriga rörelseintäkter-
² 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, var Humble lönsamma under år 2020 samt även senaste tolv rullande månaderna.

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 produkt erbjudande, adresserbar marknad, tillväxtutsikter, intäktsmodell, marginaler och till viss del kapitalstruktur. Då Humble tämligen är ett förvärvsintensivt bolag, vilka har förvärvat över 20 bolag sedan år 2020, kommer värderingen även ställas i relation till vad andra serieförvärvare/*compounders* värderas till.



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 produkt erbjudande med bland annat kosttillskott och sockerreducerande- och veganska proteinbar.



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 mattjänstedistributörer, matvarumärkesföretag och diverse matillverkare.



Oatly är ett svenskt bolag med en ledande position inom havrebaserade produkter, och erbjuder bl.a. havredryck, glass, matlagingsgräddor och on-the-go drycker. Bolaget har en global närvaro, och finns på över 20 marknader, via flertalet olika kanaler och typer av butiks-, restaurang- och e-handelspartners. Oatly har ca 60 000 point of sales, däribland Starbucks, Target och Tesco.



Nestlé är ett schweiziskt multinationellt livsmedelsföretag, noterat på den schweiziska börsen, med över 2 000 varumärken och finns representerade i över 187 länder. Nestlé tillverkar drycker, mjölkprodukter, glass, godis, färdigmat och halvfabrikat. Bolaget är även en stor producent av djurmat och läkemedel. På senare tid har Nestlé tagit flera steg för att anpassa sig till en mer klimat- och miljömedveten konsumentmarknad, genom att ge sig in på den växtbaserade marknaden. 2017 tog Nestlé över veg-varumärken såsom Garden Gourmet (som går under namnet Hälsans Kök i Sverige) och Sweet Earth. Under 2020 lanserade Nestlé sin första växtbaserade sjömatprodukt, en ärtbaserad variant på tonfisk, vilken återfinns i USA, Schweiz och Tyskland. Nestlé har gjort flera Food Tech satsningar under 2021, däribland ingått partnerskap med start-up bolaget Future Meat Technologies, vilka producerar konstgjort kött, samt lanserat en FOU-hub i Singapore för att driva innovation inom Food Tech.



Colgate är ett amerikanskt multinationellt tillverkningsföretag som är världsledande inom Oral Care, det vill säga tandkräm, tandborstar, tandtråd, tandsticker och munvatten. Bolaget distribuerar även ett brett utbud av schampo, tvättmedel, samt övriga rengöringsprodukter. Colgates produkter säljs i nästan 200 länder med kända varumärken som Palmolive, Colgate, Ajax och Hill's. Bolagets varumärke, Smile For Good, är dess första helt återvinningsbara tandkrämstubb och sedan några år tillbaka säljer Colgate även sin egna bambutandborste.



VÄRDERING

Gemensamt för flera av jämförelsebolagen i nedan tabell och tillika Humble, är att de är snabbväxande såväl som innovationsdrivna, som ämnar utmana en annars relativt förlegad bransch och vinna marknadsandelar. Värderingarna inom Food Tech är generellt höga, givet innovationshöjden och tillväxtutsikterna, varför bolag inom industrin snarare värderas efter försäljning än vinst. I värderingen inkluderas även FMCG-bolagen Nestlé och Colgate, vilka är marknadsledande och har under de senaste åren uppvisat god lönsamhet. Givet deras storlek är de mindre agila än mindre FMCG-aktörer såsom Humble, även om dessa under senaste åren har börjat göra diverse satsningar inom Food Tech och hållbarhet. Då Humble på såväl icke-proforma som proformabasis uppvisar god lönsamhet kommer värderingen av Humble att härledas utifrån EV/EBITDA-multipeln. 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 Group	Beyond Meat	Tattooed Chef	Celsius	Sunopta	Oatly	Nestle	Colgate	Genomsnitt, peers
Omsättningstillväxt	n.a ¹	15,50%	48,53%	106,10%	87,10%	-99,81%	-3,76%	7,30%	22,99%
Omsättningstillväxt senaste 3 åren	n.a ¹	74,30%	105,13%	67,20%	-1,30%	82,00%	-2,12%	3,70%	46,99%
EBITDA-marginal	13,4%	-22,30%	-6,10%	4,20%	1,10%	-8,10%	21,13%	25,90%	2,26%
EBITDA-tillväxt	n.a ¹	-624,30%	-91,80%	50,90%	-60,90%	-26,33%	-7,48%	2,60%	-108,19%
EBITDA-tillväxt senaste 3 åren	n.a ¹	-235,70%	-460,70%	43,30%	28,40%	-78,53%	-1,88%	2,30%	-100,40%
Soliditet	50,86%	14,00%	84,00%	67,00%	45,00%	48,00%	36,50%	6,00%	42,93%
Nettoskuld/EBITDA	0,23 ²	-2,30	Nettokassa	Nettokassa	23,60	-3,70	2,10	1,50	-
Skuldsättningsgrad	0,82	5,90	0,20	-6,00	1,20	1,10	0,80	14,50	2,53
Omsättningshastighet	0,72 ²	0,30	1,20	0,80	1,10	0,60	0,33	1,10	0,78
EV/EBITDA	15,2 ²	-45,20	-63,60	490,00	92,80	-159,70	21,00	15,60	50,13
EV/S	2,0 ²	10,10	3,90	20,60	1,10	12,90	4,37	4,00	8,14
P/S	2,0 ²	9,50	4,20	20,80	0,80	12,60	3,91	3,60	7,92
Marknadsvärde	6 735	38 395	11 383	44 125	5 654	45 713	3 117 435	545 684	543 784

Vad gäller andra serieförvärvare har följande bolag inkluderats för att ge ytterligare perspektiv på värderingen av Humble³: Lifco, Sdiptech, Lagercrantz, Instalco, Indutrade och Addtech, där samtliga har en gedigen historik av att genomföra förvärv och generera starka kassaflöden.

Historiskt har Humble Group värderats på höga tvåsiffriga P/S-multiplar när Bolaget uteslutande fokuserade på ingrediens teknologi. Det affärsbenet finns kvar, men utgör endast en låg procentuell andel av Humble-koncernens totala intäkter på 2020 års proforma. De förvärvade dotterbolagen, som genomförts dels under år 2020, dels 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. I tabellen ovan jämförs Humble Group på proformabasis gentemot peers, för att ge en mer rättvisande bild av Humble i nuvarande form, under antagandet att samtliga dotterbolag är med i koncernen. Värderingsmultiplarna och tillika resultat- och balansräkningsbaserade nyckeltal utgår från proformasiffror rullande tolv månader.

För att härleda en EV/EBITDA-multipel för Humble studeras och jämförs aktuella nyckeltal såväl som framtidsblickande siffror. Jämförelsebolagen består dels av renodlade Food Tech-bolag såsom Beyond Meat, Oatly och Celsius, dels heltäckande såväl som etablerade FMCG-aktörer såsom Nestlé. Då Humble går mer mot att bli en ledande aktör i utveckling av framtidens FMCG-produkter, med fokus inom Food Tech men likväl även andra hållbara FMCG-produkter, anser Analyst Group att mixen av valda peers ger en solid grund att härleda en värdering utifrån.

För rullande tolv månader uppvisar Humble en högre EBITDA-marginal än peer-gruppens genomsnitt, men vid närmare studerande av peer-gruppen går det att konstatera att medan Humble har en högre EBITDA-marginal jämfört med de renodlade Food Tech-bolagen⁴, är den samtidigt lägre än vad de mer etablerade FMCG-aktörerna uppvisar⁵. Vidare är Humbles finansiella ställning och kapitalbindning i linje med peer-gruppen, givet liknande soliditet, skuldsättningsgrad⁶ och omsättningshastighet.

¹ I samband med Q3-21 rapporten framgick ej dessa siffror.

² Avser proforma rullande 12 månader.

³ Prognoser och värdering av serieförvärvarna återfinns i appendix.

⁴ Avser Beyond Meat, Tattooed Chef, Celsius, Sunopta och Oatly

⁵ Avser Nestlé och Colgate

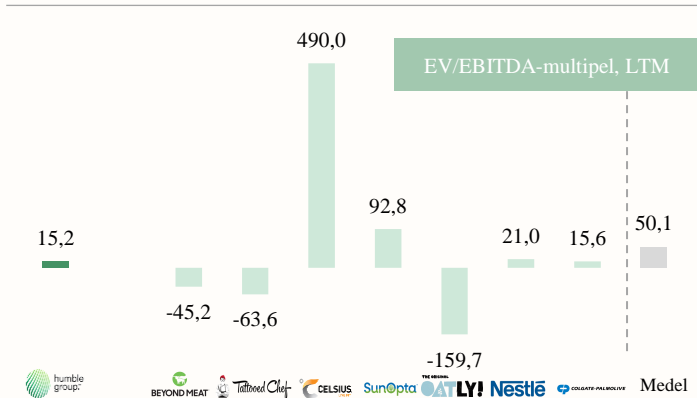
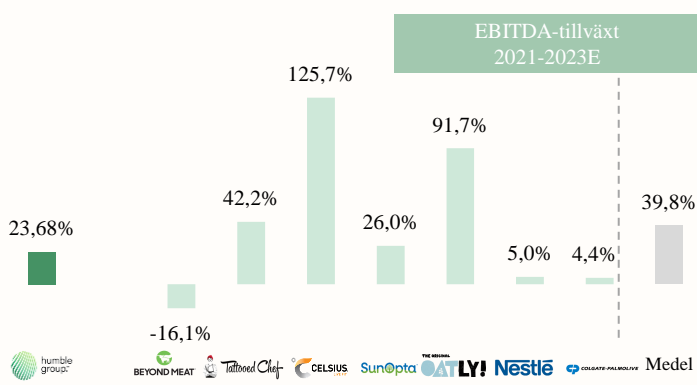
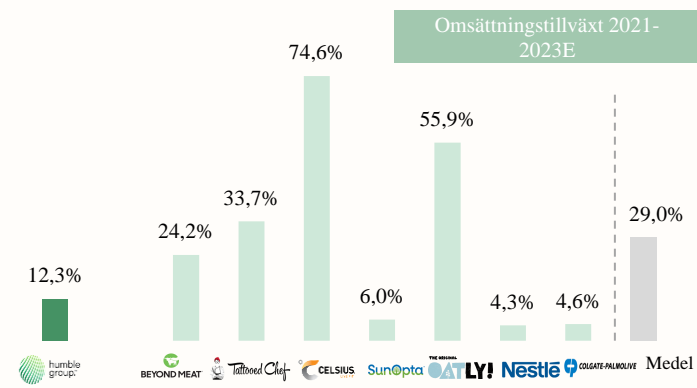
⁶ Justerat för Colgate som driver upp snittet avsevärt.

VÄRDERING

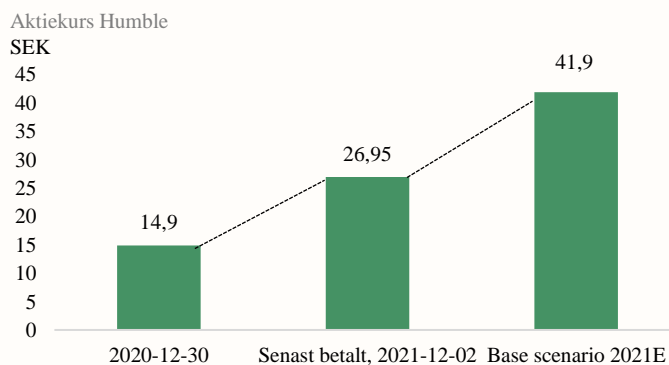
Humble estimeras växa under perioden 2021-2023 med en organisk CAGR om ca 12 %, vilket är lägre än vad som estimeras för peer-gruppen i genomsnitt. Däremot är det Food Tech-gruppen som driver upp genomsnittet markant, och justerat för dessa väntas Humble växa i en snabbare takt, där likartat mönster återfinns avseende EBITDA-tillväxten under samma period. Kombinationen av att operera inom starkt växande marknader, hög innovationsgrad och interna offensiva operationella satsningar väntas vara drivande för den starka organiska tillväxten inom Food Tech-gruppen. Samtliga bolag inom Food Tech-gruppen verkar därtill inom betydligt större marknader genom en bredare global närvaro, däribland Nordamerika, vilket öppnar upp för högre organisk försäljningstillväxt, tillika högre EBITDA-tillväxt givet större uppskalningsmöjligheter. FMCG-gruppen har redan per dags dato en stark ställning på FMCG-marknaden, varför samma uppskalningsmöjligheter i verksamheten inte finns, utan där handlar det snarare om att försvara redan existerande marknadsandelar, vilket återspeglas i estimerad tillväxt för Nestle och Colgate.

Humble, å andra sidan, är idag en mindre aktör på FMCG-marknaden samt i större utsträckning innovationsdriven, med ett hållbart fokus, jämfört med de större och mer etablerade aktörerna. Med det i åtanke, i kombination med de starka trender som finns inom hållbarhet och hälsa som Humble adresserar genom sina produkter, möjliggörs för Bolaget att vinna marknadsandelar från de större FMCG-aktörerna, och därmed växa i en snabbare takt framöver jämfört med dessa.

Utifrån Humbles justerade EBITDA-resultat på proforma-basis rullande tolv månader värderas Bolaget till en EV/EBITDA-multipel om ca 15x, det ska dock tilläggas att Bolagets faktiska EV/EBITDA-multipel per dags dato är högre givet Humbles EBITDA exkl. proforma. I enlighet med tabellen till höger värderas Food Tech-gruppen till höga alternativt negativa EV/EBITDA-multiplar, förklarar primärt av antingen olönsamhet eller att de nyligen vänt till en svagt positivt EBITDA. Motsvarande EV/EBITDA-multipel för FMCG-gruppen är mellan 16-21x. Humble är, ställt mot genomsnittet, ett mindre bolag sett till marknadsvärde, vilket, i kombination med kort operationell historik i dess nuvarande form och skala, motiverar en värderingsrabatt. Däremot, givet hur våra prognoser för Humble ställer sig i relation till peer-gruppen, med hänsyn tagen till Humbles starka positionering inom framtidens FMCG, motiverar enligt Analyst Group en EV/EBITDA-multipel om ca 21x på 2022 års estimerade EBITDA om 544 MSEK. Motsvarande genomsnittsmultipel för serieförvärvarna år 2022 uppgår till 25x, och medan Humble de facto estimeras växa omsättningen i en snabbare takt under 2022, är lönsamhet lägre. Detta, i kombination med att valda serieförvärvare har en längre historik av att leverera starkt aktieägarvärde genom förvärv samt är betydligt större i termer av bolagsvärde, bedöms motivera värderingsgapet enligt Analyst Group, även om vald multipel kan anses vara något konservativ. Givet Humbles finansiella egenskaper och storlek, appliceras en diskonteringsränta om 11 %, och justerat för nettoskulden, motiveras ett bolagsvärde om 11,4 mdSEK i ett Base scenario, vilket motsvarar ett nuvärde per aktie om 41,9 kr. Att Humble fortsätter genomföra värdeskapande förvärv är inget som modellerats för, utan ska istället ses som en lukrativ option, givet Bolagets historik av att genomföra värdeskapande förvärv.



I ett Base Scenario motiveras en aktiekurs om 41,9 kr, givet 2022 års estimerade EBITDA och en applicerad EV/EBITDA-multipel om 21x.



¹ Fullständiga prognoser på peers delges i appendix

BULL & BEAR

Bull scenario

I ett Bull scenario estimeras Humble växa i ett betydligt snabbare takt, där ett förändrat konsumentbeteende såväl som 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 Humble, genom att äga hela värdekedjan, kunna, i en högre grad, kapitalisera på den höga innovationstakten som möjliggörs inom koncernen genom att skapa nya produkter och varumärken, likt såsom Bolaget har gjort med The Eco Gang. Genom att tillvarata på Bolagets breda distributionsnätverk väntas Humble snabbt kunna kommersialisera nya innovationer och varumärken, vilket väntas driva den organiska tillväxten ytterligare. I ett Bull scenario väntas även Bolaget säkra flera nya listningar för sitt produktutbud än vad som antas i ett Base scenario, vilket ökar antalet *point of sales* och således bäddar för högre organisk tillväxt. Humble estimeras därtill kunna realisera koncernmässiga synergier i en högre utsträckning, dels intäktsmässigt genom t.ex. korsförsäljning, dels kostnadsmissigt genom t.ex. erhålla bättre leverantörsvillkor vid inköp av insatsvaror, vilket i sin tur möjliggör en högre marginal-expansion och tillika omsättningstillväxt. I ett Bull scenario estimeras Humble uppvisa en EBITDA om ca 645 MSEK år 2022, motsvarande en EBITDA-marginal om 15,3 %, och med en applicerad EV/EBITDA multipel om 22x, motiveras ett nuvärde per aktie om 52,6 kr.

52,6 KR
PER AKTIE I
ETT BULL
SCENARIO

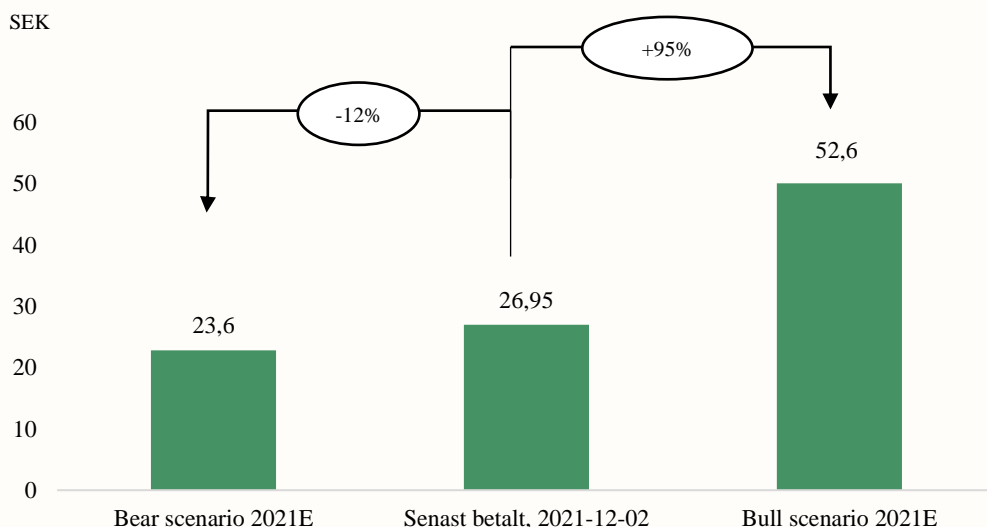
Bear scenario

Trots att Humbles aggressiva förvävsstrategi är logisk givet den fragmenterade Food Tech och FMCG-industri Bolaget opererar inom medför det 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 externt kapital framgent. Vidare har Humble en kort historik som ett förvävsdrivet bolag, vilket medför svårigheter att bedöma framtida framgång, dock anser Analyst Group att Humble har lyckats väl fram till dags dato, värt att poängtera är att Bolagets decentraliserade styrningsmodell reducerar risken något. I ett Bear scenario antas Humble inte kunna realisera synergier inom koncernen i den grad som estimeras i Base scenario, vilket medför att Humble får svårt att öka lönsamheten i en högre takt. Till följd av ökad konkurrens av dels etablerade FMCG-aktörer, dels andra Food Tech-bolag, väntas Humble i ett Bear scenario inte kunna skala upp produktionen i den takt som estimeras i ett Base scenario, vilket hämmar den organiska tillväxten och således möjligheterna att öka lönsamheten. I ett Bear scenario estimeras Humble uppvisa en EBITDA om ca 354 MSEK år 2022, motsvarande en EBITDA-marginal om 9,9 % och med en applicerad EV/EBITDA-multipel om 18x motiveras ett nuvärde per aktie om 23,6 kr.

23,6 KR
PER AKTIE I
ETT BEAR
SCENARIO

Illustration av potentiell värdering i respektive scenario

Aktiekurs i Bear och Bull scenario



Analyst Groups prognoser

LEDNING & STYRELSE

Källa: Holdings



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): 6 019 000 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): 26 693 394 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): 12 000 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): 469 517 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): 18 907 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): 25 266 020 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): 4 765 864 st (privat och via bolag)



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 siter han som styrelseordförande för sex bolag, samt som styrelseledamot i ett. Han är utbildad marknadsekonom 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): 4 725 521 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): 61 705 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): 32 009 st

APPENDIX

Prognoser	Humble Group	Beyond Meat	Tattooed Chef	Celsius	Sunopta	Oatly	Nestle	Colgate	Genomsnitt, peers
CAGR 2021-2023	11,8%	24,2%	33,7%	74,6%	6,0%	55,9%	4,3%	4,6%	33,1%
EBITDA-tillväxt 2021-2023 (årlig)	21,9%	-16,1%	42,2%	125,7%	26,0%	91,7%	5,0%	4,4%	45,8%
EBITDA-marginal									
LTM	13,4%	-22,3%	-6,1%	4,2%	1,1%	-8,1%	21,1%	25,9%	-5,8%
2021E ²	13,2%	8,5%	-9,0%	9,8%	8,5%	-19,9%	21,1%	25,6%	4,5%
2022E	14,1%	9,1%	-5,9%	11,5%	9,1%	-8,2%	21,3%	25,9%	6,0%
2023E	15,1%	9,0%	0,6%	14,8%	9,0%	4,6%	21,5%	26,2%	8,4%

	Market Cap	EV/Sales		EV/EBITDA		EBITDA-marginal		Omsättningstillväxt	
Serieförvärvare	(MSEK)	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
Lifco	101 983	5,97	5,67	26,30	24,80	22,70%	22,90%	5,50%	5,40%
Sdipotech	15 516	5,29	4,58	23,90	20,70	22,10%	22,10%	18,40%	15,60%
Lagercrantz	23 724	4,77	4,51	24,80	23,30	19,30%	19,40%	6,10%	5,80%
Instalco	20 513	2,43	2,27	23,60	21,80	10,30%	10,40%	14,50%	6,90%
Indutrade	92 979	4,26	4,05	24,20	23,00	17,60%	17,61%	6,75%	5,30%
Addtech	52 126	3,90	3,74	27,30	26,20	31,10%	31,20%	6,60%	4,40%
Genomsnitt	51 140	4,44	4,14	25,02	23,30	20,52%	20,60%	9,64%	7,23%
Median	37 925	4,52	4,28	24,50	23,15	20,70%	20,75%	6,68%	5,60%

Humble	6 636	1,74	1,54	12,39	10,05	14,00%	15,28%	15,00%	13,00%
---------------	--------------	-------------	-------------	--------------	--------------	---------------	---------------	---------------	---------------

Base scenario (MSEK)	2018	2019	2020	2020 Proforma	2021E	2021E Proforma	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	3,2	6,0	31,8	433,4	1 460,1	3 378,4	3 885,2	4 390,3	4 829,3
Aktiverat arbete för egen räkning	1,3	1,1	3,6	8,1	26,5	32,1	51,6	58,3	64,2
Övriga rörelseintäkter	0,5	0,1	2,9	9,3	53,7	44,8	72,0	81,3	89,5
Totala intäkter	5,0	7,2	38,3	450,8	1 540,4	3 455,4	4 008,8	4 529,9	4 982,9
KSV	-1,3	-5,0	-22,5	-296,3	-1 015,1	-2 332,3	-2 588,8	-2 873,6	-3 117,9
Bruttoresultat	3,7	2,1	15,9	154,5	525,2	1 123,1	1 420,0	1 656,3	1 865,1
Bruttomarginal ¹	73,4%	29,7%	41,4%	34,3%	30,5%	31,0%	33,4%	34,5%	35,4%
Rörelsekostnader	-11,5	-14,9	-41,0	-133,6	-412,7	-768,4	-876,0	-985,4	-1 079,1
EBITDA	-7,8	-12,8	-25,2	20,9	112,5	456,1²	544,0	670,9	786,0
EBITDA-marginal	-243,3%	-214,7%	-79,0%	4,8%	7,7%	13,5% ²	14,0%	15,3%	16,3%
Av- och nedskrivningar	-2,3	-2,4	-27,3	-26,6	-500,0	-530,0	-530,0	-530,0	-530,0
EBIT	-10,1	-15,2	-52,4	-5,7	-387,5	-73,9	14,0	140,9	256,0
EBIT-marginal	-313,6%	-255,1%	-164,5%	-1,3%	-26,5%	-2,2%	0,4%	3,2%	5,3%

¹ Exkl aktiverat arbete och övriga rörelseintäkter² Justerad EBITDA och EBITDA-marginal.

APPENDIX

Bull scenario (MSEK)	2018	2019	2020	2020 Proforma	2021E	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	3,2	6,0	31,8	433,4	1 562,3	4 223,0	4 983,2	5 730,7
Aktiverat arbete för egen räkning	1,3	1,1	3,6	8,1	26,5	56,1	66,2	76,1
Övriga rörelseintäkter	0,5	0,1	2,9	9,3	53,7	78,2	92,3	106,2
Totala intäkter	5,0	7,2	38,3	450,8	1 642,6	4 357,4	5 141,7	5 913,0
KSV	-1,3	-5,0	-22,5	-296,3	-1 055,7	-2 759,1	-3 172,9	-3 585,4
Bruttoresultat	3,7	2,1	15,9	154,5	586,9	1 598,3	1 968,8	2 327,5
Bruttomarginal ¹	73,4%	29,7%	41,4%	34,3%	32,4%	34,7%	36,3%	37,4%
Rörelsekostnader	-11,51	-14,93	-41,04	-133,60	-462,24	-952,79	-1 110,00	-1 254,30
EBITDA	-7,83	-12,80	-25,15	20,86	124,61	645,52	858,77	1 073,25
EBITDA-marginal	-243,3%	-214,7%	-79,0%	4,8%	8,0%	15,3%	17,2%	18,7%
Av- och nedskrivningar	-2,3	-2,4	-27,3	-26,6	-500,0	-530,0	-530,0	-530,0
EBIT	-10,1	-15,2	-52,4	-5,7	-375,4	115,5	328,8	543,2
EBIT-marginal	-313,6%	-255,1%	-164,5%	-1,3%	-24,0%	2,7%	6,6%	9,5%

Bear scenario (MSEK)	2018	2019	2020	2020 Proforma	2021E	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	3,2	6,0	31,8	433,4	1 343,3	3 581,1	3 796,0	3 985,8
Aktiverat arbete för egen räkning	1,3	1,1	3,6	8,1	26,5	47,6	50,4	53,0
Övriga rörelseintäkter	0,5	0,1	2,9	9,3	53,7	66,3	70,3	73,8
Totala intäkter	5,0	7,2	38,3	450,8	1 423,5	3 695,1	3 916,8	4 112,6
KSV	-1,3	-5,0	-22,5	-296,3	-954,2	-2 518,9	-2 657,4	-2 771,7
Bruttoresultat	3,7	2,1	15,9	154,5	469,3	1 176,2	1 259,4	1 340,9
Bruttomarginal ¹	114,4%	35,7%	49,9%	34,3%	29,0%	29,7%	30,0%	30,5%
Rörelsekostnader	-11,51	-14,93	-41,04	-133,60	-371,45	-822,17	-855,05	-890,11
EBITDA	-7,8	-12,8	-25,2	20,9	97,9	354,0	404,3	450,8
EBITDA-marginal	-243,3%	-214,7%	-79,0%	4,8%	7,3%	9,9%	10,7%	11,3%
Av- och nedskrivningar	-2,3	-2,4	-27,3	-26,6	-500,0	-530,0	-530,0	-530,0
EBIT	-10,1	-15,2	-52,4	-5,7	-402,1	-176,0	-125,7	-79,2
EBIT-marginal	-313,6%	-255,1%	-164,5%	-1,3%	-29,9%	-4,9%	-3,3%	-2,0%

¹ Exkl aktiverat arbete och övriga rörelseintäkter
² Justerad EBITDA och 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.

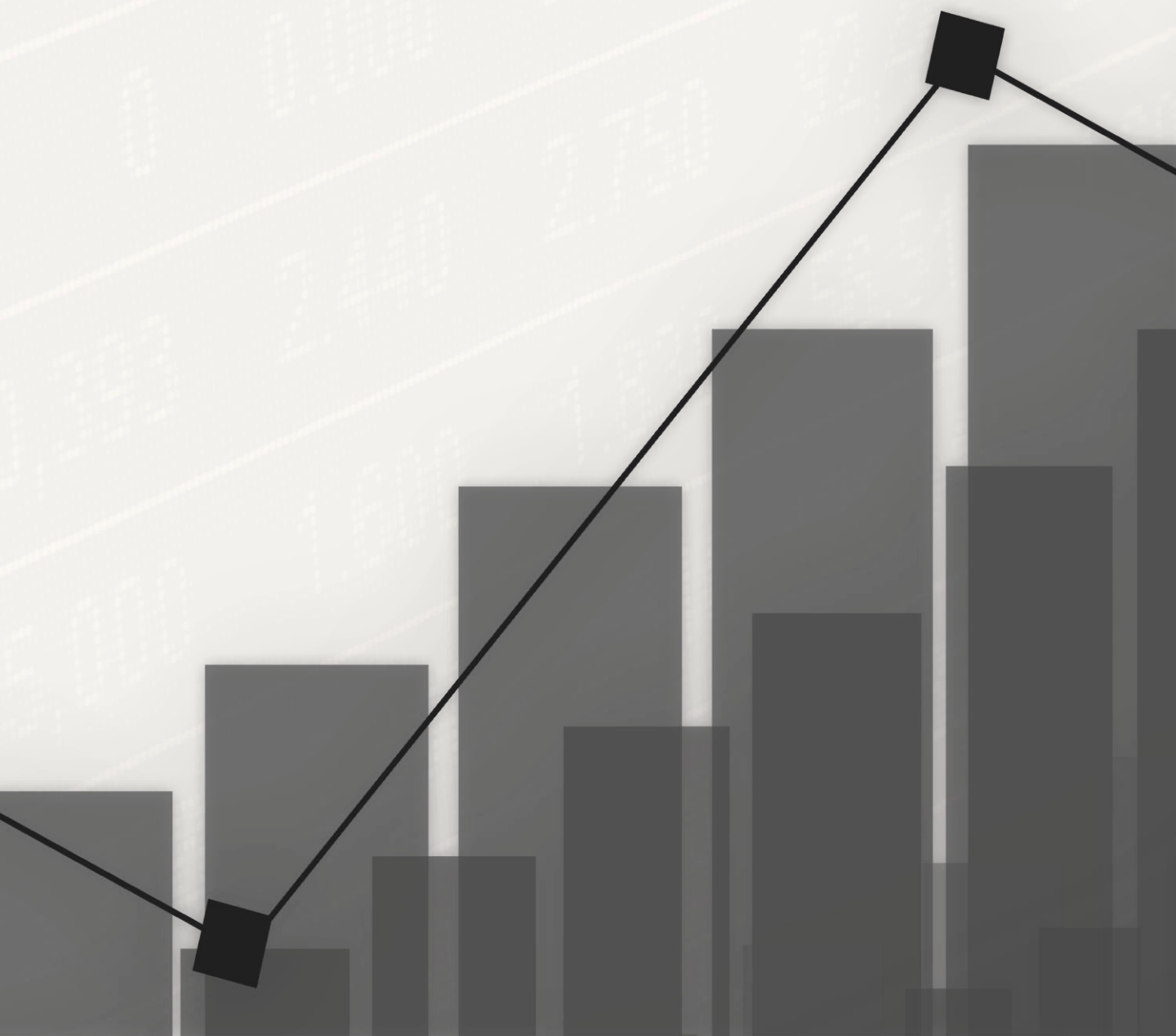
Analytiker äger inte aktier i bolaget.

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.



Analyst Group



AG EQUITY RESEARCH AB

Org.nr: 556999-0939 | Mail: info@analystgroup.se
Riddargatan 12B, 114 35, Stockholm