



UPPDRAGSANALYS
16 juli 2018

LAMMHULTS DESIGN GROUP

ANALYSGUIDEN

Innehåll

Stark nordisk byggmarknad.....	2
Temperatur	3
Ledning och styrelse.....	3
Ägare.....	3
Finansiell ställning.....	3
Potential.....	3
Risk	3
Investment Case	4
Ökad försäljning i stark nordiska byggmarknad	4
Lönsamhet, säsongsvariationer mm	5
Värdering	6
Risker	8
Disclaimer	9

Stark nordisk byggmarknad

Lammhults lämnade ett starkt resultat för andra kvartalet 2018 och ser ut att ungefärligen nå våra tidigare prognoser om 60 miljoner kronor i rörelseresultat på helåret 2018. En ökad ordergång med 10 procent under andra kvartalet är också ett gott tecken.



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.

Det var affärsområde Public Interiors som överraskade positivt under andra kvartalet 2018 med en omsättningsökning på 28 procent jämfört med kvartal 2/2017 och med ett rörelseresultat om 5 miljoner kronor. En del av detta förklaras av senarelagda projekt från kvartal 4/2017 som nu genomfördes. Cirka 60 procent av omsättningen inom Public Interiors under perioden kommer från övriga Europa exklusive Norden. Inom Office & Home Interiors noterade Ragnars och Morgana en god efterfrågan på sina produkter, medan Lammhults Möbel inte sålde lika mycket miljömöbler som väntat i Sverige. Ökade volymer här under andra halvåret 2018 skulle ge en god resultat effekt. Sammantaget justerar vi endast marginellt våra tidigare prognoser (aningen upp på intäkterna och aningen ned på rörelseresultatet) för helåret 2018.

Lammhults-aktien reagerade positivt på rapporten, men värderingen fortsätter trots det att vara försiktig givet den goda lönsamheten. I vårt bas-scenari kommer vi fram till ett motiverat värde om 58 kronor per aktie. I vårt Bear-scenari ser vi ett värde på 37 kronor samt 71 kronor i ett Bull-scenari.

Utfall och prognoser, Bas-scenari

	MSEK	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Omsättning		826	960	990	1 010	1 035
Rörelseresultat		45,1	48,0	60,0	63,0	66,0
Årets resultat		32,8	33,4	43,3	46,2	49,1
Resultat per aktie, kr		3,9	4,0	5,1	5,5	5,8
P/E-tal		14,8x	12,0x	9,6x	9,0x	8,4x

Källa: Lammhults och Jarl Securities

UPPDATERING LAMMHULT DESIGN GROUP 16 juli 2018

Datum: 16 juli 2018
Analytiker: Bertil Nilsson, Jarl Securities

Företagsnamn: Lammhults Design Group AB
Lista: NASDAQ OMX NORDIC, SMALL CAP
Vd: Fredrik Asplund
Styrelseordförande: Anders Pålsson
Marknadsvärde: 414 MSEK
Senast: 49 SEK
Kort om Lammhults: Lammhults Design Group består av möbel-producerande respektive biblioteksriktade 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 950 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.

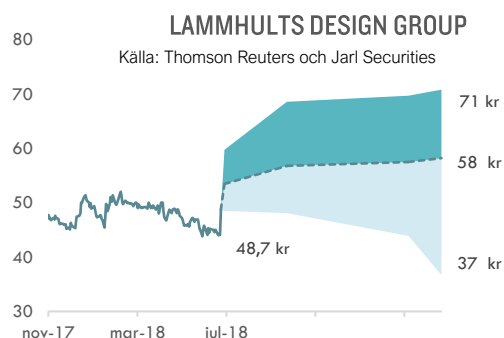
Inriktningen mot kontorsmarknaden är en fördel givet utsikterna inte minst på den svenska byggmarknaden.

Förväxlingsstrategin 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 37 kr Bas 58 kr Bull 71 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. Han ersätts senare i höst av styrelseledamoten Sofia Svensson, då Fredrik har valt att gå vidare till nya utmaningar.

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. Vid halvårsskiftet 2018 var den nere på 0,47 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 bygg-konjunkturen.

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.



Investment Case

Ökad försäljning i stark nordiska byggmarknad

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 än inte optimalt vad gäller marginalen på en ökad försäljning) eliminerade ungefär hälften av ovanstående frågetecken. Det som återstod inför 2018 var att höja rörelsemarginalen till en högre nivå givet att försäljningen utvecklades så bra. Flytten av Ires produktion från Lammhult Möbels fabrik genomfördes i april 2018, men full resultat effekt nåddes inte då Lammhults Möbel inte sålde lika mycket miljömöbler på den svenska marknaden som väntat (Lammhultsfabriken resultat är beroende av en högre volym). Däremot levererade affärsområdet Public Interiors ett bättre rörelseresultat även i andra kvartalet 2018 och inte minst på grund av att tidigare försenade projekt i kontinental-Europa nu genomfördes. Generellt visade den andra kvartalsrapporten 2018 på att resultatrenden nu åter är på uppåtgående för koncernen.

Utsikterna för den nordiska kontorsmarknaden ser fortsatt goda ut, där inredningsarkitekterna fortsätter att ha en god beläggning. Kontorsflyttar genererar möjligheter att sälja för Lammhults Design Group när de nya lokalerna ska fyllas med möbler. Det finns ett uppdämt behov för kontorshyresgäster att hitta nya moderna och kostnadseffektiva lokaler i främst Stockholm och Göteborg, där hyresnivån är i kraftigt stigande till följd av en bristsituation har uppstått. Fastighetsägarna inom kontorssegmentet är i stor utsträckning finansiellt starka bolag.

Generellt bra fart i Lammhults-koncernens affärer, men ännu utan fullt genomslag i resultatet.

En stark byggkonjunktur i de skandinaviska länderna lovar gott för återstoden av 2018. Public Interiors har nu vänt upp igen.

Stigande kontorshyror ökar incitamentet till kontorsflyttar och därmed nya möbelinköp.

Den danska byggmarknaden har varit tillbakapressad under ett antal år av en fastighetskris som tog slut mellan 2012 och 2013. Idag är farten i den danska byggmarknaden nästan i paritet med övriga Norden.

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.

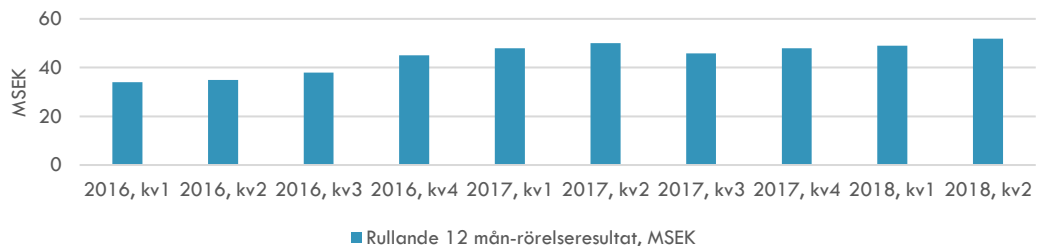
Lönsamhet, säsongsvariationer mm

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 från Tibro till Lammhults. Koncernens orderstock uppgick till cirka 207 miljoner kronor per 30 juni 2018, vilket är en ökning med 30 miljoner kronor jämfört med den 31 mars 2018. Under första halvåret 2017 ökade Lammhults-koncernens orderstock till 202 miljoner kronor per 30 juni 2017, för att sedan falla tillbaka 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. I det sistnämnda området säljer Lammhults Design Group cirka 60 procent av sina produkter i övriga Europa (exklusive Norden).

Nyckeln till lönsamheten för Public Interiors hänför sig till de danska, tyska, franska och belgiska marknaderna (som historiskt har svängt en del speciellt den danska och tyska). Vi tror på en intäktsökning på 16 procent för Public Interiors helåret 2018 till en fakturering om 280 miljoner kronor.

Rörelseresultatet rullande helår på väg upp igen. Utfall för Lammhults rörelseresultat kvartal 2016 – kv2 2018



Källa: Bolagets finansiella rapporter.

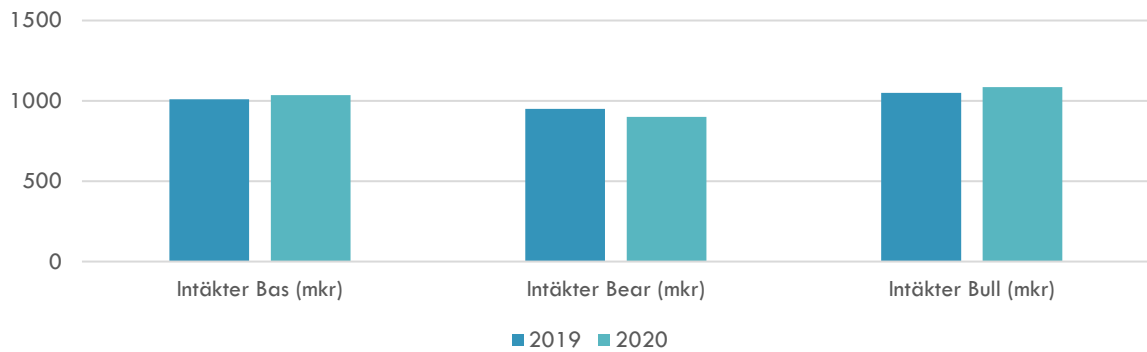
Lammhults Design Groups bruttomarginal har de senaste åren varierat inom intervallet 33 till 40 procent, vilket innebär att kostnad för såld vara har varit cirka 60 till 67 procent av försäljningsintäkterna och där 2017 innebär en lägsta notering om just 33 procent bruttomarginal. Rörelsemarginalen har 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 kursstämningen i 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 kvartals-rapporten 2017 föll värderingen av aktiens egna kapital tillbaka på rabattskalan som just nu ligger på drygt 8 procent. 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 drog mixen med en högre andel större order (framförallt under första kvartalet 2017) ned det genomsnittliga vinstbidraget. Under 2018 kan förutsättningarna förbättras i takt med att Lammhults-fabrikens flöden har trimmats ytterligare. Mått på första halvåret 2018 blev nettoeffekten på rörelseresultatet 15 procent av en extra intäktskrona. Resultatökningen hämmades bland annat av högre råvarumaterialpriskostnader.

Värdering

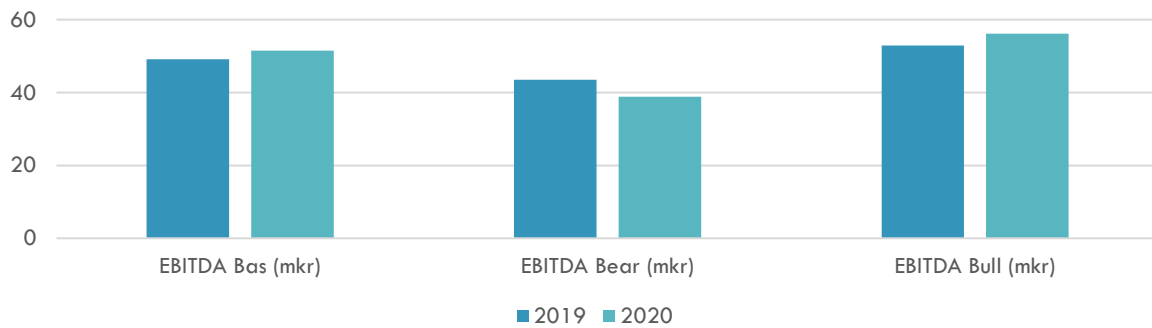
I våra Bas-, Bear- och Bullscenarion har vi utgått från vårt bas-scenari och sedan antagit att intäkterna blir 40 respektive 50 miljoner kronor högre eller lägre 2019 respektive 2020. Vidare att varje extra respektive mindre intäktskrona slår igenom med 12 procent i form av lägre eller högre rörelseresultat. Som framgår är vår värdering i bas-scenariot 58 kronor per aktie, som fluktuerar från som lägst 37 kronor till som högst 71 kronor per aktie. Variationen i våra intäkts- och EBITDA-prognoser i de tre olika scenarion illustreras i graferna överst på nästa sida.

Prognoser intäkter, tre scenarion



Källa: Jarl Securities

Prognoser EBITDA-resultat, tre scenarion



Källa: Jarl Securities

DCF-värdering

	BEAR	BAS	BULL
Wacc	9,2%	9,2%	9,2%
CAGR, 2018 - 2020	2,2%	-4,7%	4,7%
Tillväxt, evighetsvärde	1,5%	2,0%	2,5%
Rörelsevärde (EV), mkr	512	693	800
Nettokassa mars-2018, mkr	-202	-202	-202
Aktievärde, mkr	310	492	598
Antal aktier efter utspädning, miljoner	8,4	8,4	8,4
Värde per aktie, SEK	36,7	58,2	70,8
Implicit EV/Sales, 2018P	0,5x	0,7x	0,8x
Implicit EV/EBIT, 2018P	8,5x	11,6x	13,3x

Källa Jarl Securities

Risker

Även om Lammhults Design Groups varumärken är välkända krävs en förnyelse av produktportföljen och generellt blir produktcyklerna allt kortare. Lammhults skulle sannolikt lagt mer ännu resurser på produktutveckling samt förstärka det långsiktiga marknadsförings-arbetet mot exportmarknaderna om det hade varit ett privatägt och inte börsnoterat företag med de vinstkrav detta för med sig.

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.

Kommuner investerar i sina bibliotek för att de skall bli starka lokala mötesplatser. Det nya informationssamhället med ett ökat internetanvändande ställer samtidigt biblioteken inför en utmaning då kunskapsinhämtande kan ske på andra platser.

Kunskap om bolagets produkter liksom kundkontakter är knutna till ett relativt fåtal nyckelpersoner (vd, affärsrådeschefer 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.

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 mot euron och 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 13 miljoner kronor per 31 december 2017.

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.

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.