



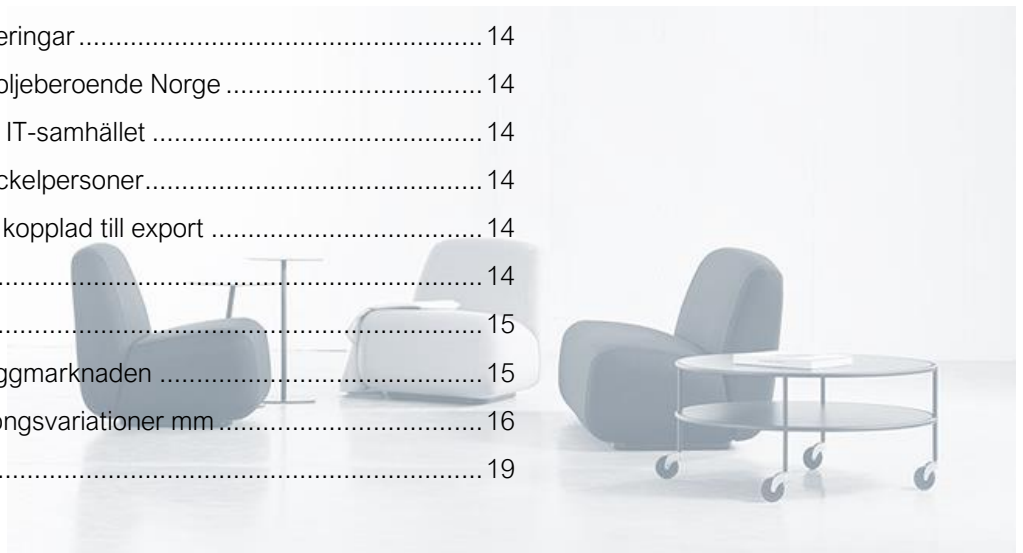
UPPDRAGSANALYS
27 april 2018

LAMMHULTS DESIGN GROUP

ANALYSGUIDEN

Innehåll

Goda utsikter för helåret.....	2
Temperatur	3
Ledning och styrelse	3
Ägare.....	3
Finansiell ställning	3
Potential.....	3
Risk.....	3
Möbler och design	4
Marknad	7
Inredningsprojekt inom Public Interiors	9
Besparingseffekter inom gruppen.....	9
Konkurrens	10
Tillväxt genom förvärv	11
Ledning och ägare	12
Vd och Affärsområde Office & Home.....	12
Affärsområdeschefer	12
CFO.....	12
Supply Chain Director	12
Styrelseordförande.....	12
Tio största ägarna	13
Risker	14
Nya produktlanseringar	14
Exponering mot oljeberoende Norge	14
Bibliotekens roll i IT-samhället	14
Beroendet av nyckelpersoner.....	14
Valutakänslighet kopplad till export	14
Förvävsstrategi	14
Investment Case	15
Den nordiska byggmarknaden	15
Lönsamhet, säsongsvariationer mm	16
Disclaimer	19



Goda utsikter för helåret

Det blev litet oväntat affärsområde Public Interiors som drev tillväxten i Lammhult-koncernen under ett ganska svagt först kvartal 2018. För helåret 2018 ser vi ungefär samma utsikter som tidigare där försäljningen tagit fart under april.



Lammhults Design Group förknippas med svensk möbel-design. Företagsgruppen som är baserad i Småland har flera starka varumärken. Inom affärsområde Office & Home Interiors hittar vi Lammhults, Abstracta, Fora Form, Ragnars, Ire och Voice samt Morgana. Affärsområdet Public Interiors som främst säljer biblioteksinredningar har BCI Schultz

Speyer och Eurobib som varumärken. 95 procent av gruppens försäljning går till företags- och offentliga kunder, och fem procent till privata kunder. Efterfrågan drivs främst av nybyggnation och renovering. De viktigaste marknaderna är Sverige, Norge och Danmark följt av Tyskland, England och Frankrike.

Första kvartalet 2018 blev svagare än vi väntat, men där Public Interiors överraskade positivt. Både intäkter och orderingång minskade för Office & Home Interiors. Men jämförelsen med kvartal 1/2017 var svår, då två stora projekt värda 35 miljoner kronor ingick förra året. Det finns färre sådana stora projekt i år. Det var även en avvaktande start på kontraktsmöbelmarknaden i Sverige och Norge, vilket inte är ovanligt under första kvartalet som alltid präglas av lägre aktivitet liksom att det blev en negativ effekt av påsken. Beläggningen är fortsatt god för inredningsarkitekter mot offentliga lokaler. Med ordningen återställd i Lammhults Möbels fabrik från kv2 tror vi på ett bättre resultat för koncernen helåret 2018. Notabelt är att nya redovisningsmetoden IFRS15 gör att koncernens intäkter blir lägre än tidigare rapporterat, motsvarande avdragna säljbonusar på cirka 30 miljoner kronor per år.

Lammhults-aktien fortsätter att vara lågt prissatt och det finns potential att resultatförbättringen kan infrias under resten av 2018. I vårt bas-scenario kommer vi fram till ett motiverat värde om 62 kronor per aktie. I vårt Bear-scenario ser vi ett värde på 41 kronor samt 74 kronor i ett Bull-scenario.

Utfall och prognoser, Bas-scenario

MSEK	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Omsättning	826	960	985	1 005	1 030
Rörelseresultat	45,1	48,0	63,0	65,4	68,4
Årets resultat	32,8	33,4	44,3	48,1	51,0
Resultat per aktie, kr	3,9	4,0	5,2	5,7	6,0
P/E-tal	14,8x	12,0x	9,3x	8,5x	8,1x

Källa: Lammhults och Jarl Securities

Datum: 27 april 2018
Analytiker: Bertil Nilsson, Jarl Securities

Företagsnamn: Lammhults Design Group AB
Lista: NASDAQ OMX NORDIC, SMALL CAP
Vd: Fredrik Asplund
Styrelseordförande: Anders Pålsson
Marknadsvärde: 411 MSEK
Senast: 48,6 SEK
Kort om Lammhults: Lammhults Design Group består av möbel-producerande respektive biblioteksinriktade bolag grupperade i var sitt affärsområde; Office Home Products respektive Public Interiors. Bolagens bas är Småland, men även exempelvis norska Fora Form och biblioteksinredningsföretag med sin tyngdpunkt i Danmark ingår. Koncernen omsätter för närvarande cirka 930 miljoner kronor i årstakt.

Möjligheter och styrkor: Varumärkena inom Lammhults Design Group är genomgående starka med sin skandinaviska profil. Exporten till marknader utanför Skandinavien har ökat men har fortfarande stor potential.

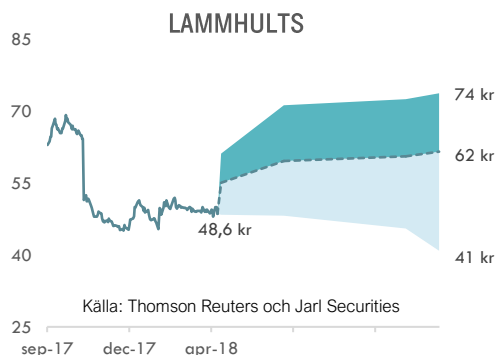
Inriktningen mot kontorsmarknaden är en fördel givet utsikterna inte minst på den svenska byggmarknaden.

Förvävsstrategin sker till låga ensiffriga vinstmultiplar, vilket ger ett positivt bidrag till vinst per aktie.

Risker och svagheter: Lönsamheten har historiskt varit bäst inom Public Interiors (biblioteksmarknaden), men beroendet av den danska marknaden ger en viss fluktuation i siffrorna.

Samordningen av produktionen vid Lammhults Möbels fabrik har inneburit vissa utmaningar och tenderat att bli en flaskhals.

Värdering: Bear Bas Bull
41 kr 62 kr 74 kr



Temperatur

Ledning och styrelse



Vd Fredrik Asplund har varit sedan 2015 har en bakgrund bland annat som inköpsansvarig på IKEA i internationell miljö samt vd i fem år för Lekolar Group.

Ledningen bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betygssättningen är ledningens erfarenhet, branschvana, företagsledarkompetens, förtroende hos aktiemarknaden och tidigare genomförda prestationer.

Ägare



Storägarna i bolaget är lokalt förankrade i Kronobergs län. Entreprenörer som kan lämna värdefullt stöd till verksamheten.

Ägarna bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betyget är ägarnas tidigare agerande i det aktuella bolaget, deras finansiella styrka, deras representation i styrelsen samt tidigare resultat av investeringar i liknande företag eller branscher. Långsiktighet och ansvarstagande gentemot mindre aktieägare är också väsentliga kriterier.

Finansiell ställning



Tre förvärv under 2016 innebar att skuldsättningsgraden ökade kraftigt. Men per 31 mars 2018 är den nere på 0,41 ggr.

Den finansiella ställningen bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. I detta beslutskriterium tas hänsyn till bolagets lönsamhet, dess finansiella situation, framtida investeringsåtaganden och andra ekonomiska åtaganden, eventuella övervärden respektive undervärden i balansräkningen samt andra faktorer som påverkar bolagets finansiella ställning.

Potential



En del samordningsprojekt inom koncernen har genomförts, men fortfarande återstår en del att göra. Framst handlar det om lönsamhetstrimning och samordning mellan ganska självständiga dotterbolag.

Bolagets potential bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betyget är storleken på bolagets potential i form av ökad vinst i förhållande till hur bolagets aktiekurs värderas i dag. Avgörande är också på vilken marknad företaget verkar och dess framtidsutsikter på denna marknad och lönsamhet. Ett bolag kan få högt betyg även om tillväxutsikterna är låga, förutsatt att aktiens värdering i dag är ännu lägre än utsikterna. På samma sätt kan en högt värderad aktie anses ha hög potential givet att dess tillväxtförutsättningar inte fullt ut redovisas i aktiekursen.

Risk



En relativt stark finansiell ställning kombinerat med en numera högre värdering av aktien ger en medel-risk. Bolaget är exponerat mot förändringar i den nordiska byggkonjunkturen.

Risken bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Risken är en sammantagen bedömning av alla de risker som ett företag kan utsättas för och som kan komma att påverka aktiekursen. Betyget grundas på en sammantagen bedömning av företagets allmänna risknivå, aktiens värdering, bolagets konkurrenssituation och bedömning av framtida omvärldshändelser som kan komma att påverka bolaget.



Möbler och design

Föregångaren till dagens Lammhult Design Group var Rörviksgruppen där Lammhults Möbel 1994 ingick som ett dotterbolag. 1997 knoppades Rörvik Timber av och 1999 förvärvades Expanda där Abstracta ingick. Åren 2000 till 2013 präglades av successiva förvärv av ett antal bolag (flera av dessa utanför Sverige) som gradvis byggde upp dagens koncernstruktur med design som gemensam nämnare bland dotterbolagen. Renodlingen mot möbler avslutades när glasögonföretaget Scandinavian Eyewear avyttrades 2012.

Idag består Lammhults Design Group av två affärsområden, Office & Home Interiors samt Public Interiors. Efter förvärvet av Ragnars i maj 2016 samt Morgana i december 2016 har fördelningen av omsättningen mellan de båda affärsområdena förskjutits från tidigare 70 och 30 procent till idag 75 och 25 procent. I grunden handlar det om möbler och inredning, men olika produkter, kompetenser och varumärken inom Lammhults Design Group. Effekten av att verksamheten har renodlats är att företagets strategiska fokus på kärnområdena, möbler och inredning, har ökat.

I affärsområdet Office & Home Interiors som omsatte 689 miljoner kronor under perioden 1 april 2017–31 mars 2018 återfinns Lammhults Möbel, Ire Möbel, Fora Form i Norge, Abstracta samt de under 2016 förvärvade Ragnars Inredningar och Morgana. I affärsområdet hittar vi även varumärket Voice inom förvaringslösningar som hanteras av Ire Möbel. Ire och Voice är till skillnad från övriga främst inriktade mot privatkundsmarknaden inom premiumsegmentet. Office & Home Interiors marknadsför, tillverkar och säljer möbler och inredning mot offentliga miljöer. 95 procent av försäljningen inom affärsområdet går till offentliga och företagskunder (42 respektive 53 procent helåret 2017) och endast omkring 5 procent till privatkunder.

I Lammhults Möbels sortiment ingår cirka 50 olika produktfamiljer, där några av de äldsta lanserades redan på 1950-talet. I genomsnitt nylanseras ungefär fem möbel-modeller varje år. De tas fram i samarbete med de relativt få formgivare som Lammhults arbetar med under många år (flertalet från Sverige och Danmark). Formgivarna är externa, men Lammhults vill ha ett nära samarbete utan liknande uppdrag hos dessa formgivare.

Lammhults står för skandinaviska möbler med god designhöjd. Nuvarande bolagsstruktur har i huvudsak etablerats genom förvärv.

Verksamheten är uppdelad i två affärsområden; Office & Home Products (möbler) med cirka 75 procent samt Public Interiors med cirka 25 procent av koncernens samlade intäkter.

Framtagande av en ny möbel tar ofta mer än ett år i anspråk, där önskemål, krav och idéer bollas mellan beställare och formgivaren. Lanseringarna brukar ske på Stockholmsmässan varje år i februari, men även på mässan i Milano i april. Det arrangeras också en mäsas i Köln vartannat år där både Lammhults och Abstracta brukar vara med. Försäljningen sker genom säljkåreer som bearbetar återförsäljare och arkitekter.

Bolagen satsar allt mer på export (förutom Danmark och Norge som närmast är att betrakta som hemmamarknader), där Lammhults gradvis vunnit terräng nere på den europeiska kontinenten (i första hand Tyskland, Nederländerna, Frankrike och Italien) samt dessutom Storbritannien. Ett annat dotterbolag som stadigt ökat sin exportförsäljning är Abstracta vars största marknad är Danmark och största exportmarknad utanför Skandinavien är Storbritannien.

Bland Office & Home-bolagen har endast Abstracta (Danmark och Norge) samt Fora Form (Sverige) säljbolag utanför sina hemmamarknader. I övrigt har bolagen kontrakterat försäljningsagenter samt i USA i något fall även en importör, där Lammhults strävar efter att vara störst eller näst störst bland dessa. Bolagen delar ibland samma agent i respektive land.

Det norska bolaget Fora Form har funnits sedan 1929 och förvärvades 2013 av Lammhults Design Group. Fora Form utvecklar och producerar möbler för offentliga miljöer och har en stark position på den norska marknaden.

Mässor är viktiga i möbelbranschen, där alla sorters kunder och intressenter bearbetas.

Fora Form en norsk motsvarighet till Lammhults.

Ragnars Inredningar och Morgana har tillfört nya produkter och varumärken till gruppen. Morgana levererar stora glaspartier till offentlig miljö och kontor.

Kommersiella byggprojekt är en viktig drivkraft för Lammhult Design Group



Källa: Lammhults Design Group

Ire Möbel i Tibro har funnits i Lammhults Design Group sedan 2008. Bolaget utvecklar och säljer främst soffor och fåtöljer och är inriktat mot privatmarknadens premiumsegment. Ett besparingsprogram på 7 miljoner kronor initierades under 2016 genom att produktionen flyttades från Tibro till Lammhults, med full effekt från och med 2017. I takt med att beläggningen från andra delar av koncernen ökade uppstod dock produktions- och logistikstörningar i Lammhults möbelfabrik under hösten 2017. Företagsledningen har därför beslutat att lägga ut Ires produktion externt, vilket ska vara genomfört under andra kvartalet 2018.

I maj 2016 förvärvades Ragnars Inredningar i Forserum, ett företag med en årsomsättning på cirka 77 miljoner kronor. Inriktningen är designade kontorsmöbler till offentliga miljöer med försäljning främst i Sverige, men även en viss exportförsäljning till Norge, Danmark och Tyskland.

I december 2016 tillkom det småländska företaget Morgana, specialiserade på försäljning av större glaspartier till offentlig miljö och kontor, som utgör cirka 65 procent av bolagets totala intäkter. Dessa glaspartier säljs i huvudsak till byggbolag, vilket gör att Morgana ligger tidigare i konjunkturcykeln än övriga Lammhults-gruppen. Därutöver säljer Morgana bland annat ljudabsorbenter, något som nu kommer att samordnas med Abstracta. Morgana omsatte 71 miljoner kronor under det brutna räkenskapsåret 2015/2016.

De båda relativt nyförvärvade bolagen Ragnars och Morgana har sammantaget ökat sina intäkter och rörelseresultat sedan de kom in i Lammhults-gruppen. Ragnars kunde visserligen inte överträffa sitt mycket starka resultat i kvartal 3/2016 (då en stor order avräknades), men hade i gengäld en stark avslutning i kvartal 4/2017.

En del av Lammhults Möbels produktion är utlagd på externa parter och den andelen lär nu öka ytterligare. Leveranser sker till anläggningen i Lammhults (cirka fyra mil norr om Växjö), som i stor utsträckning fungerar som en monterings- och logistik-anläggning. Tillverkningsen är ganska hantverksmässig där montering av ramar, klädsel etc. sker på plats. Fabriken har genomgått ett produktivitetslyft genom förbättrade flöden sedan ett år tillbaka, men trimmas nu ytterligare en gång med siktet inställt att vara klara under andra kvartalet 2018.

Nedanstående tabell visar en uppdelning av Lammhults-koncernens intäktsflöden per 30 juni 2017 inom olika kundgrupper, geografier och segment. Notera speciellt ÅF (återförsäljarna)- det är viktiga aktörer inom möbelbranschen (vi återkommer till det under marknadsavsnittet). Exporten är begränsad till 19 procent om vi betraktar de tre skandinaviska länderna som Lammhults-koncernens hemmamarknader.

Både Ragnars och Morgana har ökat intäkter och resultat sedan de kom in i Lammhults-koncernen.

Många olika produktflöden både till kontraktsmöbelmarknaden och slutkunder kännetecknar Lammhults Design Groups affärer.

Lammhults-koncernens intäktsflöden 2017

	Försäljning i årstakt, MSEK	Andel
Svenska kontraktsmöbelmarknaden via ÅF	300	31,4%
Svenska kontraktsmöbelmarknaden via katalogbolag	25	2,6%
Norska kontraktsmöbelmarknaden via ÅF	120	12,6%
Norska kontraktsmöbelmarknaden, projekt, FF kultur	50	5,2%
Norska kontraktsmöbelmarknaden, projekt, PI	15	1,6%
Danska kontraktsmöbelmarknaden via ÅF	35	3,7%
Danska kontraktsmöbelmarknaden, projekt, PI	25	2,6%
Svenska privatmöbelmarknaden via butiker	60	6,3%
Kontraktsmöbelmarknaden utanför Skandinavien, projekt, PI	140	14,7%
Kontraktsmöbelmarknaden utanför Skandinavien, export, PI	35	3,7%
Kontraktsmöbelmarknaden utanför Skandinavien, export, OHI	100	10,5%
Eftermarknad norra Europa (Direkt, PI, Eurobib)	50	5,2%
Totalt	955	

Källa: Lammhults Design Group och Jarl Securities

Över Lammhultskoncernens båda affärsområden finns ett holdingbolag med fem anställda, däribland vd och cfo.

De senaste fem åren innan förvärvet av Ragnars och Morgana varierade koncernens försäljning inom intervallet 600 till 750 miljoner kronor årligen. Efter förvärvet av Ragnars Inredningar, S-Line (omsättning cirka 20 miljoner kronor per år) samt Morgana ökade koncernens försäljning proforma till omkring 925 miljoner kronor per år. Under helåret 2017 ökade koncernen så sina intäkter med 4 procent organiskt, varav 7 procent för affärsområdet Office & Home Interiors, medan Public Interiors tappade dryga 4 procent av sina intäkter. Första kvartalet 2018 erbjöd ett förnyat trendbrott då Public Interiors omsättning ökade med 6 procent och Office & Home Interiors med endast en procent.

7 procent tillväxt för Office & Home Products 2017, men Public Interiors vek. Men Public Interiors kom tillbaka starkt i kv1 2018.

Marknad

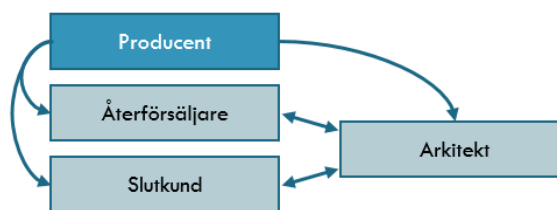
Lammhults Design Group som koncern står för inredning, design och hållbara lösningar. Koncernens varumärken tillhör bland de starkaste i den skandinaviska möbelindustrin och bolaget jobbar med branschens främsta formgivare.

Nedanstående figur illustrerar försäljningen bland bolagen inom Affärsområdet Office & Home Interiors, som går via återförsäljare och där arkitekten alltid är en viktig del i processen. Den senares roll är ofta avgörande i offentliga byggprojekt (båda avseende nyproduktion och renoveringsprojekt, men även kontorsflyttar) då vissa möbler och inredning ritas in där. Bara i Stockholmsområdet finns det många hundra sådana arkitekter som behöver bearbetas från företagets sida. Fastighetsbolag, kommuner, företag som hyr och andra beställare har ofta sina favoritarkitekter som de använder frekvent. På arkitektsidan sker samtidigt en viss förnyelse där nya ofta litet trendigare arkitekter vinner terräng. Som exempel är uppskattningsvis cirka 70 procent av Lammhults Möbels produkter arkitektenvisade, men endast omkring hälften i Abstractas fall.

Återförsäljarna fungerar litet som spindlar i nätet i möbelbranschen och kan ha flera olika roller.

Projektförsäljning under halvår eller mer kännetecknar många av Lammhults-koncernens affärer.

Produkt- och varuflöde inom möbelbranschen



Källa: Jarl Securities

Försäljningen för affärsområdet Office & Home Interiors är projektbaserad och sträcker sig flera månader framåt i tiden. På kort sikt kan alltså inte företagets säljare påverka resultatet i någon större utsträckning. Affärsområdes ordergång ökade med 37 procent helåret 2017 till 954 miljoner kronor. Ökningen var endast 24 miljoner kronor under det andra kvartalet och 28 miljoner kronor under det tredje kvartalet 2017, för att öka med cirka 60 miljoner kronor under kvartal 4/2017. Första kvartalet 2018 vek ordergången ned till 218 miljoner kronor, jämfört med 256 miljoner kronor kvartal 1/2017. Men aktiviteten under april har förbättrats för Office & Home Products under april 2018. Ordergången innebär

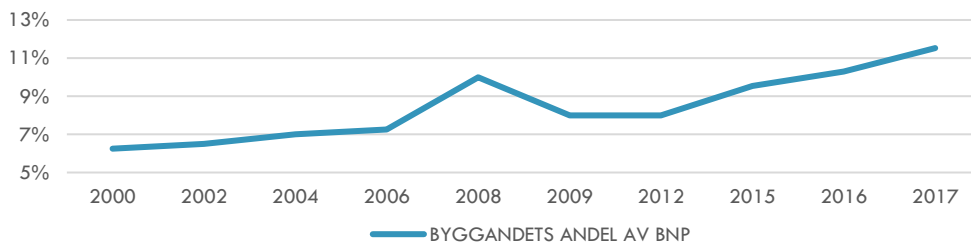
att ett kontrakt är signerat, vilket kan innebära leverans inom allt från tre månader till längre löptider beroende på projektets tidsram. Normalt sker orderingången nio (vid renoveringar) till 18 månader (vid nyproduktion) efter byggstarten på ett projekt. Lammhults Design Groups försäljning ligger alltså sent i konjunkturcykeln.

Exempel på större återförsäljare till Lammhults är Kinnarps och EFG i samtliga tre skandinaviska länder, Senab och Input i Sverige, Senab Eikeland, Rom for Flere och Linbak i Norge samt bl.a. Flexform/Holmris och Scanoffice i Danmark. Generellt ser dessa återförsäljare fortfarande en god aktivitet speciellt för den svenska marknaden, medan den norska befinner sig i en återhämtningsfas. Lammhults-koncernens relation med dessa återförsäljare är delikat, eftersom de både är kunder och i några fall även konkurrenter till dem. Främst gäller det de allra största aktörerna (EFG, Senab, Input och Kinnarps) och här är återförsäljarledet är väsentligt mer konsoliderat än bland möbeltillverkarna.

EFG, Senab, Input och Kinnarps dominerar återförsäljarledet inom möbelindustrin.

Byggkonjunkturen för kontor och offentlig miljö styr efterfrågan.

Sveriges byggproduktion som andel av landets bruttonationalprodukt 2000- 2017. Byggandet har stått för en stigande andel av Sveriges BNP.



Källa: Sveriges Byggindustrier och Jarl Securities (uppskattningar).

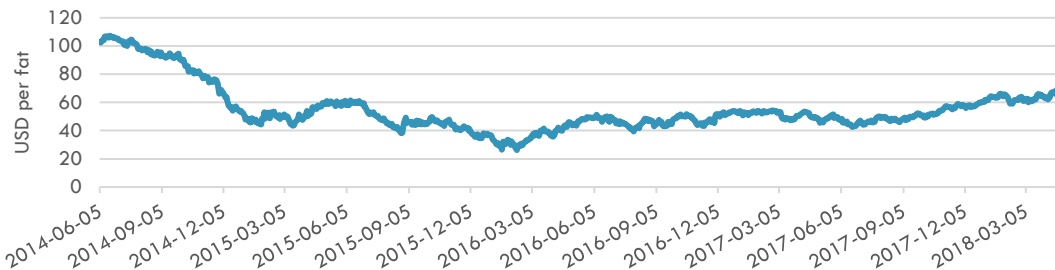
I grafen ovan syns den svenska byggproduktionen som andel av BNP sedan år 2000. Trots tillväxten de senaste åren finns det stora uppdämda behov både avseende nybyggnation, men även för renovering och ombyggnad av befintliga kontors- och offentliga fastigheter. Sett i ett längre perspektiv har Sverige haft ett lågt byggande sedan 1990 och en stor andel av dagens svenska fastighetsbestånd är uppfört på 1960-talet och det tidiga 1970-talet. Noterbart är att medan bostadsprojekt har ökat med faktor tre gånger sedan 2013 har kontorsprojekten i t.ex. Stockholm tagit fart på allvar först under det senaste året. Sveriges Byggindustrier spår att bygginvesteringarna i lokaler ökar med 1 procent 2018. Potentialen och drivkrafterna är dock stora, där hyresintäkterna för kontor har ökat kraftigt inte minst i Stockholmsregionen det senaste året. Lammhults-koncernen fick 43 procent av sina intäkter från den svenska marknaden helåret 2017.

Sverige har ett eftersatt byggande inte minst inom kontor och offentlig miljö sedan början av 1990-talet.

Under 2015 påverkades Lammhult Design Group av att den norska konjunkturen vek nedåt i spåren av det globala oljeprisraset. Under 2016 har en gradvis återhämtningsfas skett i den norska verksamheten i takt med att oljepriset har återhämtat sig från tidigare bottenivåer. Lammhults Design Group tappade ungefär 20 procent på den norska marknaden under andra halvåret 2015, främst inom dotterbolaget Fora Form. Norge är koncernens näst Sverige viktigaste marknad vad gäller intäkter. Försäljningen i norska kronor utgjorde cirka 18 procent av koncernens intäkter helåret 2017.

Lammhults näst viktigaste marknad, Norge, styr delvis av oljeprisets förändring.

WTI Oljeprisets utveckling sedan 2014. Återhämtning av oljepriset bra för Fora Form i Norge



Källa: Thomson Reuters och Jarl Securities

Den danska byggmarknaden har piggnat till de senaste åren, även om uppgången inte är lika anmärkningsvärd som i exempelvis Sverige. Danmark stod för drygt 9 procent av Lammhults-koncernens intäkter under 2017.

Inredningsprojekt inom Public Interiors

Affärsområdet Public Interiors har mer av en projektinriktad försäljning där hela inredningsprojekt säljs in mot kunder, främst bibliotek inom offentlig sektor (stat och kommun). Typiskt sett säljer Public Interiors 50 till 70 procent hyllor och 30 till 50 procent möbler till ett bibliotek och trendmässigt allt mer av det sistnämnda. Det mesta av detta affärsområdes försäljning köps in från externa parter och produceras alltså inte av Lammhults själva. Precis som inom Office & Home Interiors spelar arkitekterna en viktig roll i samband med försäljning, eftersom de ritat in möbler, akustik och annan utrustning i de nya inredningsförslagen. Men Public Interiors kan också själva vara projektledare vid etablering och/eller ombyggnad av biblioteken.

Offentliga upphandlingar är som regel långa beslutsprocesser, där ett projekt på tio miljoner kronor betecknas som stort och fem miljoner kronor är ett medelstort projekt. Schulz Speyer riktar sig mot marknaderna i Tyskland och Benelux-länderna numera i projekt värda från en halv till några miljoner kronor per styck. BCI vänder sig till övriga marknader i Europa inom området. Eurobib bedriver postorderförsäljning av utrustning och förbrukningsmaterial till biblioteken.

En utmaning för Public Interiors är att kunna placera in Lammhults egna produkter i biblioteksprojekten och detta av flera anledningar. Dels tenderar upphandlingarna att vara prispressade, vilket inte gynnar möbler i premiumsegmentet. Dessutom föredrar kunderna nere i kontinental-Europa lokalt kända varumärken.

Det norska bolaget inom Public Interiors ägs endast till hälften av Lammhultskoncernen, medan övriga dotterbolag inom affärsområdet är helägda.

Besparingseffekter inom gruppen

Koncernens strategi är att fortsätta arbeta med relativt självständiga bolag. En viktig anledning är att arkitekterna vill tala med experter inom vart och ett av Lammhult-koncernens olika produktområden. Tidigare försök att slå ihop bolagen

Arkitekten har ofta en nyckelroll i projekten.

Offentliga upphandlingar innebär långa beslutsprocesser.

Interiör från Kallhälls bibliotek i västra Stockholmsregionen.



och säljfunktioner har därför visat sig fungera mindre väl. Däremot kan inköp samordnas mellan bolagen, vilket brukar ge ganska snabba resultateffekter.

Konkurrens

Lammhults Design Group är visserligen ett av de största företagen inom sin nisch i de tre skandinaviska länderna. Men gruppen möter ändå omfattande konkurrens på samtliga sina delmarknader och mer längre söderut (exempelvis Tyskland, Frankrike och Storbritannien). Därutöver har det funnits en prispress på Lammhults marknadssegment de senaste åren. Anledningen är en skiftande lönsamhetsnivå inom möbelsektorn där några aktörer sänkt priserna för att sälja mer och frigöra kapital. Sektorn är inte särskilt väl konsoliderad och domineras av familjeägda företag.

Viktiga konkurrenter till Lammhults är Swedese, Offect och Johanson Design i Sverige, schweiziska Vitra, danska Hay, italienska Arper och tyska Brunner.

Abstracta har några svenska konkurrenter inom akustikprodukter som exempelvis Götessons, Glimåkra, Zilenzio samt Lintex för skrivtavlor. Ett par av Morganas konkurrenter är Moelven och Vitrum. Ragnars Inredningar möter konkurrens från främst SA Möbler, Martela, EFG och Edsbynverken. Fora Form i Norge konkurrerar faktiskt med Lammhults Möbel, men även exempelvis med schweiziska Vitra och svenska SB Seating. Ires konkurrenter är exempelvis Fogia i Sverige och Eilersen i Danmark. Voice möter exempelvis konkurrens från Montana i Danmark samt Karl Andersson & Söner och String i Sverige.

Affärsområdet Public Interiors har bland andra tyska EKZ, svenska Biketjänst och Lustrum, brittiska Demco samt de tre franska bolagen IDM, Borgeaud och DPC som sina viktigare konkurrenter.

Viktigt att ta tillvara på synergieffekterna som samlade inköp etc. Säljkanalerna behöver däremot fortsätta vara separata.

Många nordiska och/eller kontinental-europeiska konkurrenter för varje enskilt bolag inom Lammhults-gruppen.

Tillväxt genom förvärv

Förvärv är en central komponent för företagsledningen och styrelsen i Lammhults, som ägnat mycket tid åt detta sedan tillträdet i augusti 2015. Tittar vi historiskt har också flertalet bolag i gruppen kommit in via förvärv sedan starten på mitten av 1990-talet (de flesta efter år 2000).

Branschen består i huvudsak av familjeägda bolag, där de flesta omsätter mellan 50 och 200 miljoner per år. Lammhults Design Group vill köpa lönsamma företag, eftersom det bedöms som allt för resurskrävande att vända ett förvärvat företag från förlust till vinst. Förvärven skall komplettera koncernen med avseende på produkt och/eller geografi. Det är huvudsakligen Office Home Interiors som är aktuellt affärsområde att förvärva inom och därmed kommer detta att växa i betydelse för koncernen.

Konkurrensen om förvärven inom detta marknadssegment är förhållandevis begränsat. Vidare är Lammhults Design Group en finansiellt stark och industriellt trovärdig köpare av familjeföretag, där grundarna sällan säljer sitt livsverk till vem som helst.

Något större försök att konsolidera den europeiska möbelindustrin har inte genomförts. SB Seating som ägs av riskkapitalbolaget Triton är ett undantag inom segmentet kontorsstolar.

Under första halvåret 2016 förvärvade Lammhults-koncernen Ragnars Inredningar i Forserum samt S-Line i Hallsberg och i december 2016 som tidigare nämnts Morgana i Bodafors (Nässjö kommun). Prislapparna i sektorn är måttliga, ofta fem till sex gånger rörelseresultatet. Det innebär att varje nytt förvärv givet dagens låga ränteläge kommer att ge ett positivt resultatbidrag till Lammhults-koncernen. Därtill tillkommer synergier på såväl intäkts- som kostnadssidan som till exempel att koncernen kan hantera större volymer i befintliga system. Ledningsmässigt fortsätter dock dotterbolagen inom gruppen att vara förhållandevis självständiga enheter även efter förvärven. En viss utmaning några år efter ett genomfört förvärv är att säkra kontinuiteten vad gäller ledning av de nya dotterbolagen.

Måttliga prislappar i möbelsektorn, normalt fem till sex ggr rörelseresultatet.

Möbelbranschen domineras av ofta familjeägda företag.

Ledning och ägare

Vd och Affärsområde Office & Home

Fredrik Asplund, Civilingenjör, född 1968, har en bakgrund från IKEA 1998–2009 som bl.a. inköpsansvarig i internationell miljö (flera länder). Under åren 2010–2015 var han vd för Lekolar Group, innan han blev VD för Lammhults Design Group.

Affärsområdeschefer

Fredrik Asplund (se ovan) är sedan juli 2016 även affärsområdeschef för Office & Home Interiors.

Mikael Kjeldsen, född 1965, är chef för affärsområde Public Interiors. Civilekonom utbildad i banksektorn. Har tidigare varit Internationell. Controller för Wittenberg Gruppen A/S.

CFO

Michael Grindborn tillträdde som ny CFO den 1 augusti 2017. Michael har jobbat i såväl finansiella som exekutiva roller inom ett antal företag i tillverkningsindustrin.

Supply Chain Director

Jimmy Persson, född 1974. MBA vid Lunds Universitet. Lång internationell erfarenhet på ledande befattningar inom området med fokus på kvalitet, inköp och produktionsförbättringar. Han har jobbat på Hilding Anders-koncernen 1993–2017.

Styrelseordförande

Anders Pålsson, född 1958, har mer än 30 års industriell erfarenhet med ledande befattningar i företag som Hilding Anders, Trelleborg och PLM/Rexam.

Tio största ägarna

Se tabell nedan för de tio största ägarna per den 31 december 2017.

Tio största ägarna per 31 mars 2018:

Ägare	Kapital, %	Röster, %
Scapa Capital	21,3	28,1
Input Interiör Sweden AB	12,5	5,8
Avanza Pension (PB)	6,1	2,8
Canola	5,5	22,2
Thomas Krishan	4,2	1,9
Spiltan Fonder	4,1	1,9
Patrik Enblad	2,7	1,2
Sandin & Bülow Design	2,4	1,1
Nordnet Pensionsförsäkring (PB)	1,7	0,8
Marie Louise Sjöberg	1,1	2,7

Källa: Holdings.se.

Risker

Det finns ett antal faktorer som kan utgöra eller utgör risker kring Lammhult Design Groups verksamhet.

Nya produktlanseringar

Även om Lammhults Design Groups varumärken är välkända krävs en förnyelse av produktportföljen. Professionella inköpare påverkas inte lika mycket som privata av modets svängningar, men generellt blir produktcyklerna allt kortare. Lammhults har gjort och gör varje år nya lanseringar, men skulle sannolikt lagt mer ännu resurser på produktutveckling samt förstärka det långsiktiga marknadsföringsarbetet mot exportmarknaderna om det hade varit ett privatägt företag och inte börsnoterat med de vinstkrav som detta för med sig.

Exponering mot oljeberoende Norge

Lammhults Design Group näst efter Sverige viktigaste marknad är Norge, där omkring 18 procent av koncernens intäkter genererades 2017. Delar en norska ekonomin är starkt beroende av landets oljeindustri och därmed ett högt oljepris.

Bibliotekens roll i IT-samhället

Kommuner investerar i sina bibliotek för att de skall bli starka lokala mötesplatser. Samtidigt ställer det nya informationssamhället med ett ökat internetanvändande biblioteken inför nya utmaningar, eftersom kunskapsinhämtningen även kan ske på andra platser.

Beroendet av nyckelpersoner

Kunskap om bolagets produkter liksom kundkontakter är knutna till ett relativt fåtal nyckelpersoner (vd, affärsområdeschefer och övriga försäljningsansvariga). Skulle någon eller några av dessa byta arbetsgivare innebar det ett potentiellt störningsmoment mot befintliga kunder, innan en ny person är på plats. Det finns även risk att kunderna börjar göra affärer med någon avhoppares nya företag.

Valutakänslighet kopplad till export

Lammhults Design Group har huvuddelen av sina kostnader i Sverige samtidigt som 57 procent av försäljningen 2017 gick till andra länder. Det gör att bolaget resultat- och konkurrensmässigt gynnas om den svenska kronan skulle försvagas mot i första hand den norska kronan och i andra hand relativt euron och den danska kronan. En relativt stor andel av inköpen sker dock i Euro vilket balanserar risken. En förändring av den svenska kronans värde med +/- 10 procent skulle ökat eller minskat koncernens resultat med cirka 20 miljoner kronor helåret 2017 utan hänsyn till valutasäkringar.

Förvärvsstrategi

Ett sätt för Lammhults Design Group att växa är genom förvärv. Därvid köps företag ofta med lokalt starka varumärken kopplade till en ägar- och grundarfamilj. Det är en ansvarsfull uppgift att fortsätta utveckla och integrera dessa varumärken i Lammhults Design Group.

Investment Case

Den nordiska byggmarknaden

Lammhults Design Group-aktien släpade länge efter Stockholmsbörsens generalindex sedan konjunkturvändningen uppåt inleddes 2010. Först under andra halvåret 2013 tog det fart för koncernens del. Vi är övertygade om att kopplingen till främst den svenska byggkonjunkturen som hade ett liknande förlopp förklarar detta. Tredje kvartalsrapporten 2017 innebar ett hack i kurvan, eftersom trenden med sekventiella vinstökningar då bröts. Som vi tidigare varit inne på berodde det på tre faktorer;

- En svagare biblioteksmarknad i Danmark
- Störningar i möbelfabriken i Lammhult.
- Ett mycket svårt jämförelsekvartal för dotterbolaget Ragnars.

Ett starkt resultat fjärde kvartalet 2017 (om inte än inte optimalt vad gäller marginalen på en ökad försäljning) har eliminerat ungefär hälften av ovanstående frågetecken enligt vår bedömning. Det som återstår inför 2018 är att höja rörelsemarginalen till en högre nivå givet att försäljningen utvecklas så bra. Flytten av Ires produktion från Lammhult Möbels fabrik skall vara genomförd under andra kvartalet 2018 vilket bör leda till ett förbättrat resultat. Faktor nummer två är den lönsamma danska biblioteksmarknaden, där bolaget inte kan påverka marknadsförutsättningarna på kort sikt. Men i skrivande stund ser det bra ut på samtliga viktiga delmarknader; som Sverige, Danmark och Tyskland.

Med reservation för prisrekylen på bostadsrättslägenheter i Sverige tycker vi att förutsättningarna för den nordiska byggmarknaden ser goda ut inför 2018. Inte minst finns ett uppdämt behov för kontorshyresgäster att hitta nya moderna och kostnadseffektiva lokaler i främst Stockholm och Göteborg, där hyresnivån nu är i ganska kraftigt stigande till följd av en bristsituation som uppstått. Fastighetsägarna inom kontorssegmentet är i stor utsträckning finansiellt starka bolag inte sällan uppbackade av pensionskapital. Företagsflyttar genererar ofta nya kontorsmiljöer som skall fyllas med möbler.

Ur fastighetsägarens perspektiv är nybyggnadsprojekt lönsamma och ger normalt bättre avkastning än löpande förvaltning. Här finns alltså ett incitament att locka nya hyresgäster, vilket i sin tur genererar flyttströmmar som potentiellt kan gynna ett företag som Lammhults Design Group.

Den danska byggmarknaden har varit tillbakapressad under ett antal år av en fastighetskris som tog slut mellan 2012 och 2013. Sedan dess har aktiviteten förbättrats och nya projekt kommer igång.

Nedgången i Norge var märkbar under andra halvåret 2015. Sedan årsskiftet 2015/2016 har oljepriset återhämtat sig, om än inte till tidigare toppar. Även om den norska offshore-industrin sannolikt kräver ännu högre oljepriser för att vara lönsam till följd av höga utvinningskostnader, går trenden i rätt riktning.

Generellt bra fart i Lammhults-koncernens affärer, men ett antal faktorer gör ändå 2018 till ett turn-around-år.

En stark byggkonjunktur i de skandinaviska länderna lovar gott för Lammhults affärer även 2018.

Stigande kontorshyror ökar incitamentet till kontorsflyttar och därmed nya möbelinköp.

God orderingång, men nettobidraget av en extra försäljningskrona har varit lågt under de senaste kvartalen.

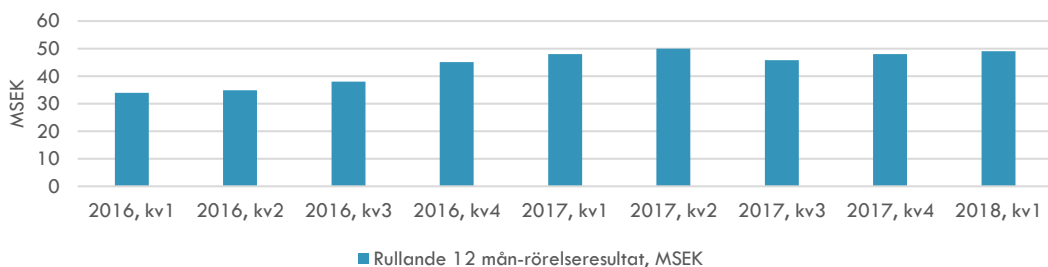
Lönsamhet, säsongsvariationer mm

Cirka 70 procent av koncernens resultat infaller under andra halvåret, som en regelbunden säsongsmässig variation. Resultatmässigt belastades de tre sista kvartalen 2016 av kostnader för effektiviseringsprojekt av anläggningen i Lammhult samt fabriksflytt (Ire) från Tibro till Lammhults. Koncernens orderstock uppgick till cirka 177 miljoner kronor per 31 mars 2018, vilket var en minskning med 14 miljoner kronor jämfört med den 31 december 2017. Under första halvåret 2017 ökade Lammhults-koncernens orderstock till 202 miljoner kronor per 30 juni 2017, för att sedan falla tillbaka till 184 miljoner kronor per 30 september och öka igen till 191 miljoner kronor per 31 december 2017.

Affärsområdet Public Interiors har varit lönsammare än Office & Home Interiors åren 2014 till 2017, med en rörelsemarginal på i genomsnitt omkring åtta procent jämfört med cirka sex procent för Office & Home Interiors. Utfallet helåret 2017 blev 5 procent rörelsemarginal för Office & Home Interiors och 4 procent marginal för Public Interiors. Båda nivåerna bör kunna höjas under 2018 (och 2019) mot drygt sex procent rörelsemarginal, vilket vi lagt in i våra prognoser. Konkurrensen är relativt sett större inom Office & Home Interiors möbelsegment jämfört med biblioteksmarknaden för Public Interiors.

Nyckeln till lönsamheten för Public Interiors hänför sig till de danska, tyska, franska och belgiska marknaderna (där den tyska marknaden var svag 2015 och 2016 men blivit bättre 2017, medan Danmark var väldigt bra 2016 och blev väsentligt sämre 2017). Vi tror på en intäktsökning på 13 procent för Public Interiors helåret 2018 till en fakturering om 275 miljoner kronor.

Hack i rörelseresultatkurvan under kvartal 3/2017. Utfall för Lammhults rörelseresultat per kvartal 2016 – kv1 2018



Källa: Lammhults Design Group och Jarl Securities

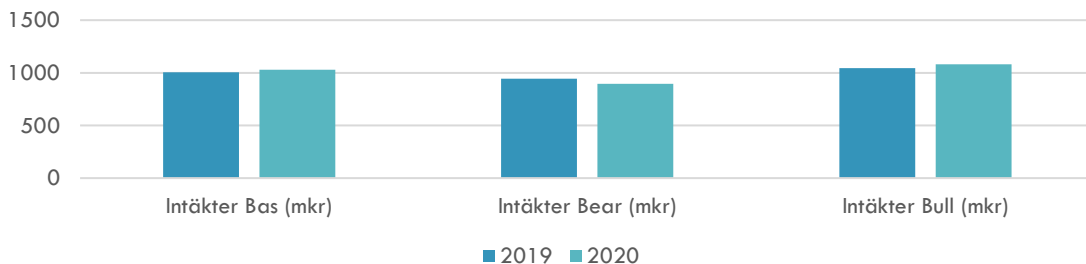
Lammhults Design Groups bruttomarginal har de senaste åren varierat inom intervallet 33 till 40 procent, vilket innebär att kostnad för såld vara har varit cirka 60 till 67 procent av försäljningsintäkterna och där 2017 innebar en lägsta notering om just 33 procent bruttomarginal. Rörelsemarginalen har trots en allt bättre byggkonjunktur hamnat inom intervallet 1,3 till 5,5 procent under åren 2010 till 2017. Givet bruttomarginaler understigande 50 procent bör en rimlig rörelsemarginal snarare ligga inom intervallet fem till tio procent än högre. De låga rörelsemarginalerna har också inneburit att avkastningen på det sysselsatta kapitalet hamnat inom intervallet 2,1 till 8,9 procent under åren 2010 till 2017.

(högsta notering på 8,9 procent 2016 och 7,8 procent 2017). Följdriktigt har det egna kapitalet tidigare värderats med en viss rabatt av Stockholmsbörsen via kurssättningen i Lammhults Design Group-aktien. I takt med förbättrad lönsamhet har det egna kapitalet åtnjutit en kraftig premievärdering (omkring 100 procent vid kurstoppen våren 2017). Efter resultatbesvikelsen i samband med tredje kvartalsrapporten 2017 föll värderingen av aktiens egna kapital tillbaka på rabattskalan (just nu nio procent rabatt). Det tycker vi är en obefogat låg värdering med tanke på att förutsättningarna till en lönsamhetsförbättring och därmed bra avkastning på det egna kapitalet under 2018 är goda.

Värdet av en extra försäljningskrona är om allt fungerar i produktionen ganska stor för koncernen. Räkna vi perioden 2010 till 2016 så har den tillkommande försäljningsökningen slagit igenom med cirka 14 procent på rörelseresultatet. Under första halvåret 2017 uppgick detta vinstgenomslag till rekordlåga 5 procent och landade på endast 2 procent resultatgenomslag helåret 2017. Förutom att både Ragnars och Morgana ligger med i koncernstrukturen med lägre bruttomarginal, så har mixen med en högre andel större order (framförallt under första kvartalet 2017) dragit ned det genomsnittliga vinstbidraget. Under 2018 kan förutsättningarna förbättras i takt med att Lammhults-fabrikens flöden har trimmats ytterligare ett varv. Dessutom bör några fördröjda exportorder trilla under första halvåret 2018.

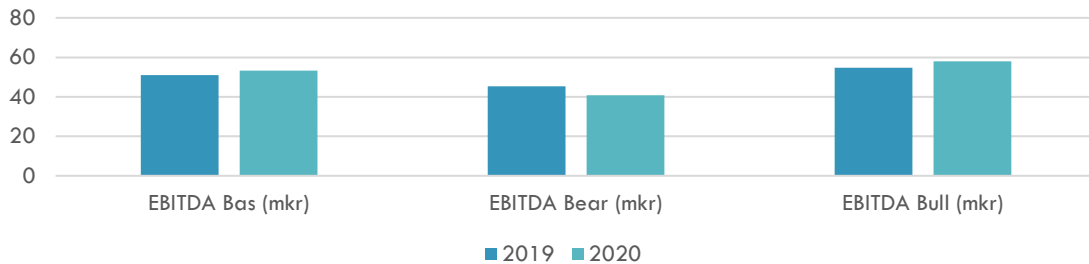
I våra Bas-, Bear- och Bullscenarion har vi utgått från vårt bas-scenarion och sedan antagit att intäkterna blir 40 respektive 50 miljoner kronor högre eller lägre 2019 respektive 2020. Vidare att varje extra respektive mindre intäktskrona slår igenom med 12 procent i form av lägre eller högre rörelseresultat. Som framgår är vår värdering i bas-scenariot 62 kronor per aktie, som fluktuerar från som lägst 41 kronor till som högst 74 kronor per aktie. Variationen i våra intäcks- och EBITDA-prognoser i de tre olika scenarion illustreras i graferna nedan.

Prognoser intäkter, tre scenarion



Källa: Jarl Securities

Prognoser EBITDA-resultat, tre scenarion



Källa: Jarl Securities

DCF-värdering

	BEAR	BAS	BULL
Wacc	9,4%	9,4%	9,4%
CAGR, 2018 - 2020	2,2%	-4,7%	4,7%
Tillväxt, evighetsvärde	1,5%	2,0%	2,5%
Rörelsevärde (EV), mkr	517	692	795
Nettokassa mars-2018, mkr	-172,	-172	-172
Aktievärde, mkr	345	521	623
Antal aktier efter utspädning, miljoner	8,4	8,4	8,4
Värde per aktie, SEK	40,9	61,6	73,8
Implicit EV/Sales, 2018P	0.5x	0,7x	0,8x
Implicit EV/EBIT, 2018P	8,2x	11,0x	12,6x

Källa Jarl Securities

Disclaimer

Birger Jarl Securities AB, www.jarlsecurities.se, nedan benämnt Jarl Securities, publicerar information om bolag och däribland analyser. Informationen har sammanställts utifrån källor som Jarl Securities

bedömer som tillförlitliga. Jarl Securities kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något som helst finansiellt instrument, option eller liknande. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren.

Innehållet får inte kopieras, reproduceras eller distribueras till annan person utan skriftligt godkännande av Jarl Securities. Jarl Securities ska inte hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys. Investeringar i finansiella instrument ger möjligheter till värdestegringar och vinster. Alla sådana investeringar är också förenade med risker. Riskerna varierar mellan olika typer av finansiella instrument och kombinationer av dessa. Historisk avkastning ska inte betraktas som en indikation för framtida avkastning.

Analysen riktar sig inte till U.S. Persons (så som detta begrepp definieras i Regulation S i United States Securities Act och tolkas i United States Investment Companies Act 1940) och får inte heller spridas till sådana personer. Analysen riktar sig inte heller till sådana fysiska och juridiska personer där distributionen av analysen till sådana personer skulle innebära eller medföra risk för överträdelse av svensk eller utländsk lag eller författning.

Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal med Aktiespararna och där Aktiespararna i sin tur lagt ut uppdraget att skriva analysen på Jarl Securities. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning.

Jarl Securities har i övrigt inget ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Jarl Securities har rutiner för hantering av intressekonflikter, vilket säkerställer objektivitet och oberoende.

Analytikern Bertil Nilsson äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.