

## Streetwear-bolag i turn-around

Mangold inleder bevakning av WeSC med rekommendationen Köp och riktkursen 0,0212 kronor på 12 månaders sikt. WeSC är ett klädbolag med inriktning på streetwear. Bolaget har genomgått en rekonstruktion och förändrat sin affärsmodell vilket hittills lett till att verksamheten utvecklas åt rätt håll. Mangold bedömer att WeSC har goda möjligheter att växa inom streetwear. En marknad som under senare år ökat i popularitet.

## Kraftfulla åtgärder och vinst i sikte

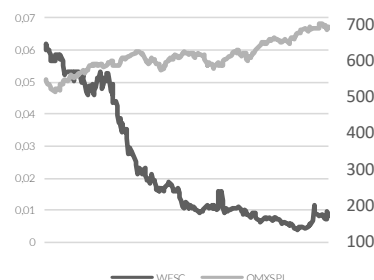
WeSC har genomfört kraftiga åtgärder för att få ned kostnaderna och sanerat sina skulder vilket väntas höja lönsamheten framöver. Bolaget har också framgångsrikt sålt sina produkter på den nordamerikanska marknaden. Detta sker via återförsäljare som utgörs av större modevaruhus och e-handel. Europamarknaden blir nästa steg liksom utveckling och försäljning av global e-handel. Detta kan vid framgång leda till kraftigt ökad försäljning.

## Hög risk men stor uppsida i aktien

Mangold räknar med att bolaget går mot break-even under 2020 och börjar generera vinst under 2021. En rörelsemarginal på cirka 10 procent ligger inom räckhåll. Mangold har etstimerat en försäljningsökning på 27 procent per år i snitt under prognosperioden 2019-2024. DCF-värdering ger ett motiverat värde på aktien om 0,0212 kronor vilket också blir vår riktkurs. Det medför en uppsida i aktien på över 150 procent. Mangold betraktar aktien som hög risk/reward.

## Information

Rek/Riktkurs (kr)	Köp 0,0212
Risk	Hög
Kurs (kr)	0,0082
Börsvärde (Mkr)	41
Antal aktier (Miljarder)	5,1
Free float	61%
Ticker	WESC
Nästa rapport	2020-03-11
Hemsida	<a href="http://wescorp.com">wescorp.com</a>
Analytiker	Jan Glevén



## Kursutveckling (%)

	1m	3m	12m
WESC	100,0	7,7	-84,2
OMXSPI	0,4	6,5	23,2

## Nyckeltal

	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Försäljning (Mkr)	38,8	52,3	70,6	91,7	110,1
EBIT (Mkr)	-24,3	-3,3	6,0	12,6	16,0
Vinst före skatt (Mkr)	-25,0	-4,0	5,0	11,6	15,1
EPS, justerad (kr)	-0,0049	-0,0008	0,0008	0,0018	0,0023
EV/Sales	1,5	1,1	0,8	0,7	0,5
EV/EBITDA	-3,0	-31,3	8,2	4,4	3,5
EV/EBIT	-2,5	-18,0	10,0	4,8	3,7
P/E	-1,7	-10,7	11,0	4,8	3,7

## Ägarstruktur

	Antal aktier	Kapital
GoMobile nu	1 996 675 163	38,9%
Formue Nord	550 973 520	10,7%
Fabriken i Sparreholm	357 504 070	7,0%
Novecap Partners	340 000 000	6,6%
Future Securities	180 026 172	3,5%
Jimmy Fun	130 581 612	2,5%
Ålandsbanken	77 911 764	1,5%
Von der Osten-Sacken	68 995 325	1,3%
Fredrik Berglund	33 037 800	0,6%
<b>Totalt antal aktier</b>	<b>5135302060</b>	<b>100,0%</b>

# WeSC- Investment Case

## Streetwear-bolag i turn-around

Mangold har tagit upp bevakning på WeSC och rekommenderar köp i aktien på 12 månaders sikt med riktkursen 0,0212 kronor. En uppsida, jämfört med nuvarande kursnivå på över 150 procent.

WeSC är ett klädbolag med inriktning på streetwear och som har sina rötter i skateboardkulturen. Bolaget har genomgått en rekonstruktion och förändrat affärsmodellen vilket ska ge ökad försäljning och lönsamhet. WeSC fick nytt kapital i en nyemission under 2019 vilket tillsammans med ett teckningsoptionserbjudande i mars 2020 ska räcka för att ta bolaget vidare.

I vår analys av WeSC framgår att intresset för streetwear ökat under senare år. Framförallt har lyxbolagens klädvarumärken närmast sig streetwear allt mer. Det är främst streetwearbolag med en historia med rötter i surf och skateboardkulturen som tillhör de mest populära varumärkena vilket vi visar i analysen. Den historien har också WeSC vilket ge möjligheter att etablera sitt varumärke som premium streetwear på marknaden. Ett segment som bolaget historiskt varit inriktat på.

Bolaget har vidtagit åtgärder för att få ned kostnader och förändrat sin affärsmodell. Tidigare skedde försäljning via distributörer och butiker. Denna modell har övergivits till förmån för andra försäljningskanaler. Design av kläder och huvudkontor har flyttats till New York, USA vilket Mangold ser positivt på då bolaget kommer närmare streetwearmarknaden. Bakom förändringarna och genomförande av den ny strategin står en amerikansk vd, Joseph Janus, med lång erfarenhet av modeindustrin.

På den nordamerikanska marknaden säljs kläder via återförsäljare på etablerade modevaruhus som Bloomingdale's, Nordstrom och Neiman Marcus. Detta har hittills fallit väl ut. WeSC har successivt adderat nya återförsäljare. Vissa varor säljs via licenspartners exempelvis WeSC Kids och olika accessoarer. Denna kanal växer. Hittills har utvecklingen i USA varit positiv. Förorder för vår och sommarkollektion 2020 ökade med närmare 50 procent. Nästa steg för bolaget blir att etablera en fungerande försäljningskanal i Europa och få igång den globala e-handeln.

Risken i bolaget är hög och det går inte att utesluta att bolaget kan komma att behöva ytterligare kapital. Konkurrenten ökar och WeSC är fortsatt en liten aktör. Men Mangold bedömer att verksamheten går åt rätt håll, besparingsåtgärder och försäljningsförändringar har hittills gett resultat. Bolaget bör gå mot break-even under 2020 för att under 2021 generera vinst enligt våra estimat. Under den kommande femårsperioden fram till 2023 väntas en tillväxttakt på 27 procent per år i snitt.

Mangold har valt att värdera WeSC med en DCF-modell och ett antaget avkastningskrav på 12 procent. Det ger ett värde per aktie på 0,0212 kronor. Mangold har även genomfört en peer-värdering. EV/sales visar på rabatt jämfört med traditionella modebolag. För bolagets estimerade vinstår 2021 handlas aktien till P/e-11 och P/e 5 för 2022. Mangold anser att det är lågt för ett bolag i en turn-around. Det vill säga när ett bolag går från förlust till vinst.

*Köp, aktien med riktkursen 0,0212 kronor - uppsida på över 150 procent*

*Viktiga lönsamhetsåtgärder gjorda - skulder har sanserats och kapital fyllts på*

*Trovärdig historia - tillgång för framgångsrika streetwearbolag*

*Ny vd driver utvecklingen framåt från New York, USA*

*Bra start i Nordamerika*

*Hög risk/reward i aktien*

*Låga P/e-tal för turn-around*

# WeSC- Om bolaget

## **Ett streetwearbolag med rötter i skateboardkulturen**

WeSC erbjuder kläder och accessoarer under varumärket WeSC inom segmentet premium streetwear eller streetfashion. Detta segment ska vara en blandning av traditionell streetwear och rådande mode. Kundsegmentet är yngre kvinnor och män och inriktningen på bolagets kläder är urbana plagg som kännetecknas av stil och funktion. Bolaget, som grundades 1999 i Stockholm, erbjöd tidigt streetwear till en mognare publik inom skateboard/sportsegmentet.

*WeSC- ett streetwearbolag*

## **Amerikansk vd tog över**

Joseph Janus är vd för WeSC sedan 2016 och tidigare ansvarig för den amerikanska verksamheten WeSC America Inc. I samband med att Joseph Janus tog över som vd efter Johan Heijbel lades mer fokus på den amerikanska marknaden. Tidigare har Joseph Janus varit aktiv inom klädbranschen i över 20 år med bland annat erfarenhet från Calvin Klein som marknadsföringsansvarig. Innan WeSC hade Joseph Janus ledande positioner på Guess och Bodhi Bags.

*Joseph Janus ny vd 2016*

Totalt sett består bolaget av sju anställda i USA och fem i Sverige. Styrelseordförande i bolaget är Per Åhlgren, som besitter lång erfarenhet av den finansiella marknaden och som även är ordförande i Black Earth Farming och Mangold. Även Joseph Janus och Johan Heijbel sitter med i styrelsen.

*Liten organisation och få i styrelsen*

## **Mer e-handel och stängda butiker**

Visionen för WeSC är att vara en länk mellan traditionellt mode och streetwear. Försäljning sker främst via återförsäljare samt genom e-handel, främst i USA och Europa. Bolaget har valt att stänga sina butiker och flyttat design- och produktionsfunktionerna till kontoret i New York. Försäljning ska ske via e-handel och återförsäljare. Produktion av kläder sker via leverantörer i främst Kina och Bangladesh.

*Trender börjar i New York*

På den nordamerikanska marknaden har WeSC tidigare använt sig av en samarbetspartner för e-handeln. Ett avtal ingicks med Noxs 2018. Från och med 2020 ska WeSC ansvara för e-handel i egen regi. För Europa har bolaget sedan tidigare en webshop. Återförsäljare för WeSC på den nordamerikanska marknaden är större varuhus som Nordstrom, Bloomingdales, Macys, Saks Fifth Avenue, Neiman Marcus samt den specialiserade sneakersbutiken Foot Locker. I Europa har bolaget valt att koncentrera sin försäljning till e-handel på sajter som Asos, Zalando och Boozt samt till större varuhus i Paris och Berlin som Galleries Lafayette och KaDeWe.

*Strategi med återförsäljare lyckosam*

Bolaget har två införsäljningsperioder under året till sina återförsäljare. Dessa delas upp i kollektioner för vår/sommar och höst/vinter. Utöver dessa kollektioner har samarbeten med olika designers under säsong förekommit. Viss verksamhet har bolaget valt att licensiera ut till partners. Hittills har bolaget licenspartners för mössor, hattar, bälten, väskor, underkläder, strumpor, sovplagg och barnkläder (WeSC Kids).

*Licenspartner för WeSC Kids*

# WeSC- Historik

## Uppgång, fall och en ny fas

WeSC (tidigare We International) växte fram inom skateboardkulturen med försäljning av kläder och accessoarer. Bolaget grundades 2000 av ett antal skate- och snowboardåkare där Greger Hagelin blev vd för bolaget. Bolaget sålde tidigt streetwear som var nära besläktat med surfwear, till en mer mogen publik. (Läs mer om surfwear och streetwear i appendix). Varumärket spreds genom sponsring av skateboardåkare (Jason Lee och Steve Berra), musiker (Timbuktu) och skådespelare (Peter Stormare). Dessa var aktivister, ett slags ambassadör som företrädde WeSC.

*Rötter inom skateboardkulturen*

Under de första åren i bolagets historia var WeSC en distributör för en rad amerikanska varumärken. Detta finansierade uppstarten av det egna varumärket WeSC (We are the Superlative Conspiracy). En internationell expansion inleddes 2003 och bolaget riktade blickarna mot USA där ett helägt dotterbolag We Superlative Conspiracy Inc sattes upp. Expansion skedde samtidigt i övriga Europa. En svensk riskkapitalist, Novax som ägs av Axel Johnson och investeringsfonden Nove Capital (Novestra nu Strax) blev storägare i bolaget runt 2005.

*Etablering i USA blev språngbräda*

En rad investeringar gjordes. En egen organisation sattes bland annat upp i USA där även grossistverksamheten togs över. Ett kontor öppnades i Los Angeles och flera konceptbutiker tillkom i större städer som New York och München. Bolaget noterades i Stockholm 2007 på Nasdaq First North. Den amerikanska verksamheten uppvisade snabbt ökad försäljning och introduktion av nya produktgrupper skedde såsom hörlurar. Kampanjer och samarbeten genomfördes med Pepsico och Nokia. Expansionen gick i rask takt och flera butiker öppnades i flera större städer runt om i Europa.

*Vildvuxen expansion*

Expansionen sammanföll med att marknaden förändrades och e-handel växte fram. Dessutom mattades intresset för surfwear-liknande bolag (se appendix). Storägaren Novax valde att kliva av 2009. Kvar som storägare blev Nove Capital (Novestra). WeSC brottades under åren 2011 till 2012 med allt lägre efterfrågan. Bolaget tvingades till strukturella förändringar och kostnadsbesparingar. En rad nyemissioner i bolaget gjordes och flera organisatoriska och strategiska förändringar genomfördes i bolaget. 2013 bytte bolaget vd då Johan Heijbel tog över efter Greger Hagelin. 2015 blev Carin Wester designer för WeSC, en post som hon lämnade 2017. Bolaget förvärvade The Shirt Factory som sedan såldes vidare 2017. Tony Wester var under en kort tid också vd för bolaget.

*Förändrad marknad drabbade WeSC*

2016 genomfördes en större förändring i bolaget. Joseph Janus utsågs till vd. Fokus lades på den nordamerikanska marknaden. Den distributörsdrivna verksamheten fasades ut och bolaget började även stänga butiker. Nedskränningar för att få ned kostnaderna gjordes men transformeringen tog tid och bolaget tvingades till företagsrekonstruktion. Denna avslutades oktober 2018. Under verksamhetsåret 2018/2019 visar det sig att strategin med att sälja streetwear-inspirerade kläder på bättre amerikanska varuhus fungerade. Bolaget utökar antalet kontrakt och tecknar flera licensavtal på den nordamerikanska marknaden. Bolaget gjorde ett avstamp för en ny kollektion för våren 2020. I början av 2020 inleddes ett samarbete med musikduon Galantis kring en kollektion med lansering augusti 2020.

*Amerikansk VD blir vändning*

*Ny kollektion 2020 och samarbete med musikduon Galantis*

# WeSC - Marknad

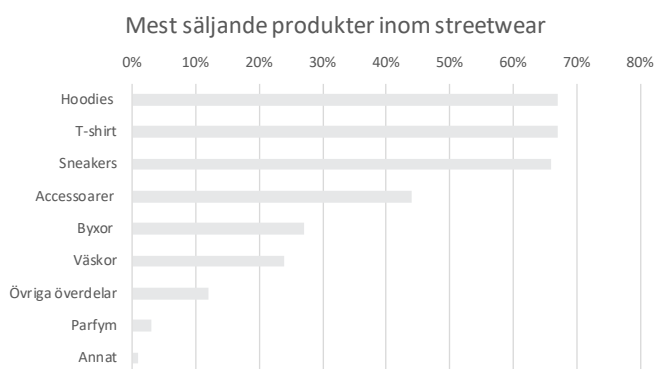
## Streetwear på tillväxt

Streetwear är en klädstil som blivit allt mer populärt bland yngre. Modet har blivit mer casual vilket tilltalar denna ålderskategori. Av de som konsumerar streetwear är över 60 procent under 25 år. Detta enligt en undersökning som genomförts av Strategy& och Hypebeast, (The Streetwear Impact Report, september 2019).

Enligt Hypebeast undersökning är det främst sneakers (sportigare skor), t-shirts och hoodys (huvtröjor) som är de mest säljande produkterna. Samtidigt har traditionellt mode fått ett ökat inslag av streetwear vilket gjort det till ett av de snabbast växande segmenten inom klädbranschen de senaste 10 åren.

*Ledigt mode (casual) allt mer populärt bland unga*

*Streetwear - del av traditionellt mode*



Källa: Strategy&, Hypebeast

Statista, som tar fram marknadsdata och statistik, uppskattar att modemarknaden (fashion market) som helhet uppgick till 717 miljarder dollar 2020 globalt. Förväntad tillväxt väntas uppgå till 8,4 procent under perioden 2020-2024 i snitt per år. Inom marknaden för fashion ingår kläder, skor, väskor och accessoarer.

*Modemarknaden väntas växa med drygt 8 procent i snitt per år*

Närliggande mode för streetwear är marknaden för sportkläder. Den marknaden väntas öka från 180 miljarder dollar 2019 till 208 miljarder dollar 2025. Sportkläder inkluderar inte bara kläder enbart för sport utan även för en mer casual stil (athletisure). Adidas, som har ett samarbete med Kanye Wests varumärke Yeezy, och Nike utgör de två största sportklädesmärkena. Utöver dessa räknas även Under Armour, Puma, New Balance och Skechers in som större aktörer enligt Statista.

*Sportmode, athletisure väntas öka*

Marknaden för streetwear är mer svårdefinierbar. Konsultbyrån PWC (Strategy&) uppskattar att marknaden är värd 185 miljarder dollar i en rapport som kom ut hösten 2019.

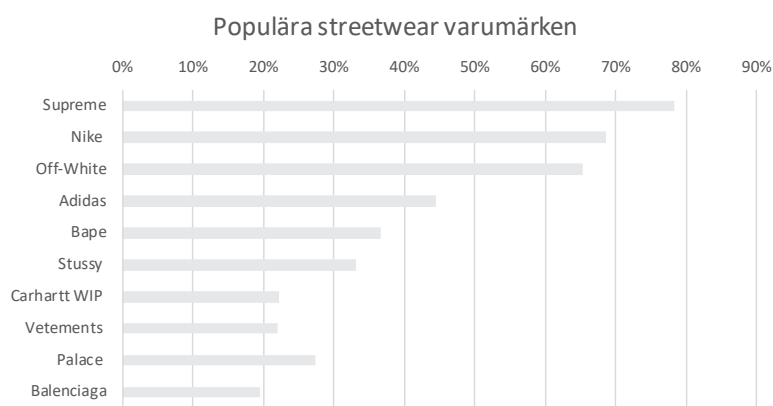
*Streetwearmarknaden uppgår till 185 miljarder dollar*

# WeSC - Marknad

## Ökad konkurrens inom streetwear

Även om antalet varumärken inom streetwear ökat och konkurrensen hårdnat befäster sig varumärken med en historia som sträcker sig långt tillbaka i tiden. De mest populära varumärkena uppges vara Supreme, A Bating Ape (Bape), Stussy, Off-White samt Nike och Adidas enligt Streetwear Impact Report. Dessa varumärken delas upp i olika kategorier. Exempelvis kan kläder från Supreme kategoriseras som originella, Adidas och Nike tillhör sporwear medan Off-White, Ambush och Vetements delas in i lyxsegmentet. Ytterligare en kategori utgör "adopted" som inte har någon direkt anknytning till streetwear men som använder sig av stilen.

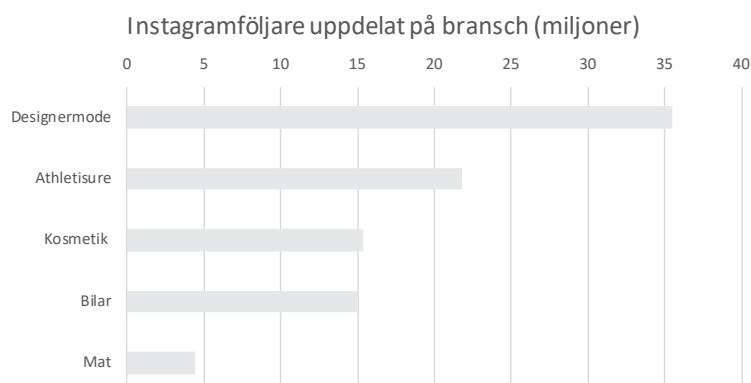
*Streetwearbolag med historia mest populära*



Källa: Strategy& Hypebeast

Sociala medier, främst Instagram, är den viktigaste kanalen för att hitta och köpa kläder inom streetwear. Konsumenterna uppger att de till största del influeras av musiker, kändisar och idrottare. Med sociala medier är det även betydligt lättare att hitta alternativa varumärken som ofta talar till kunden då exklusivitet och äkthet är viktiga attribut i att lyckas som streetwear-varumärke. Tilltalande för de yngre är även att det är möjligt att konsumera till rimliga priser (affordable exclusivity) enligt The Streetwear Impact Report.

*Sociala medier viktig kanal för marknadsföring*



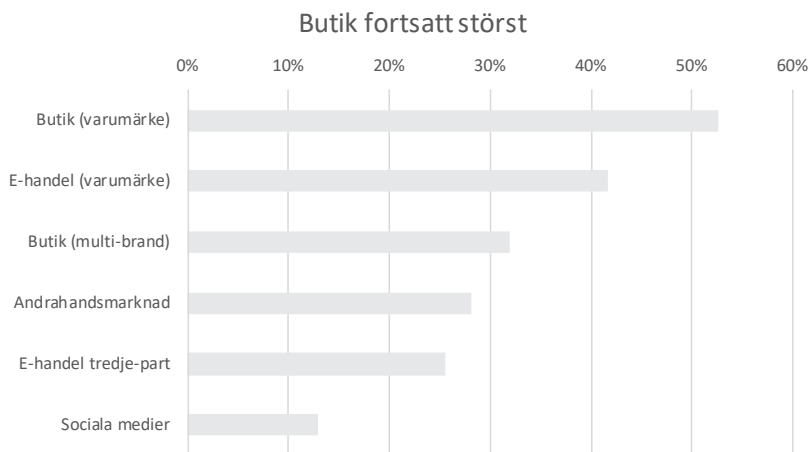
*Designermode och athletisure-dominerar på Instagram*

Källa: Strategy& Hypebeast

# WeSC - Marknad

Enligt en undersökning gjord av Streetwear Market Report utgör varumärkets egna butiker en viktig inköpskanal där konsumenter helst skulle vilja göra sina inköp. Även butiker eller varuhus med flera varumärken (multi-brand retailer) var populärt, något som WeSC kan erbjuda. E-handel och andrahandsmarknad utgjorde även populära val för inköp av streetwearkläder.

*Streetwear handlas helst via varumärkets egna butik eller dess e-handelsplats*



Källa: Källa: Strategy& Hypebeast

Secondhandmarknaden, det vill säga försäljning av kläder och skor i andra hand på olika sajter växer. Enligt en rapport från Resale (Thredup) uppgick secondhandmarknaden till 24 miljarder dollar 2018. Denna marknad har ökat i hög takt och växer betydligt snabbare än fast fashion där H&M och Zara är etablerade aktörer.

*Secondhandmarknaden växer för streetwear*



Källa: Källa: Strategy& Hypebeast

Flera streetwearbolag använder sig av små kollektioner i vissa fall för att skapa efterfrågan. Kunder som är aktiva på denna marknad kan sedan sälja dessa varor på olika sajter då efterfrågan är stor. Denna andrahandsmarknad har ökat, där sajter som StockX och Grailed blivit populära.

*Skapa efterfrågan - del av affärsmodellen för många streetwearbolag*

# WeSC - Marknad

## Lyxbolag vill bli streetwear

Streetwear har blivit allt mer associerat med lyxbolag och samarbeten med olika designers som fört in streetwearkulturen. Några exempel är modedesignern Kim Jones med Dior och Demna Gvasalia, designer från Vetements, med Balenciaga. Det finns fler liknande samarbeten som blivit mycket framgångsrika.

*Samarbeten med lyxbolag och streetwear vanligare*

Det italienska modehuset Gucci, som ägs av franska lyxbolaget Kering, ökade sin försäljning kraftigt under 2018 efter att ha lanserat en kollektion som var mer streetwearinspirerad. Över 55 procent av den försäljningen utgjordes av kunder under 35 år. Hip Hop artister (Lil Jump) och influencers (Kylie Jenner) har även bidragit till att göra varumärket Gucci mer populärt via sociala medier.

*Modehus som Gucci och Louis Vuitton influeras av streetwear*

Det franska modehuset Louis Vuitton, ägt av LVMH, inledde ett samarbete med streetwear-varumärket Supreme 2017. Dess kollektioner har blivit mycket populära vilket även skapat en omfattande andrahandsmarknad (second-hand). Vissa varor från Supreme har övertrumpat både Louis Vuitton-väskor och Rolex-klockor i värdeökning enligt sajten realstyle.com. Supreme har tidigare även gjort samarbeten med Nike och Comme des Garçons.

*Supreme i samarbete med Louis Vuitton*

Supreme har en inte helt olik bakgrund som WeSC. Supreme startade som en skateboard-butik på Manhattan i New York i början av 90-talet grundat av James Jebbia (som då kom från Stussy). Kännetecknande för dess kollektioner är att de går ut i en begränsad upplaga och uppmärksammas via event. Det har bidragit till att dess produkter blivit mycket eftertraktade på andrahandsmarknaden och som ökat kraftigt i pris. Detta är en strategi som går under "The drops model" och som blivit vanligt bland streetwear-varumärken. Drops-modellen skapar intresse och kopplas ofta samman med ett event.

*Supremes historia liknar WeSC:s*

## Riskkapitalbolag investerar i streetwear

Denna trend har bidragit till att riskkapitalbolag sökt sig till streetwear i allt högre utsträckning. Det amerikanska investmentbolaget Carlyle Group har investerat 500 miljoner dollar i Supreme. Det japanska streetwear bolaget A Bathing Ape (Bape) köptes upp av ett Hongkongbaserat klädkonglomerat för 2,8 miljoner dollar 2011.

*Riskkapital och framgångsrika noteringar för streetwearbolag*

Marknadsplatser på nätet som StockX, har tilldragit sig riskkapital på 110 miljoner dollar. StockX värderades under 2019 till 1 miljard dollar. Hypebeast, från början en blogg för sneakers men som breddats till all typ av streetwearkultur, gjorde en börsnotering i Hongkong 2016 och värderades då till 36 miljoner dollar. Sedan dess har aktien stigit och i början av 2020 uppgick börsvärdet till 2,5 miljarder dollar.

*Marknadsplatser för streetwear på nätet populära*

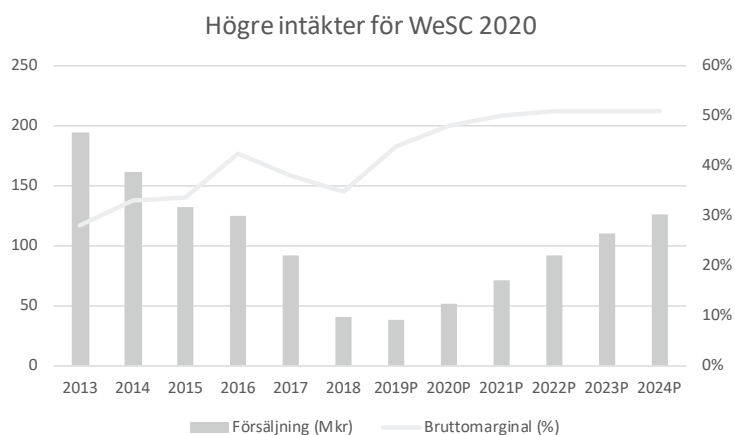


# WeSC - Prognoser

## Ökad försäljning väntas

Under 2020 estimerar Mangold att omsättningen ökar med 35 procent. Införsäljning av bolagets vårkollektion 2020 ökade med 17 procent för hela koncernen och 49 procent på den nordamerikanska marknaden. Europamarknaden är ännu obearbetad och vi räknar därför med att denna ska kunna bidra till att försäljning under 2020. Under prognosperioden 2019-2023 har Mangold estimerat en CA-GR-tillväxt (Compound annual growth rate) i snitt på 27 procent i snitt per år. Under de inledande åren räknar vi med en högre tillväxttakt som sedan planar ut.

Ökade intäkter från 2020

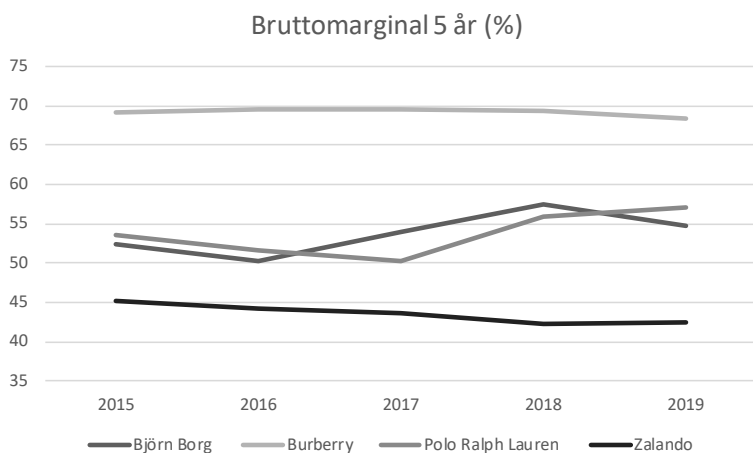


Källa: Mangold Insight

## Förbättrad bruttomarginal

Bolagets bruttomarginal har förbättrats till en högre nivå efter åtgärder inom inköp. Under det första kvartalet 2019 fördubblades denna till 45,3 procent jämfört med 22,6 under samma period föregående år. Denna nivå har sedan hållit i sig under de följande kvartalen. Mangold räknar med 50 procent på sikt. I nedanstående diagram ges en översikt på hur bruttomarginalen utvecklats under en femårsperiod för olika typer av detaljhandelsbolag med klädiriktning. Lyxvarumärken som Burberry, uppvisar hög bruttomarginal medan e-handelsbolag som Zalando uppvisar en lägre bruttomarginal.

Målsättning nå 50 procents bruttomarginal...



... en rimlig nivå att uppnå

Källa: Mangold Insight, Delårsrapporter

# WeSC - Prognoser

## Kraftigt sänkta kostnader

Efter flera år med negativt rörelseresultat genomgick WeSC en rekonstruktion under 2018. Skulder reviderades eller eliminerades vilket medfört en lägre kostnads massa. Åtgärder med kostnadsbesparingar har fortsett under 2019. I den senaste delårsrapporten uppgick bolagets eget kapital till 10,4 miljoner kronor. Räntebärande skulder har minskats till 6,5 miljoner kronor jämfört med 23,4 miljoner samma period föregående år.

Efter att den distributörsdrivna verksamheten upphört har bolaget valt att stänga ned sitt butiks nät. Konceptbutikerna i Stockholm och New York har även stängts i syfte att minska kostnader. Dessa butiker stod för mindre än 10 procent av den totala omsättningen. Försäljning utgörs efter dessa åtgärder därmed enbart av återförsäljare och e-handel. Licensförsäljning står dessutom för en betydande del, drygt 30 procent vid den senaste delårsrapporten. Fler licenstagare har knutits till bolaget och Mangold bedömer att denna andel kan komma att öka.

*Kostnadssänkningar grund till turn-around*

*Butiker har stängts - sänker kostnader 2020*



Källa: Mangold Insight

## Förbättrade finanser - turn-around närmar sig

Under rekonstruktionsarbetet uppkom likviditetsbrist och ett rörelsekapitalbehov. Bolaget genomförde en nyemission under sommaren 2019 vilket gav bolaget ett kapitaltillskott på 45 miljoner kronor. Kapitalet har använts till att betala av lån inklusive ett bryggglån som togs på 15 miljoner kronor juni 2019. I emissionen ingick teckningsoptioner som kan ge bolaget ytterligare 22,5 miljoner kronor under 2020. Teckningsperiod för optionerna pågår mellan 9 till 23 mars 2020.

*Teckningsoptioner kan ge bolaget ytterligare kapital mars 2020*

Fler nyemissioner går inte att utesluta men vi räknar med att bolaget klarar att driva verksamheten med det kapital som förväntas komma in i mars. Förväntad försäljningsökning och dess sänkta kostnads massa gör att bolaget går mot break-even 2020 och väntas generera vinst 2021. Bolaget har tidigare genomfört två emissioner under 2018, en riktad och en företrädesemission. Dessutom har bolaget genomfört en rekonstruktion av We International AB under 2017 där försäljning av distributörer bedrevs.

*Historia med många förlustår och nyemissioner*

# WeSC - Värdering med DCF

## DCF-värdering visar på potential i aktien

För att komma fram till ett motiverat värde per aktie för WeSC har vi valt att genomföra en DCF-värdering. Mangold har utifrån marknadsanalys och bolagets målsättning om tillväxttakt på 15 procent och en rörelsemarginal på 10 procent gjort estimat på försäljning och lönsamhet över en femårsperiod. Detta ligger till grund för vår DCF-modell.

*Prognoser baserade på finansiella mål och marknadsanalys*

Marknadsriskpremien på den svenska aktiemarknaden ligger på 6,8 procent enligt en studie från PWC från 2019. Eftersom WeSC har ett börsvärde på under 50 miljoner kronor väljer vi att lägga ett småbolagstillägg på drygt 5 procent. Det ger ett avkastningskrav på 12 procent. Med dessa antaganden för vi ett DCF-värde som uppgår till 0,0212 kronor per aktie. Vi har även valt att göra en känslighetsanalys för att visa hur aktiens värde ändras på olika avkastningskrav och försäljning.

*Uppsida på drygt 150 procent i aktien*

### WESC - DCF

(Mkr)	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
EBIT	-24	-3	6	13	16	19
Skatt	0	0	-1	-3	-3	-4
Avskrivningar	-4	-1	-1	-1	-1	-1
Investeringar	-14,0	-0,1	-0,2	-0,3	-0,4	-0,5
Rörelsekapital	-24	-6	3	10	11	13
Fritt kassaflöde	-37	-6	4	11	11	13
Terminalvärde						124
<b>Antaganden</b>	<b>Avkkrav</b>	<b>Tillväxt</b>	<b>Skatt</b>			
	12%	3%	22%			
<b>Riktkurs</b>						
Enterprise value	126					
Equity value	109					
Riktkurs per aktie (kr)	0,02122					

Källa: Mangold Insight

Nedan visas känslighetsanalys i procentuell förändring beroende på avkastningskrav och försäljning som halverats eller dubblats i slutet av prognosperioden.

### WESC - DCF KÄNSLIGHETSANALYS

Avk krav %	0,5x	Basförsäljning	2X
10	0,0264	0,0284	0,0326
12	0,0193	0,0212	0,0251
14	0,0148	0,0165	0,0200

*Känslighetsanalys visar på över 300 procents uppsida i aktien med dubblad försäljning*

Källa: Mangold Insight

# WeSC - Värdering Peers

## Värdering med Peers

För att få en uppfattning kring hur detaljhandelsbolag med inriktning modekläder värderas har vi valt att göra en jämförande värdering (peers). Vi har utgått från att bolagen enbart säljer kläder och tillhörande accessoarer. Således har vi valt bort angränsande bolag, exempelvis Odd Molly (stor andel fastigheter), New Wave (pro-filkläder och gåvor) och globala fast fashionkedjor som H&M. För dessa skiljer sig deras affärsidé jämfört med WeSC.

*Ev/sales visar på rabatt i jämförelse med traditionella modebolag*

Med i vårt urval är bolag med hög modegrad och angränsande mode till streetwear och athletisure. Några bolag med enbart streetwearinriktning har vi inte hittat noterade. I tabellen skiljer vi ut e-handelsbolag och traditionella detaljhandelsbolag med både butiker och e-handel.

*Bolag med högre modegrad och influenser från streetwear utgör peers*

WESC PEERS		Börsvärde	P/E		EV/Sales		EV/EBITDA	
Bolag traditionella	Land	SEK	2019P	2020P	2019P	2020P	2019P	2020P
Lululemon Athletica	USA	359 760	49,7	41,9	9,2	7,9	35,4	30,0
Moncler	Italien	110 093	28,3	26,5	6,2	5,5	17,4	15,4
Burberry Group	UK	102 950	23,2	21,2	2,6	2,5	12,5	11,7
Under Armour	US	84 749	61,8	44,7	1,7	1,6	21,3	18,1
Ralph Lauren	USA	82 166	14,6	13,3	1,2	1,2	7,3	6,9
Foot Locker	USA	39 437	8,0	7,5	0,4	0,4	3,6	3,6
Guess	USA	13 776	16,1	12,9	0,5	0,5	5,9	5,5
Zumiez	USA	8 035	12,9	12,2	0,7	0,6	6,4	6,0
Bjorn Borg	Sverige	624	11,5	10,0	1,0	0,9	6,2	5,6
Peer Snitt			25,1	21,1	2,6	2,3	12,9	11,4
WeSC	Sverige/USA	41	neg	neg	1,5	1,1	neg	neg

Bolag e-handel	Land	SEK	2019P	2020P	2019P	2020P	2019P	2020P
Zalando	Tyskland	117 869	119,2	83,2	1,6	1,3	28,7	23,0
Boohoo	Storbritannien	44 573	53,9	43,3	2,8	2,2	28,0	22,6
ASOS	Storbritannien	31 987	103,7	56,4	1,0	0,8	24,7	16,5
Boozt	Sverige	2 698	40,4	25,4	0,7	0,6	12,5	9,0
Revolve	USA	2 362	32,5	26,7	0,4	0,3	4,5	3,2
Peer Snitt			69,9	47,0	1,3	1,1	19,7	14,9
WeSC	Sverige/USA	41	neg	neg	1,5	1,1	neg	neg

Källa: Mangold Insight

Mangold estimerar att WeSC går mot break-even 2020 och bör generera vinster från 2021. EV/Sales utgör det nyckeltal som går att jämföra fram till 2021. WeSC handlas i linje med e-handelsbolagen sett till EV/ Sales och med rabatt, 40-50 procent för 2019-2020P jämfört med traditionella bolag som Lululemon och Moncler. WeSC handlas till P/e 11x 2021 och 5x 2022 på våra prognoser. Vanligen är P/e-tal höga under de första vinståren för ett turn-aroundbolag.

*Låga P/e-tal för WeSC från 2022*

# WeSC - Appendix

## Surfwear - livsstil blev mode

Surfkulturen tog sin början på 60-talet, då sporten surfing tog fart på orter nära havet. I amerikanska delstater som Hawaii, Maryland, Kalifornien och på Australien blev surfing en livsstil som fick draghjälp av musik, film och tv-serier. Under 80- och 90-talet tog den ny fart då framväxten av surfing som mode blev allt mer populärt. De australiska surfbolagen Billabong, Quiksilver och Rip Curl (the big three) växte sig stora liksom amerikanska Volcom.

*Surfmodet växte kraftigt på 80-90-talet*

Som störst var dessa bolag i början av 2000-talet som då dominerade surfwear-marknaden. Flera av dessa, valde även att börsnotera sig. Quiksilver noterades på New York Stock Exchange 1998 och Billabong på Australian Securities Exchange 2000. Volcom blev en riktig succé när bolaget listades 2005 då aktien steg med 40 procent första handelsdagen.

*Australienska bolag dominerade marknaden på 2000-talet*

Surfing som livsstil växte sig bredare och blev populär även långt utanför den krets som ägnade sig åt surfing. Runt 2006 och några år framåt uppgick surfmarknaden till 13 miljarder dollar. Detta sammanföll när de tre största bolag omsatte som mest. Surfbolagens produkter marknadsfördes som en livsstil. Dess utövare blev ambassadörer för de olika varumärkena. Exempelvis samarbetade Quiksilver med surfaren Kelly Slater och skateboardåkaren Tony Hawks. Billabong arrangerade surftävlingar och sponsrade flera professionella surfare.

*Marknad för surfwear peakade runt 2006*

Allt fler bolag växte fram på surfmarknaden vilket lockade redan etablerade bolag att göra förvärv. Denna fas pågick fram till 2008. Bland de större affärer som skedde köpte amerikanska Nike surfvarumärket Hurley 2002. Billabong valde att genomföra flea förvärv bland annat Von Zipper (solglasögon och goggles) och Element (streetwear för skateboard). Kompletterande förvärv gjordes även inom andra brädsporarter såsom wakeboard, skateboard och snowboard vilket jämnade ut säsongeffekterna för surfbolagen. Quiksilver köpte exempelvis DC Shoes (skateboard och snowboard) och franska Rossignol (skidor för vintersport).

*Etablerade sportbolag köpte surfwearbolag*

Denna förvärvsbonanza ledde till att priserna drevs upp och flertalet varumärken blev övervärderade. När marknaden försvagades i samband med den finansiella krisen 2009 fick flera av de större surfbolagen problem. Expansion med butiker och outlets bidrog till en hög kostnadsbörda som bolagen inte klarade. Konkurrensen ökade från fler håll med framväxt av butiker från modekedjor som introducerade fast fashion som H&M och Zara.

*Vidlyftig expansion fick branschen på fall*

Attraktionskraften för surfbolagens varumärken ebbade ut och de tre stora tvingades till kostnadsbesparingar efter mångåriga förlustår. 2013 fick Billabong skriva ned sitt värde till noll vilket fick hela surfindustrin att gå in i en djup kris. Quiksilver gjorde ett försök att rädda Billabong men 2015 men gick även det i konkurs. En räddningsaktion gjordes av Oaktree Capital som tog över Quiksilver i en rekonstruktion.

*Kris för surfbolagen*

# WeSC - Appendix forts

Amerikanska Volcom klarade sig bättre då detta bolag köptes upp av det franska lyxbolaget Kering (då PPR), ägare till Gucci och Balenciaga, för dryga 600 miljoner dollar 2011. Våren 2019 såldes Volcom till Authentic Brands Group. Även Rip Curl har bytt ägare, det köptes upp hösten 2019 av ett outdoor bolag från Nya Zeeland, Kathmandu. Nike har under 2019 valt att sälja av sitt surfbolag, Hurley till Bluestar Alliance, som äger ett antal klädvarumärken som Bebe (med influenser Bebe Rexa) och Kensie (med influenser Hannah Godwin).

*Lyxbolag flirtar med surfwear*

## **Streetwear sprunget ur surfkulturen**

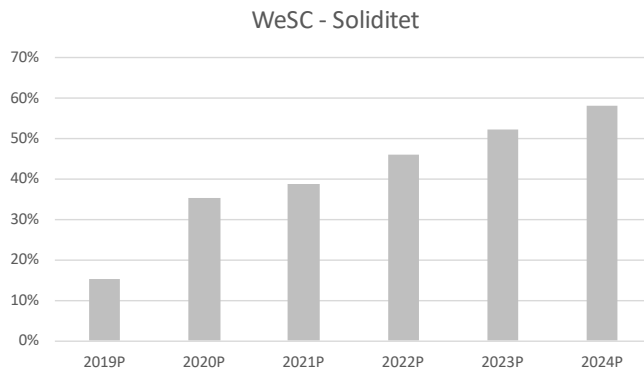
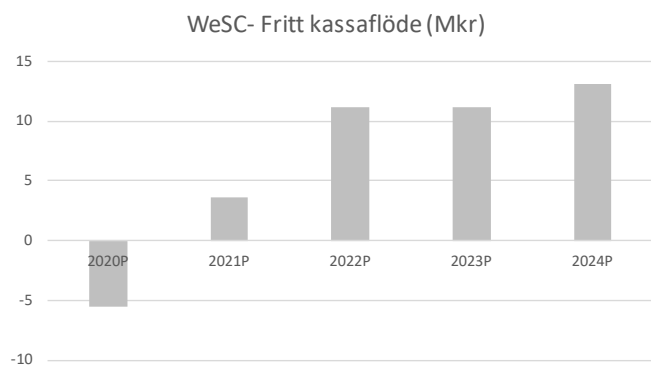
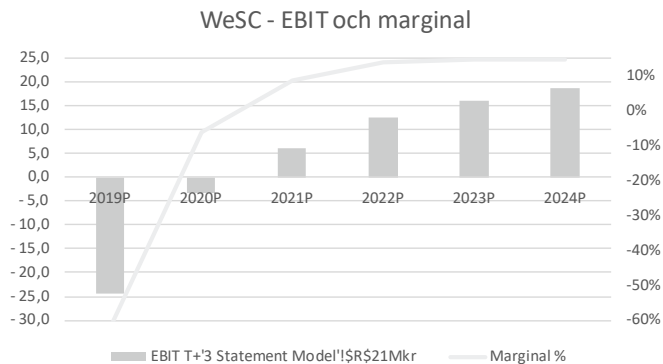
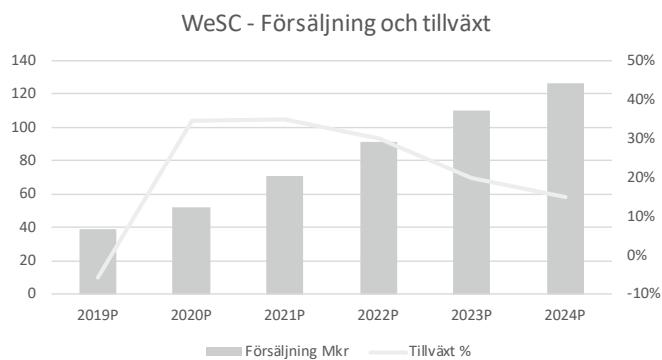
Streetwear är ingen ny företeelse. Det har sitt ursprung från surfkulturen som växte fram globalt under 90-talet. Den har även tagit influenser från olika subkulturer som amerikansk hip hop samt sport- och lyxmode. Stilen är avslappnad (casual) det vill säga, T-shirts, hoodies (huvtröja) och sneakers (en sorts sportsko) och i flera fall sportliknande (athletisure wear). Både Nike och Adidas är stora aktörer inom streetwear. Framför allt inom marknaden för sneakers (en sportigare sko).

*Streetwear är casual*

Ett av de mer talande exemplen på ett varumärke som transformerats från surf till streetfashion är det amerikanska surfbolaget Stussy. Detta bolag som har sina rötter i surfkulturen och växte fram under 80-talet. Grundaren Shawn Stussy började med att tillverka surfbrädor i Kalifornien. Detta följdes upp med försäljning av t-shirts, shorts och kepsar. 1996 hoppade grundaren av. En tydligare riktning mot streetwear togs sedan. Med hjälp av kända designers med bakgrund från lyxvarumärken som Valentino växte bolaget åter snabbt. 2014 omsatte Stussy 50 miljoner dollar med streetware-kläder som intäktskälla.

*Stussy har klarat omvandlingen från surf- till streetwear*

# WeSC - Appendix Diagram



Källa: Mangold Insight

# Resultat- och balansräkning

Resultaträkning (TKR KR)	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Försäljning	41	39	52	71	92	110	127
Kostnad sålda varor	-27	-22	-27	-35	-45	-54	-62
Bruttovinst	14	17	25	35	47	56	65
Bruttomarginal	35%	44%	48%	50%	51%	51%	51%
Personalkostnader	-15	-14	-13	-14	-15	-17	-19
Övriga rörelsekostnader	-29	-23	-14	-14	-18	-22	-26
Avskrivningar	-1	-4	-1	-1	-1	-1	-1
<b>Rörelseresultat</b>	-30	-24	-3	6	13	16	19
Rörelsemarginal	-73%	-63%	-6%	9%	14%	15%	15%
Räntenetto	27	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Vinst efter finansnetto	-3	-25	-4	5	12	15	18
Skatter	0	0	0	-1	-3	-3	-4
<b>Nettovinst</b>	-3	-25	-4	4	9	12	14

Balansräkning	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
<b>Tillgångar</b>							
Kassa o bank	2	6	8	32	35	45	55
Kundfordringar	21	11	10	11	14	13	15
Lager	8	4	3	4	5	6	7
Anläggningstillgångar	3	3	14	13	12	11	10
<b>Totalt tillgångar</b>	34	25	35	60	65	75	88
<b>Skulder</b>							
Leverantörsskulder	15	13	7	6	7	7	9
Skulder	62	23	23	33	33	33	33
Totala skulder	76	36	30	39	40	40	42
<b>Eget kapital</b>							
Bundet eget kapital	242	275	315	335	335	335	335
Fritt eget kapital	-284	-287	-310	-314	-310	-301	-289
<b>Totalt eget kapital</b>	-42	-11	6	21	25	34	46
<b>Totalt skulder och EK</b>	34	25	36	61	65	75	88

Källa: Mangold Insight



# Disclaimer

Mangold Fondkommission AB ("Mangold" eller "Mangold Insight") erbjuder finansiella lösningar till företag och personer med potential, som levereras på ett personligt sätt med hög servicenivå och tillgänglighet. Bolaget bedriver i dagsläget verksamhet inom två segment; i) Investment Banking och ii) Private Banking. Mangold står under Finansinspektionens tillsyn och bedriver värdepappersrörelse enligt lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden. Mangold är medlem på NASDAQ Stockholm, Spotlight Stock Market och Nordic Growth Market samt derivatmedlem på NASDAQ Stockholm.

Denna publikation har sammanställts av Mangold Insight i informationssyfte och ska inte ses som rådgivning. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan således inte garanteras. Mangold Insight lämnar inte i förväg ut slutsatser och eller omdömen i publikationen. Åsikter som lämnats i publikationen är analytikerns åsikter vid tillfället för upprättandet av publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer vara i enlighet med åsikter framförda i publikationen.

Mangold frånsäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grundas på denna publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden. Mangold frånsäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av publikationen.

Denna publikation får inte mångfaldigas för annat än personligt bruk. Dokumentet får inte spridas till fysiska eller juridiska personer som är medborgare eller har hemvist i ett land där sådan spridning är otillåten enligt tillämplig lag eller annan bestämmelse. För att sprida hela eller delar av denna publikation krävs Mangolds skriftliga medgivande.

Mangold kan genomföra publikationer på uppdrag av, och mot en ersättning från, det bolag som belyses i analysen alternativt ett emissionsinstitut i samband med M&A, nyemission eller en notering.

För utförandet av denna publikation kan läsaren utgå från att Mangold erhåller ersättning av bolaget. Det kan även föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan bolaget och någon annan avdelning hos Mangold. Mangold har riktlinjer för hantering av intressekonflikter och restriktioner för när handel får ske i finansiella instrument.

Mangolds analytiker äger inte aktier i WeSC.

Mangold äger aktier i WeSC.

Mangold utför/har utfört tjänster för Bolaget och erhåller/har erhållit ersättning från Bolaget baserat på detta.

Mangold står under Finansinspektionens tillsyn.

Rekommendationsstruktur:

Mangold Insight graderar aktierekommendationer på tolv månaders sikt enligt följande struktur:

Köp – En uppsida i aktien på minst 20 procent

Öka – En uppsida i aktien på 10-20 procent

Neutral – En uppsida och nedsida i aktien på 0 till 10 procent

Minska – En nedsida i aktien på 10-20 procent

Sälj – En nedsida i aktien på minst 20 procent