



Analyst Group

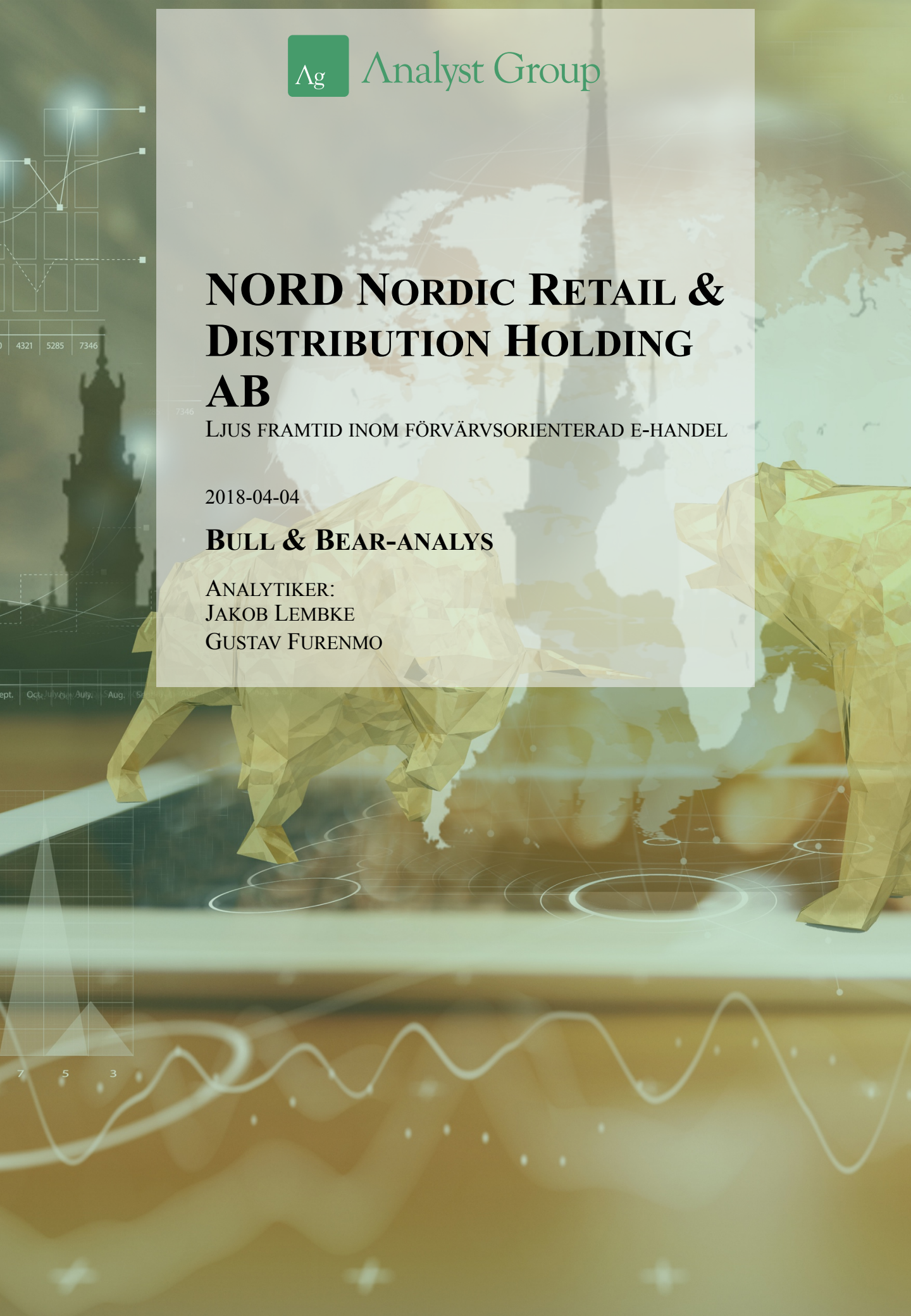
# NORD NORDIC RETAIL & DISTRIBUTION HOLDING AB

LJUS FRAMTID INOM FÖRVÄRVSORIENTERAD E-HANDEL

2018-04-04

## BULL & BEAR-ANALYS

ANALYTIKER:  
JAKOB LEMBKE  
GUSTAV FURENMO



Analyst Groups grundare arbetade från 2011 för en av de då främsta fondkommissionerna under sin studietid, där de bevakade svenska småbolag. De lärde känna varandra och kom till insikt att det då fanns undermålig information och analys rörande små- och medelstora bolag. Tillsammans grundade de därför Analyst Group tidigt 2014, med visionen att belysa och sprida korrekt information om intressanta små- och medelstora bolag.

Idag är Analyst Group ett snabbväxande analyshus med huvudsäte i Stockholm. Samtidigt bejakar vi våra rötter och har kontor kvar i Lund. Vidare samarbetar och håller vi regelbundna utbildningar inom värdering och aktieanalys vid Lunds Universitet.

Vår ambition är att skriva korrekta och objektiva analyser. Vi erbjuder därför två typer av analys. Dels erbjuder vi bolag som vi anser intressanta att på uppdrag utföra analyser mot ersättning. Merparten av våra analyser är dock helt oberoende på bolag som vi anser ha särskilt intressant investeringsidé.

Vår vision är att skapa en digital plattform där vi presenterar information och investeringsidéer. Vi tillhandahåller grundliga aktieanalyser som konkretiserar och sammanfattar bolags potential. Vi skriver för att belysa möjligheter och risker för ökad förståelse av mindre bolag. Vårt mål är att skapa ett ökat intresse för det vi på Analyst Group brinner för, nämligen aktier.

---

Vår filosofi bygger på vår bakgrund som investerare och analytiker.

*Vi skriver analyser såsom vi skulle vilja läsa dem.*

Vi tycker att det är viktigt med full transparens och är noga med att belysa eventuella intressekonflikter. Dessutom är ersättningen på förhand avtalad och är inte beroende av innehållet i analysen.

Under 2017 har vi utarbetat en ny policy. Läs vår policy [här](#)

# NORD NORDIC RETAIL & DISTRIBUTION HOLDING AB

NORD, Nordic Retail & Distribution AB ("Bolaget" eller "NORD") består av tre återförsäljare av kläder och utrustning inom nischer såsom jakt, fiske, outdoor och hundutrustning. Bolaget grundades 2016 genom en sammanslagning av de tre e-handelssidorna Active Outfit, ITAB och Jaktlust. Dotterbolagen säljer både externa varumärken och det egna varumärket T&P. Försäljningen sker primärt via dotterbolagens respektive e-handelssidor men även i de två fysiska butikerna som Bolaget driver. NORD har för avsikt att ta tillvara på den lågt digitaliserade marknaden för outdoor- och friluftslivsartiklar. Marknaden som Bolaget verkar på är till stor del mycket fragmenterad. Framgent vill NORD även komplettera den organiska tillväxten med förvärv inom befintliga eller andra nischer.

## Innehållsförteckning

Introduktion	4
Investeringsidé	5
Bolagsbeskrivning	6
Marknadsanalys	7-8
Finansiell prognos	9-13
Värdering	14
Bull & Bear	15-16
Ledning & Styrelse	17-18
Appendix	19
Disclaimer	20



### Värde drivare

E-handel för sport & fritid växte 17 % 2017, till följd en låg digitaliseringsgrad väntas tillväxten vara fortsatt hög kommande år. De nischade delarna av marknaden som Bolaget verkar på är i stor utsträckning fragmenterade, vilket skapar möjligheter att göra värdeskapande förvärv. NORDs försäljning utgörs i stor utsträckning av egna varumärken, vilket gör att bruttomarginalen kan vara långsiktigt stabil på högre nivåer.

2



### Historisk Lönsamhet

NORDs historik som ett eget samlat bolag är kort. Sedan sammanslagningen av dotterbolagen 2016 har Bolaget inte varit lönsamt på rörelsenivå. Dotterbolaget ITAB var senast lönsamt 2014, innan dess har ITAB under perioder uppvisat EBIT-marginaler över 10 %. Active Outfit har sedan starten 2011 aldrig varit lönsamt.

1



### Riskprofil

NORD avser utföra flertalet förvärv kommande år, vilket medför risker i integration av nya verksamheter. Då NORD har för avsikt att förvärva med aktier uppstår utspädnings effekter och en påtaglig exponering mot NORDs egna aktiekurs. Vidare är Bolaget inte lönsamt idag. Om Bolaget inte vänder trenden kan det på sikt innebära ytterligare nyemission.

4



### Ledning & Styrelse

NORDs operativa ledning och styrelse besitter kompetens och erfarenhet från e-handel och onlinemarknadsföring, men även kommersiellt viktiga aspekter så som kapitalanskaffning och företagsledning. VD, Victor Wennerholm, har över sju års erfarenhet från NORDs specifika marknad samt inom koncernen som VD och grundare av dotterbolaget Active Outfit. Insiderägandet uppgår till 13,5 % före utförd emission, vilket anses som positivt.



Analyst Groups betygsättande i form av Bull eller Bear syftar till att förmedla en övergripande betygsskala baserat på vad som framkommit i och med analysen. Betyget är noggrant framtaget ur en process vilket innefattar en omfattande kvalitativ analys samt invägning av flera analytiker. Bull är en metafor för en positiv inställning. Beroende på kategori kan betyget baseras på en framåtblickande, bakåtblickande eller en kombination av båda två i förhållande till Bolaget. Bear är en metafor för en negativ inställning. Beroende på kategori kan betyget baseras på en framåtblickande, bakåtblickande eller en kombination av båda två i förhållande till Bolaget.

NORD bedöms ha goda möjligheter att kapitalisera på den starka marknadstillväxten inom e-handel och väntas, som resultatet av en fragmenterad marknad, kunna utföra värdeskapande förvärv. Vidare väntas Bolagets fokus på egna varumärken leda till förbättrad lönsamhet till följd av högre bruttomarginaler inom dessa produktgrupper. På 2020 års prognos väntas NORD i Base scenario omsätta ca 74 MSEK med en EBITDA-marginal om ca 6 %. Givet en viktad målmultipel om EV/S 1x och EV/EBIT 12x, en diskonteringsränta om 12 %, samt utförda prognoser erhålles ett total aktievärde om 51,5 MSEK. Detta kan jämföras med Bolagets pre-money värdering om 43,2 MSEK.

▪ **Marknadstillväxt inom e-handel väntas uppgå till 8,5 % CAGR 2017-2022E**

Det åligger ett tydligt skifte i konsumtionsmönster där fysisk handel i hög utsträckning ersätts med e-handel. Däribland har den svenska e-handelsmarknaden växt från ca 76 mdSEK 2013 till 110 mdSEK 2017. Vidare väntas den ackumulerade svenska e-handelsmarknaden växa med 8,5 % CAGR fram till 2022E.

▪ **Hög andel egna varumärken möjliggör förbättrad lönsamhet**

Bolaget saluför det egna varumärket T&P, som 2017 utgjorde ca 33 % av försäljningen. Försäljning av egna varumärken skapar förutsättningar för högre lönsamhet till följd av högre bruttomarginaler inom dessa produkt-kategorier. Vidare kan egna produkter saluföras med en attraktiv prisbild mot kund utan att negligera kvalitén. Försäljning av egna varumärken möjliggör därför potential för lönsam tillväxt framgent.

▪ **Förvärvsstrategi på fragmenterad marknad med potential för påtagliga kostnadssynergier**

NORD har en uttalad förvärvsstrategi som innefattar en konsoliderande roll på fragmenterade nischmarknader. En betydande del av marknaden, ca 50 %, bedöms utgöras av mindre aktörer. Således är marknaden kraftigt fragmenterad, vilket skapar förutsättningar för NORD att agera konsoliderande. En fragmenterad marknad med små aktörer skapar även förutsättningar för förvärv till attraktiva multiplar, en viktig faktor för värdeskapande förvärv. Med ett brett spektra av varumärken kan samtidigt logistiska funktioner samordnas, vilket väntas leda till kostnadssynergier.

▪ **Risikfaktorer i integration av förvärv och dess påverkan på NORDs kapitalstruktur**

NORD avser utföra flertalet förvärv kommande år. Vid förvärv åligger risker vid integration av nya verksamheter, vilket kan komma att belasta Bolagets kostnadsbas negativt om integration inte sker smidigt. Vidare vill NORD finansiera framtida förvärv med aktier. Detta skapar utspänningseffekter och en påtaglig exponering mot NORDs egna aktiekurs.

BASE

51,6 MSEK

VÄRDERINGSINTERVALL

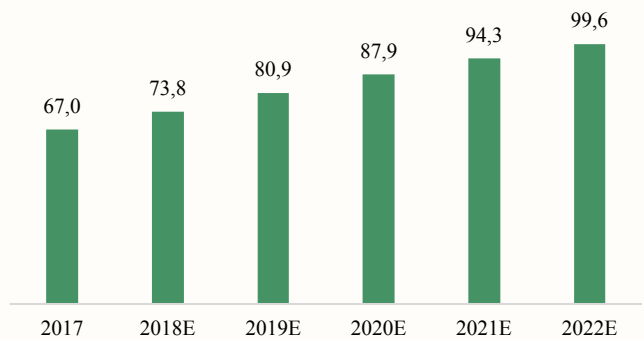
BEAR

31,6 MSEK

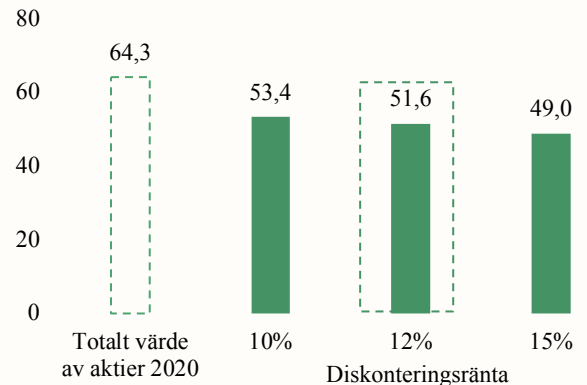
BULL

63,5 MSEK

Svenska e-handelsmarknaden estimeras växa med CAGR 8,5 %



Totalt aktievärde givet olika diskonteringsräntor



MSEK	2017E	2018E	2019E	2020E
Omsättning	51,0	56,3	63,8	73,8
Kostnad sålda varor	-31,5	-33,8	-37,8	-43,2
<b>Bruttoresultat</b>	<b>19,8</b>	<b>22,8</b>	<b>26,3</b>	<b>30,9</b>
<i>Bruttomarginal</i>	<i>39%</i>	<i>40%</i>	<i>41%</i>	<i>42%</i>
Rörelsekostnader	-36,9	-23,9	-25,1	-26,6
<b>EBITDA</b>	<b>-17,1</b>	<b>-1,1</b>	<b>1,2</b>	<b>4,3</b>
<i>EBITDA-marginal</i>	<i>-34%</i>	<i>-2%</i>	<i>2%</i>	<i>6%</i>
Av- och nedskrivningar	-0,7	-0,7	-0,7	-0,8
<b>EBIT</b>	<b>-17,7</b>	<b>-1,8</b>	<b>0,4</b>	<b>3,5</b>
<i>EBIT-marginal</i>	<i>-35%</i>	<i>-3%</i>	<i>1%</i>	<i>5%</i>

# INVESTERINGSIDÉ

## 8,5 % CAGR

MARKNADS-  
TILLVÄXT INOM  
SVENSKA  
E-HANDEL 2017-  
2022E

NORD är en företagsgrupp som via dotterbolag säljer konfektion och utrustning på den svenska fritids- och outdoor-marknaden. Bolaget vill, via tydligt definierade nischmarknader, växa organisk och via förvärv. NORD bedöms ha goda möjligheter att kapitalisera på den starka marknadstillväxten inom e-handel och väntas, som resultatet av en fragmenterad marknad, kunna utföra värdeskapande förvärv. Vidare väntas Bolagets fokus på egna varumärken leda till förbättrad lönsamhet till följd av högre bruttomarginaler inom dessa produktgrupper. På 2020 års prognos väntas NORD i Base scenario omsätta ca 74 MSEK med en EBITDA-marginal om ca 6 %. Givet en viktad målmultipel om EV/S 1x och EV/EBIT 12x, en diskonteringsränta om 12 %, samt utförda prognoser erhålles ett total aktievärde om 51,6 MSEK. Detta kan jämföras med Bolagets *pre-money* värdering om 43,2 MSEK.

## Väntas kunna växa snabbare än marknadstillväxten för e-handel som estimeras till 8,5 % CAGR 2017-2022E

Det åligger ett tydligt skifte i konsumtionsmönster där fysisk handel i hög utsträckning ersätts med e-handel. Däribland har den svenska e-handelsmarknaden växt från ca 76 mdSEK 2013 till 110 mdSEK 2017. Vidare väntas den ackumulerade svenska e-handelsmarknaden växa med 8,5 % CAGR fram till 2022E.<sup>1</sup> Eftersom NORDs marknad i dagsläget är fragmenterad med många små lokala aktörer anses det rimligt att NORDs nischmarknad har potential att växa snabbare än den aggregerade.

## Stor bredd i produkterbjudandet inom tydligt definierade nischer skapar konkurrensfördelar

NORD erbjuder, via sina olika plattformar, ett brett sortiment överstigande 30 000 produkter. Vidare är respektive plattform tydligt inriktad mot specifika kundgrupper. Större aktörer, däribland XXL Sport & Vildmark, kan inte erbjuda samma bredd i sortiment, vilket skapar tydliga konkurrensfördelar för nischade aktörer som NORD. Vidare kan Bolaget via de olika plattformarna, närma sig flertalet kundgrupper och således etablera sig på flera nischmarknader.

33 %  
FÖRSÄLJNING  
FRÅN EGNA  
VARUMÄRKEN  
2017

## Hög andel egna varumärken möjliggör förbättrad lönsamhet

Bolaget saluför det egna varumärket T&P, som 2017 utgjorde ca 33 % av försäljningen. Försäljning av egna varumärken skapar förutsättningar för högre lönsamhet till följd av högre bruttomarginaler inom dessa produktkategorier. Vidare kan egna produkter saluföras med en attraktiv prisbild mot kund utan att negligera kvalitén. Försäljning av egna varumärken möjliggör därför potential för lönsam tillväxt framgent trots hög konkurrens på marknaden för e-handel.

## Varumärkesbyggande samarbeten väntas kunna stärka egna varumärken

Utöver försäljningen av kläder och utrustning producerar Nord även jaktfilmer under varumärket Jaktlust. Detta väntas, utöver att driva försäljning på e-handelssidan Jaktlust, kunna fungera som en kostnadseffektiv marknadsföringskanal för Bolagets egna varumärke. Att produkterna syns i relevanta sammanhang på erkända profiler med gott rykte kan leda till att varumärket stärks. Tillsammans med andra samarbeten med ambassadörer väntas detta på sikt ha en positiv effekt på både tillväxt och lönsamhet för det egna varumärket.

## Förvävsstrategi på fragmenterad marknad med tydlig potential för kostnadssynergier till följd av gemensamma koncernfunktioner

NORD har en uttalad förvävsstrategi som innefattar en konsoliderande roll på fragmenterade nischmarknader. En betydande del av marknaden, ca 50 %, bedöms utgöras av mindre aktörer. Således är marknaden kraftigt fragmenterad, vilket skapar potential för NORD att agera konsoliderande. En fragmenterad marknad med små aktörer skapar även förutsättningar för förvärv till attraktiva multiplar, en viktig faktor för värdeskapande förvärv. Med ett brett spektra av varumärken kan samtidigt logistiska funktioner samordnas, vilket väntas leda till kostnadssynergier. NORD har även under 2017 utfört betydande investeringar i IT-infrastruktur, vilket möjliggör snabb och kostnadseffektiv integration vid framtida förvärv. Slutligen bedöms ledning och styrelse inneha relevant erfarenhet från förvärv och strukturaffärer, vilket anses positivt.

## Riskfaktorer i integration av förvärv och dess påverkan på NORDs kapitalstruktur

NORD avser utföra flertalet förvärv kommande år. Vid förvärv åligger alltid risker i integration av nya verksamheter, vilket kan komma att belasta Bolagets kostnadsbas negativt om integration inte sker smidigt. Vidare vill NORD finansiera framtida förvärv med aktier. Detta skapar utspädningseffekter och en påtaglig exponering mot NORDs egna aktiekurs, vilket belyser vikten av att Bolaget kan upprätthålla en hög aktiekurs för att inte utspädning ska bli lika markant.

FRAGMENTERAD  
MARKNAD  
SKAPAR  
POTENTIAL FÖR  
VÄRDESKAPANDE  
FÖRVÄRV

# BOLAGSBESKRIVNING

---

NORD består av tre dotterbolag som säljer utrustning och konfektion på den svenska fritids- och outdoormarknaden. Bolaget fokuserar primärt på specifika nischer såsom Fritid, Jakt, Fiske, Arbetskläder, Hund, mm. Försäljning sker primärt via egna onlinekanaler, vilket utgör cirka 80 % av försäljningen. Resterande del av försäljningen härstammar från Bolagets två butiker.

## Produkterbjudande

NORDs försäljning sker genom tre olika kanaler. Bredden av varumärken gör att NORD kan tillhandahålla ett nischat sortiment till flera olika markandssegment. Varumärkena utgörs av:

- **Active Outfit:** lanserades 2011 och har sedan dess vuxit till att omsätta 17 MSEK 2016. Via varumärket erbjuds både utrustning och konfektion inom outdoor, jakt och sportfiske. Den generella kunden är kvalitetsmedveten och har stark varumärkeskänedom. Active Outfit bedriver även fysisk handel i en butik i Stockholm.
- **ITAB:** har existerat i över 35 år och grundades som ett postorderföretag. ITAB erbjuder primärt konfektion inom fritid och jakt men har även ett visst utbud av utrustning. Kunderna bor i större utsträckning på landsbygden och är ofta återkommande. ITAB har en fysisk butik i Surahammar, där Bolaget har sin ursprungliga hemvist.
- **Jaktlust:** grundades av två svenska jaktprofiler. Duon har producerat tv-program för svensk TV under varumärket Jaktlust. Jaktlust är specifikt inriktade på jakt och erbjuder både utrustning och konfektion. Kunderna utgörs primärt av mer erfarna jägare.

NORD säljer dels externa varumärken och dels sitt egna varumärke T&P. T&P har funnits i över 35 år och är idag väletablerat inom jakt och friluftsliv. Produktutbudet består av konfektion inom outdoor, jakt, vintersport och arbete. Egna varumärken är oftast mer lönsamma då de generellt sett medför lägre bruttokostnader eftersom Bolaget då kontrollerar prissättning, utveckling och produktion. När återförsäljare innehar exklusivitet på egna varumärken innebär det även att prisbildningen i större utsträckning kan kontrolleras och är mindre känslig för prispress från konkurrerande aktörer.

På Jaktlust hemsida erbjuds egenproducerade jaktfilmer, dessa uppskattas ha cirka 300 000 tittare om året. Syftet är att träffsäkert kunna nå jaktsegmentet och sedan bruka kanalen som en plattform för produktplacering och ett sätt att ge legitimitet för NORDs produkter. Produktionen finansieras primärt genom reklamintäkter.

## Intäktsdrivare

Bolaget säljer sina produkter dels genom fysiska butiker och dels genom e-handelsbutiker. Produktmixen utgörs av både utrustning och konfektion. Koncernen tillhandahåller ett brett produktutbud, där inriktning skiljer sig för respektive försäljningskanal. Kunderna utgörs primärt av privatpersoner aktiva inom de olika nischer Bolaget verkar inom. Då respektive butiksvaremärke inriktar sig på olika nischer skiljer sig profilen på kunderna mellan varandra.

## Kostnadsdrivare

NORDs största kostnad är inköp av varor som säljs till kunderna. För Bolagets egna varumärke T&P är bruttomarginalen högre då utvecklingen och produktionen kontrolleras av NORD. Ytterligare kostnader relaterade till försäljning utgörs av underhåll och utveckling av e-handelssidor samt butikspersonal. Vidare har Bolaget även signifikanta kostnader hänförliga till lagerhållning i form av lokaler och lagerarbetare. För att locka kunder till respektive försäljningskanal förekommer även marknadsföringskostnader. Vidare existerar även ytterligare personalkostnader för bolagsledningen.

## Strategisk utsikt

NORDs strategi är att erbjuda ett brett produktutbud till olika nischade segment inom outdoor-relaterade nischer. Vidare har Bolaget för avsikt att genom centralisering av lagerhållning och IT-lösningar kunna skapa en skalbar affärsmodell. NORD har även för avsikt att förvärva inom befintliga eller andra nischer inom outdoor-marknaden då marknaden är mycket fragmenterad. Om detta ska lyckas kräver det stort fokus i förvärvprocesser och väl genomförd integrationer. För att förvärvsstrategin ska vara lönsam på sikt krävs det även att förvärvsobjekten väljs selektivt och att det finns potentiella synergier av integrationen med NORD.

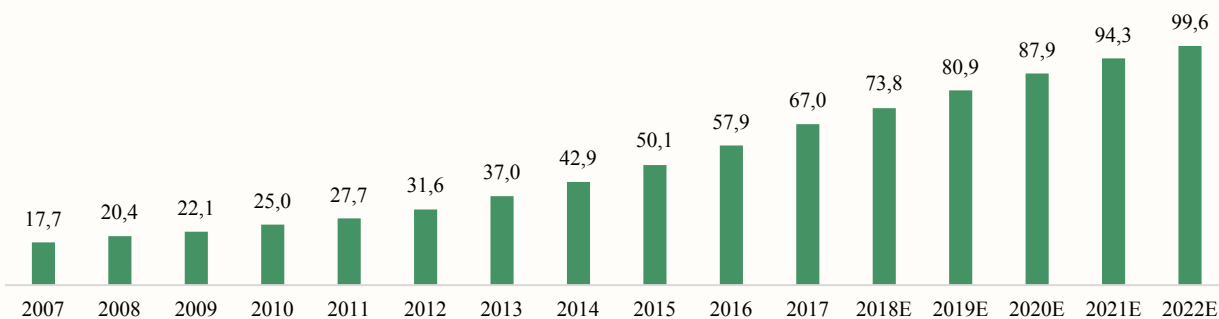
# MARKNADSANALYS

## Svensk e-handel har vuxit med 16 % senaste fem åren

Postnord publicerar årligen data för den svenska e-handeln i publikationen e-handelsbarometern.<sup>1</sup> Den svenska aggregerade e-handelsmarknaden har 2012-2017 vuxit med en genomsnittlig årlig tillväxttakt (CAGR) om 16,2 %. 2017 uppgick den totala marknadsstorleken till 67 mdSEK. 2018E förväntas marknaden fortsätta växa med 14,9 %. Penetrationsgraden för e-handel av total detaljhandel uppgick 2017 till 8,7 % vilket innebär att det finns fortsatt utrymme för e-handel att ta en större del av den totala detaljhandeln. 2016 till 2022 estimeras marknaden växa CAGR 8,5 %.<sup>2</sup>

### Svenska e-handelsmarknaden estimeras växa 8,5 % 2017-2022

Svenska e-handelsmarknaden, mdSEK



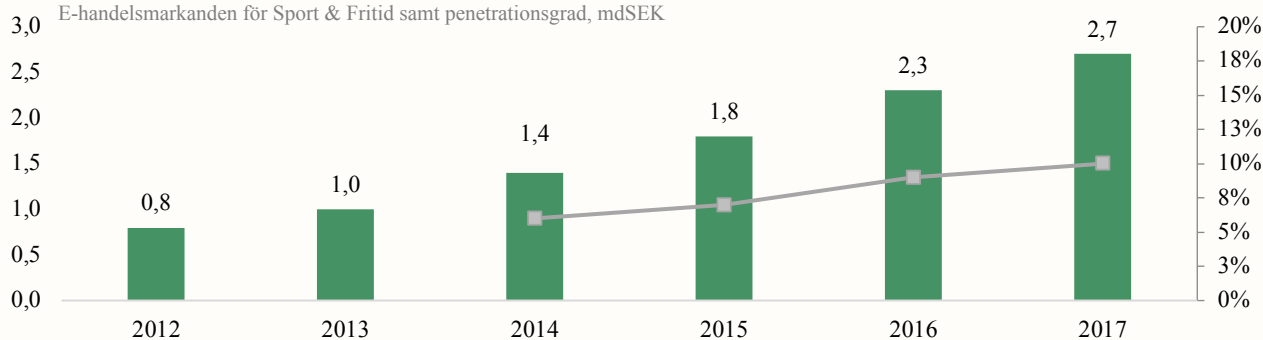
Källa: E-barometern, PostNord & Statista

## Marknaden för Sport & Fritid är i låg utsträckning digitaliserad

NORD verkar inom nischerna Fritid, Jakt, Fiske, Arbetskläder, Hund, mm. dessa tillhör det bredare segmentet *Sport & Fritid*. Sedan försäljningen inom Sport & Fritid börjades särredovisas av e-barometern har den vuxit från 0,8 mdSEK 2012 till 2,7 mdSEK 2017,<sup>3</sup> motsvarande en genomsnittlig årlig tillväxttakt om 27,5 %. 2017 växte marknaden med 17 %. Penetrationsgraden, andelen av försäljningen som skedde via e-handel, uppgick 2017 till 10 %. Då sport & fritidsartiklar primärt utgörs av lösa saker är den långsiktigt hållbara penetrationsgraden högre än för den aggregerade e-handelsmarknaden. Den låga penetrationsgraden väntas ligga till grund för att marknaden fortsatt kan växa i hög takt kommande år.

### Låg penetrationsgrad ger fortsatt utrymme för tillväxt

E-handelsmarknaden för Sport & Fritid samt penetrationsgrad, mdSEK



## Geografiskt struktur gynnar e-handel

År 2016 var 59 % av Sveriges sportfiskare bosatta utanför storstäderna.<sup>4,5</sup> Som konsekvens av detta är möjligheterna till ett utbrett fysiskt butiksutbud begränsade. Digitala butiker har således en tydlig konkurrensfördel mot fysiska butiker för många av kunderna.

1. E-barometern årsrapport 2017, PostNord, 2018. <https://goo.gl/158iC8>

2. E-Commerce, Sweden, Statista, januari 2018, <https://goo.gl/AMDNxU>

3. Sammanställning av PostNords e-handelsbarometern 2013-2018. <https://goo.gl/158iC8>

4. Fritidsfisket i Sverige 2016, Havs- och Vattenmyndigheten, 2017. <https://goo.gl/EC3msK>

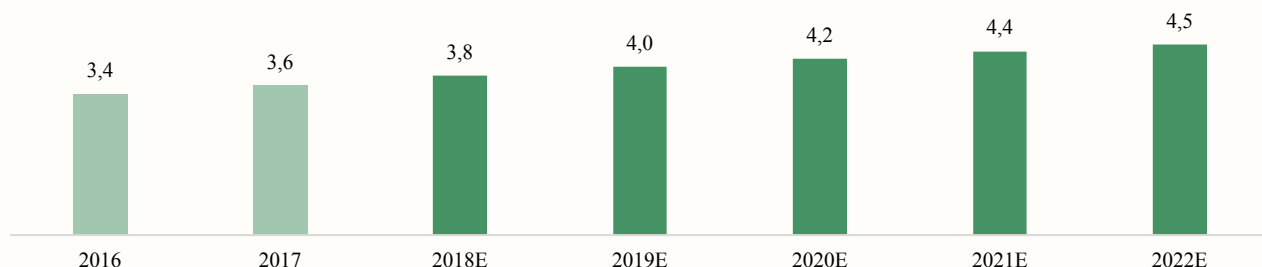
5. Storstäder avser städer och kommuner med över 200 000 invånare.

# MARKNADSANALYS

## Underliggande efterfrågan växer med 4,9 %

Den underliggande markanden för sport & outdoor estimeras växa med en genomsnittlig årlig tillväxttakt om 4,9 % 2017-2022E.<sup>6</sup>

### Svenska marknaden för sport & outdoor, mdSEK



## Svenska jägarkåren är under demografiska förändringar

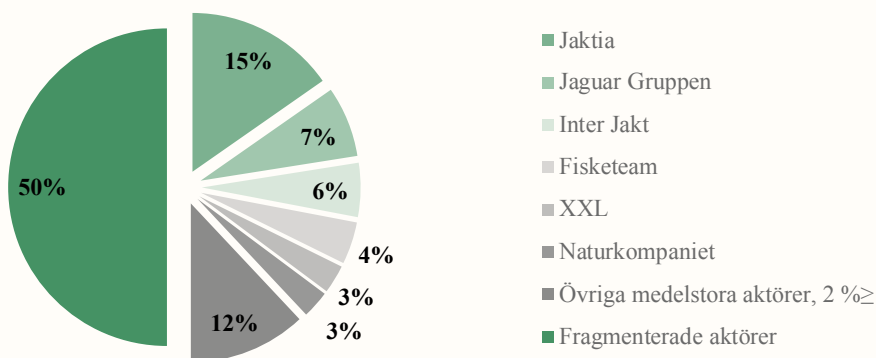
Den svenska jägarkåren upplever idag stora demografiska förändringar. 2016 utgjordes knappt 22 % av de godkända provdeltagarna för jägarexamen av kvinnor.<sup>7</sup> Detta är en betydligt större andel än den totala andelen aktiva (jaktkortslösare) kvinnliga jägare som 2016 uppgick till 6,5 %. Trenden illustreras även det totala antalet kvinnlig jaktkortslösare som 2014-2016 vuxit från 16 873 till 18 226. Detta kan medföra positiva effekter för e-handelsaktörer då kvinnor i större utsträckning handlar kläder via e-handel.<sup>8</sup> Vidare ser även jägarkåren en förnyringstrend. Anders Nilsson, jaktvårds-konsulent på Jägareförbundet i Södermanland:

*”Det vi ser är att det är betydligt fler yngre som tar jägarexamen nu jämfört med hur det var tidigare. Traditionellt har de som börjat jaga växt upp i en jagande familj. Nu kommer en grupp som inte har en naturlig koppling till jakten.”<sup>9</sup>*

## Marknaden för jakt och fiske är i stor utsträckning fragmenterad

Marknaden för jakt och fiske i Sverige estimeras av NORD ha uppgått till cirka 3 mdSEK 2015. Marknaden utgörs av ett fåtal medelstora aktörer och är i övrigt mycket fragmenterad. Detta hänförs bland annat till att den historiskt sett har utgjorts av många mindre lokala återförsäljare. De största aktörerna är Jaktia, Jaguar Gruppen, Inter Jakt samt Fisketeam som tillsammans innehar en marknadsandel om cirka 32 %. Vidare verkar även större detaljhandelskedjor på marknaden, så som Naturkompaniet och XXL. Trots att dessa aktörer är stora generellt sett bedöms deras marknadsandel vara begränsad inom jakt och fiske då dessa ej kan tillhandahålla samma breda produktutbudande som de nischade aktörerna.

### Marknadsfördelning



6. Digital Market Outlook, Statista, 2018. <https://goo.gl/Pbf72F>

7. Sammanställning från Svenska jägareförbundets årsredovisningar 2015-2017. <https://goo.gl/MFJQ8N>

8. E-barometern årsrapport 2017, PostNorr, 2018. <https://goo.gl/158iC8>

9. Peter Alexis, Jägarna – en subkultur i förändring, Kkuriren, 2015-10-12. <https://goo.gl/EDQiH6>



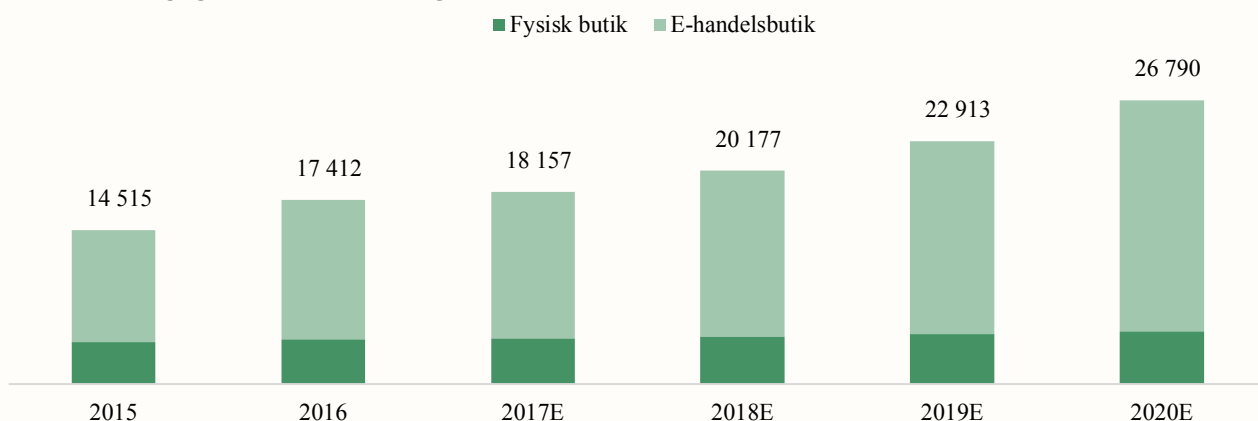
# FINANSIELLA PROGNOSE

NORDs huvudsakliga verksamhet består av försäljning av konfektion och utrustning. Försäljningsverksamheten sker i dotterbolagen Active Outfit och ITAB, där Jaktlust även ingår. Vidare driver NORD medieproduktion under varumärket Jaktlust i det separata dotterbolaget Cazadero Medieproduktion AB. Under 2017 har Bolaget centraliserat e-handelsplattformarna och deras lagersystem. Detta har inneburit engångskostnader för 2017 men väntas resultera i en lägre kostnadsmassa för efterföljande år.

## Dotterbolag: Active Outfit

Försäljningen i Active Outfit sker primärt genom e-handel men även via en fysisk butik. Den fysiska butiken antas ha utgjort 23 % av försäljningen 2017. Framgent estimeras e-handelsbutiken växa betydligt snabbare hänfört till den underliggande marknadsstrukturen. Active Outfit omsättning estimeras för helåret 2017 ha vuxit 4 %. Diskrepansen mot marknadstillväxten för e-handel inom Sport & Fiske om 17 % hänförs till att NORD under 2017 antas ha fokuserat på omstruktureringar, investeringar i den centrala plattformen samt lägre tillväxt i den fysiska butiken. Framöver estimeras e-handelsbutiken växa 13 % 2018, 16 % 2019 och 20 % 2020. Den tilltagande tillväxten hänförs till fortsatt etablering av varumärket. Den fysiska butiken estimeras växa med 5 % motsvarande marknadstillväxten.

Active Outfits prognostiserade nettoomsättning, tSEK



## Bruttokostnader

Bruttomarginalen skiljer sig avsevärt mellan egna och externa varumärken. Bruttomarginalen antas för externa varumärken uppgå i genomsnitt till 27 % och för egna varumärken till 59 %. Vidare skiljer sig bruttomarginalen även betydligt mellan konfektion och utrustning, där konfektion generellt sett har en högre marginal. 2015 och 2016 uppgick bruttomarginalen till drygt 27 %, där försäljningen endast antas ha utgjorts av externa varumärken. Sedan sammanslutning med ITAB har Active Outfit fått tillgång till det egna varumärket T&P. T&P antas ha haft en bidragande margineffekt under 2017. Samtidigt så bedöms den långsiktiga möjligheten att sälja egna varumärken på Active Outfit som något begränsad då fokussegmentet har ett större varumärkesfokus. Andel externa varumärken väntas 2020 utgöra 21 % av Active Outfits försäljning. Till följd av detta estimeras bruttomarginalen öka från 27,7 % 2016 till 33,7 % 2020.

År	Bruttomarginal externa varumärken	Bruttomarginal egna varumärken	Andel egna varumärken	Bruttomarginal	Bruttokostnader, tSEK
2017	27 %	59 %	10 %	30 %	- 12 674
2018	27 %	59 %	16 %	32 %	- 13 596
2019	27 %	59 %	19 %	33 %	- 15 233
2020	27 %	59 %	21 %	34 %	- 17 657

# FINANSIELLA PROGNOSE

## Personalkostnader

Active Outfits personalkostnader utgörs primärt av ledning, IT, säljare och lagerarbetare. Framtida försäljningstillväxt förväntas endast ge upphov till en något utökad lagerpersonal.

År	Genomsnittligt antal anställda <sup>1</sup>	Genomsnittlig kostnad per anställd, tSEK	Personalkostand, tSEK
2017	5,0	-450	-2 250
2018	6,0	-459	-2 754
2019	6,1	-463	-2 837
2020	6,2	-468	-2 922

<sup>1</sup>Beräkning görs utifrån genomsnittligt antal anställda, då anställning antas ske fördelat över ett helt kalenderår.

## Övriga externa kostnader

Övriga externa kostnader utgörs primärt av kostnader relaterade till marknadsföring, lokaler och e-handelsplattformen. Marknadsföringskostnaderna estimeras i genomsnitt ha utgjort 9 % av omsättningen 2016. 2020 estimeras marknadsföringskostnaderna, i relativa termer, sjunka till 8,3 % av omsättningen. Centraliseringen av lager och e-handelsplattform under 2017 antas ha inneburit att Active Outfit framöver bär en lägre andel av koncernens totala kostnader för dessa områden. Detta estimeras medföra en kostnadsminskning 2017. E-handelsplattformen och lagerlokaler estimeras vara tillräckliga för ökade försäljningsvolymerna. Dessa estimeras växa med 3 % årligen.

År	Marknadsföringskostnader, tSEK	Marknadsföringsandel av omsättning	Övriga externa kostnader, tSEK	Totala övriga externa kostnader, tSEK
2017	-1 601	8,8 %	-3 480	-5 081
2018	-1 744	8,6 %	-3 062	-4 806
2019	-1 941	8,5 %	-3 154	-5 095
2020	-2 224	8,3 %	-3 249	-5 473

## Avskrivningar och investeringar

Active Outfits investeringar utgörs av inventarier samt investeringar i immateriella tillgångar genom aktiverat arbete för egen räkning. De genomsnittliga årliga investeringarna i materiella tillgångar estimeras i genomsnitt uppgå till 50 tSEK per år. De genomsnittliga årliga aktiverade kostnaderna estimeras uppgå till 100 tSEK. Samtliga antas skrivas av på 5 år.

År, tSEK	Investeringar i materiella tillgångar	Aktiverade kostnader	Avskrivningar
2017	50	100	-144
2018	50	100	-174
2019	50	100	-204
2020	50	100	-199

## Rörelseresultat

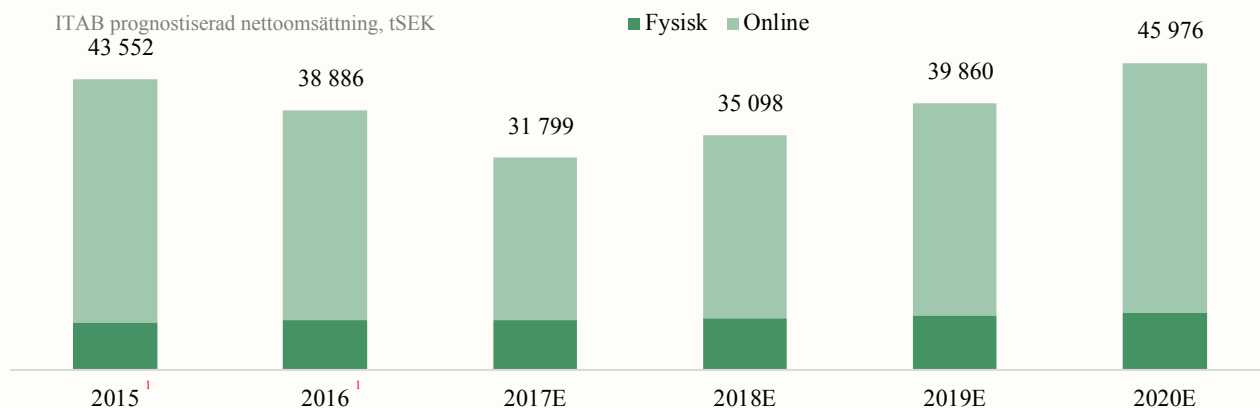
Givet ovanstående prognoser estimeras Active Outfit succesivt minska sitt negativa resultat samt 2020 vara lönsamma på rörelsenivå.

Finansiell prognos Active Outfit, tSEK	2017	2018	2019	2020
<b>Nettoomsättning</b>	18 157	20 177	22 913	26 790
<b>EBITDA</b>	-1 748	-980	-252	739
<b>EBIT</b>	-1 892	-1 154	-456	541

# FINANSIELLA PROGNOSE

## Dotterbolag: ITAB

E-handelsförsäljningen av konfektion och utrustning sker dels genom ITAB:s hemsida och dels genom Jaktlusts hemsida. 2017 estimeras e-handelskanalerna ha utgjort 77 % av försäljningen, resterande 23 % härstammar från den fysiska butiken. Under 2017 har ITAB:s system och e-handelsplattform centraliserats med Active Outfits, detta antas ha varit en bidragande orsak till att tillväxten 2017 var negativ. Även Jaktlust har sett stora förändringar som gjort att försäljning inte har prioriterats. Framgent estimeras e-handelsbutikerna växa betydligt snabbare hänfört till den underliggande marknadsstrukturen. E-handelsbutikerna estimeras växa i snitt 15 % 2018 till 2020. Den fysiska butiken estimeras växa med 5 % motsvarande marknadstillväxten.



## Bruttokostnader

ITAB:s bruttomarginal för externa varumärken estimeras vara högre än Active Outfits då produktmixen i större utsträckning utgörs av konfektion. Bruttomarginalen antas för externa varumärken uppgå i genomsnitt till 30 % och för egna varumärken till 59 %. 2015 och 2016 uppgick bruttomarginalen till 46 % respektive 34 %. Den lägre marginalen 2016 bedöms vara hänförlig till lägre andel egna varumärken samt lägre volymer. 2020 estimeras externa varumärken utgöra 45 % av ITAB:s försäljning.

År	Bruttomarginal externa varumärken	Bruttomarginal egna varumärken	Andel egna varumärken	Bruttomarginal	Bruttokostnad, tSEK
2017	30 %	59 %	40 %	42 %	- 18 879
2018	30 %	59 %	45 %	43 %	- 20 157
2019	30 %	59 %	45 %	43 %	- 22 520
2020	30 %	59 %	45 %	43 %	- 25 546

## Personalkostnader

I och med centraliseringen av e-handelsplattformen och till viss del lagerhållning så har personalbehovet reducerats avsevärt. Till 2018 antas antalet anställda ha minskats till 6 från 13 2016. Liknade Active Outfit antas ökade försäljningsvolymer ge upphov till ytterligare lagerarbetare.

År	Genomsnittligt antal anställda <sup>1</sup>	Genomsnittligt kostnad per anställd, tSEK	Personalkostnad, tSEK
2017	13,0	-551	-7 159
2018	6,5	-500	-3 250
2019	6,6	-505	-3 347
2020	6,8	-510	-3 448

<sup>1</sup>Beräkning görs utifrån genomsnittligt antal anställda, då anställning antas ske fördelat över ett helt kalenderår.

# FINANSIELLA PROGNOSE

## Övriga externa kostnader

Marknadsföringskostnaderna estimeras i genomsnitt ha utgjort 10 % av omsättning 2016. 2020 estimeras marknadsföringskostnaderna, i relativa termer, sjunka till 9,4 % av omsättningen. Centralisering av lager och e-handelsplattformen under 2017 estimeras ge upphov till en minskning av de övriga kostnaderna.

År, tSEK	Marknadsföring	Marknadsföringsandel av omsättning	Övriga externa kostnader	Totala övriga externa kostnader
2017	-3 180	10,0%	-10 214	-13 394
2018	-3 440	9,8%	-8 682	-12 122
2019	-3 828	9,6%	-9 030	-12 858
2020	-4 327	9,4%	-9 391	-13 718

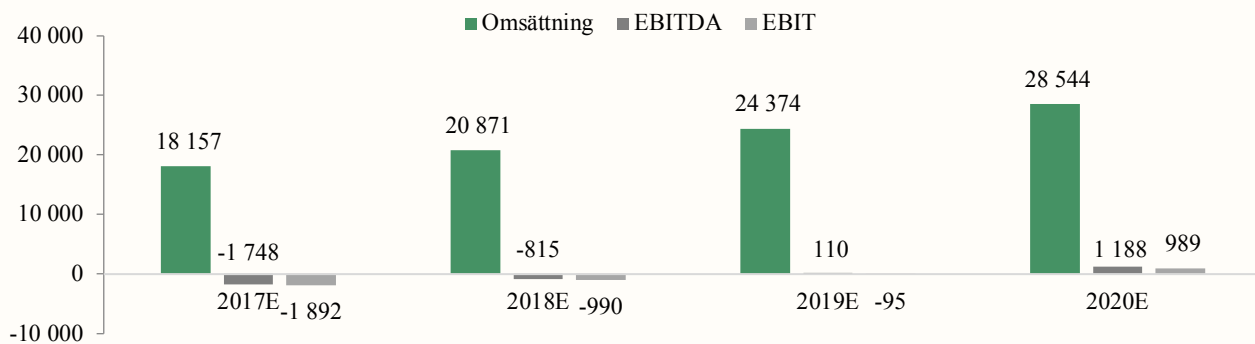
## Avskrivningar och investeringar

ITAB:s investeringar utgörs av inventarier, förbättringar på annans fastighet samt aktiverat arbete för egen räkning. De genomsnittliga investeringarna i inventarier estimeras uppgå till 100 tSEK med en avskrivningsperiod på 5 år. Vidare estimeras även de genomsnittliga aktiverade kostnaderna uppgå till 100 tSEK med en avskrivningsperiod på 5 år. Förbättring på annans fastighet estimeras uppgå till 50 tSEK per år i genomsnitt med en avskrivningsperiod på 20 år.

År, tSEK	Investeringar i materiella tillgångar	Arbete på annans fastighet	Aktiverade kostnader	Avskrivningar
2017	100	50	100	-508
2018	100	50	100	-558
2019	100	50	100	-531
2020	100	50	100	-581

## Rörelseresultat

NORD har guidat om att ITAB ska nå ett positivt EBITDA 2018. För 2018 estimeras ett negativt EBITDA om -195 tSEK (- 395 tSEK exklusive aktiverat arbete för egen räkning).



Källa: ITAB, Analyst Groups estimat

## Engångskostnader

Omstruktureringsarbeten med att centralisera IT-system och lagerhållning samt nedskärningar i personalstyrkan estimeras ha medfört engångskostnader om 8 000 tSEK 2017. Dessa väntas inte ha någon påverkan på 2018 års resultat. Till följd av att större delar av lagret kan hållas gemensamt estimeras varulagret som andel av omsättningen sjunka från 37 % 2016 till 24 % 2018 och efterföljande år.

# FINANSIELLA PROGNOSE

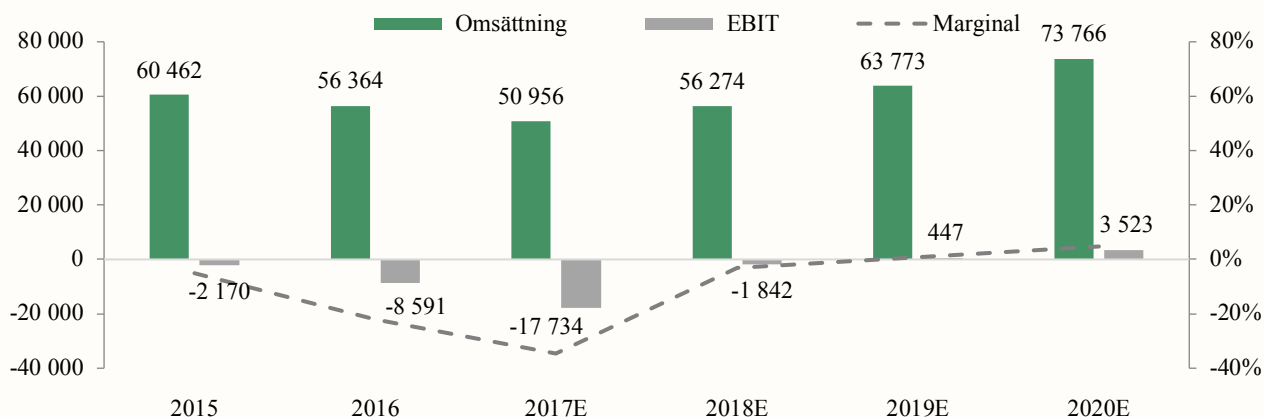
## Mediaproduktion för Jaktlust

NORDs tredje dotterbolag utgörs av Cazadero Mediaproduktion som producerar det innehåll som finns på Jaktlust. Finansiering sker främst genom produktplacering och andra reklamintäkter. I framtiden estimeras produktionen i genomsnitt omsätta 1 000 tSEK med ett genomsnittligt rörelseresultat om 0 SEK.

## Koncernens finansiella prognos

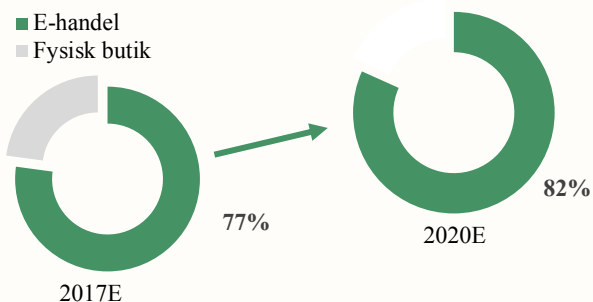
Vid konsolidering av respektive dotterbolag framgår det att NORD estimeras uppnå ett positivt rörelseresultat 2019E.

Konsoliderad finansiell prognos (Base), tSEK	2017E	2018E	2019E	2020E
Omsättning, inklusive aktiverade kostnader	50 956	56 274	63 773	73 766
Kostnad sålda varor	-31 453	-33 753	-37 753	-43 203
<b>Bruttoresultat</b>	19 803	22 822	26 319	30 863
<i>Bruttomarginal</i>	38,6 %	40,3 %	41,1 %	41,7 %
Rörelsekostnader, exkl. avskrivningar	-36 885	-23 932	-25 137	-26 560
<b>EBITDA</b>	-17 082	-1 110	1 182	4 303
<i>EBITDA-marginal</i>	-33,5 %	-2,0 %	1,9 %	5,8 %
Av- och nedskrivningar	-652	-732	-735	-780
<b>EBIT</b>	-17 734	-1 842	447	3 523
<i>EBIT-marginal</i>	-34,6 %	-3,3 %	0,7 %	4,8 %



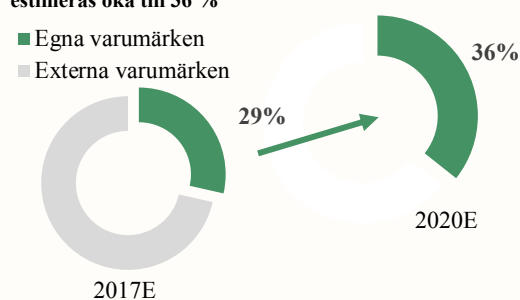
Den totala andelen av försäljningen från e-handel estimeras 2020 uppgå till 82 %. Den totala andelen av försäljningen som härstammar från egna varumärken estimeras 2020 uppgå till 36 %.

Andel av den total försäljningen från e-handel estimeras öka till 82 %



Källa: Active Outfit, Cazadero Mediaproduktion, ITAB, Analyst Groups estimat

Andel av den total försäljningen som består av egna varumärken estimeras öka till 36 %



Källa: Active Outfit, Cazadero Mediaproduktion, ITAB, Analyst Groups estimat

# VÄRDERING

## Värderingen baseras på en viktad EV/Sales och EV/EBIT

Värderingen baseras på EV/Sales och EV/EBIT viktade 65 % respektive 35 %. Detta hänförs till att NORD verkar på en tillväxtmarknad och tillväxt antas således premieras över lönsamhet på kort sikt. Målmultipeln för EV/Sales baseras på en noterad peer-grupp bestående av Amer Sports, Boozt, Fenix Outdoor, Sportamore samt XXL. Då NORD är betydligt mindre, har kortare historik, generellt sett har högre operationell risk och dessutom är onoterade ges upphov för en betydande rabatt. Målmultipeln för EV/EBIT baseras på Amer Sports, Fenix Outdoor samt XXL, då Boozt och Sportamore ej är lönsamma. Om Bolaget på sikt uppvisar en bättre lönsamheten bedöms den motiverade rabatten vara lägre vilket skall innebära en högre värdering.

Peers <sup>10</sup>	EV, MSEK	EV/EBIT	EV/SALES
Amer Sports	34 714	21,4x	1,3x
Fenix Outdoor	13 512	16,9x	2,6x
XXL	13 659	20,0x	1,5x
Boozt	3 781	neg.	1,9x
Sportamore	874	neg.	1,2x
<b>Snitt</b>	<b>13 308</b>	<b>19,4x</b>	<b>1,7x</b>
<b>Målmultipel</b>		<b>12,0x</b>	<b>1,0x</b>
Implicerad rabatt		38 %	41 %

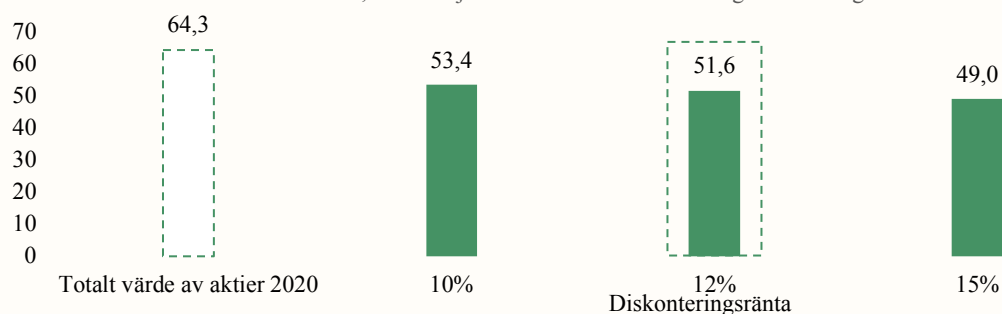
  

Värderingsmått	Målmultipel	Bolagsvärde	Vikt	Implicerat bolagsvärde 2020
Sales 2020	73,8 MSEK	1,0x	73,8 MSEK	<b>62,8 MSEK</b>
EBIT 2020	3,5 MSEK	12,0x	42,3 MSEK	

Nedan presenteras tre olika diskonteringsräntor för att illustrera skillnaden i bolagsvärde hänfört till val av diskonteringsränta. Givet en diskonteringsränta om 12 % impliceras ett bolagsvärde 2018 om 50,0 MSEK 2018. Justerat för en långsiktig lägre kapitalbindning i lager om 8 MSEK samt estimerad nettoskuld om 6,5 MSEK (ca. 8 MSEK 2016A) ges ett totalt aktievärde om 52 MSEK,<sup>11</sup> vilket kan jämföras med pre-money värderingen om 43,2 MSEK.

### Total värde av aktierna uppgår till 51,6 MSEK 2018

Bolagsvärde 2020 diskonterat till ett nuvärde om 50,0 MSEK justerat för nettoskuld och lagerförändringar



### Förvärv utgör en ytterligare option i värderingen

Värderingen tar inte hänsyn till eventuella förvärv, trots att förvärv är en central del av Bolagets strategi. Anledning till det är osäkerheten för när dessa skulle kunna ske och av vilken karaktär dessa skulle kunna vara av. Vidare är det även svårt att avgöra hur värdeskapande dessa skulle kunna vara. Empiriska studier av McKinsey inkluderande över 300 förvärv visar på att det genomsnittliga värdet på ett års sikt efter tillträde varit negativt.<sup>12</sup> Å andra sidan är konsolidering av fragmenterade marknader exempel på när förvärv skapat värde. I NORDs fall så kan centralisering av lager och e-handelsplattform samt ytterligare försäljningskanaler för egna varumärken vara tydliga exempel på värdeskapande faktorer. Vidare är även potentiella förvärvsobjekt onoterade och små till storleken vilket bör ge upphov till attraktiva förvärvsmultiplar. Således kan eventuella förvärv ses som en option till ytterligare uppsida i värderingen, och får av investerare utvärderas löpande.

10. Bloomberg

11. Totalt aktievärde definieras som Aanlyst Groups värdering av de befintliga aktierna.

12. Koller, Goedhart & Wessels, *Valuation, Fifth Edition*, McKinsey, 2010.

# BULL & BEAR

## Bull scenario

I ett Bull scenario förväntas NORD kunna växa intäkterna från samtliga e-handelsbutiker i högre takt. Tillväxten i de fysiska butikerna förväntas vara i linje med Base scenario. Sammantaget estimeras nettoomsättningen 2017-2020 växa med CAGR 15,0 %, vilket kan jämföras med 13,1 % i ett Base scenario. Vidare väntas NORD lyckas öka andelen av försäljningen som utgörs av egna varumärken, primärt drivet av ökad andel från Active Outfit. Bruttomarginalen för hela koncernen estimeras öka från 38,6 % 2017 till 42,1 % 2020. Den ökade försäljningen förväntas ge upphov till ett något högre personalbehov, hänförligt lagerpersonal. Den ökade försäljningen väntas även leda till att Bolaget fortsatt investerar i marknadsföring för att kapitalisera på varumärkenas genomslagskraft. Resterande övriga externa kostnader förväntas inte påverkas av en ökad försäljning. Investeringar och avskrivningar estimeras vara i linje med Base scenario.

Konsoliderad finansiell prognos (Bull), tSEK	2017E	2018E	2019E	2020E	Base scenario, 2020E
Omsättning, inklusive aktiverade kostnader	50 956	57 563	66 316	77 452	73 766
Kostnad sålda varor	-31 453	-34 356	-38 931	-45 047	-43 203
<b>Bruttoresultat</b>	19 803	23 507	27 685	32 706	30 863
<i>Bruttomarginal</i>	38,6 %	40,6 %	41,6 %	42,1 %	41,7 %
Rörelsekostnader, exkl. avskrivningar	-36 885	-24 052	-25 429	-27 018	-26 560
<b>EBITDA</b>	-17 082	-545	2 256	5 688	4 303
<i>EBITDA-marginal</i>	-33,5 %	-1,0 %	3,5 %	7,7 %	5,8 %
Av- och nedskrivningar	-652	-732	-735	-780	-780
<b>EBIT</b>	-17 734	-1 277	1 521	4 908	3 523
<i>EBIT-marginal</i>	-34,6 %	-2,3 %	2,4 %	6,6 %	4,8 %

## Värdering

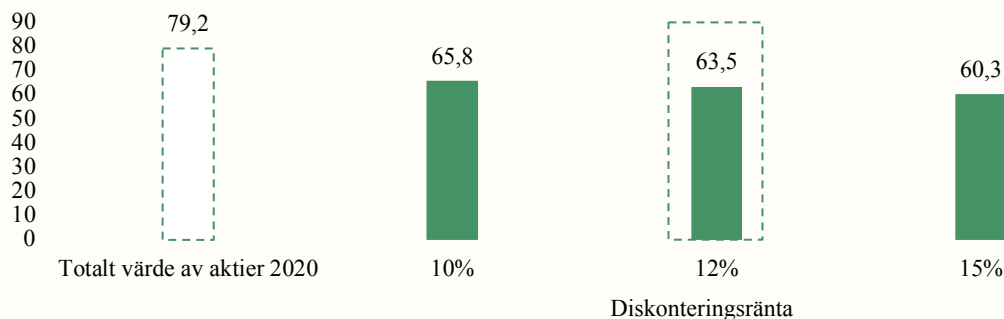
Givet den högre tillväxttakten och betydligt högre lönsamheten antas högre målmultiplar vara motiverade. EV/Sales antas till 1,1x och EV/EBIT till 11,0x, motsvarande en rabatt om 37 % respektive 32 %. Viktningen 65 % EV/Sales och 35 % EV/EBIT ger ett implicerat Bolagsvärde 2020 om 77,7 MSEK.

	Värderingsmått	Målmultipel	Bolagsvärde	Vikt	Implicerat bolagsvärde 2020
Sales 2020	77,5 MSEK	1,1x	85,2 MSEK	65%	77,7 MSEK
EBIT 2020	4,9 MSEK	13,0x	63,8 MSEK	35%	

Givet en diskonteringsränta om 12 % impliceras 2018 ett bolagsvärde om 62,0 MSEK. Justerat för en lägre kapitalbindning i lager samt nettoskuld ges ett totalt aktievärde om 63,5 MSEK, vilket kan jämföras med pre-money värderingen om 43,2 MSEK.

### Totalt värde av aktierna uppgår till 63,5 MSEK 2018

Bolagsvärde 2020 diskonterat till ett nuvärde om 62,0 MSEK justerat för nettoskuld och lagerförändringar



## Förvärv

I ett Bull scenario kan NORD även förväntas göra förvärv som bidrar till aktieägarevärde. Dessa har inte tagits hänsyn till i värdering och skulle kunna utgöra ytterligare värde.

# BULL & BEAR

## Bear scenario

I ett Bear scenario förväntas tillväxten vara betydligt lägre än i Base scenariot. ITAB:s e-handelsbutik estimeras växa med en CAGR om 9,3 %, Active Outfits e-handelsbutik estimeras växa med en CAGR om 7,3 %. ITAB:s omsättning antas vara mindre volatil till följd av att varumärket är mer etablerat och kunderna antas vara mer återkommande. De fysiska butikerna estimeras växa med 3 %. Sammantaget estimeras nettoomsättningen 2017-2020 växa med en CAGR om 7,3 %, vilket kan jämföras med 13,1 % i Base scenariot. Vidare antas andelen av försäljningen som utgörs av egna varumärken vara lägre. Detta hänförs primärt till att Active Outfits kunder i större utsträckning köper starkare varumärken. Till följd av detta estimeras bruttomarginalen 2020 uppgå till 41,3 %. Den lägre tillväxten antas ge upphov till ökade investeringar i marknadsföring för att Bolaget på sikt ska öka tillväxttakten igen. Resterande rörelsekostnader samt investeringar antas utvecklas i linje med Base scenariot.

Konsoliderad finansiell prognos (Bear), tSEK	2017E	2018E	2019E	2020E	Base scenario, 2020E
Omsättning, inklusive aktiverade kostnader	50 956	53 570	57 437	62 941	73 766
Kostnad sålda varor	-31 453	-32 173	-34 188	-37 139	-43 203
<b>Bruttoresultat</b>	19 803	21 697	23 549	26 102	30 863
<i>Bruttomarginal</i>	38,6 %	40,3 %	40,8 %	41,3 %	41,7 %
Rörelsekostnader, exkl. avskrivningar	-36 885	-24 343	-25 939	-27 222	-26 560
<b>EBITDA</b>	-17 082	-2 645	-2 390	-1 120	4 303
<i>EBITDA-marginal</i>	-33,5 %	-4,7 %	-3,7 %	-1,5 %	5,8 %
Av- och nedskrivningar	-652	-732	-735	-780	-780
<b>EBIT</b>	-17 734	-3 377	-3 125	-1 900	3 523
<i>EBIT-marginal</i>	-34,6 %	-6,0 %	-4,9 %	-2,6 %	4,8 %

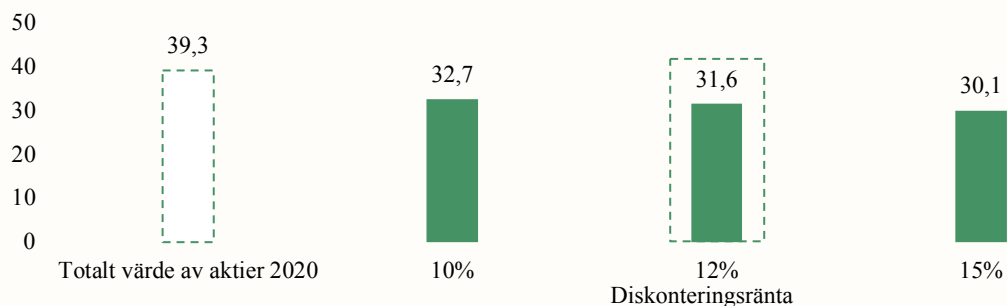
## Värdering

Då NORD i ett Bear scenario inte förväntas vara lönsamma baseras värderingen enbart på EV/Sales. I och med att Bolaget ej är lönsamt samt att omsättningstillväxten estimeras vara betydligt lägre än marknadstillväxten så motiveras en betydligt lägre målmultipel. EV/Sales antas till 0,6x vilket motsvarar en rabatt om 65 % mot peer-gruppen. Detta ger 2020 ett implicerat bolagsvärde om 37,8 MSEK. Givet en diskonteringsränta om 12 % impliceras 2018 ett bolagsvärde om 30 MSEK. Justerat för en lägre kapitalbindning i lager samt nettoskuld ges ett totalt aktievärde om 31,6 MSEK, vilket kan jämföras med pre-money värderingen om 43,2 MSEK.

	Värderingsmått	Målmultipel	Bolagsvärde	Vikt	Implicerat bolagsvärde 2020
Sales 2020	62,9 MSEK	0,6x	37,8 MSEK	100 %	<b>37,8 MSEK</b>
EBIT 2020	neg.	n/a	n/a	n/a	

## Totalt värde av aktierna uppgår till 31,6 MSEK 2018

Bolagsvärde 2020 diskonterat till ett nuvärde om 30,0 MSEK justerat för nettoskuld och lagerförändringar



## Förvärv

I ett Bear scenario kan NORD även förväntas göra förvärv. Dessa skulle kunna påverka ovanstående värdering både på positivt och negativt.



# LEDNING & STYRELSE



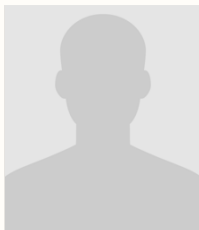
## Victor Wennerholm, Verkställande direktör

Victor Wennerholm är VD sedan 2017 men har varit aktiv som styrelseledamot sedan 2016. Victor innehar en masterexamen i ekonomi med inriktning finans från Stockholms Universitet. Som VD och grundare av dotterbolaget Active Outfit har Victor över sju års erfarenhet av jakt och outdoor-marknaden samt operativt arbete i koncernen. Tidigare erfarenheter inom finans. Utöver engagemanget i NORD är Victor delägare i Redeal STHLM och Colourpicture.se. *Åger 504 271 aktier i NORD (motsvarande 4,7 % av aktierna).*



## Carl Bofeldt, Chief Operating Officer (COO)

Carl Bofeldt är COO i NORD sedan 2017. Carl har akademiska meriter från Örebro Universitet inom ekonomi, marknadsföring och psykologi. Vidare har Carl tidigare erfarenhet från ledande befattningar inom försäljning, marknadsföring och affärsutveckling, däribland som 'Head of Sponsorship & Event' på Betsson. *Åger 37 324 aktier i NORD (motsvarande 0,3 % av aktierna).*



## Joakim Hansson, Chief Financial Officer (CFO)

Joakim Hansson är CFO i NORD (konsultbasis) på uppdrag av HMP Family Service AB. Joakim har tidigare erfarenhet som factoringchef på Retail Finance och Controller på Payer Financial Services AB. *Åger inga aktier i NORD.*



## Alexander Hartman, Styrelseordförande

Alexander Hartman är styrelseordförande i NORD sedan 2017 men har varit med i styrelsen sedan 2016. Alexander innehar en masterexamen inom Corporate Finance från Handelshögskolan i Stockholm. Vidare har Alexander tidigare erfarenhet från Goldman Sachs, Altor Equity Partners, Helly Hansen, Northvolt och andra uppdrag inom affärsutveckling i mindre företag. *Åger 85 131 i NORD (motsvarande 0,8 % av aktierna).*



## Peter Bengtsson, Styrelseledamot

Peter Bengtsson är styrelseledamot sedan 2017. Peter är även styrelsens representant i den operativa ledningsgruppen. Vidare har Peter flera års erfarenhet av jakt och outdoor-marknaden samt koncernen genom ett tidigare strategiskt engagemang i dotterbolaget Active Outfit. Utöver det har Peter lång erfarenhet som entreprenör och har bland annat grundat och varit VD för P&L Nordic AB. *Åger 325 122 aktier i NORD (motsvarande 3,0 % av aktierna).*

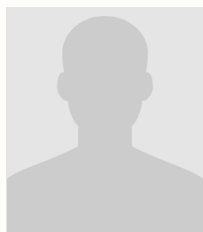


## Kim Alltorp, Styrelseledamot

Kim Alltorp är styrelseledamot i NORD sedan 2016. Kim har bland annat akademiska meriter från Göteborgs Universitet och innehar en masterexamen inom marknadsföring. Vidare har Kim flera års erfarenhet av jakt och outdoor-marknaden samt koncernen genom ett tidigare strategiskt engagemang i dotterbolaget Active Outfit. Utöver det har Kim tidigare erfarenheter från Volvo, Astra Zeneca, Google, Procter & Gamble, eBay och Spotify. *Åger 500 953 aktier i NORD (motsvarande 4,6 % av aktierna).*

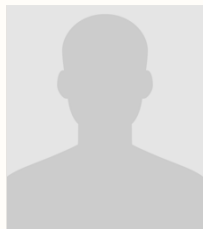
# LEDNING & STYRELSE

---



## **Patrik Strand, Styrelseledamot**

Patrik Strand är styrelseledamot sedan 2017. Patrik innehar akademiska meriter från Sanda University, Shanghai. Patrik har över 30 års erfarenhet inom FMCG (*fast moving consumer goods*) från ledande befattningar på bland annat Nike och Helly Hansen. *Äger inga aktier i NORD.*



## **Martin Roos, Styrelseledamot**

Martin Roos är styrelseledamot sedan 2017. Martin har gedigen tidigare erfarenhet från bland annat ICA-gruppen, GE Capital Banco Santander, Retailfinance AB, Société General och Gjensidige Bank. *Äger inga aktier i NORD.*

## APPENDIX I

Konsoliderad resultaträkning, tSEK	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
Omsättning Active Outfit	14 865	17 412	18 257	20 277	23 013	26 890
Omsättning ITAB	46 211	39 017	31 999	35 298	40 060	46 176
Medieproduktion	2 395	66	1 000	1 000	1 000	1 000
<b>Toal Omsättning</b>	<b>63 471</b>	<b>56 495</b>	<b>51 256</b>	<b>56 574</b>	<b>64 073</b>	<b>74 066</b>
<i>Omsättningsstillväxt</i>	<i>22 %</i>	<i>-11 %</i>	<i>-9 %</i>	<i>10 %</i>	<i>13 %</i>	<i>16 %</i>
Kostnad sålda varor	-33 913	-38 143	-31 453	-33 753	-37 753	-43 203
<b>Bruttoresultat</b>	<b>26 549</b>	<b>18 221</b>	<b>19 803</b>	<b>22 822</b>	<b>26 319</b>	<b>30 863</b>
<i>Bruttomarginal</i>	<i>41,8 %</i>	<i>32,3 %</i>	<i>38,6 %</i>	<i>40,3 %</i>	<i>41,1 %</i>	<i>41,7 %</i>
Rörelsekostnader	-30 942	-28 465	-36 885	-23 932	-25 137	-26 560
<i>% omsättning</i>	<i>-49 %</i>	<i>-50 %</i>	<i>-72 %</i>	<i>-42 %</i>	<i>-39 %</i>	<i>-36 %</i>
<b>EBITDA</b>	<b>-1 736</b>	<b>-7 931</b>	<b>-17 082</b>	<b>-1 110</b>	<b>1 182</b>	<b>4 303</b>
<i>EBITDA-marginal</i>	<i>-2,9 %</i>	<i>-14,1 %</i>	<i>-33,5 %</i>	<i>-2,0 %</i>	<i>1,9 %</i>	<i>5,8 %</i>
Avskrivningar	-469	-789	-652	-732	-735	-780
<i>% omsättning</i>	<i>-0,7 %</i>	<i>-1,4 %</i>	<i>-1,3 %</i>	<i>-1,3 %</i>	<i>-1,1 %</i>	<i>-1,1 %</i>
<b>EBIT</b>	<b>-2 205</b>	<b>-8 720</b>	<b>-17 734</b>	<b>-1 842</b>	<b>447</b>	<b>3 523</b>
<i>EBIT-marginal</i>	<i>-3,5 %</i>	<i>-15,4 %</i>	<i>-34,6 %</i>	<i>-3,3 %</i>	<i>0,7 %</i>	<i>4,8 %</i>

# 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 fransäger 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://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 **NORD Nordic Retail & Distribution 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 2014-2018). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.

Ag

Analyst Group

# AG EQUITY RESEARCH AB

RIDDARGATAN 35  
114 57 STOCKHOLM

© AG Equity Research AB 2014-2018  
[WWW.ANALYSTGROUP.SE](http://WWW.ANALYSTGROUP.SE)