

AKTIEANALYS

FULL COVERAGE



HUMBLE GROUP

Fortsätter exekvera på sin förvärvsstrategi

2021-09-02

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 vertikaler *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 Q2-21	5
Finansiella mål	6
Investeringsidé	7
Bolagsbeskrivning	8-11
Marknadsanalys	12-14
Finansiell prognos	15-19
K3-regelverket	20
Värdering	21-23
Bull & Bear	24
Ledning & styrelse	25-26
Appendix	27
Disclaimer	28

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, från ingredienssteknologi 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 250 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. Ägarbildet är mycket starkt i Humble, med ett insiderägande 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 1,8 %. Även affärsmannen och investeraren Håkan Roos har ett ägande i Humble som uppgår till ca 10,2 % 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 förvärvsstrategi och genom att bredda koncernen inom befintliga såväl som nya vertikaler, erhålls diversifierade intäktsströmmar.

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 ingredienssteknologibolag till en snabbväxande och lönsam Food Tech-koncern som verkar inom framtidens FMCG-industri, 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 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 2021 års estimerade försäljning om 1 257 MSEK och med en tillämplad P/S-multipel om 6x, härleddt ett värde per aktie om 37,3 kr i Base scenario.

■ Stark organiskt tillväxt under kvartalet

För det andra kvartalet 2021 växte Humble den organiska tillväxten med 17 %, vari nettoomsättningen uppgick till 508,7 MSEK på proformabasis¹. Givet att Q2-21 jämförs med ett kvartal som präglades av hamstring av FMCG-produkter, bedömer Analyst Group att den organiska tillväxten som stark och således visar på att Humble har en produktportfölj som ligger rätt i tiden, där koncernen dessutom realiserat synergier effektivt, genom t.ex. korsförsäljning.

■ Fortsatt förvärvsintensivt

Humble fortsätter att exekvera på Bolagets aggressiva förvärvsstrategi och har under Q2-21 förvärvat ytterligare tio nya bolag, varvid koncernen nu består utav 20 dotterbolag. Totalt har Humble spenderat över 1,3 mdSEK under andra kvartalet 2021 på förvärv, som väntas bidra med ca 1,5 mdSEK till *topline* på årsbasis. Förvärven har gjort till låga multiplar och genom att finansiera köpen med en mix av nyemitterande aktier, skuldfinansiering och egen kassa, har utspädningen hållits nere. Efter förvärven har Humble kunnat stärka sin värdekedja inom Food Tech, breddat Eco & Sustainability-vertikalen samt förbättra Bolagets distributionskanaler.

■ Vi justerar vårt värderingsintervall

Analyst Group bedömer att Humble, genom de senaste förvärven, i hög grad utnyttjat värderingsgapen mellan onoterat och noterat, och lyckas förvärva bolag med lägre multiplar än Bolagets egna värdering. Att därtill möjliggöra låg utspädning, trots höga köpeskillingar, anser vi skapar aktieägarvärde och visar på Bolagets goda tillgång till kapital, dels från aktiemarknaden, dels från obligationsmarknaden. Med ett breddat distributionsnätverk, ökad produktionskapacitet och starka kassaflöden som förvärven medför, anser Analyst Group att Humble kan skala upp produktionen ytterligare och realisera synergier i en högre utsträckning kommande kvartal. Vi ser ett motiverat värde om 37,3 kr i ett Base scenario.

AKTIEKURS | 24,85 kr

VÄRDERINGSINTERVALL: 2021 ÅRS PROGNOSS

BEAR 22,8 kr	BASE 37,3 kr	BULL 50,0 kr
------------------------	------------------------	------------------------

HUMBLE GROUP				
Senast betalt (2021-09-01)	24,85			
Antal Aktier (st.)	197 121 521			
Market Cap (MSEK)	4 898,5			
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	40,5			
Enterprise Value (MSEK)	4 939,0			
V.52 prisintervall (SEK)	32,5-6,7			
Lista	Nasdaq First North Growth Market			
UTVECKLING				
1 månad	11,9 %			
3 månader	8,0 %			
1 år	160,7 %			
YTD	66,4 %			
HUVUDÄGARE: HOLDINGS, VERIFIERAT 2021-07-31				
Noel Abdayem	14,3 %			
Håkan Roos (RoosGruppen)	10,2 %			
Thomas Petrén	6,9 %			
Simon Petrén	3,3 %			
Tommy Jönsson	3,1 %			
VD OCH ORDFÖRANDE				
Verkställande Direktör	Simon Petrén			
Styrelseordförande	Peter Werme			
FINANSIELL KALENDER				
Kvartalsrapport 3 2021	2021-11-26			
Prognos (Base), MSEK	2020 Proforma	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	433,4	1 256,7	2 289,4	2 587,0
Omsättningstillväxt	7170,5%	190,0%	82,2%	13,0%
Bruttoresultat	154,5	480,2	879,7	1 016,0
Bruttomarginal	34,3%	35,6%	36,2%	37,0%
EBITDA	50,4	163,6	343,3	423,3
EBITDA-marginal	11,6%	13,0%	15,0%	16,4%
P/S	2,5	3,9	2,1	1,9
EV/S	2,5	3,9	2,2	1,9
EV/EBITDA	17,8	30,2	14,4	11,7

¹ Proforma inkluderar: Humble Group, Monday 2 Sunday, Tweek, Bayn Production, Amerpharma, Green Sales Distributions, Golden Athlete, The Humble Company, Grahns Konfektyr, Kryddhuset i Ljung, Performance R Us, Nordic Sports Nutrition, Viterna, Wellibites, Ewalco, Nordfood, Be:Son, FancyStage, Marabu och Naty.

KOMMENTAR Q2-21

166,3 MSEK
NETTO-
OMSÄTTNING
UNDER Q2-21

**EBITDA-
RESULTAT
VÄXER
STARKT YOY**

**HUMBLE
LÄGGER IN EN
YTTERLIGARE
VÄXEL**

Stark organisk omsättningstillväxt på proformabasis

Humble Group uppvisar i det andra kvartalet en nettoomsättning om 166,3 MSEK, vilket motsvarar en tillväxt om 2 954 % YoY och 88 % QoQ, primärt drivet av de rörelseförvärv som bolaget genomfört. Av den anledningen är det av intresse att studera proformasiffror för att se hur den organiska tillväxten på koncernnivå har utvecklats, under antagandet att samtliga dotterbolag per dags dato även utgjorde en del av koncernen under 2020. Omsättningen under Q2-21 uppgick på proformabasis till 508,7 MSEK (422,2), motsvarande en organisk försäljningstillväxt om 17 %, vilket är högre än vad som uppvisades under Q1-21 då omsättningstillväxten uppgick till 5 % YoY. I takt med att Humble kan fortsätta exekvera på de korssynergier inom försäljningen som bolagets breda distributionsnätverk möjliggör, estimerar vi att samtliga dotterbolag kan accelerera den organiska tillväxten kommande kvartal.

Kostnadssynergier bidrar till stark utveckling på EBITDA-nivå

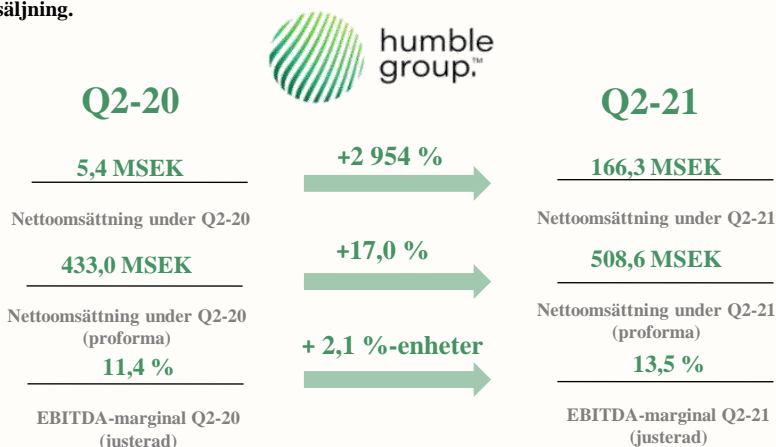
Det justerade EBITDA-resultatet under Q2-21 uppgick, på proformabasis, till 68,6 MSEK (49,3) motsvarande en tillväxt om 39,2 %, vilket innebär att Humble även under det andra kvartalet växer EBITDA i en snabbare takt än omsättningen och är således ett kvitto på att Humble varit framgångsrika i att realisera kostnadssynergier inom koncernen. Genom att fler bolag ansluter sig till Humble uppkommer flertalet uppenbara kostnadssynergier såsom administrativa kostnader, samlade inköp, produktutveckling och försäljning samt marknadssamarbeten. I takt med att Humble-koncernen växer kan bolaget förhandla till sig till bättre leverantörsvillkor genom upphandling av större ramavtal för koncernen som helhet. Humble avser även att öka lönsamheten i de företag som ansluter sig till koncernen genom att dels fokusera på att sälja de produkter som är av högre lönsamhet, dels genom ökad produktionskapacitet som möjliggörs av att vara en del av koncernen. Detta visar sig tydligt i den justerade EBITDA-marginalen som under Q2-21 uppgick till 13,5 % jämfört med 11,3 % under motsvarande period föregående år. Med nyligen genomförda förvärv av b.l.a Fancystage, Marabu och Naty, som Humble ännu inte har kunnat realisera större synergier ur, förväntar Analyst Group sig att den organiska lönsamheten under kommande kvartal kan stärkas ytterligare.

Högt uppsatta finansiella mål skruvas upp betydligt

I slutet av Q1-21 meddelade Humble finansiella mål för koncernen fram till år 2025 som bl.a. innefattade en nettoomsättning om 8 mdSEK med en justerad EBITDA-marginal om 10 %. Givet en starkare organisk tillväxt i flera av dotterbolagen och tillika högre förvärvstempo än vad bolaget estimerat, har Humble uppdaterat sina finansiella mål, vilket en förbättrad balansräkning möjliggör. Målet för nettoomsättningen revideras upp med 63 % till 13 mdSEK och det justerade EBITDA-resultatet höjs från 800 MSEK till 1 500 MSEK, motsvarande en ökning om 88 %. Det årliga organiska tillväxtmålet höjs således från tidigare 10 % till 15 %. Att på så kort tid skruva upp redan högt uppsatta finansiella mål ser vi starkt positivt på och visar tydligt vilket momentum. Humble-koncernen har och även hur attraktiv Humble-koncernen är att för entreprenörer att bli en del av, där bolaget vittnar om ett starkt intresse utifrån. Detta möjliggör, enligt Analyst Group, att Humble kan fortsätta att förvärva bolag till attraktiva multiplar även framgent, för att därigenom skapa ytterligare aktieägarvärde.

Under Q2-21 uppvisar Humble stark organisk tillväxt på proformabasis, vilket indikerar att de förvärvade bolagen genererar stark försäljning.

Humble Group
Q2-20 vs Q2-21



FINANSIELLA MÅL ÅR 2025

Den 11 augusti 2021 uppdaterade Humble sina finansiella mål för koncernen fram till år 2025.



Tidigare finansiella mål

8 mdSEK
Nettoomsättning (proforma)
10 %
Organisk tillväxt per år
800 MSEK
Justerat EBITDA-resultat (proforma)



Nya finansiella mål

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

Övriga finansiella mål kvarstår oförändrade:

Kapitalstruktur: Nettoskuld/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

14,8 %

Av de finansiella målen år 2025

1,9 mdSEK

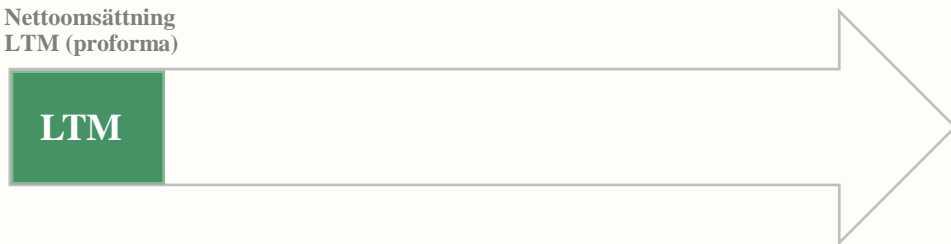
Nettoomsättning LTM (proforma)

LTM

Måluppfyllnad Omsättning

13 mdSEK

Nettoomsättning (proforma) År 2025 (finansiellt mål)



Simon Petré, VD
Humble Group

"Det känns otroligt roligt att vi på mindre än fem månader från att vi fastställde de finansiella målen, som många då ansåg var ambitiösa, ligger så pass långt före planen att vi behöver göra en positiv revidering, med högre tillväxt- och lönsamhetsmål. Responsen från relevanta marknadsaktörer och entreprenörer har varit över förväntan, där vi märker ett starkt intresse från bolag att få bli en del av Humble och en samsyn med vår vision om FMCG-marknadens transformation. Vi ser fortsatt goda möjligheter att hålla ett högt förvärvstempo samtidigt som vi skruvar upp det organiska tillväxtmålet då vi uppmärksammat att många av de aktuella bolagen har en högre organisk tillväxt än det tidigare målet."

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

² Utdelning till aktieägarna förutsätter att kapitalstrukturmålet 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 18 rörelseförvärv och koncernen består idag av 20 dotterbolag, som verkar inom vertikaler Food Tech, Eco & Sustainability och Vegan. Förvärven har, förutom att ha tillgodosett Humble med hela värdekedjan inom Food Tech, även stärkt den finansiella profilen, då 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 The Humble Company och Naty ett omfattande distributionsnätverk, *know-how* inom FMCG och starka 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 14,3 % 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

Förvärven av The Humble Company och Naty anser Analyst Group är något av en *Game Changer* för Humble, då det 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 2021 estimeras Humble nå en försäljning om 1 257 MSEK, och utifrån en relativvärdering, har P/S 6x satts som målmultipel, vilket motiverar ett värde per aktie om 37,3 kr.

Förvärvsstrategi 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

37,3 KR
PER AKTIE I
ETT BASE
SCENARIO

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. Vertikalen *Eco & Sustainability* presenteras på s.10-11.

Ingredienssteknologi och FoU

Bayn Solutions (fd. EUREBA & NAVIA) – Humble har utvecklat sötade fibrer, så kallad EUREBA, som består av en homogen sammansättning av b.la. kostfibrer och högtintensivt 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.

Ewalco AB – Är en ledande svensk foodtech-koncern med ett brett sortiment av ingredienslösningar och anpassningar av råvaror med inriktning mot livsmedel och sportsnutrition. Bolaget har en lång verksamhetshistorik som sträcker sig 41 år sedan starten 1980, med en stabil underliggande lönsamhet, tillväxt och kassaflöden. Ewalco säljer och marknadsför egna ingredienslösningar och produkter till några av Nordens största varumärken och återförsäljare av moderna och attraktiva FMCG-produkter.

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.la. EUREBA. Därtill kan ökad kostnadseffektivitet uppnås, vilket b.la. medför lägre produktionskostnader för Tweek.

Amerpharma – Är en marknadsledande europeisk aktör med tillverkning inom socker- och kalorireducerande säser, 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.la. 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.la. säljs på Apotea. GSD har uppvisat en stadig omsättningstillväxt samt stigande EBIT-resultat de senaste fem åren.

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.

Urval av kunder



Urval av kunder/återförsäljare



SWEETS WITH BENEFITS



Life is sweet.

BOLAGSBESKRIVNING

Tillverkning och distribution



Kryddhuset i Ljung AB – Är en ledande tillverkare av kryddor samt kryddblandningar, och har sedan tidigare en stark relation till Humbles andra dotterbolagen 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.

Marabu GmbH – Är en ledande tysk FMCG-distributör specialiserat inom kosmetika, Beauty, och Wellness. Bolaget grundades 2003 och har en lång historik av att sälja samt marknadsföra varumärken inom FMCG till några av Tyskland och Österrikes största återförsäljare.

Nordfood International AB och Be:Son Gross AB – Är två snabbväxande handelshus, vilka marknadsför och säljer sina egna varumärken, externa varumärken samt ett brett sortiment av kolonial, eko och miljövänliga FMCG-produkter. Be:Son förser den svenska marknaden med artiklar inom vardagsförbrukning, under både egna varumärken och genom "private-label". Nordfood International är en matimportör och dess huvudsakliga produkter återfinns bland kolonivaror med allt från konserver till hälsosamma snacks, dryck, och socker-reducerad konfektyr.

Varumärken



Monday 2 Sunday (fd. Pändy Foods) - FMCG-bolag som säljer hälsosamma, sockerreducerande samt proteinrikt livsmedel, som t.ex. proteinbars, godis, linschips och energidryck till konsumenter. Produkterna marknadsförs till de konsumenter 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 påsforpackat och lösviktsskonfektyr. 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.

Wellibites AB – Är ett ledande svenskt varumärke inom sockerfritt, veganskt och vitaminberikat godis. Bolaget har haft en expansiv resa sedan 2018 när de första produkterna lanserades. I portföljen finns ett brett sortiment med fem olika smaker vilka alla är veganska, helt fria från socker, gluten och palmolja samt berikade med olika vitaminer och mineraler. Wellibites finns i Sveriges största dagligvaruhandelskedjor och bland Sveriges största apotek.

Urval av kunder/återförsäljare



Urval av partnerskap



BOLAGSBESKRIVNING

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.



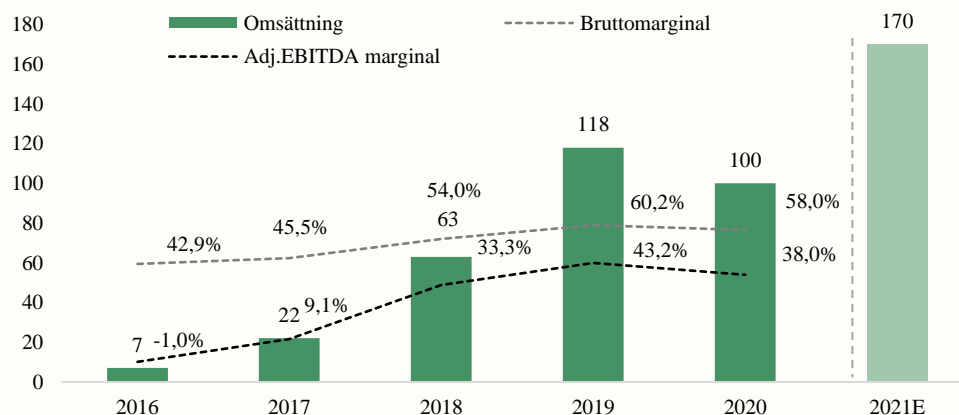
Tandtråd, ansiktsmask, mellanrumsrengörare.



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 %

BOLAGSBESKRIVNING

Eco and Sustainability

ECO by Naty.

+30
MARKNADER

fancystage

+16
LÄNDER

Naty – är en ledande högteknologisk FMCG-koncern med ett globalt och välpositionerat varumärke, Eco by Naty, som har ett brett sortiment av nedbrytningbara 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. intimvård, 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 verksamma 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.

Urval av partnerskap



Produktportfölj, i urval

Naty

Organisk skötväska, ekoblöjor,
Eco trosskydd etc.



FancyStage

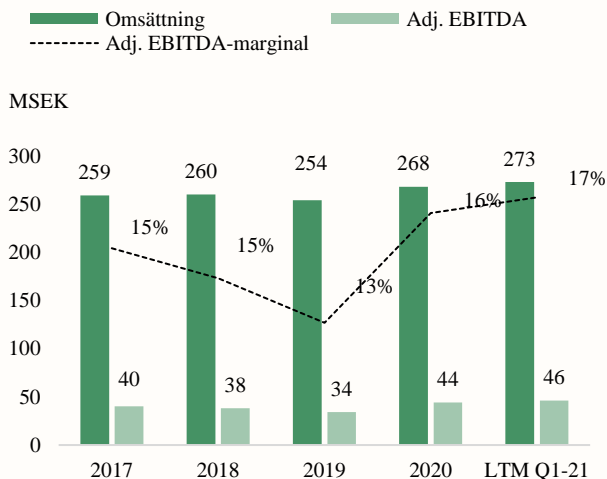
"Private-label" hudvård,
hårvård, bad & kropp etc.



Finansiell historik

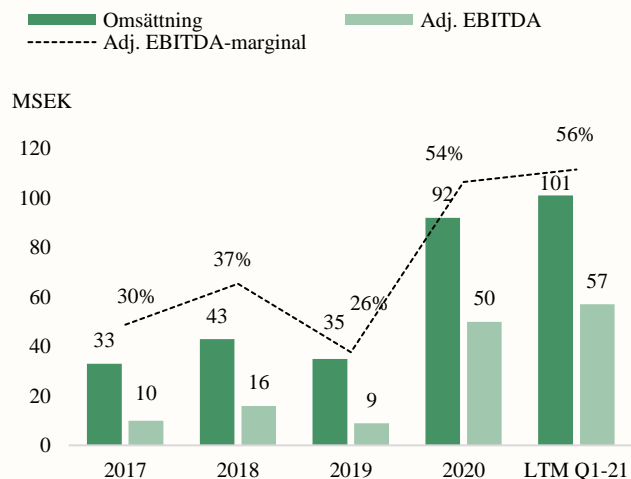
Naty har lång historik och god lönsamhet

Natys omsättning, justerad EBITDA och justerad EBITDA-marginal



FancyStages konsolidering i Humble-koncernen medför ökad lönsamhet

FancyStage, omsättning, justerad EBITDA och justerad EBITDA-marginal



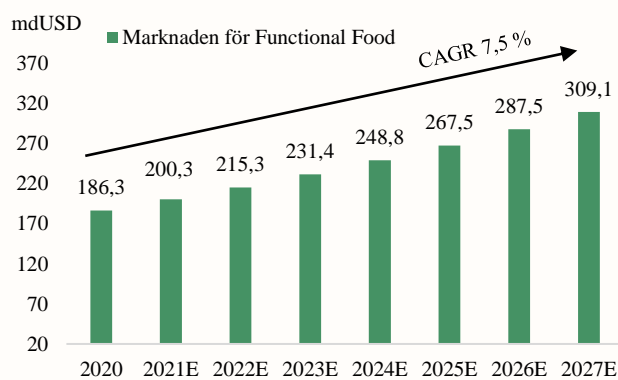
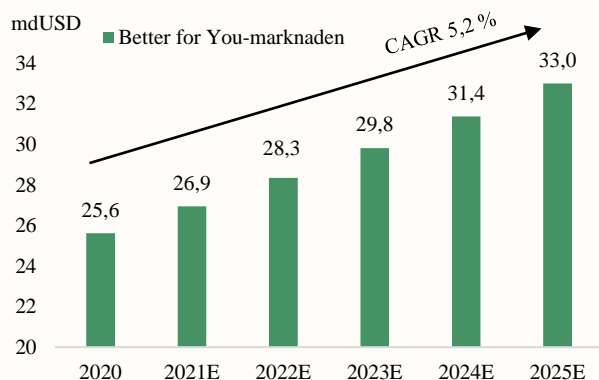
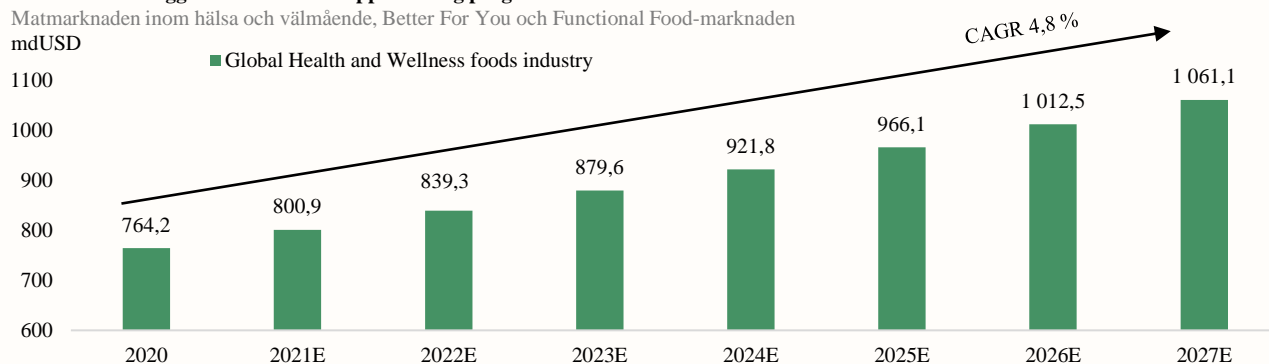
Källa. Humble Group

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 välstånd 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

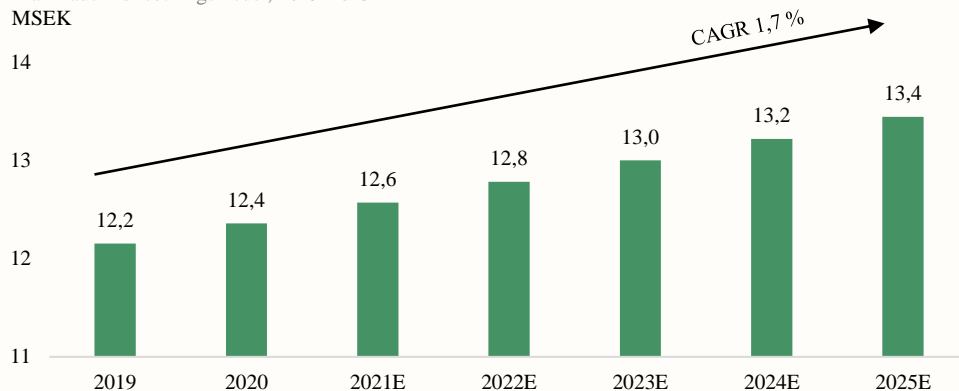
Marknaden för sötningsmedel

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

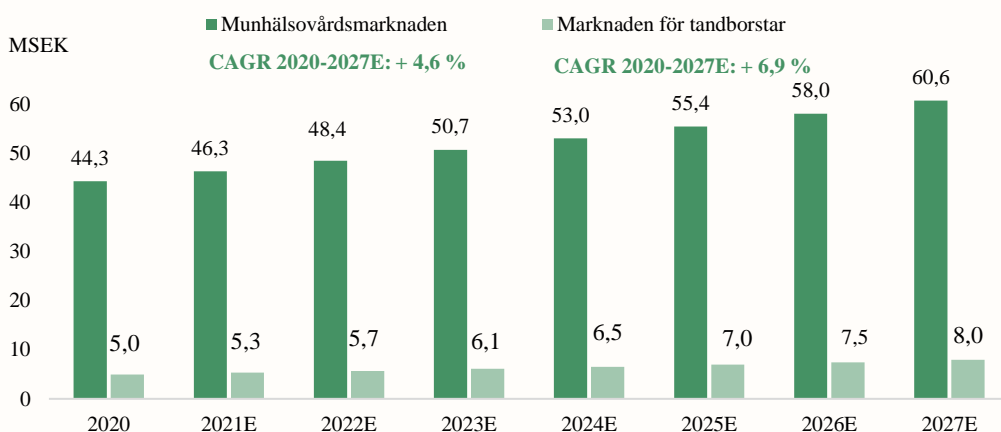
- **Sockerskatter** – 2016 betraktas som ”året för sockerskatt”, i bakgrunden av den omfattande lagstiftning som kom efter en rapport av WHO, där de negativa folkhälsoeffekterna av sockerkonsumtion belystes. Hälsorelaterade skatter är i sig ingenting nytt, men sockerskatter har vunnit stor dragkraft 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, tandköttinflammation 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

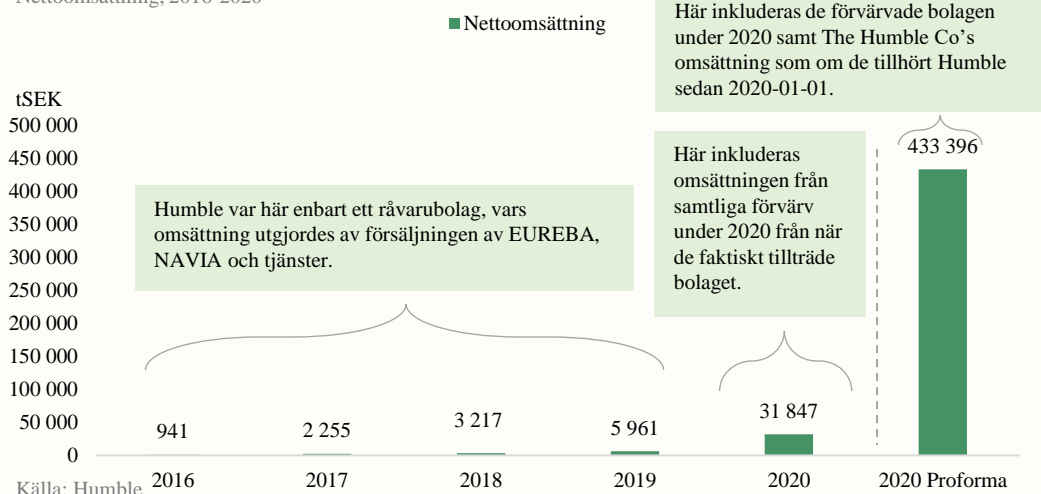
- Munhälsoproblem** – Den ökade förekomsten av karies- och munsjukdomar globalt i kombination med ökad medvetenhet om fördelarna om att ha god munhälsa väntas driva tillväxt på respektive marknad.
- Covid -19 har inneburit ökad efterfrågan på munhälsovårdsprodukter** - Den pågående pandemin har haft 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 PROGNOSE

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 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. 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 har Humbles omsättning vuxit kraftigt.

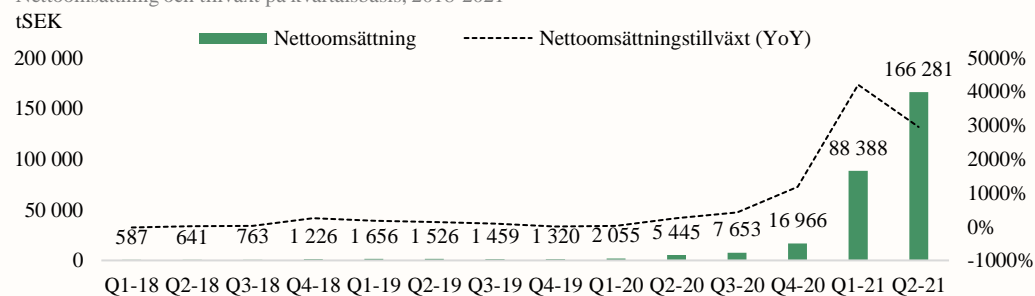
Nettoomsättning, 2016-2020



Gemensamt för de sex förvärvade bolagen under 2020 är att de är generellt snabbväxande, därtill är några även lönsamma. Under 2021 har Humble Group förvärvat bolag såsom The Humble Company, Naty och FancyStage 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 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 13 kvartalerna. 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 tretton efterföljande kvartal

Nettoomsättning och tillväxt på kvartalsbasis, 2018-2021



FINANSIELL PROGNOSE

Omsättningsprognos 2021-2024

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, 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 och Naty 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 munsöljsegmentet, 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 produkterbjudande 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.

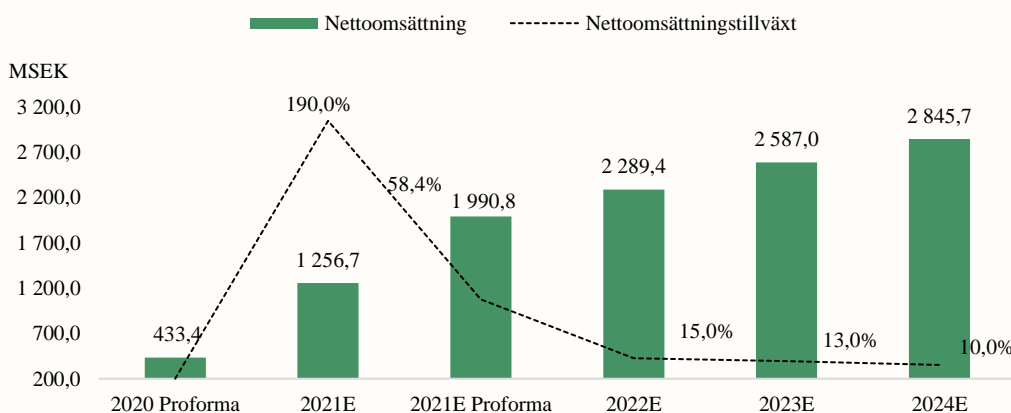
Genom flertalet större rörelseförvärv under 2021, däribland The Humble Co och Naty, har Humble lyckats etablera ett kraftigt utökat exportnätverk med distribuering i över 30 marknader och ca 60 000 butiker världen över, vilket möjliggör för Humbles övriga varumärken, Tweek, Pändy och Wellibites med mera, 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 och tillika största FMCG-marknad. Med Marabu i koncernen estimerar Analyst Group att Humble snabbare kan kommersialisera sin produktportfölj och således stärka sin position i Europa framgent.

En breddad produktportfölj, i kombination med ett ändrat konsumentbeteende, insikter från Covid-19, ökad efterfråga av hälsosamma snacks samt hållbara alternativ inom 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 enkom 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, men hänsyn tagen till när nya förvärv har inkluderats i räkenskaperna.

Stark organisk tillväxten ligger i korten för Humble.

Estimerad nettoomsättning och tillväxt, 2020 Proforma-2024E



Analyst Groups prognoser

FINANSIELL PROGNOSES

Kostnadsprognos 2021-2024

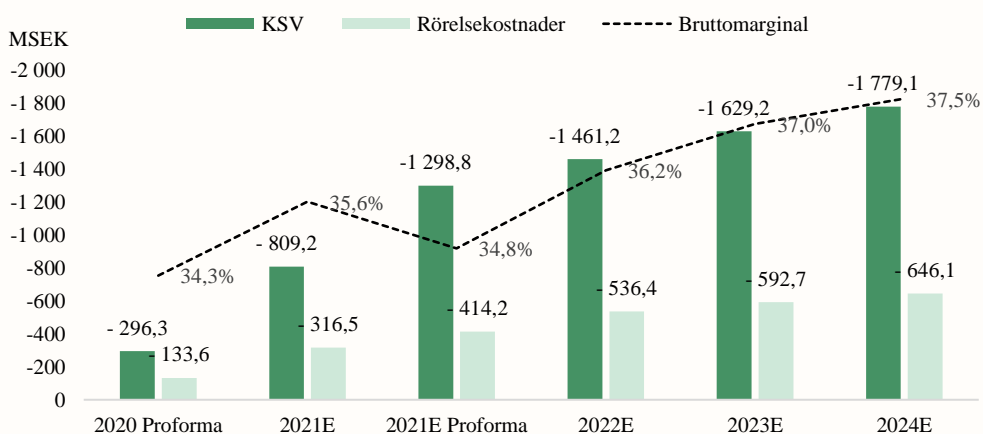
Av Humbles totala kostnadsbas utgör kostnad sålda varor den största andelen på proformabasis för de rullande tolv månaderna, och består att de insatsvaror, tillverkningskostnader samt kringliggande kostnader som krävs för att möjliggöra produktionen av råvaror samt sockerreducerande-, munhälsovårds- och *personal care*-produkter. I takt med en uppskalning av Humbles produkter som möjliggörs via ett kraftigt breddat distributionsnätverk via b.la. 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 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. 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, får Bolaget ett bättre förhandlingsläge mot leverantörer, givet de högre volymer som möjliggörs och Humble har nu etablerat ett kostnadseffektiviseringsprogram genom upphandling av större ramavtal för gruppen. För andra kvartalet 2021, och tillika för rullande tolv månader, redovisade Humble, på proformabasis, en bruttomarginal om ca 34 %. Analyst Group bedömer att Humble genom ökade produktvolymer, realisering av kostnadssynergier och exekvering av kostnadseffektiviseringsprogrammet, kan stärka bruttomarginalen för helåret 2021.

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.la. potentiell korsförsäljning, marknadsföring och distribution.

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

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



Analyst Groups prognoser

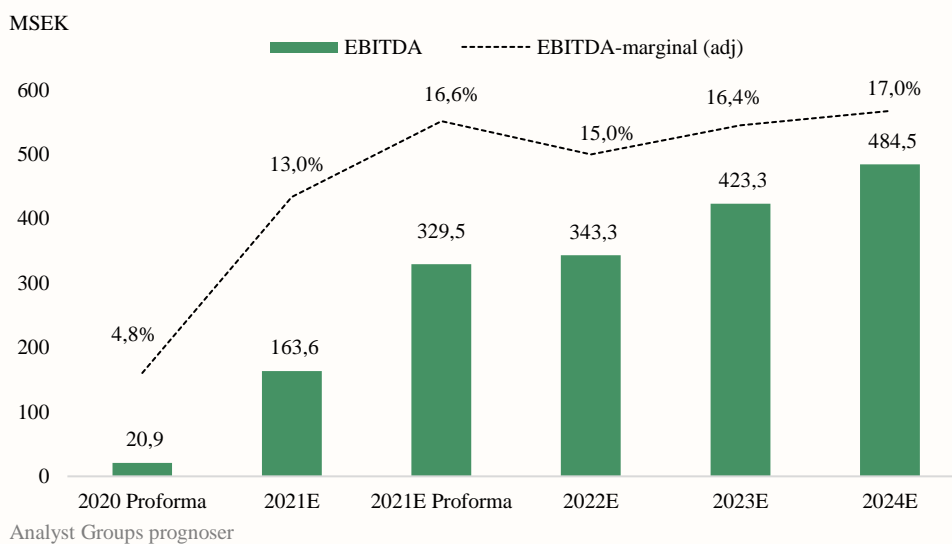
FINANSIELL PROGNOSE

Realisering av synergieffekter väntas leda till marginalexpansion

Genom förvärven av The Humble Co och Naty har Humble kunnat etablera ett brett nätverk världen över, vilket möjliggör skalfördelar i takt med ökade volymer och lägre *Customer Acquisitions Costs* via korsförsäljning och optimerad marknadsföring. Humble består utav 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 ett justerat EBITDA om 163,6 MSEK, motsvarande en justerad EBITDA-marginal om 13 %. För år 2024 estimeras ett EBITDA-resultat om 484,5 MSEK, motsvarande en EBITDA-marginal om 17 %.

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



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. 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. Bolaget har även 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 13 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	1 256,7	1 990,8	2 289,4	2 587,0	2 845,7
Aktiverat arbete för egen räkning	1,3	1,1	3,6	8,1	13,1	20,7	20,4	23,0	25,3
Övriga rörelseintäkter	0,5	0,1	2,9	9,3	19,6	31,0	31,1	35,2	38,7
Totala intäkter	5,0	7,2	38,3	450,8	1 289,4	2 042,5	2 340,9	2 645,2	2 909,8
KSV	-1,3	-5,0	-22,5	-296,3	-809,2	-1 298,8	-1 461,2	-1 629,2	-1 779,1
Bruttoresultat	3,7	2,1	15,9	154,5	480,2	743,7	879,7	1 016,0	1 130,6
Bruttomarginal (justerad) ¹	73,4%	29,7%	41,4%	34,3%	35,6%	34,8%	36,2%	37,0%	37,5%
Rörelsekostnader	-11,5	-14,9	-41,0	-133,6	-316,5	-414,2	-536,4	-592,7	-646,1
EBITDA	-7,8	-12,8	-25,2	20,9	163,6	329,5	343,3	423,3	484,5
EBITDA-marginal	-243,3%	-214,7%	-79,0%	4,8%	13,0% ²	16,6%	15,0%	16,4%	17,0%

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 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 matjänstedistributörer, matvarumärkesföretag och diverse mat tillverkare.



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 sjuvätsprodukt, en ärtbaserad variant på tonfisk, vilken återfinns i USA, Schweiz och Tyskland.



Colgate är ett amerikanskt multinationellt tillverkningsföretag som är världsledande inom Oral Care, det vill säga tandkräm, tandborstar, tandtråd, tandstickor 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.



VÄRDERING

Gemensamt för flera av jämförelsebolag 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-bolag som är lönsamma, men givet att flera av de Food Tech-bolag som använts i värderingen är olönsamma, kommer värdering av Humble Group därför att härledas utifrån P/S-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 ¹	Beyond Meat	Tattooed Chef	Celsius	Sunopta	Oatly	Nestle	Colgate	Genomsnitt, peers
Omsättningstillväxt	14,20%	13,20%	53,76%	82,60%	-4,60%	68,85%	-8,90%	7,20%	30,30%
Omsättningstillväxt senaste 3 åren	12,26%	72,80%	95,94%	52,80%	-7,80%	82,00%	-2,00%	3,20%	42,42%
EBITDA-marginal	12,93%	-15,50%	-7,80%	5,70%	0,00%	-8,10%	21,70%	26,50%	3,21%
EBITDA-tillväxt	71,33%	-1222,30%	-888,70%	172,20%	-101,00%	-20,32%	-7,70%	7,70%	-294,30%
EBITDA-tillväxt senaste 3 åren	52,78%	-202,00%	-466,30%	44,00%	25,90%	-74,24%	9,00%	2,60%	-94,43%
Soliditet	44,55%	17,00%	83,00%	77,00%	46,00%	48,00%	38,00%	5,00%	44,86%
Nettoskuld/EBITDA	0,16	-1,70	Nettokassa	Nettokassa	-826,30	-3,70	0,90	1,50	-
Skuldsättningsgrad	1,07	4,70	0,20	0,30	1,20	1,10	1,70	17,60	3,83
Omsättningshastighet	0,71	0,30	0,90	0,80	0,90	0,60	0,70	1,10	0,76
EV/EBITDA	20,70	-109,50	-80,80	542,20	-4972,30	-331,40	18,70	16,00	-702,44
EV/S	2,68	17,00	6,30	31,20	1,80	26,70	4,00	4,20	13,03
P/S	2,66	16,80	3,80	31,60	1,50	26,40	3,80	3,80	12,53
Marknadsvärde (MSEK)	5 105	64 212	14 542	50 041	8 802	93 954	3 059 620	552 812	548 528

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 P/S-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 Nestle. 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.

Utifrån senaste rullande tolv månaderna, uppvisar Humble en lägre omsättningstillväxt än peer-gruppens genomsnitt, men samtidigt en högre EBITDA-marginal. Vid närmare studerande av peer-gruppen går det att konstatera att medan Humble har en lägre tillväxttakt jämfört med de renodlade Food Tech-bolagen² har Bolaget samtidigt en högre tillväxttakt än de etablerade FMCG-aktörerna³. Samma relation återfinns gällande EBITDA-marginalen, där Humble är mer lönsamma än Food Tech-gruppen, men av lägre lönsamhet jämfört med FMCG-gruppen. Vidare är Humbles finansiella ställning och kapitalbindning i linje med peer-gruppen, givet liknande soliditet, skuldsättningsgrad⁴ och omsättningshastighet.

¹ Avser proforma.

² Avser Beyond Meat, Tattooed Chef, Celsius, Sunopta och Oatly

³ Avser Nestle och Colgate

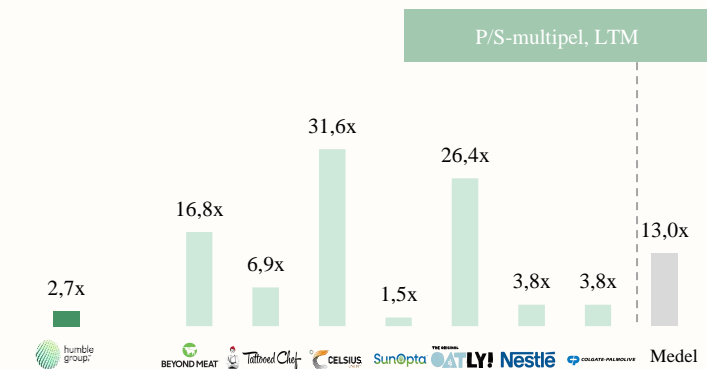
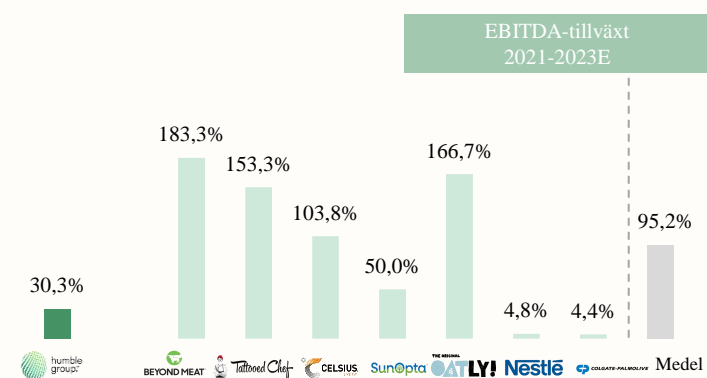
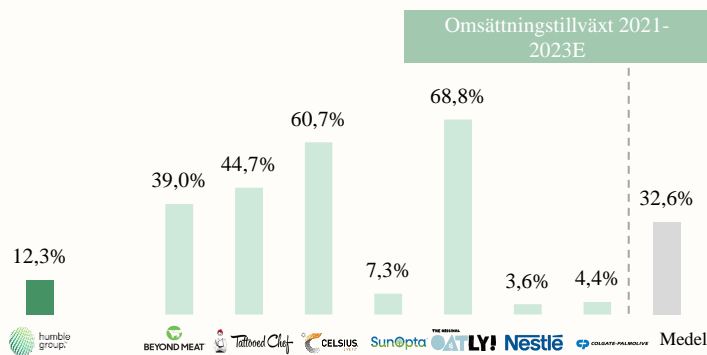
⁴ Justerat av Colgate som driver upp snittet avsevärt.

VÄRDERING

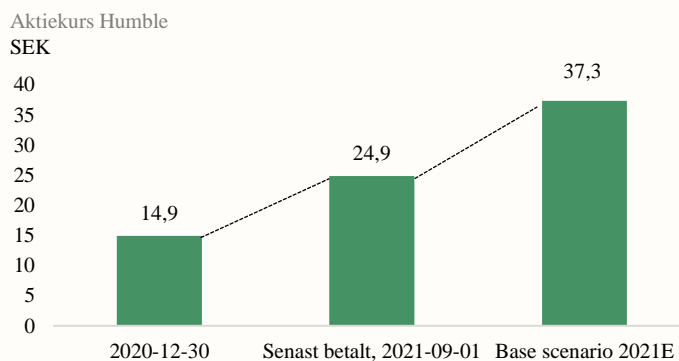
Humble estimeras växa under perioden 2021-2023 med en organisk CAGR om 12,3 %, vilket är lägre än vad som estimeras för peer-gruppen i genomsnitt. Däremot är det Food Tech-gruppen som driver upp genomsnittet markant, och justerat för dessa väntas Humble växa i en snabbare takt. Likartat mönster återfinns avseende EBITDA-tillväxten under samma period och Kombinationen av att operera inom starkt växande marknader, hög innovationsgrad och interna offensiva operationella satsningar väntas driva den starka organiska tillväxten inom Food Tech-gruppen. Samtliga bolag inom Food Tech-gruppen verkar inom betydligt större marknader genom en bredare global närvaro, däribland Nordamerika, vilket öppnar upp för högre organisk försäljningstillväxt, och därtill 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 än idag en mindre aktör på FMCG-marknaden och är i större utsträckning innovationsdrivna, 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 vad Humble omsätter på proformabasis rullande tolv månader värderas Bolaget till en P/S-multipel om ca 2,7x, det ska dock tilläggas att Bolagets faktiska P/S-multipel per dags dato är högre givet Humbles nettoomsättning exkl. proforma. I enlighet med tabellen till höger värderas Food Tech-gruppen till höga P/S-multiplar, förklarar primärt av stark estimerad tillväxt i *topline* och EBITDA, vari genomsnittsmultiplerna uppgår till ca 17x. Motsvarande P/S-multipel för FMCG-gruppen är ca 4x. 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 P/S-multipel som överstiger FMCG-gruppen men samtidigt understiger Food Tech-gruppen. För Humble tillämpas därför en P/S-multipel om 6x på 2021 års prognostiserade försäljning och med en estimerad nettoomsättning om 1 257 MSEK ges ett bolagsvärde om 7 350 MSEK i ett Base scenario, vilket motiverar ett värde per aktie om 37,3 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 37,3 kr, givet 2021 års estimerade försäljning och en applicerad P/S-multipel om 6x.



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 nettoomsättning om ca 1 445 MSEK år 2021, och med en applicerad P/S multipel om 6,5x, motiveras ett potentiellt pris per aktie om 50 kr.

50,0 KR
PER AKTIE I
ETT BULL
SCENARIO

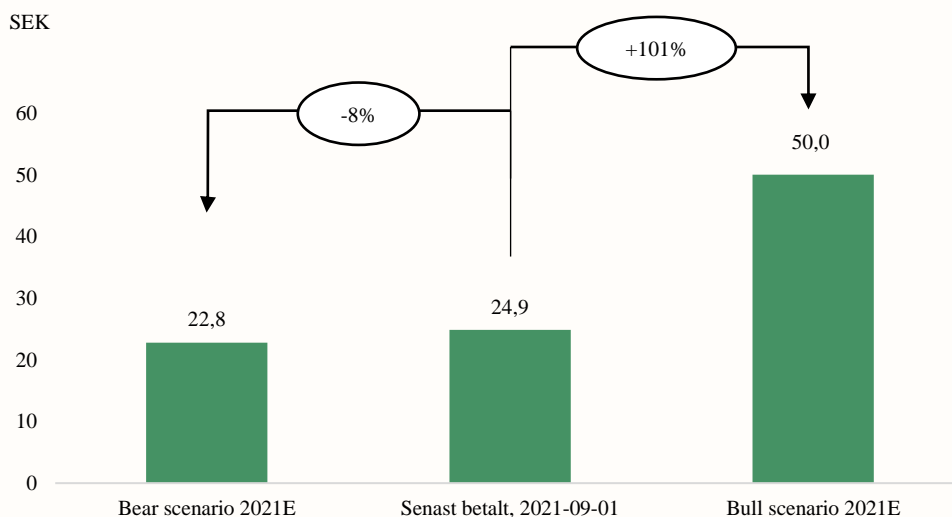
Bear scenario

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, 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 nettoomsättning om ca 1 068 MSEK år 2021, och med en applicerad P/S-multipel om 4x motiveras ett potentiell pris per aktie om 22,8 kr.

22,8 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



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): 6 006 250 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): 26 199 304 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): 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): 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): 18 641 020 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): 4 565 564 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 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): 4 645 141 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 Group	Beyond Meat	Tattooed Chef	Celsius	Sunopta	Oatly	Nestle	Colgate	Genomsnitt, peers
CAGR 2021-2023	12,6%	39,0%	44,7%	60,7%	7,3%	68,8%	3,6%	4,4%	37,3%
EBITDA-tillväxt 2021-2023 (årlig)	43,6%	183,3%	153,3%	103,8%	50,0%	166,7%	4,8%	4,4%	110,3%
EBITDA-marginal									
LTM	11,6%	-15,5%	-7,8%	5,7%	0,0%	-8,1%	21,7%	26,5%	-4,4%
2021E	13,0%	8,8%	-6,7%	10,7%	8,8%	-17,5%	21,4%	26,0%	5,4%
2022E	15,0%	9,4%	-0,9%	12,0%	9,4%	-3,2%	21,7%	26,5%	7,5%
2023E	16,4%	0,0%	6,0%	13,9%	0,0%	8,1%	21,9%	26,6%	5,0%

Base scenario (MSEK)	2018	2019	2020	2020 Proforma	2021E	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	3,2	6,0	31,8	433,4	1 256,7	2 289,4	2 587,0	2 845,7
Aktiverat arbete för egen räkning	1,3	1,1	3,6	8,1	13,1	20,4	23,0	25,3
Övriga rörelseintäkter	0,5	0,1	2,9	9,3	19,6	31,1	35,2	38,7
Totala intäkter	5,0	7,2	38,3	450,8	1 289,4	2 340,9	2 645,2	2 909,8
KSV	-1,3	-5,0	-22,5	-296,3	-809,2	-1 461,2	-1 629,2	-1 779,1
Bruttoresultat	3,7	2,1	15,9	154,5	480,2	879,7	1 016,0	1 130,6
Bruttomarginal (justerad) ¹	73,4%	29,7%	41,4%	34,3%	35,6%	36,2%	37,0%	37,5%
Rörelsekostnader	-11,5	-14,9	-41,0	-133,6	-316,5	-536,4	-592,7	-646,1
EBITDA	-7,8	-12,8	-25,2	20,9	163,6	343,3	423,3	484,5
EBITDA-marginal	-243,3%	-214,7%	-79,0%	4,8%	13,0% ²	15,0%	16,4%	17,0%
Av- och nedskrivningar	-2,3	-2,4	-27,3	-26,6	-183,5	-300,6	-300,6	-300,6
EBIT	-10,1	-15,2	-52,4	-5,7	-19,8	42,7	122,7	184,0
EBIT-marginal	-313,6%	-255,1%	-164,5%	-1,3%	-1,6%	1,9%	4,7%	6,5%

Bull scenario (MSEK)	2018	2019	2020	2020 Proforma	2021E	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	3,2	6,0	31,8	433,4	1 445,2	2 488,5	2 936,4	3 376,9
Aktiverat arbete för egen räkning	1,3	1,1	3,6	8,1	15,0	22,1	26,1	30,0
Övriga rörelseintäkter	0,5	0,1	2,9	9,3	22,5	33,8	39,9	45,9
Totala intäkter	5,0	7,2	38,3	450,8	1 482,8	2 544,5	3 002,5	3 452,8
KSV	-1,3	-5,0	-22,5	-296,3	-906,3	-1 545,6	-1 792,9	-2 035,0
Bruttoresultat	3,7	2,1	15,9	154,5	576,5	998,8	1 209,5	1 417,9
Bruttomarginal (justerad) ¹	73,4%	29,7%	41,4%	34,3%	37,3%	37,9%	38,9%	39,7%
Rörelsekostnader	-11,51	-14,93	-41,04	-133,60	-354,52	-596,47	-668,05	-754,89
EBITDA	-7,83	-12,80	-25,15	20,86	221,95	402,37	541,50	662,98
EBITDA-marginal	-243,3%	-214,7%	-79,0%	4,8%	15,4% ²	16,2%	18,4%	19,6%
Av- och nedskrivningar	-2,3	-2,4	-27,3	-26,6	-183,5	-300,6	-300,6	-300,6
EBIT	-10,1	-15,2	-52,4	-5,7	38,5	101,8	240,9	362,4
EBIT-marginal	-313,6%	-255,1%	-164,5%	-1,3%	2,7%	4,1%	8,2%	10,7%

Bear scenario (MSEK)	2018	2019	2020	2020 Proforma	2021E	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	3,2	6,0	31,8	433,4	1 068,2	2 150,1	2 279,1	2 393,0
Aktiverat arbete för egen räkning	1,3	1,1	3,6	8,1	11,1	19,1	20,3	21,3
Övriga rörelseintäkter	0,5	0,1	2,9	9,3	16,7	29,2	31,0	32,5
Totala intäkter	5,0	7,2	38,3	450,8	1 096,0	2 198,4	2 330,3	2 446,8
KSV	-1,3	-5,0	-22,5	-296,3	-728,3	-1 441,7	-1 521,0	-1 581,9
Bruttoresultat	3,7	2,1	15,9	154,5	367,7	756,7	809,3	865,0
Bruttomarginal (justerad) ¹	114,4%	35,7%	49,9%	34,3%	31,8%	32,9%	33,3%	33,9%
Rörelsekostnader	-11,51	-14,93	-41,04	-133,60	-262,72	-521,91	-542,79	-569,93
EBITDA	-7,8	-12,8	-25,2	20,9	105,0	234,8	266,5	295,1
EBITDA-marginal	-243,3%	-214,7%	-79,0%	4,8%	9,8% ²	10,9%	11,7%	12,3%
Av- och nedskrivningar	-2,3	-2,4	-27,3	-26,6	-183,5	-300,6	-300,6	-300,6
EBIT	-10,1	-15,2	-52,4	-5,7	-78,5	-65,8	-34,1	-5,5
EBIT-marginal	-313,6%	-255,1%	-164,5%	-1,3%	-7,3%	-3,1%	-1,5%	-0,2%

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.

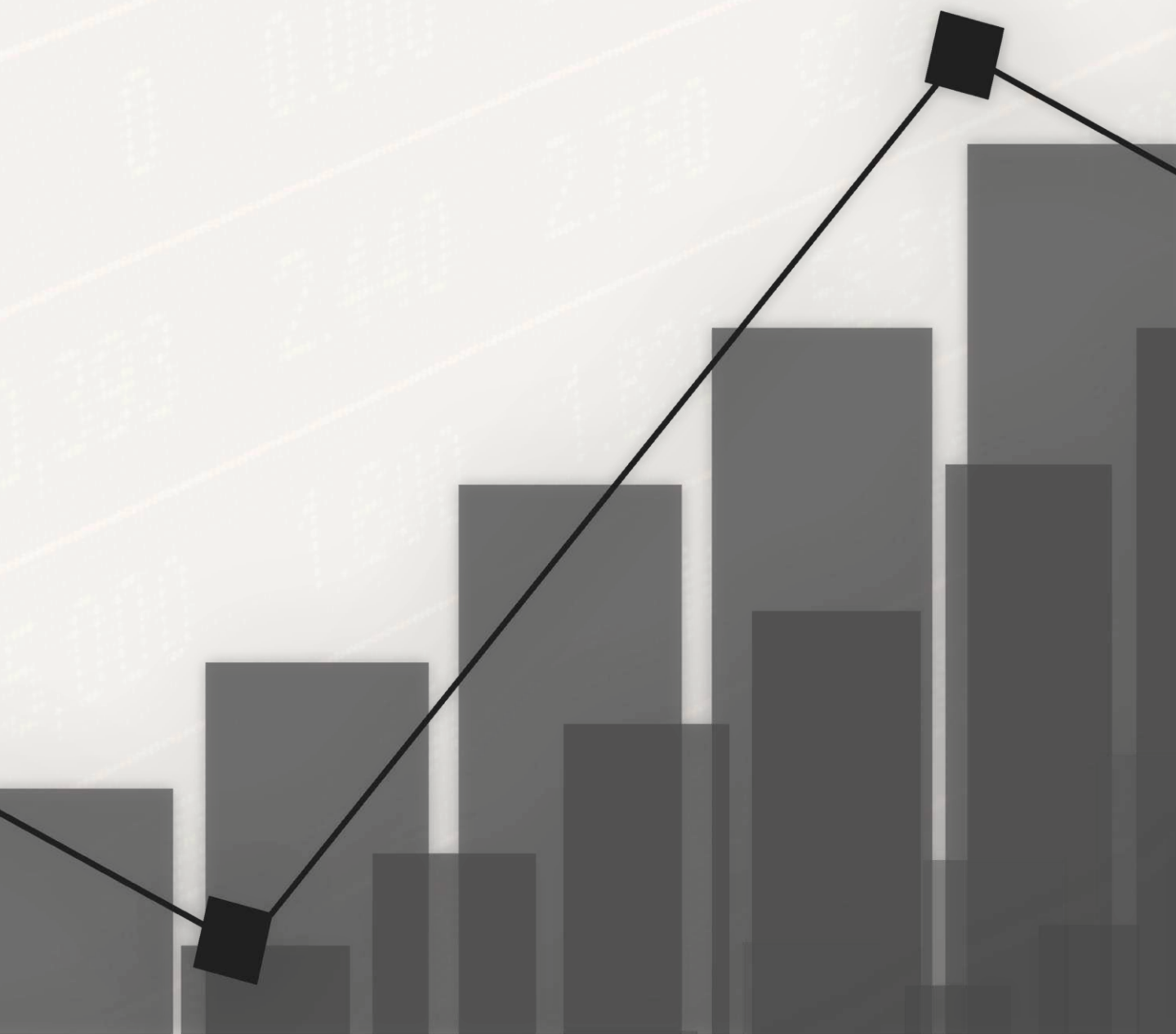
Övrigt

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
Sturegatan 56 114 36, Stockholm | Bankgatan 1A 223 52, Lund