

ANALYTIKER

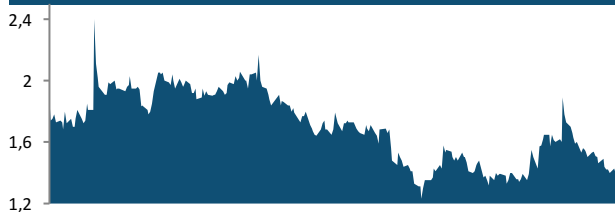
Olof Ståhl	Äger inte aktier i bolaget
Emil Erbing	Äger inte aktier i bolaget

Venue Retail Group AB

Aktiekurs	1,37
52 v högsta / lägsta	2,48/1,2
Antal aktier	145 095 629
Börsvärde (MSEK)	195,9
Nettoskuld (MSEK)	37,2
EV (MSEK)	236,1
Sektor	Dagligvaror
Lista / kortnamn	Stockholm Small Cap / VRG B
Nästa rapport	11-01-2018

UTVECKLING

1 månad	- 8,05 %
3 månader	1,48 %
1 år	-21,71 %
YTD	-30,81 %

AKTIEKURS 1år (SEK)

HUVUDÄGARE %

Banque Internationale	14,50
Varenne AB	13,80
SEB Life International	7,30
Danica Pension	5,30
Avanza Pension	4,40

LEDNING

Verkställande direktör	Jonas Ottosson
Styrelseordförande	Ulf Eklöf

FINANCIAL FORECAST

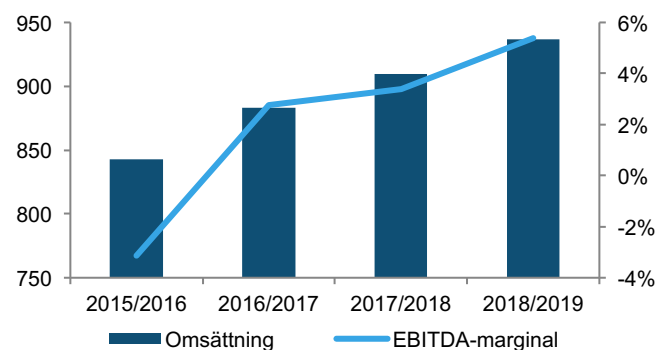
MSEK	15/16A	16/17A	17/18E	18/19E
Omsättning	842,6	882,9	909,3	936,4
EBITDA-marginal	-3,1 %	2,8 %	3,4 %	5,4 %
EV/S	0,26	0,25	0,24	0,24
EV/EBITDA	-8,4	10,1	7,94	4,87

Omstrukturering skapar ökad kostnadskontroll och lönsamhet Venue Retail Group genomgår för närvarande en omstrukturering då bolaget haft stora problem att skapa tillväxt, lönsamhet och positivt kassaflöde. 46 stycken olönsamma butiker har stängts hittills som bidragit till lägre omkostnader och bättre kostnadskontroll, i kombination med tillsättning av ny ledning och VD.

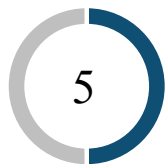
50,8 % högre kapitalomsättningshastighet än peer-genomsnittet Bolaget har genom nedskrivningar minskat balansräkningen rejält och använder därigenom kapitalet effektivare för att skapa omsättning än peers. Kapitalomsättningshastigheten uppgår till 2,64 på 2017/2018E. Med en större kostnadskontroll finns det därför goda förutsättningar för att skapa lönsamhet framöver med högre avkastning på kapital.

Mindre finansiell risk genom nedskrivningar och konverterat lån med ineffektivare lagerhållning Lager/omsättning har stadigt ökat varje år, som implicerar att bolaget blir ineffektivare i sin lagerhållning. Genom nyemission 2016 om 132 MSEK har bolaget kunna betala av skulder och konverterat lån för att säkerställa betalningsförmåga samt lansera nya e-plattformar.

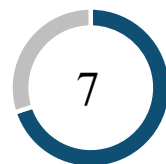
Nedsida 2018E om 24,4 % Bolaget handlas idag till en obefogad premie mot peers, men bör handlas till en rabatt och det föreligger därför nedsida för bolaget. Med rabatt mot peers motiveras EV/EBITDA till 6 som medför en nedsida om 24,4 % 2018E men uppsida för 2019E.



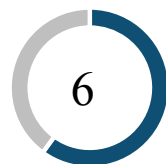
Värde drivare



Quality of earnings



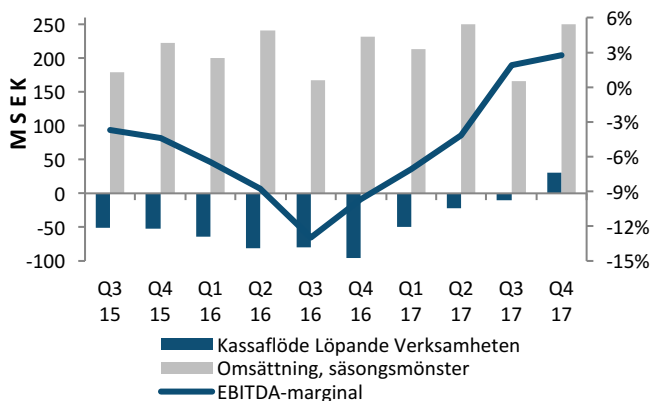
Ledning & styrelse



Risknivå

Venue Retail Group AB, VRG, är en ledande aktör inom väskor/accessoarer och skor, med ca 127 butiker i Sverige och Norge. Verksamheten drivs med både egna och externa varumärken. Affärsområdet Accessoarer utgör 70 % av nettoomsättningen (Accent, Morris), samt Skor 30 % (Rizzo och NK Skor & Accessoarer).

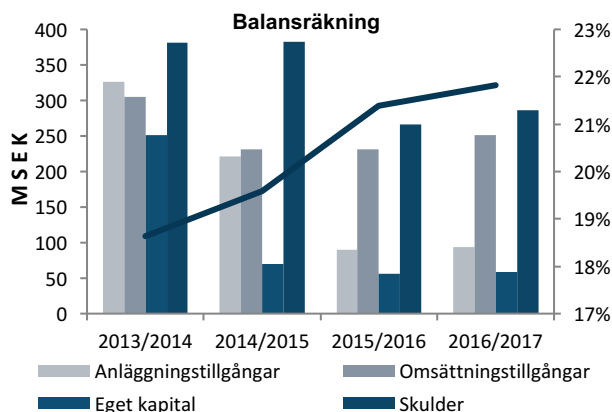
Omstrukturering har lett till ökad kostnadskontroll och lönsamhetsförbättringar. VRG genomgår för närvarande ett strategiskt förändringsarbete genom strukturella transaktioner, kapitalstruktur och andra möjliga förändringar, då bolaget varken skapat tillväxt eller ökad lönsamhet. VRG har därmed avvecklat 46 butiker då de inte varit tillräckligt lönsamma vilket lett till lägre omkostnader för organisationen. För räkenskapsåret 2016/2017 har dessa förändringar resulterat i en positiv EBIT-marginal, i jämförelse med -26,2 % föregående räkenskapsår. Det dels som konsekvens av förbättrad kostnadskontroll och har därmed drivit ökad lönsamhet. Framöver kommer bolaget fokusera på ytterligare förändringar för att generera lönsam tillväxt. I och med omstruktureringen har styrelse tillsatt ny ledning och kompetent VD i Jonas Ottosson, som var VD på Peak Performance under deras resa från en omsättning om 35 MEUR till 135 MEUR över 10 år. Det skapar trygghet när ledning har god förståelse och kunskap för branschen och produktionskedjan.



Handelstrender hotar VRGs position på marknaden men investeringar ger hopp. Näthandeln inom kläder och skor är på stark framfarsch. Näthandeln har blivit det största hotet mot fysiska butiker. Sko och klädeshandel online förväntas växa med 10 % CAGR fram till 2020.¹ E-handeln har även ökat konkurrensen mot utländska aktörer, såsom Zalando och ASOS. Bolaget arbetar med en ny uppbyggnad av en e-handelsplattform där dessa investeringar uppgår till mesta delen av CAPEX för 2016/2017. Bolaget guidar även vidare att antalet besök, avslut, konvertering och snittköp visar alla starkt bättrande utveckling. Dock, har inte försäljning tagit fart på e-handelsplattformarna i den takt VRG förväntat sig och historiskt har bolaget haft svårt att finansiera investeringar med kassaflöde från löpande verksamheten, vilket drivit VRG till nyemissioner om 180 MSEK 2016. Framöver estimeras inga ytterligare behov och verksamheten

har för räkenskapsåret 2016/2017 genererat positivt kassaflöde. En stor osäkerhet är dock huruvida bolagets varumärken är tillräckligt starka för att bedriva e-handel, med stora aktörer på marknaden som Zalando vars produktutbud är överlägset VRGs och som heller inte tvingas hantera varulager som VRG utan kan utnyttja mer konstant försäljning och stordriftsfördelar med inköp från låglöneländer. Detta impliceras i Zalandos EBITDA-marginal om 5,8 % LTM. Bolagets omsättning är väldigt slagigt mellan kvartalen, och Google Trends visar på att intresset för bolagets produkter är kvartalsberoende men relativt stabilt över ett år.

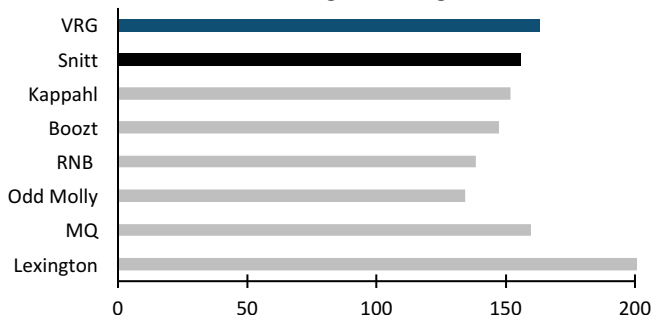
Stora nedskrivningar av goodwill och konverterat lån, men ineffektivare lagerhållning. I samband med den omstrukturering som sker kapitalmässigt och strukturellt har finansiering av VRG förändrats. Genom att bolaget skrivit ned immateriella tillgångar om 75MSEK sedan 2014 samt 22 MSEK för materiella anläggningstillgångar, stärks VRGs balansräkning. Däremot har bolagets balansomslutning minskat till följd av nedskrivningar, vilket skapat en hög skuldsättningsgrad om 4.84 som till största del innehåller kortfristiga skulder, varav 18 % är räntebärande. Positivt är dock en stabil räntetäckningsgrad om 2,6 för 2017/2018E. Lagrets andel av omsättningen har ökat över varje år, en negativ utveckling för bolaget som indikerar på ineffektiv lagerhållning. Detta motiverar en högre finansiell risk i bolaget när en större andel kapital inläses i varulagret, och därav är en lägre värdering motiverad. Genom tidigare konvertibellån har samtliga långgivare omförhandlat och godtagit ägarskap i C-aktier om 81 MSEK, vilket underlättar den finansiella risken samt avsåts 4 MSEK i räntekostnader.



Valutaexponering riskjusteras. Bolaget har en stor valutaexponering främst genom försäljningen i Norge samt genom koncernens inköp. Ungefär 57 procent av inköpen görs i utländska valutor där de viktigaste inköpsvalutorna är USD och EUR. Vidare är den svenska kronans utveckling mot NOK viktig för koncernen, eftersom cirka 33 procent av försäljningen sker i Norge. Valutasäkringar sker genom terminssäkring mot EUR och USD med 70-100 % av det förväntade flödet.

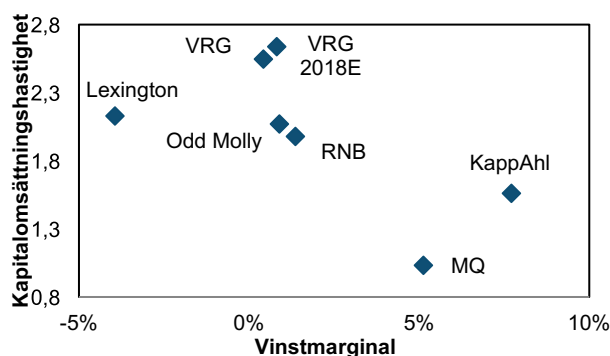
¹ The State of Fashion 2018 - McKinsey & Company
² E-handeln i Norden Halvårsrapport 2017 - Postnord

Genomsnittligt antal dagar

**Låg lageromsättning mot peers motiverar lägre värdering.**

Gentemot peers har VRG en låg omsättningshastighet med fler dagar i lager, som motiverar en lägre värdering. Genom omstrukturingsprocessen med i genomsnitt färre butiker och större fokus på lönsamhet förväntas omsättningshastigheten att öka framöver och därmed en lägre finansiell risk. Däremot är det tänkbart att produkter som accessoarer och väskor är mindre trendkänsliga jämfört med kläder, och således kan den lägre omsättningshastigheten av varulagret vara motiverad.

Du Pont peers

**Du Pont-modellen**

Modellen illustrerar hur VRGs omstrukturering genererat effektivare användning av kapitalet och har därigenom stora förutsättningar att framöver skapa större lönsamhet. I och med de nedskrivningar som gjorts är kapitalomsättningshastigheten högre, då de immateriella tillgångar som inte bidragit till försäljning avskrivits. Dessa har även inte bidragit till ökad försäljning och sedermera inte, och modellen visar på att VRG skall värderas till rabatt mot peers med lägre avkastning på sysselsatt kapital.

Base Case

I ett base case fortsätter omstruktureringen att generera positiv tillväxt och lönsamhetsförbättringar, med lågt investeringsbehov framöver, drivet av förbättrade e-handelslösningar. Med färre butiker och lönsamhetsfokus förbättras lagerhållning med efterföljande marginaler. Förväntad tillväxt är 3 % med en EBITDA-marginal om 3,4 %. Nettoomsättning 2018E estimeras om 905,7 MSEK med EV/EBITDA 2018E på 7,94, samt för 2019E nettoomsättning om 932,8 MSEK och EV/EBITDA 4,87. Med motiverad EV/EBITDA multipel 6, med rabatt mot peers, ses nedsida på 24,4 % för 2018E, men uppsida för 2019E om 29,3 %.

Bear Case

I ett bear case går inte omstruktureringen som förväntat, med låg trafik och kundavslut hos e-kunder. Försäljningen genererar ingen tillväxt med försämrade marginaler drivet av högre personalkostnader i relation till nettoomsättning. Med detta försämrar lönsamheten och en EBITDA-marginal estimeras om -0,6 % som leder till en lägre lönsamhet för året. Det medför en nettoomsättning 2019E om 852,9 MSEK samt en negativ EV/EBITDA 2019E.

Bull Case

I ett bull scenario lyckas omstruktureringen med högre omsättning per butik, lyckad e-handelsatsning med högre trafik samt förbättrade marginaler, till följd av lägre personalkostnader samt leasingkostnader relativt till nettoomsättning. I och med detta skapas en operationell hävstång. För året genererar det en fortsatt tillväxt om 4 %, med en 2019E om ca 951 MSEK samt en EBITDA-marginal nettoomsättning 8,4 % vilket implicerar ett EV/EBITDA om 3,06. I ett bull-scenario finns det därför uppsida mot peers med en rikt Kurs om 2,75 kr/aktie, med satt target multipel.

Peers

Utvalda peers är samtliga aktörer inom retailbranschen med liknande verksamheter, men där produkterna skiljer sig åt. Dessa uppgår till Lexington, MQ, Odd Molly, RNB samt KappAhl. Peer-värderingen visar på att snittet för P/S är 0,44, EV/EBITDA 7,7, EBITDA-marginal om 6,45 % samt tillväxttakt på 4,09 %. VRG handlas till rabatt för P/S, men till premie för EV/EBITDA. På grund av branschens och Bolagets lönsamhetsfokus har target-multipel på 6,0 EV/EBITDA använts. Detta till följd av lägre avkastning på sysselsatt kapital men en mindre finansiell risk.

Peers LTM	P/S	EV/EBITDA	EBITDA-marginal	Tillväxt
Lexington	0,43	13,9	3,06 %	1,44 %
MQ	0,54	6,5	8,33 %	8,7 %
Odd Molly	0,30	6,7	4,19 %	4,00 %
RNB	0,17	3,8	4,95 %	2,23 %
KappAhl	0,76	7,4	10,23 %	4,1 %
Snitt	0,44	7,7	6,45 %	4,09 %
VRG	0,24	10,1	2,75 %	4,8 %

Strengths

- Ökad kostnadskontroll inom VRGs butiker skapar fokus mot lönsamma butiker
- Nya incitamentsprogram inger förtroende hos ledning och stora åtgärder för förbättring
- Högre investeringar inom e-handelsplattformen
- Starkare balansräkning genom nedskrivningar som gjorts.

Weaknesses

- Mindre diversifierade handelskanaler. Låg andel av nettoomsättning kommer från e-handel, den mesta delen utger butiker
- Verksamheten är väldigt känslig mot modetrender och säsongsväder
- Hög skuldsättning
- VRG är väldigt exponerade mot valuta

Opportunities

- Opererar på en stor marknad med ytterligare efterfrågan på bolagets produkter.
- Bolaget har finansiellt genomgått en tuff period och har framöver stora möjligheter med en starkt växande e-handel

Threats

- Utveckling och trender inom e-handel hotar VRGs fysiska butiksnät
- E-handeln medför större konkurrens mot utländska aktörer

Bedömning av bolaget



Värdedrivare

Bolaget är relativt illa positionerade på en marknad som är under förändringar med osäkra framtidsutsikter. VRG har ingen stabil historisk tillväxt, och det är osäkert om det finns några starka värdedrivare framöver.



Quality of Earnings

VRG har brottats med negativ lönsamhet de senaste åren, och även om bolaget det senaste året vände till vinst motsvarar det en vinstmarginal om 0,42%.



Ledning & styrelse

Stora delar av ledningen är nytillsatt, innehållandes individer med erfarenhet från branschen. VD Jonas Ottosson har en stark bakgrund från Peak Performance som VD och har gjort stått bakom en framgångsresa. Detta är hans vision även med VRG



Risiknivå

Retail-branschens framtid är osäker, med en större andel e-handel och konkurrens från utländska aktörer. Trots bolagets omstrukturering föreligger hög risk i bolaget, med en idag hög skuldsättningsgrad om 4,84.

Ansvarsbegränsning

Analys, dokument och all annan information som härrör från LINC Research & Analysis (LINC R&A) är framställt i informationssyfte och är inte avsett att vara rådgivande. LINC är en ideell organisation (organisationsnummer 845002-2259) och analys eller annan information som härrör från LINC R&A ska inte betraktas som investeringsrekommendationer.

Informationen i analysen är baserad på källor, uppgifter och personer som LINC R&A bedömer som tillförlitliga, men LINC R&A kan aldrig garantera riktigheten i informationen. Den framåtblickande informationen i analysen baseras på subjektiva bedömningar om framtiden, vilka alltid är osäkra och därför bör användas försiktigt. LINC R&A kan aldrig garantera att prognoser och framåtblickande estimat kommer att bli uppfyllda. Om ett investeringsbeslut baseras på information från LINC R&A eller person med koppling till LINC R&A, så fattas dessa alltid självständigt av investeraren. LINC R&A fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det än må vara som grundar sig på användandet av analys, dokument och all annan information som härrör från LINC R&A.

Intressekonflikter och opartiskhet

För att säkerställa LINC R&A's oberoende har LINC R&A inrättat interna regler, utöver detta så är alla studenter som skriver för LINC R&A skyldiga att redovisa alla eventuella intressekonflikter. Dessa har utformats för att säkerställa att Finansinspektionens föreskrifter och allmänna råd om investeringsrekommendationer riktade till allmänheten samt hantering av intressekonflikter (FFFS 2005:9) efterlevs. Material från LINC R&A ska aldrig betraktas som investeringsrekommendationer.

Om skribent har ett innehav där en intressekonflikt kan anses föreligga, redovisas detta i informationsmaterialet.

Övrigt

LINC R&A har ej mottagit betalning eller annan ersättning för att göra analysen.

Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är LINC R&A's egendom (© LINC R&A 2017).