



nobia

Rekommendation:

Köp med riktkursen: 120 kr

Placeringshorisont: 6-12 månader

Bakgrund, affärsidé, Målsättningar

Kökstillverkaren Nobia grundades år 1996 när Industri Kapital köpte bolaget som då tillhörde en av nuvarande Stora Ensos divisioner. Kärnverksamheten omfattades vid denna tidpunkt av kök, dörrar, fönster samt grossist för byggmaterial och bolaget verkade på den Nordiska marknaden.

I samband med uppköpet 1996 började bolaget sin resa mot att fokusera renodlat på kök och dessutom expandera sin verksamhet ut i Europa med målet att konsolidera marknaden. Idag är Nobia AB moderbolaget inom Nobiakoncernen och en av Europas ledande köksspecialist med verksamheter bestående av tillverkning, utveckling samt försäljning av kök.

Nobia börsnoterades år 2002 och handlas idag på Nasdaq OMX Large Cap-lista med ett börsvärde nära 19 miljarder. Medelantalet anställda 2014 var 6 636 medarbetare.

Finansiella mål och strategier

I kölvattnet av finanskrisen har Europas kökmarknad liksom de flesta andra branscher och marknader pressats hårt av en genomgående sjunkande efterfrågan och lågkonjunktur. Därmed har Nobiakoncernen under de åtföljande åren haft pressade marginaler och ordentligt minskade intäkter. Detta har lett till att Nobia inte riktigt kunnat leva upp till dess finansiella mål de senaste åren, vilket är en sanning för flertalet andra bolag världen över.

Nu är dock Nobia på god väg att återuppta de tidigare marginalerna som bolaget hade åren innan finanskrisen och visar siffror i en stigande trend.

Nobia driver sin verksamhet utefter tre viktiga finansiella mål i syfte att skapa en god långsiktig värdeutveckling samt avkastning åt aktieägarna:

- En rörelsemarginal på minst 10 procent samt en organisk tillväxt på 2-3 procent över marknaden.
- Att skuldsättningsgraden aldrig får överskrida 100 procent med undantag i samband med förvärv.
- En utdelningsandel motsvarande 40-60 procent.

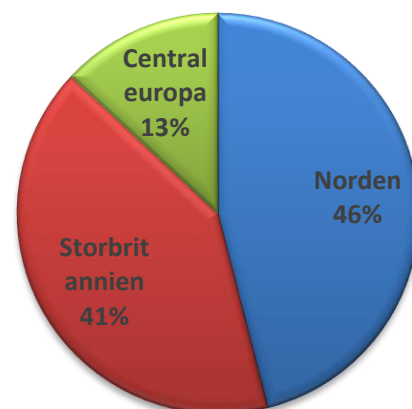
Produkter, segment och geografisk spridning

Nobia är geografiskt uppdelat efter tre regioner, Norden, Storbritannien samt Centraleuropa. Försäljning sker dels till konsumenter via bolagets 310 egna butiker samt franchise och diverse återförsäljare, samtidigt som Nobia också driver försäljning av kök mot professionella kunder såsom byggbolag och hustillverkare. Detta görs genom bolagets 20-tal varumärken som är starkt förankrade på respektive region.

Liksom flertalet andra kökstillverkare inom Europa levererar Nobia en komplett värdekedja av kökslösningar från produktion och ingående logistik, till försäljning mot slutkund. Inom hela koncernen återfinns totalt 13 produktionsanläggningar utsprida över de tre regionerna, vilket möjliggör att produktion och försäljning i stor utsträckning finns inom samma geografiska marknad.

Nobia har en bred varumärkesportfölj med bland annat kända varumärken som Marbodal, HTH, Magnet med fler. De allra flesta varumärkena befinner sig i marknadens mellanprissegment som också

Andel nettoomsättning 2014
Per region



utgör Nobias viktigaste marknad sett till försäljning. Med de internationella kända varumärkena Poggenpohl samt Uno form konkurrerar även Nobia inom lyxsegmentet.

Norden samt Storbritannien utgör tillsammans de två enskilt viktigaste marknaderna med 46- respektive 41 procent av bolagets totala nettoomsättning för helåret 2014. Den totala nettoomsättningen landade under samma period på 12 392 miljoner sek.

Nettoomsättning, MSEK	<i>Q1 2014</i>	<i>Q2</i>	<i>Q3</i>	<i>Q4</i>	<i>Q1 2015</i>	<i>Q2</i>	<i>Q3</i>
Norden	1 262	1 448	1 123	1 382	1 385	1 609	1 237
Storbritannien	1 099	1 173	1 208	1 227	1 522	1 571	1 535
Centraleuropa	335	387	364	407	345	396	432
Koncerngemensamt	-1	-1	0	-2	-1	-1	0
Koncernen	2 695	3 007	2 695	3 014	3 251	3 575	3 204

Bruttovinst, MSEK

Norden	503	599	457	553	550	659	491
Storbritannien	444	477	505	501	604	636	631
Centraleuropa	131	151	168	171	140	170	184
Koncerngemensamt	3	6	5	3	5	4	5
Koncernen	1 081	1 233	1 135	1 228	1 299	1 469	1 311

Rörelseresultat, MSEK

Norden	128	207	138	187	151	254	172
Storbritannien	51	103	108	8	94	156	163
Centraleuropa	18	22	43	34	7	27	39
Koncerngemensamt	-41	-39	-33	-56	-41	-37	-31
Koncernen	156	293	256	173	211	400	343

Tabell 1: Sammanställd data av nettoomsättning, bruttovinst samt rörelseresultat från de senaste kvartalsrapporterna fördelat på de tre regionerna samt koncern.

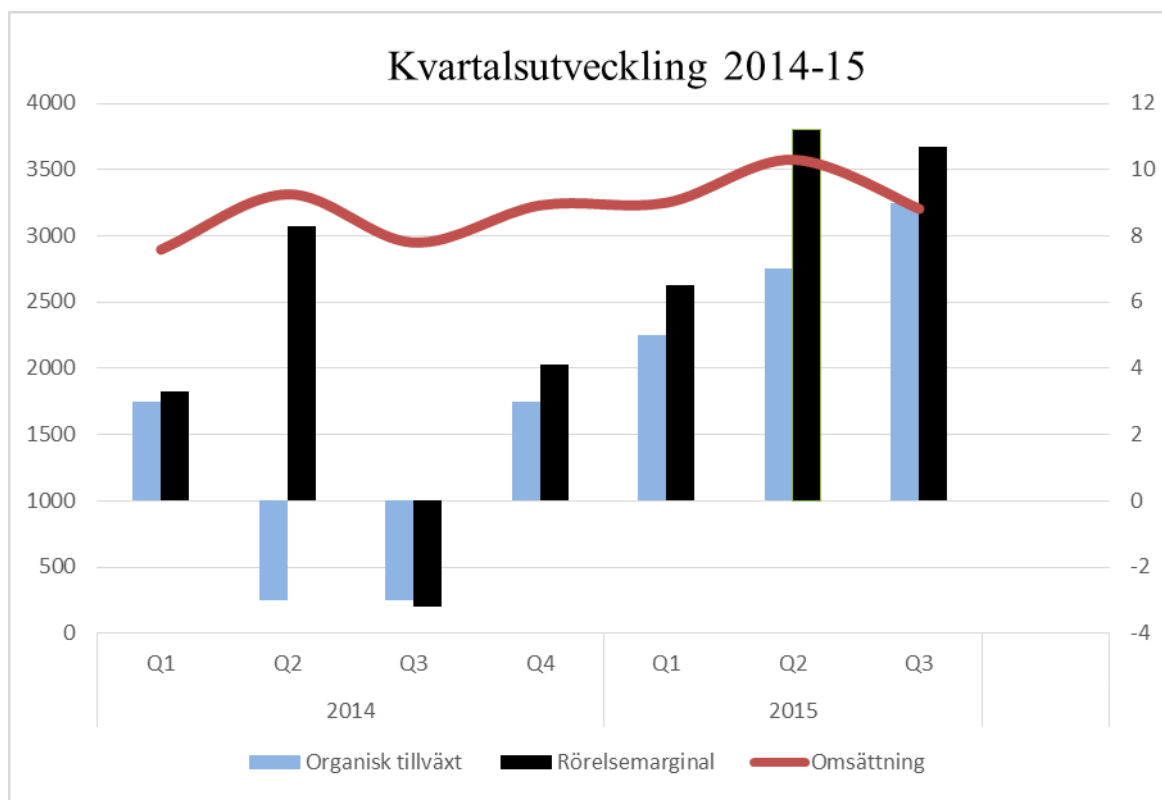
Analys av nyckeltal och finansiell data

	2010	2011	2012	2013	2014	2015r
Omsättning, MSEK	14085	13114	12343	11773	12392	14 251
Bruttomarginal	37,9%	38,5%	38,8%	41,0%	41,3%	40,4%
Rörelsemarginal	0,0%	1,4%	-2,2%	5,6%	3,3%	8,2%
Vinstmarginal	-0,6%	0,5%	-4,4%	3,0%	-0,2%	5,7%
Vinst per aktie, Kr	-0,53	0,42	-3,25	2,10	-0,17	4,50
Utdelning, Kr	0	0	0,5	1	1,75	1,75
Re	-2,6%	2,0%	-18,9%	11,1%	-0,9%	20,3%
Rt	-1,1%	0,8%	-7,5%	4,9%	-0,4%	9,2%
Roc	0,1%	3,3%	-5,9%	13,9%	8,8%	22,5%
P/e	-87,92	101,19	-8,37	21,01	-357,14	23,8
P/s	0,55	0,54	0,37	0,63	0,81	1,36
EV/Ebit	-	47,26	-21,78	13,09	27,19	17,3
Soliditet	40,6%	41,9%	40,0%	44,0%	40,7%	45,4%
Kassalikviditet	75%	71%	65%	76%	95%	
Nettoskultsättningsgrad	44%	45%	64%	37%	38%	

Tabell 2. visar de senaste fem årens utveckling av nyckeltal samt innevarande år baserat på tolv månaders rullande.

Bruttomarginalen har varit stabil kring 40 procent, även under 2011 då länder såsom Grekland, Spanien, Island och Irland hamnade i ekonomisk kris. Vidare har även bolagets soliditet under perioden legat relativt oförändrad mellan 40-45 procent vilket kan förklaras av Nobias starka finansiella ställning, trots varierande lönsamhet under samma period. Värderingsmättet ev/ebit som kan jämföras med p/e talet men dessutom tar hänsyn till bolagets nettoskuld påvisar återigen Nobia starka finanser med en relativt låg nettoskuld.

Som redan nämnt så har Nobia uppvisat en relativt ojämn lönsamhet med negativt resultat tre år under femårsperioden, vilket kan hänföras till en osäker och hård marknad de senaste åren där Nobia fått anpassat sig efter en marknad med lägre efterfrågan. Väljer vi istället att rikta blicken mot de senaste kvartalens utveckling kan vi däremot se en mer positiv utveckling för bolaget vilket redovisas i grafen nedan.



Graf 1. Nobias kvartalsvisa utveckling sedan 2014 av organisk tillväxt, rörelsemarginal och omsättning.

Som grafen visar har Nobia under de senaste fyra kvartalen visat på en stadigt ökande organisk tillväxt. Den senaste Q3 rapporten hamnade den organiska tillväxten på 9 procent vilket är den högsta sedan Q4 2006. Dessa siffror är imponerande med tanke på att Nobia verkar på en så pass mogen marknad där tillväxtmöjligheterna inte är allt för stora. Detta tyder på att Nobia tycks vinna marknadsandelar och då främst inom regionerna Storbritannien och Norden som genomför de största tillväxterna medan region Centraleuropa under en längre period levererat negativ tillväxt med undantag för senaste kvartalet. Efter de senaste förvärven i Storbritannien samt avyttringen av Hygena tillhörande regionen Centraleuropa under 2014 kan det tolkas som att Nobia väljer att rikta in sig på de mest lönsamma och lukrativa marknaderna som visar bäst tillväxt.

Då Nobia har en längre historik av varumärken i medel till de övre prissegmenten har även satsningar gjorts den senaste tiden för att nå ut till de lägre prissegmenten, vilket skett exempelvis genom varumärket Magnet i Storbritannien. Detta har varit bidragande till regionens senaste ökning av försäljningstillväxten.

Eftersom att Nobia dessutom har en uttalad strategi att växa genom förvärv, vilket de visat prov på inte minst med de senaste brittiska förvärven Commodore och CIE, ger detta i kombination en stark organisk tillväxt goda möjligheter att leverera fortsatt stark tillväxt för de kommande kvartalen.

Konkurrens och marknadsandelar

Nobia är Europas ledande köksspecialist med starka, lokala varumärken i mellan prissegmentet. Få aktörer på den europeiska marknaden har Nobias storlek och därmed liknande möjligheter att tillvarata synergieffekter. I Storbritannien är Nobia totalt sett en av de största aktörerna. I Norden har Nobia en stark ställning, särskilt i det professionella segmentet där byggbolagen är kunderna. Även i Österrike är Nobia en av de ledande köksleverantörerna. Nobia vänder sig även till konsumenter i lyxsegmentet runt om i världen via varumärkena Poggenpohl och Uno form.

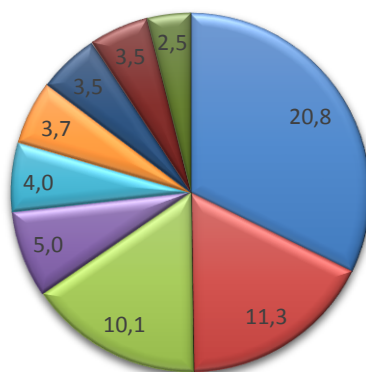
Bland Nobias konkurrenter finns såväl mindre, lokala aktörer som stora köksproducenter och etablerade möbelföretag. Nobia bedöms vara ett av två företag som har en marknadsandel som överstiger 10 procent av den europeiska köksmarknaden. Ett tiotal köksleverantörer bedöms ha marknadsandelar uppgående till över ett par procent och de fem största aktörerna, IKEA, Nobia, Nobilia, Howdens Joinery och Alno står tillsammans för cirka 40 procent av marknaden. Den europeiska köksmarknaden är fortfarande mycket lokal och i många länder fragmenterad. Det sker dock en långsam förändring mot ökad konsolidering. De flesta av de 40 största aktörerna, som tillsammans står för över 75 procent av Europas totala köksproduktion, har ökat sina marknadsandelar under de senaste fyra åren.

Generellt kännetecknas Europas köksmarknad av hög konkurrens. Många köksföretag har likt Nobia en komplett värdekedja som omfattar allt från ingående logistik och produktion till försäljning till konsumenter och olika slags professionella kunder. Till följd av ovan nämnda konkurrenssituation och en svag marknadsutveckling har köksbranschen karaktäriserats av en jämförelsevis låg lönsamhet under de senaste åren.

Ägarstruktur och insideraktivitet

Styrelsen består av nio ledamöter, däribland VD samt fyra arbetstagarrepresentanter. VD, Morten Falkenberg tillträdde år 2011 och har en gedigen erfarenhet som företagsledare, däribland tidigare uppdrag med ledande befattningar inom Coca-Cola, TDC Mobile samt Executive-VP för Electrolux finns på meritlistan. Mortens egna innehav i Nobia är 514 935 aktier vilket är förtroendeingivande. I det stora hela präglas hela styrelsen av bred kompetens och erfarenhet inom näringsliv däribland en av dessa är Christina Ståhl som varit VD för Mio men som även är nuvarande VD för MQ.

- Nordstjernen AB
- If Skadeförsäkring AB
- Investmentaktiebolaget Latour
- Lannebo fonder
- Nobia AB
- Swedbank Robur fonder
- Fjärde AP-fonden
- Handelsbanken fonder
- AMF - Försäkring och Fonder



Nordstjernans är ett investeringsföretag vars affärsidé är att som aktiv ägare skapa långsiktig värdetillväxt definierat som ökning av substansvärdet och den årliga vinsten. Nuvarande innehav är bland annat NCC, Ramirent, Lifco, Swedol Ekornes samt diverse onoterade bolag.

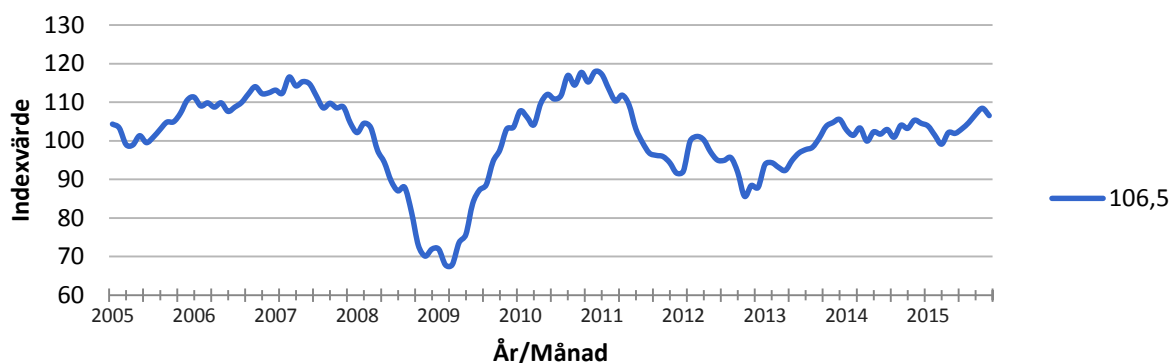
Latour är ett börsnoterat investmentbolag vars affärsidé är att med

långsiktighet investera i sunda företag med egna produkter som bedöms ha stor internationaliseringspotential. Övriga huvudägare är försäkringsbolaget If Skadeförsäkring samt diverse fonder, men inte minst Nobia själva. Övergripande kännetecknas samtliga ägare av långsiktighet och på detta sätt skapa långsiktig värdetillväxt.

Marknad och makroanalys

Försäljning av kök kan klassificeras inom sektorn för sällanköpsvaror vilken i stort följer den allmänna konjunkturen. En god indikator på den allmänna konjunkturen i Sverige är Barometerindikatorn som visar hushålls och företags syn på den framtida ekonomin. Idag ligger värdet på 106,5 där ett värde över 100 indikerar att stämningssläget i ekonomin är positivt, se graf 2 nedan. I årsrapporten 2014 framgår dock en fortsatt osäker bedömning av Europamarknaden och beskrivs som utmanande. Däremot ser bolaget en trend i att antalet hushåll i Europa tycks öka vilket å andra sidan skulle tala för en något ljusare bild av marknaden.

Barometerindikatorn



Graf 2. Barometerindikatorn

Nya kök installeras antingen vid renovering eller vid nybyggnation vilket gör att Nobia dessutom kan betraktas som ett cykliskt bolag som är beroende av hur mycket nya bostäder det byggs. Således gynnas Nobia av en allmänt stark byggkonjunktur och prognoser visar att Norden sedan år 2013 befunnit sig i en stigande trend gällande bostadsbyggande. Tittar vi exempelvis på Sverige har påbörjade bostäder från 2013 fram till dagens prognos för 2015 ökat med hela 60 procent vilket indikerar en stark byggkonjunktur.

Andra aspekter som också påverkar Nobia är de politiska faktorerna som finns på de marknader som Nobia verkar på. Ett av dessa är bland annat ROT-avdraget och övriga skattelättnader, där framförallt subventioner för nybyggnationer och avdrag för renoveringar främjar Nobia. I detta avseende är marknaden i viss mån styrd av den lokala lagstiftningen vilket är en av de politiska riskerna som finns på köksmarknaden.

Ränteläge

Räntan är en annan viktig makrofaktor som givetvis har ett inflytande över Nobias utveckling på köksmarknaden och för ekonomin i stort. I dagens lågräntemiljö är det desto enklare och billigare för privatpersoner att belåna sig och därmed också sannolikt fler som har råd att till exempel renovera kök. Därför gynnas Nobia av denna lågräntemiljö och frågan är hur länge denna kan stanna kvar på dessa historiskt låga nivåer. Det är naturligtvis svårt att förutspå detta eftersom att den är starkt sammankopplad med i synnerhet Europas ekonomi med ECB i huvudställning men även USA och Fed:s agerande. Enligt riksbankens prognoser kan vi räkna med att reporäntan ska ligga oförändrad - 0,35 procent, för att först under andra halvåret 2017 börja höjas.

Aktien



Graf 2. Nobias utveckling samt viktiga bolagshändelser.

Aktien handlas för närvarande på nivån 104,4 och har stigit med hela 50,2 procent sedan årsskiftet vilket överträffar OMXS30-index markant som i dagsläget ligger på cirka 1,6 procent exklusive utdelningar. Aktien bröt under hösten 2014 upp genom kanaltaket efter en längre tidsperiod av konsolidering mellan nivåerna 49-62 kronor, och påbörjade därefter en stigande positiv trend som idag fortfarande är intakt. Kursens genombrott över motståndet vid ca 62 sammanföll i samband med dels avyttringen av den förlustbringande verksamheten Hygena samtidigt som bolaget uppvisade stärkta marginaler från Q4:an 2014. De nästföljande kvartalen Q1 och Q2 samt Q3 2015 var även dessa starka och aktiens utveckling har visat på relativ styrka gentemot index.



Graf 3. Nobia jämfört mot omxs30 procentuellt.

Analysantaganden samt riktkurs

Genom en DCF-värdering har vi kommit fram till en riktkurs på ca 120kr med en placeringshorisont på 6-12 månader. Detta innebär en kurspotential på 15% från dagens nivå på 104kr.

I denna värderingsmodell har vi antagit och prognosticerat en del värden för att kunna bestämma riktkurs. Den riskfria räntan, som brukar bestämmas utefter långa statspapper som till exempel en tioårig statsobligation är i dagsläget 0,75%. Trots detta valde vi att sätta den till 1,5%. Det bör dock poängteras att detta är ett ganska offensivt antagande med tanke på att räntehöjningar från dagens historiskt låga nivåer anses sannolika. Riskpremien har valts till 5,5%. Vidare har vi antagit en tillväxttakt som under innevarande år hamnar på 15% för 2015, 12% 2016 och 9% 2017 för att sedan plana ut i evigheten med en tillväxttakt på 3% som motsvarar en genomsnittlig BNP-tillväxt. Sedan har antagandet gjorts att EBITDA-marginalen hamnar på 12 % under innevarande år och därefter minskar ner till 9 % i den eviga perioden. Vi har dessutom gjort valt att bolagets andel räntebärande lån kommer att vara 21% baserat på de senaste åren som legat runt 20-25%.

Räknat på 12 månaders rullande p/e-tal handlas Nobia idag till multipeln 24, medan 2015 års prognos ger ett p/e-tal på 18,5. Den stundande värderingen framstår inte särskilt attraktiv men inte heller jättedyr med tanke på den tillväxt Nobia visat den senaste tiden. Då Nobia visat negativt resultat tre av de senaste fem åren ger detta nyckeltal däremot inte särskilt mycket information om Nobias värdering sett till de senaste åren. I ett scenario då Nobia fortsätter att leverera lika starkt tillväxt som företaget har visat prov på under de senaste kvartalen samtidigt som de senaste förvärven i Storbritannien integreras väl i verksamheten ser värderingen på framtida vinster inte särskilt ansträngd ut.