

Thule AB

Ett omtyckt företag med kvalité

Thule är ett globalt företag som utvecklar säkra, användarvänliga och stilrena lösningar för aktiva familjer och friluftsentusiaster. Företaget är marknadsledande inom takräcken, takboxar, cykelhållare och multisportvagnar och växer snabbt inom produktkategorier som sportväskor, resväskor och barnvagnar. Thules produkter finns över hela världen och gör det enklare för människor att ta med sig det de bryr sig om i sitt aktiva liv. Huvudkontoret ligger i Malmö, Sverige.

Estimat (mkr)	2023	2024E	2025E	CAGR
Omsättning	9132,0	9542,9	10020,1	4,7%
EBITDA	1764,0	1717,7	1953,9	5,2%
EBIT	1505,0	1526,9	1753,5	7,9%
EBT	1420,0	1454,0	1673,8	8,6%
Resultat	1099,0	1109,0	1270,5	7,5%

Värdering	2023	2024E	2025E
EV/EBITDA	20,9	21,4	18,9
EV/EBIT	24,5	24,1	21,0
P/E	33,5	33,2	29,0

Analytiker

Arvid Vesterberg
Axel Stangdell Bergius

Nyckeltal

Handelsplats	Large Cap
Sektor	Konsument
Börsvärde (MKR)	31 556
Enterprise Value	36 839
Nettoskuld/EBITDA	120%
Direktavkastning (%)	0,94%
P/E	23,49
EV/EBIT	24,2
EPS	7,27
ROE (%)	13,9
ROA (%)	7,5

Värdering

Aktiekurs	194,87kr
Riktkurs DCF	292kr
Riktkurs Peers	-5%
Uppsida/nedsida	-33,26%
Rekommendation	Sälj



Investment Case

Intro

Thule är ett globalt marknadsledande företag specialiserat mot nischen friluftsliv. Detta åstadkommer dem med ett brett produktutbud som sträcker sig från takboxar och taktäckor till cykelställ, markiser, barnvagnar, barnstolar och väskor. Med 85 års erfarenhet har Thule blivit en riktig svensk klassiker inom premiumprodukter för att lösa behoven hos friluftsmänniskorna. Efter en stor boost med hemestrande under covidperioden anser vi att Thule har gjort sitt i vår portfölj.

Global Aktör

Även om vi anser att Thule bör säljas är det värt att uppmärksamma att det är ett fint företag som har en diversifierad produktportfölj som växer via förvärv likt det under Q4 när Thule köpte Quad Lock som tillverkar telefonhållare. Med försäljning i 140 länder sträcker sig Thule brett över världen med en lojal kundbas som förväntar sig hög kvalitet på produkterna.

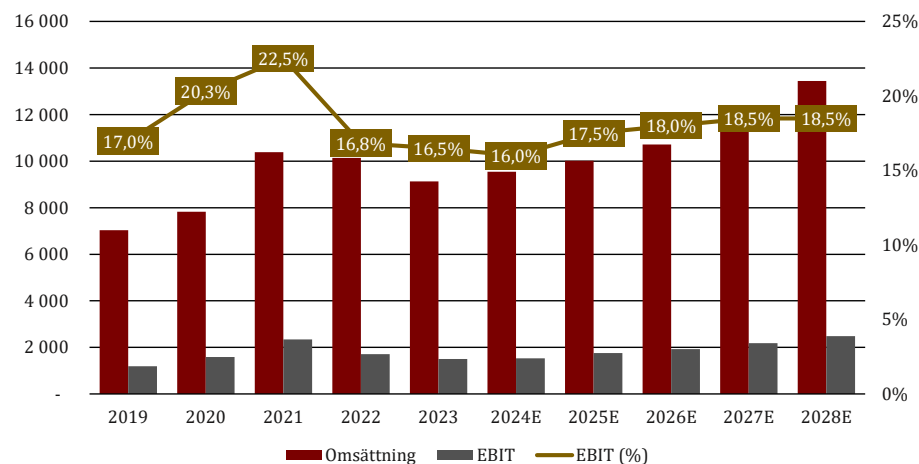
Fokus på Innovation

Fokus på innovation och ständigt förbättrande innebär att produktsortimentet hålls fräscht genom att produkter tillkommer och fasas ut. Produkterna tillverkas i 9 fabriker runt om i världen med ett stort fokus på hållbarhet och arbetsmiljö. Fokuset på innovation och produktutveckling har lett till att Thule vunnit många prestigefyllda priser och blivit utsedd till ett av världens 50 finaste företag

Finansiell Prestation

En tillväxt som tagit stryk efter corona och visat sig vara volatil med avtagande tillväxt under 2022 och 2023 med förhoppningar om en tilltagande omsättning kommande år vilket inte är helt bortom möjlighet baserat på 2024 prestationerna. En försäljning som ökat med 5 %, kan anses vara anmärkningsvärt med tanke på de makroekonomiska utmaningar som präglar branschen. EBIT-marginalen förbättrades till 17,0 %, vilket visar på en stark operationell effektivitet. Förvärvet av Quad Lock, är en bidragande faktor till ökningen.

Revenue, EBIT and EBIT Margin (MSEK)



Affärsmodell

Övergripande beskrivning

Thule erbjuder ett brett sortiment av produkter som underlättar ett aktivt liv, med fokus på säkerhet, kvalitet och hållbarhet. Företaget är verksamt i 138 marknader, där tillväxten historiskt har varierat mellan 2–5 procent per år beroende på produktkategori, geografisk marknad, marknadsmognad och konkurrenssituation.

Finansiell utveckling och strategi

Thule har en stabil finansiell grund och en flexibel affärsmodell som stödjer långsiktig tillväxt. Under 2023 minskade omsättningen med 1 006 Mkr till 9 132 Mkr, motsvarande en nedgång på 9,9 procent (-15,2 procent valutajusterat). EBIT-marginalen uppgick till 16,5 procent, och kassaflödet från den löpande verksamheten var starkt på 1,85 Mdkr.

Företaget har arbetat aktivt med att minska lagernivåerna, vilket resulterade i en reduktion med över 800 Mkr under året. Ytterligare minskningar har genomförts under 2024.

Thules globala processer inom produktutveckling, inköp, tillverkning, logistik och marknadsföring möjliggör en effektiv och skalbar affärsmodell.

Målsättningen är att nå en årlig omsättning på 20 miljarder kronor till 2030 genom strategiska investeringar och kontinuerliga förbättringar.

Globalt varumärke och kundlojalitet

Thule är ett starkt livsstilsvarumärke med global närvaro och en lojal kundbas. Genom att utveckla produkter med höga krav på funktion, design och prestanda bygger företaget långsiktiga relationer med sina användare. Detta stärker varumärkets position och konkurrenskraft.

Innovation och hållbarhet

Thule satsar på konsumentdriven innovation och ett livscykelperspektiv i produktutvecklingen. Produkterna designas för lång hållbarhet och möjlig återvinning, vilket minskar miljöpåverkan och attraherar medvetna konsumenter globalt.

Effektiv och säker produktion

Företaget driver nio monteringsfabriker med hög automatiseringsgrad, vilket möjliggör anpassning till förändringar i efterfrågan. Arbetsmiljön präglas av ett systematiskt säkerhetsarbete med nollvision för skador och olyckor. Kontinuerliga förbättringar bidrar till ökad effektivitet och minskad miljöpåverkan i hela produktionskedjan.



Marknad och Konkurrens

Marknad

Marknaderna Thule agerar på kan brytas upp i olika produktsegment då företaget är så pass stort att de sträcker sig över hela världen. Företaget har försäljning i ca 138 marknader och vänder sig mot premiumprodukter för att underlätta i ett aktivt friluftsliv. Framtiden för marknaden är svår att förutse då den är känslig mot konjunkturer då produkterna vänder sig mot friluftsliv vilket kan anses vara starkt mot säsongscyklar då Thules produkter vänder sig mot både vinterhalvåret med takboxar och skidhållare samt mot de varmare perioderna med tält och produkter till cyklar etc. Dock är detta beroende på kunders disponibla inkomster för att köpa cyklar, skidor och husbilar/husvagnar etc.

Segment

Thule identifierar 4 segment som de delar upp sina produkter i. Dessa segment är Sport & Cargo carriers, RV Products, Juvenile & Pet och Packs Bags and Luggage. Den största delen av försäljningen sker genom Sport & Cargo som utgörs av takräcken, takboxar och diverse tillbehör för att montera cyklar och liknande till fordon. Detta segment tar upp ca 60% av försäljningen. Följt därefter av RV, vilket innefattar markiser, cykelställ och diverse andra tillbehör för husvagnar och husbilar.

Nya förbättringar och expansioner att förbättra sin närvaro på marknader görs kontinuerligt. Under 2024 utökade Thule sin försäljning till 5 nya länder samt lanserat bilbarnstolar i 20 länder. Alla dessa produktlanseringar har lett till 2024 blivit det år med flest lanseringar i Thules historia.

Konkurrens

Då Thule är marknadsledande inom sin nisch är konkurrensen spridd till mindre företag inom separata segment. Jämför man detta med Thules breda spanns anser vi att företaget är relativt skyddat mot enskilda företag. Konkurrenter inom segment som Biltillbehör och husbiltillbehör är det svenska företaget Dometic som säljer markiser bland andra produkter till husbilar inom segmentet RV och Mont Blanc Group som säljer takräcken till bilar.

Fokus på att bli "Big in pockets" vilket betyder att de vill bli stora inom nischer som passar Thules segment för premiumprodukter. Detta strävande efter att bli marknadsledande inom nischer lär ha influerat valet att förvärva Quad Lock under Q4. Quad Lock som är marknadsledande med sina produkter för att fästa mobiler till cyklar, bilar och motorcyklar passar bra in i Thules övriga produktutbud.

Väskor

Där Thule är mest utsatt för konkurrenter är inom väskor och barnvagnar. Företag som D_b_ (tidigare Douchebags), Fjällräven, Patagonia och liknande märken vända mot friluftsliv. Baserat på Thules Q4 rapport har segmentet Packs, Bags & Luggage minskade organiskt detta år jämfört med föregående. Detta förklaras som att Thules Legacy produkter aktivt fasas ut vilket kan indikera på ett minskande intresse från företaget att bibehålla sin närvaro inom detta segment som effekt av ökad konkurrens.



Rekommendation

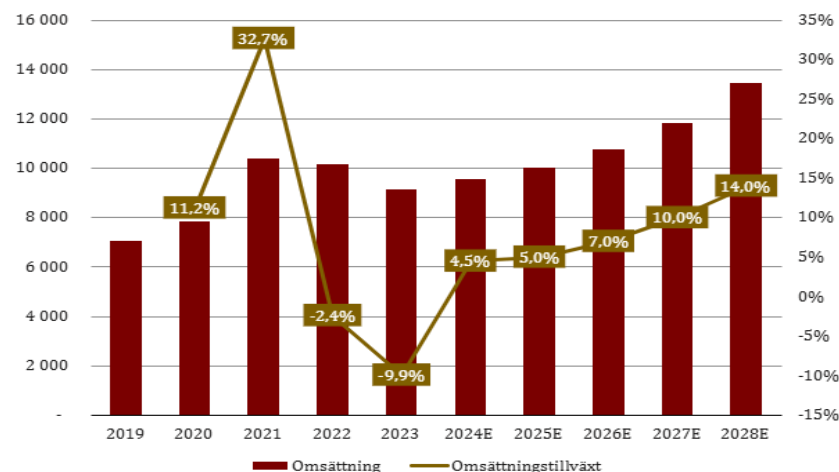
Omsättning och tillväxt

Thule har de senaste åren haft relativt volatil tillväxt. Under covidåren lyckades företaget ta vara på den ökade efterfrågan från kunderna och ökade sin försäljning med över 30% år 2021. Sedan dess har tillväxten gått ner. Inte så konstigt med tanke på hur marknader utvecklats och de högre räntorna som pressar kundernas plånböcker. Thule tror dock på att man ska kunna komma tillbaka till högre tillväxttal. Vi räknar med relativt svag tillväxt de närmsta åren, eftersom vi tror det kommer ta lite mer tid innan kundernas ekonomi kommer tillbaka. Det verkar inte finnas några indikationer på att räntorna ska komma ner så även det påverkar anledningen till en mer tillbakahållen tillväxt framgent. Dock tror vi att det finns stor potential för tillväxt längre fram. När kunder mår bra har Thule visat att de även säljer bra.

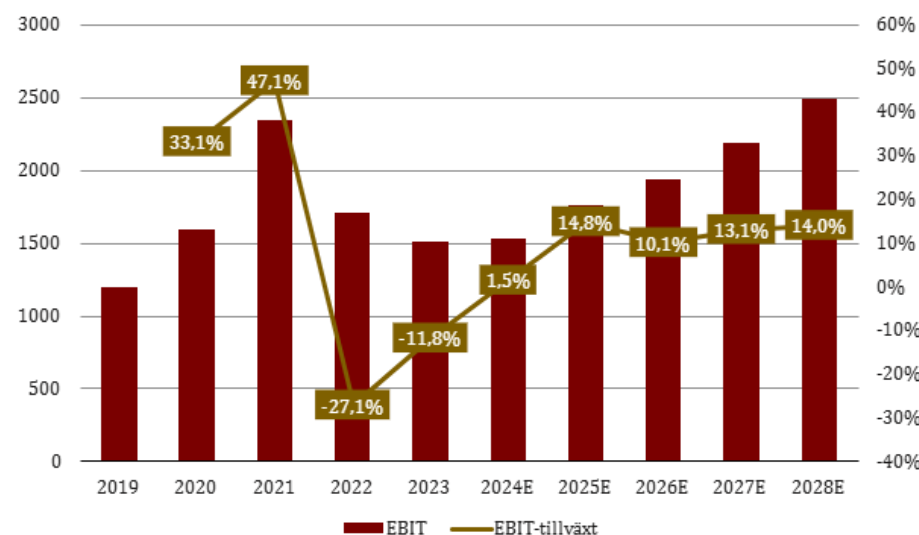
Rörelseresultat och marginaler

Thule har generellt starka marginaler på sina produkter som har legat mellan 15-20%. Det har självklart varit svårt för bolaget att hålla uppe rekordnivåerna från covid, men ändå har de lyckats väl. Vi tror att det kommer ta ett tag innan man kan nå upp till EBIT från 2021, då det var en helt annan marknadssituation. Dock tror vi att bolaget bör kunna hålla i och även förbättra marginalen på sikt. Nu när inflation och räntor stabiliserar sig bör företag ha bättre koll på framtida kostnader. Och eftersom de har egna och relativt agila fabriker kan de styra produktionskostnaderna efter marknaden och efterfrågan. Det gör att bolaget kan skydda sina marginaler relativt väl. Således finns det fler faktorer som talar för att marginaler bör öka än minska.

Revenue and Revenue growth (MSEK)



EBIT and EBIT growth (MSEK)



Rekommendation

Marknadsposition och tillväxt

Thule har under 2024 visat på en stabil och positiv tillväxt trots en utmanande global marknad. Försäljningen ökade med 5 %, vilket är anmärkningsvärt med tanke på de makroekonomiska utmaningar som präglar branschen. EBIT-marginalen förbättrades till 17,0 %, vilket visar på en stark operationell effektivitet och förmåga att driva lönsamhet även i tider av osäkerhet. En betydande faktor bakom denna tillväxt är förvärvet av Quad Lock, en global marknadsledare inom mobilhållare för aktiva användare. Detta strategiska drag stärker Thules position inom premiumsegmentet och bidrar till en breddning av produktutbudet. Förvärvet av Quad Lock ger Thule en möjlighet att diversifiera intäkterna och nå en bredare kundbas. Dessutom skapar den växande trenden mot outdoor- och fritidsprodukter goda förutsättningar för fortsatt tillväxt. Samtidigt innebär makroekonomisk instabilitet, högre räntor och en fortsatt svagare efterfrågan i vissa marknader en risk för att den totala försäljningstillväxten kan dämpas. Vidare kan integrationsutmaningar med Quad Lock påverka lönsamheten på kort sikt, vilket kräver noggrann hantering.

Produktutveckling och innovation

Under 2024 har Thule genomfört fler produktlanseringar, vilket har resulterat i både ökad försäljning och prestigefyllda internationella designpriser. Särskilt framgångsrika har de nya produktkategorierna inom hundtransport och bilbarnstolar varit. Dessa har haft en stark start på marknaden och genererat positiva kundomdömen samt ökat varumärkets synlighet. Under 2025 planerar företaget att lansera ytterligare innovationer, inklusive förbättrade versioner av befintliga produkter och helt nya lösningar inom transport och säkerhet. Thules förmåga att driva innovation ger en stark konkurrensfördel, särskilt i premiumsegmentet där kunder är villiga att betala för hög kvalitet

och säkerhet. Att bredda produktportföljen med kategorier som hundtransport öppnar upp för nya kundsegment och långsiktig tillväxt. Samtidigt innebär produktutveckling stora investeringar och det finns en risk att vissa lanseringar inte får det marknadsgenomslag som förväntas. Dessutom kan ökad konkurrens pressa marginalerna och minska Thules försprång inom vissa segment, vilket gör det viktigt att kontinuerligt bevaka trender och kundbehov.

Marknadsutmaningar och risker

Den geografiska försäljningen har varit ojämnt fördelad, där den nordamerikanska marknaden har varit mer utmanande än den europeiska. Inom RV Products-segmentet har Thule sett en försäljningsminskning på 7 %, vilket beror på att flera stora tillverkare har minskat sin produktionstakt. Detta har påverkat försäljningen negativt, även om vissa återförsäljare har ökat sina inköp. Den ökande efterfrågan på premiumcykelprodukter och ökad medvetenhet om hållbara transportlösningar skapar dock långsiktiga tillväxtmöjligheter. Expansion till nya marknader och digital försäljning via Thule.com kan också bidra till att minska beroendet av enskilda geografiska regioner. Samtidigt utgör geopolitiska osäkerheter, handelstullar och förändringar i konsumentbeteende potentiella hinder som kan påverka efterfrågan. Vidare kan en fortsatt försvagad marknad inom RV-segmentet dra ner den totala intäkstillväxten, vilket gör att företaget behöver vara flexibelt och anpassningsbart.

Varumärke och finansiell stabilitet

Thules har ett starkt varumärke som präglas av hållbarhet och kvalitet. Företaget har rankats som ett av de 50 bästa bolagen i världen av Morningstar Sustainalytics. Detta stärker varumärket och bidrar till långsiktig



Rekommendation

konkurrenskraft. Bolaget har förbättrat sin försörjningskedja genom att minska lagernivåerna med 1,2 miljarder kronor på två år, vilket frigör kapital och stärker kassaflödet. Denna finansiella stabilitet ger utrymme för både investeringar i nya produkter och aktieutdelningar till investerare. Dock kan man argumentera för att balansräkningen är relativt svag. Företaget har väldigt mycket skulder, vilket kan begränsa möjligheter i framtiden och även hålla tillbaka utdelningen.

Avslutande kommentar värdering

Caset i Thule är framför allt drivet ur det starka varumärket. Det som talar för en investering är tron om att det starka varumärket kommer leva kvar och leda till stark återkommande försäljning tillsammans med höga marginaler. Företaget har gjort det relativt bra på dessa punkter, men har tappat fart efter covid. Problemet i den sämre kursutvecklingen har troligtvis varit att investerare blivit lite för optimistiska i tron på varumärket styrka. Det har tryckt upp värderingen på bolaget, speciellt under covid. Nu har aktien kommit ner, men ligger fortfarande på cirka 28 i PE-tal. Det är inte ett lågt PE på något sätt. Det tillsammans med en svag balansräkning i många mån gör värderingen inte särskilt attraktiv. Samtidigt bör man tänka efter om det är dagens försäljning som är under ett normalläge eller det var covid-åren som var långt över normalläget. Det är möjligt att dagens nivåer är mer realistiska de kommande åren och att covid var en engångsföreteelse. Då ser det relativt dyrt ut. Men det finns såklart en chans att verksamheten kommer tillbaka på samma nivåer. Det är möjligt att detta sker under en mer stabil marknad.

Balansrapport

Q4 rapporten visar effekterna av förvärvet av Quad Lock för 3,6 miljarder kronor under Q4 perioden som finansierades via kassa och kreditfaciliteter samt en nyemission

Tillgångar

Kikar vi på Thules balansrapport kan vi se en stark ökad balansomslutning i Q4 jämfört med 2023 då den har växt med 36%. De immateriella anläggningstillgångarna har växt med 3 miljarder kronor från Q3 rapporten vilket är ett resultat av förvärvet av Quad Lock som påverkar bland annat immateriella rättigheter, kundrelationer och varumärke. Varumärke Quad Lock värderades till 745 miljoner kronor

Förvärvet påverkade dessutom goodwill som ökade med 2,3 miljarder kronor från 4,8 miljarder kronor till 7,4 miljarder.

Eget kapital och Skulder

Nyemission tillförde 757 miljoner kronor under 2024 där 2,1 miljoner aktier emitterades vilket ledde en ökning av egna kapitalet. Resultatet för Q4 perioden uppgick till 1484 miljoner kronor vilket ytterligare stärker det egna kapitalet. Allt detta ledde till en öka av egna kapitalet till 8,09 miljarder kronor efter transaktioner med ägare.

Blickar vi på skulder märker vi att förvärvet av Quad Lock delvis finansierades med nya lån vilket ökade de långfristiga skulderna från 96% från föregående år. Utöver detta innebar förvärvet en refinansiering av Quad Locks skulder på 443 miljoner kronor.



Rekommendation

DCF

Vi har valt att använda en diskonteringsränta, WACC om 8,3% samt en riskfri ränta på 2,23%. Betan är tagen från Avanza och ligger på 1,38 men vi har valt att använda oss av en Beta på 1 då 1,38 resulterar i en WACC på 10,6% vilket i sin tur tankade riktkursen bortom resonemang. Vi anser att en bidragande faktor till effekten på riktkursen är baserat på en stor skuld i relation till en låg kassa i jämförelse med den förra analysen gjord av Joakim och Elias. Angående våra estimat anser vi att de är rationella och konservativa sett till den historiska tillväxten och Thules finansiella mål på en EBIT marginal om 20%.

Allt som allt leder detta till en riktkurs om 194,87kr från den nutida kursen om 292kr. Detta står i kontrast till det mål som SEB har på 345kr och Carnegie med 375kr Med en riktkurs på 194,87kr leder detta till en nedsida på -33,26% vilket vi anser rimligt.

WACC	Change in EBIT margin						
	-3,0%	-2,0%	-1,0%	0%	1,0%	2,0%	3,0%
9,8%	-63%	-59%	-54%	-50%	-45%	-41%	-37%
9,3%	-59%	-55%	-50%	-45%	-40%	-36%	-31%
8,8%	-55%	-50%	-45%	-40%	-35%	-29%	-24%
8,3%	-50%	-45%	-39%	-33%	-28%	-22%	-17%
7,8%	-44%	-38%	-32%	-26%	-20%	-14%	-8%
7,3%	-37%	-31%	-24%	-17%	-11%	-4%	3%
6,8%	-29%	-22%	-14%	-7%	1%	8%	16%

Multipelvärdering

Thule handlas till ett P7E-tal på 28,12 vilket kan anses vara högt sett till snittet på 26,7. Detta leder då till en nedsida på -5%. Sett till EV/EBIT är Thule dyrare än snittet med 24,20 vilket leder till en nedsida på -44% och därav en chans att Thule är övervärderat och har potential att sjunka. Detta leder i sin tur att företagets prestation är i stor vikt för att bibehålla detta premium. Förvärv som Quad Lock måste då leda till lönsamma resultat och integreras bra i det övriga produktutbudet. Vidare till EV/EBITDA kan vi se en större uppsida på 18%. Detta betyder då att även om det visar på en nedsida hos Thule anser marknaden ändå att företaget har möjligheter att generera positiva kassaflöden.

	P/E	EV/EBIT	EV/EBITDA
Kabe	12,30	10,40	8,30
Dometic	-6,20	-22,70	10,70
Mips	74,00	57,80	51,90
Average	26,70	15,17	23,63
Thule AB	28,12	24,20	20,42
Upside/downside	-5%	-44%	18%

Rekommendation

Avslutande kommentarer

Thule har lyckats vända den tidigare nedåtgående trenden för omsättning och rapporterade en positiv tillväxt på 5 % för 2024. Detta är en imponerande prestation med tanke på den makroekonomiska osäkerheten och den generella inbromsningen inom konsumentsektorn. Den starka EBIT-marginalen på 17,0 % visar att företaget har en effektiv kostnadsstruktur och operativ styrka som möjliggör lönsam tillväxt även under utmanande marknadsförhållanden. Det strategiska förvärvet av Quad Lock, en global ledare inom tillbehör för cyklar och motorcyklar med närvaro i 100 länder, förväntas ytterligare stärka Thules marknadsposition och bidra till fortsatt tillväxt. Med en omsättning på 1,4 miljarder kronor och en EBIT-marginal på 25 % är Quad Lock ett lönsamt bolag som kan accelerera Thules expansion inom nya segment.

Thule har en aggressiv innovationsstrategi och planerar att lansera ett stort antal nya produkter under 2025. Företaget har tidigare visat att deras lanseringar har lett till ökade intäkter oberoende av marknadsläget, vilket indikerar att deras innovationskraft är en nyckelfaktor för tillväxt. Dock återstår frågan hur redo marknaden är för dessa nya produkter och om konsumenterna är villiga att anamma dem i en potentiellt svagare ekonomisk miljö.

En annan positiv aspekt är att Thule har egna fabriker, vilket ger bolaget en hög grad av flexibilitet i produktionen och möjliggör snabba anpassningar efter förändrade marknadsförhållanden. Detta har också bidragit till

möjligheten att minska lagernivåerna och förbättra kassaflödet. Under 2025 förväntas företaget kunna frigöra ytterligare 200 miljoner kronor genom lagerreduktion, vilket stärker balansräkningen och skapar utrymme för investeringar. Företagets två fabriker i USA ger också en strategisk fördel, då de kan begränsa negativa effekter av eventuella handelstullar och minska beroendet av import.

Thules nuvarande PE-tal ligger på cirka 28, vilket kan anses vara relativt högt, särskilt med tanke på företagets skuldsättning och den osäkra marknaden. En hög värdering kräver en fortsatt stark tillväxt och en gynnsam marknadsutveckling för att vara rättfärdigad. Om den globala ekonomin försvagas ytterligare eller om konsumenternas köpkraft minskar, kan det bli svårt att upprätthålla den nuvarande värderingen. Samtidigt har Thule en stark historik av att hantera utmaningar och generera stabila intäkter, vilket talar för bolagets långsiktiga potential. Sammantaget är Thule ett kvalitativt bolag med flera orosmoln, och i och med den höga värderingen landar analysen således i rekommendationen: **sälj**.

