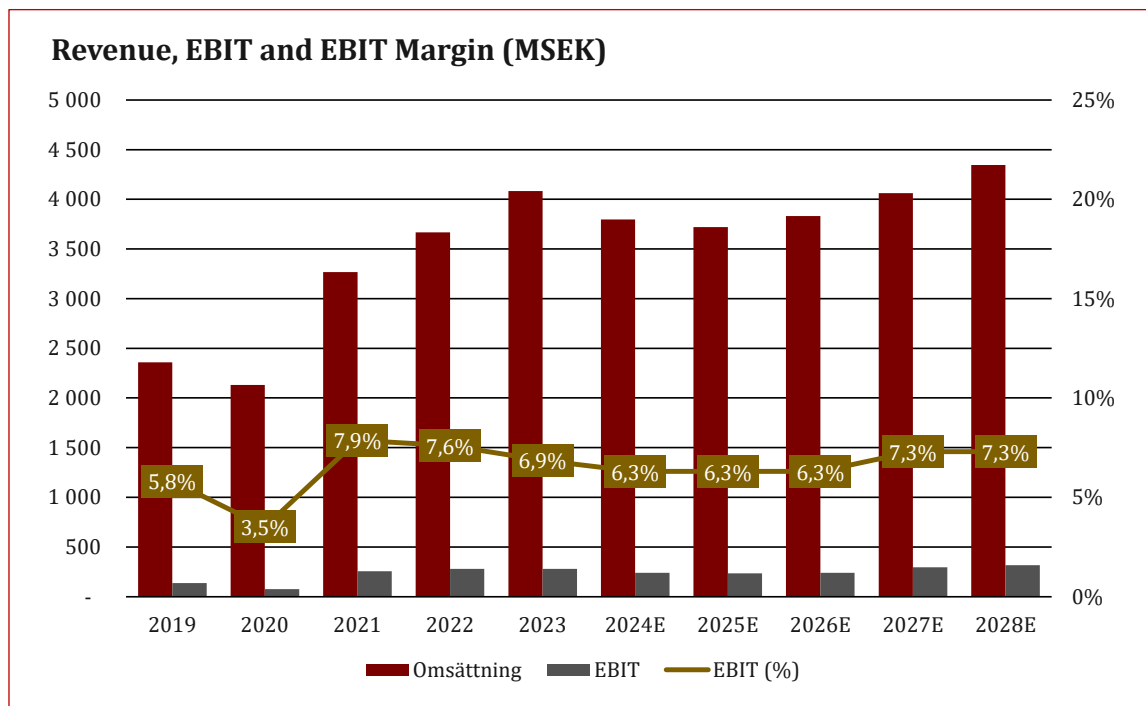


KABE AB

Alltid steget före

KABE Group står starkt positionerat som en av Nordens ledande aktörer inom fritidsfordon, med en unik kombination av premiumkvalitet, bredd i portföljen och ett välintegrerat återförsäljarnätverk. Med egen tillverkning i samtliga viktiga segment - från husvagnar och husbilar till vans - har KABE byggt en affärsmodell som kunnat navigera även genom mer utmanande marknadsklimat.

[KLISTRA IN TABELL INOM DET RÖDA OMRÅDET]



4 maj 2025

Analytiker

Anton Öst
Arvid Vesterberg

Nyckeltal

Handelsplats	Nordic Mid Cap
Sektor	Husvagnar & Husbil
Börsvärde (MKR)	2 246
Enterprise Value	2 230
Nettoskuld/EBITDA	(0,06)
Direktavkastning (%)	1,6%
P/E	11,58
EV/EBIT	9,7
EPS	25,56kr
ROE (%)	11%
ROIC (%)	11,3%
ROA (%)	7,8%

Värdering

Aktiekurs	249,95
Riktkurs DCF	271,2
Uppsida/nedsida	8,5%
Uppsida/nedsida Peers	36%
Rekommendation	Sälj



Investment Case

Investment Case

Mättad hemmamarknad och strukturell efterfrågeminskning

Efter pandemins tillfälliga boom i efterfrågan på fritidsfordon har marknaden börjat återgå till mer normala nivåer. Försäljningen i Norden, som utgör 50% av KABEs omsättning, minskade kraftigt under 2024, drivet av högre räntor, minskad köpkraft och stora lagervolym hos återförsäljarna. Det så kallade hemester-draget ser ut att vara passerat, och KABE står inför flera år med strukturellt lägre efterfrågan, vilket gör det svårt att motivera fortsatt tillväxt.

Svag marginalutveckling

Trots att omsättningen bara minskade med 7% under 2024, föll rörelsemarginalen till 6,0% (från 6,9%), väl under bolagets mål om 8–10%. Detta visar på låg operationell hävstång i nedgång, trots att produktionsvolymerna anpassats. Bolaget har svårt att kompensera för tidigare kostnadsökningar i insatsmaterial och påverkas negativt av ökad försäljningsandel i mellanprissegmentet. CAPEX-nivån är fortsatt hög, vilket tillsammans med negativt kassaflöde 2024 (-89 Mkr) pressar avkastningen på investerat kapital.

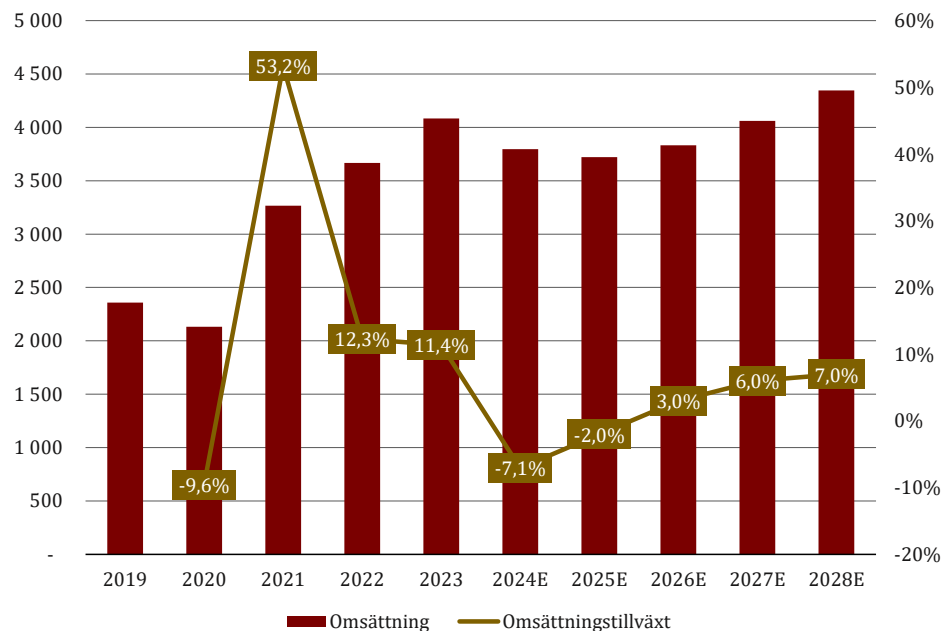
Internationell expansion kräver fortsatt höga investeringar

Bolaget har ambitiösa tillväxtplaner på exportmarknader som Storbritannien och Tyskland, men denna strategi är förenad med både operativa och finansiella risker. Trots förbättrad närvaro i dessa länder är exportandelen fortsatt volatil. Lansering av nya modeller och anpassning till lokala preferenser kräver fortlöpande produktutveckling och marknadsanpassning - utan att det ännu gett tydligt utslag i resultaträkningen.

Hållbarhet och varumärkeskvalitet inte tillräckliga

KABEs varumärkesposition inom premiumsegmentet är stark, och bolaget har gjort stora satsningar på hållbarhetsrapportering och produktkvalitet. Men i ett pressat konsumentklimat är det svårt att kapitalisera på dessa styrkor utan att priskonkurrens från enklare alternativ sätter press på försäljningen. Varken begagnatmarknaden eller eftermarknaden med KAMA Fritid väger upp helheten i tillväxt.

Revenue and Revenue growth (MSEK)



Affärsmodell

Affärsmodell

KABE Group är en ledande nordisk tillverkare och distributör av fritidsfordon – husvagnar, husbilar och vans – samt tillbehör för mobilt boende. Bolagets affärsmodell är uppbyggd kring starka varumärken, bred produktportfölj och en välintegrerad distributionsstruktur. Genom en kombination av egen produktion, strategiska förvärv och långsiktiga återförsäljarrelationer har KABE skapat en skalbar och flexibel plattform som möjliggör stabil tillväxt och motståndskraft mot marknadens cyklicitet.

Egen tillverkning i premiumsegmentet

KABE Groups kärna är den egenutvecklade och egenproducerade premiumportföljen under varumärket KABE. Företagets produkter är konstruerade för året-runt-användning i nordiskt klimat och präglas av högsta kvalitet i materialval och utförande. Utöver flaggskeppsmodellen Imperial utvecklar och säljer KABE också modeller inom mellanprissegmentet, vilket breddar den adresserbara kundbasen och stärker affärsmodellen mot konjunkturväxlingar. Produktionen sker i egna anläggningar i Sverige (Tenhult), Polen (Affinity vans) och Storbritannien (Coachman Caravan), vilket ger kontroll över kvalitet, utvecklingshastighet och flexibilitet i kapacitetsutnyttjande.

Multivarumärkesstrategi och segmentbredd

Utöver KABE varumärket omfattar koncernen även Adria, Sun Living, Coachman och Affinity.

- Adria och Sun Living: Inriktade mot instegs- och mellanprissegmentet med en bred produktportfölj inom både husbilar och husvagnar.
- Coachman: Positionerat som ett premiumvarumärke i Storbritannien, främst inom husvagnar men expanderar nu till husbilar.
- Affinity: Ett ungt, innovativt varumärke inom vanlife-segmentet, särskilt anpassat för den växande trenden bland yngre målgrupper.

Denna portföljstrategi möjliggör en bredare marknadstäckning och ger koncernen en närvaro i alla viktiga segment – från prispressade instegsprodukter till exklusiva premiummodeller.

Distribution via starka och oberoende återförsäljare

KABE Group säljer sina produkter genom cirka 150 fristående återförsäljare, främst i Norden, Storbritannien och Centraleuropa. Återförsäljarna ansvarar både för försäljning och service, vilket skapar ett kapitallätt distributionsnätverk med hög skalbarhet. Långvariga och lojala relationer med återförsäljare – särskilt i Norden – fungerar som en viktig inträdesbarriär mot nya aktörer och ger KABE en konkurrensfördel i form av försäljningskraft och kundnärhet.



Affärsmodell

Integrerad eftermarknad genom KAMA Fritid

KAMA Fritid är Nordens största grossist för fritidstillbehör och reservdelar för husvagnar och husbilar. KAMA:s omfattande sortiment, inklusive egna varumärken som Wecamp och Royal Camping, ger KABE en återkommande intäktsström från eftermarknaden, vilket bidrar till att jämna ut konjunkturella svängningar i nyförsäljningen. Eftermarknaden är både lönsam och växande och stärks ytterligare genom en utbyggnad av antalet KAMA Fritid-butiker i Norden.

Flexibel produktionsmodell och anpassningsförmåga

En nyckelfaktor i KABE Groups affärsmodell är flexibiliteten att snabbt justera produktionstakten vid förändringar i efterfrågan. Genom effektiv resursanvändning, modulbaserade produktionssystem och investeringar i automatisering och produktivitet kan KABE upprätthålla hög kapacitet vid stark efterfrågan, men också snabbt minska produktionen vid svaga marknadsförhållanden - utan att kompromissa med kvaliteten. Denna förmåga har varit särskilt viktig under perioder av volatilitet på marknaden, såsom under 2023–2024, då koncernen framgångsrikt anpassade sin produktionsvolym efter svagare konjunktur och dämpad konsumentefterfrågan.

Tillväxtstrategi genom export och produktbreddning

KABE Groups långsiktiga strategi bygger på att stärka marknadspositionen i Norden och öka exportandelen till Centraleuropa och Storbritannien.

- Tyskland, Schweiz och Benelux är prioriterade tillväxtmarknader där KABE och Affinity vunnit terräng.
- Storbritannien är särskilt viktigt för Coachman och de KABE-tillverkade husbilarna.
- Exportstrategin stöds av produktanpassningar efter lokala preferenser (t ex vänsterplacerade dörrar på brittiska modeller) och kontraktering av nya återförsäljare.

Koncernens mål är att vara en ledande europeisk aktör inom mobilt fritidsliv, genom en kombination av premiumkvalitet, bredd och stark återförsäljarstyrka.

Helår 2024				
Sverige	1 383	200	30	1 613
Storbritannien	827	-	-	827
Tyskland	436	-	-	436
Norge	341	49	1	391
Finland	254	16	-	270
Danmark	52	-	-	52
Övriga länder	207	-	-	207
Totalt	3 500	265	31	3 796
Helår 2023				
Sverige	1 159	197	29	1 385
Storbritannien	1 006	-	-	1 006
Tyskland	642	-	-	642
Norge	442	52	3	497
Finland	264	15	-	279
Danmark	32	-	-	32
Övriga länder	243	-	-	243
Totalt	3 788	264	32	4 084



Marknad och Konkurrens

Marknad och Konkurrens

Cyklisk återhämtning i ett nytt klimat

Efter en period av stark efterfrågan under pandemin har marknaden för fritidsfordon, inklusive husvagnar och husbilar, gått in i en fas av återbalansering. Under 2024 noterade KABE Group en minskning i nettoomsättningen med 7 % till 3 796 Mkr, jämfört med 4 084 Mkr föregående år. Denna nedgång speglar en generell avmattning i branschen, särskilt på exportmarknader utanför Sverige. Trots denna nedgång har intresset för mobilt fritidsliv förblivit stabilt. Kundtillströmningen hos återförsäljare har varit god, och campingnäringen har haft ännu ett år med hög beläggning. Detta indikerar att de långsiktiga trenderna för hållbara semesterformer fortsätter, även om den privatekonomiska situationen påverkar efterfrågan på kort sikt.

Fragmenterad marknad med starka regionala aktörer

KABE verkar på en konkurrensutsatt marknad med flera starka regionala och internationella aktörer. I Norden har KABE en ledande position, medan på andra europeiska marknader möter bolaget konkurrens från etablerade varumärken. För att stärka sin position har KABE fokuserat på att bredda sin produktportfölj och anpassa sina modeller efter lokala preferenser.

Påverkan av räntor och förändrade konsumtionsmönster

Den makroekonomiska situationen, med högre räntor och ökad inflation, har påverkat konsumenternas köpkraft och förlängt köpprocessen för fritidsfordon. Detta har lett till en mer avvaktande marknad jämfört med tidigare år. Samtidigt har försäljningen av begagnade fordon fortsatt att

utvecklas stabilt, vilket indikerar ett fortsatt intresse för mobilt fritidsliv trots ekonomiska utmaningar.

Framtid

KABE har identifierat flera strategiska områden för tillväxt:

- Produktutveckling och innovation: Fortsatt fokus på att utveckla och lansera nya modeller som möter kundernas behov och preferenser.
- Internationell expansion: Stärka närvaron på befintliga marknader och etablera sig på nya, särskilt i Centraleuropa och Storbritannien.
- Effektivisering av produktion och distribution: Optimera produktionsprocesser och logistik för att möta efterfrågan och minska kostnader.

Bolaget betonar vikten av att anpassa sig till marknadsförändringar och att fortsätta investera i långsiktig hållbarhet och kundnöjdhet. Med en stark finansiell ställning och en diversifierad produktportfölj är KABE väl positionerat för att möta framtidens utmaningar och möjligheter.



Värdering

Omsättning och tillväxt

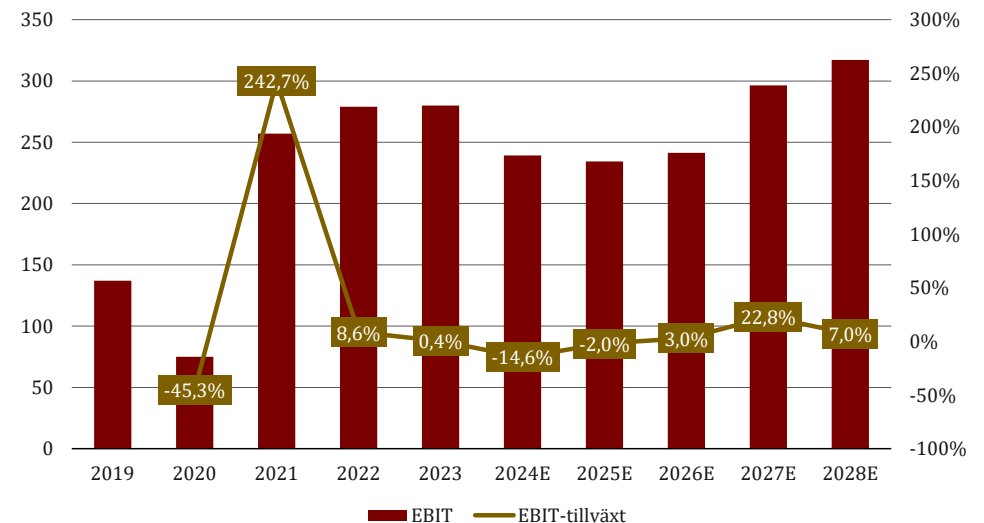
Under det senaste året har KABE sett en nettoomsättning som minskat med ca 3%. Detta är i kontrast till den historiska situationen som visat på en stabil tillväxt fram till 2023. Den största faktorn till denna minskning skedde under Q3 och Q4 då efterfrågan på varor minskade från kunderna speciellt i Europa där efterfrågan på husvagnar och husbilar minskat. Utöver detta uppmärksammar KABE i Q4 rapporten hur Q3 och Q4 sett minskad tillväxt. De nämner det nuvarande Makroläget som en anledning. Detta har i sin tur lett till förhöjda lagernivåer som måste säljas av under 2025. Utöver denna nedgång visade Q1 och Q2 en marginell tillväxt. Det är viktigt att notera att historiskt sett är nedgångar under Q4 vanligt samt tillväxt i Q1 och Q2. Vad som är värt att notera är att Q3 brukar vara ett starkt kvartal så en minskning där står ut. Detta kan förklaras av säsongscykler där kunder köper produkterna tidigt på året innan semestrar.

Marginaler och Rörelseresultat

Trenden med fallande marginaler gällande EBIT och Vinst fortsätter även i Q4 och därmed nuvarande år. Historiska trenden visar på stora uppgångar, speciellt under Covid då många valde att semestra hemma, följt av nedgångar. Detta leder då till en fråga om vad som är den naturliga jämnviktsmarginalen för KABE? Under 2024 låg rörelsemarginalen på ca 6% vilket är en nedgång från 2023s 6,9% vilket även där är en nedgång från 2022 med 7,6%. Toppen skedde under 2021 med en marginal på 7,9% vilket kan attribueras till Coronarestriktioner där majoriteten av fritidsföretag såg en stor uppgång. Den genomsnittliga marginalen för de senaste 9 åren ligger på 6,7%, detta är dock med makroekonomiska

krafter som påverkat marginalerna under 19', 20' och 21'. Vi föreslår därmed att vi kan justera EBIT-marginalen för att få fram en marginal på 7% genom att lämna 2020 och 2021 utanför. Detta kan argumenteras vara ett mer "riktigt" värde då det hypotetiskt skulle vara den nivå som KABE legat i utan pandemin. Med detta i beaktande är fortfarande 6% under det historiskt justerat genomsnittet. Framåtblickande anser vi att 2025 kommer följa denna trend om sjunkande marginaler då konsensus i fritidsbranschen är att förvänta sig ett svagt år.

EBIT and EBIT growth (MSEK)



Värdering

Marknadstillväxt och Position

Marknaden för KABE har under 2024 visat en stabil nivå med segmentet Husvagnar och Husbilar som ökat med ca 2% främst drivet av efterfrågan på husbilar som är fortsatt stark. De nämner i Q4 rapporten att efterfrågan på premiumhusbilar ökat samt att de har stärkt sina marknadsandelar på sina huvudmarknader men visat på nedgångar inom produkter som vans i Tyskland och husvagnar i Storbritannien.

Segment

Husvagnar och husbilar visar dock på potentiell nedsida framöver på grund av lagerstatusen. KABE nämner hur den svaga efterfrågan baserat på Makroläget lett till att lagerstatusarna ökat. Planen från KABE är att under kommande tid minska lagernivåerna vilket därmed leder till att de kan tillverka produkter som faktiskt säljs vilket tidigare varit ett bekymmer då produktionsnivån varit för hög. 2025 beskrivs då som ett år då KABE ska återgå med produktionen till en jämn nivå och lagerstatus är prio.

Koncernmärken

Inom segmentet Husvagnar och Husbilar har KABE ett flertal varumärken som vänder sig mot olika kundgrupper och länder. Varumärket Adria säljs av KABE men är helägt av det franska företaget Trigano SA som används som en Peer i värderingen. Försäljningsavtalet på Adria gäller fram till 2034 med en option om att förlänga till 2038. KABE distribuerar och importerar Adria som ett marknadsledande varumärke. Försäljningen av Adria produkter under 2024 minskade med ca 13% vilket främst är ett resultat av en minskad efterfråga på husvagnar medans husbilar fortfarande säljer stabilt. Det är fortsatta nedgångar i försäljningen av

varumärken som Coachman och Affinity där respektive har sjunkit med 13% och 6%. Förklaringen till detta är återigen det Makroekonomiska läget.

Balansrapport

Blickar vi på det finansiella läget i balansrapporten är det inga stora förändringar som fångar ögat mer än Finansiella anläggningstillgångar, Kortfristiga fordringar samt varulagret har ökat. Detta kan förklaras i linje med vad KABE själva nämner: Det makroekonomiska läget. Den största förändringen som visas i balansräkningen är hur de likvida medlen sjunkit med 131 miljoner kronor. Detta påverkar då den kortsiktiga betalningsförmågan. Anledningen till denna minskning är inte specificerad i något uttalande utan är en produkt av ett svagare kassaflöde jämfört med föregående år.

Generella ekonomiska händelser

Under året har KABE investerat i anläggningstillgångar till en summa av 62 miljoner kronor vilket är dubbelt så mycket jämfört med föregående år. Hälften av denna summa var i maskiner och inventarier samt 11 miljoner i immateriella anläggningstillgångar. Anledningen till dessa investeringar kan vara mål att förbättra produktionen och distributionen av varor. Spekulativt kan detta vara en god tidpunkt att investera i detta då produktionen förväntas sjunka under kommande år då lagren säljs av.



Värdering

DCF och Multipelvärdering

DCF

I vår DCF analys har vi använt en WACC om 8,4% vilket i stor del är en produkt av att vi använt en Beta på 1. Avanza ger ut en Beta om 0,56 vilket skulle ge en WACC om 5,7% vilket vi inte anser är en rimlig diskonteringsränta. Gällande våra antaganden och estimat har vi valt att följa trenden med nedgång under 2025 i linje med 2024. Detta är då framtidsutsikterna är för närvarande pessimistiska hos marknaden. Dock anser vi att de bör stabiliseras och gå tillbaka till en tillväxtnivå om ca 1–2% per år. Likaså är skildrar våra EBIT estimat en konservativ syn på tillväxt. 2024 till 2026 anser vi ligga i en nivå om 6,3% då nedgången efter pandemin samt det svårare makroekonomiska läget leder till en svagare marginal. Gällande CapEx är detta baserat på de investeringar som gjorts under året i maskiner vilket vi kan anse fortsätta. Detta väger då över på avskrivningar då dessa tillgångar kommer skrivas av under kommande år. Allt detta leder då till en riktkurs på **271,20kr** jämfört med nutidspriset på **249,45kr**. Detta leder till en uppsida på **8,5%**.

WACC	Change in EBIT margin						
	-3,0%	-2,0%	-1,0%	0%	1,0%	2,0%	3,0%
11,4%	-84%	-67%	-49%	-32%	-15%	2%	19%
10,4%	-80%	-61%	-41%	-22%	-3%	17%	36%
9,4%	-76%	-53%	-31%	-9%	13%	35%	57%
8,4%	-70%	-44%	-18%	8%	33%	59%	85%
7,4%	-61%	-31%	0%	31%	61%	92%	123%
6,4%	-50%	-12%	26%	64%	102%	140%	178%
5,4%	-31%	19%	68%	118%	168%	217%	267%

Multipelvärdering

I multipelvärderingen har vi valt att använda oss av företag inom fritidsfordon som Trigiano SA och Thor Industries som tillverkar husvagnar och husbilar som Hymer och Adria. Utöver detta har vi valt att använda företag som tillverkar tillbehör för fritidsliv likt THULE och Bilja med produkter som cykelhållare etcetera. Ser vi på P/E visar värderingen en uppsida på 36% vilket indikerar att KABE är undervärderat i kundernas ögon. Detta kan i sin tur leda till att det finns framtida vinster att hämta. Likaså är det med EV/EBIT och EV/EBITDA som visar en uppsida på 21% respektive 10%. Detta indikerar att marknaden tror att det finns potentiella vinster samt att KABE inte blir negativt påverkat av sina avskrivningar i en högre grad än sina Peers.

	P/E	EV/EBIT	EV/EBITDA
Thule	22,60	19,20	16,00
Bilia	17,60	16,70	7,40
VBG Group	13,60	10,60	8,70
Trigiano	5,40	3,90	3,40
Thor Ind	19,80	14,60	7,60
Average	15,80	13,00	8,62
KABE Group AB	11,58	10,72	7,82
Upside/downside	36%	21%	10%



Rekommendation

Avslutande Kommentarer

Ett ledande nordiskt företag inom Husvagnar, Husbilar och tillbehör med en stark marknadsposition i Europa och Sverige. Dock har de senaste åren visat på en stadig nedgång i marginaler samt 2024 som präglar en negativ nettoomsättning och vinst. Som tidigare nämnts är detta på grund av sjunkande efterfrågan i länder som Tyskland och Storbritannien och ett svagt makroekonomiskt läge. Även under dessa nedgångar klarar KABE av att behålla en stabil marknadsposition. Dock återstår frågan, vad som är den naturliga jämnvikten. Är den starka uppgången endast ett resultat av pandemin och den naturliga nivån är nådd?

Marknad

Som ledande egenproducenter i Norden inom premiumsegmentet för husvagnar och husbilar har KABE lyckats göra sitt varumärke känt hos konsumenterna. KABE säljer dessutom ett flertal varumärken antingen genom egenägda dotterbolag eller genom avtal som Adria. Följt av denna direktförsäljning finns en eftermarknad som täcks av KAMA Fritid. Detta räcker dock inte till för att driva positiva resultat i nuläget. Marknaden präglas också av att vara cyklisk med låg försäljning i Q4 och starkare resultat i Q2 och Q3.

Resultat

Med en nettoomsättning som sjunkit med 7% och resultatet med 16% anser vi nu att KABE har gjort sitt i vår portfölj då det riskerar att lägga sig på en plåtå. Det svagare ränteläget, högre lagervolymer och minskade köpkraften hos konkurrenterna bör leda till ännu ett undermåligt år 2025. Följt av detta är även den sjunkande EBIT marginalen om 6% vilket är under målet på 8-10% av företaget.

Värdering

En DCF som visar en uppsida på 8,5% samt är känslig mot förändringar i CapEx och D&A anser vi att denna uppsida är marginell och kan argumenteras för att även visa en nedsida. Allt som allt anser vi att UEAM bör sälja då den potentiella uppsidan för framtiden inte finns där för att argumentera ett behåll. Angående multipelvärderingen visar den på en högre uppsida genom P/E värderingen med uppsidan på 36% kan ett argument för behåll göras. Dock tar inte P/E värderingen skulder och kassaflödet vilket Q4 rapporten visat en minskning i.

Allt som allt kan argument för att behålla företaget samt sälja det göras. Vi anser att det är läge att sälja KABE nu då potentialen för framtida vinster eller en återgång till historiska resultat är låga: **Sälj!**

