

Uppdatering: Kv2 2022

ZINZINO AB

Zinzino är en global aktör inom försäljning och produktion av hälsokost. I dag är bolaget aktivt på över 100 marknader. Bolaget har historiskt växt snabbt till förbättrad lönsamhet. En viktig komponent till framgången har varit distributormetoden direktförsäljning.

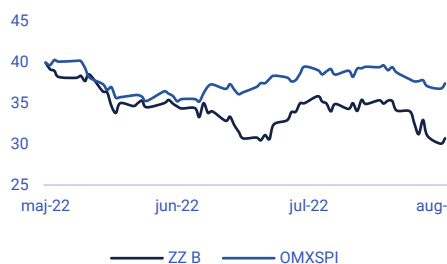
VD: Dag Pettersen
 SO: Hans Jacobsson
www.zinzino.com

Bloomberg: ZZB:SS
 Reuters Eikon: ZZB.ST

Lista: Nasdaq First North

Aktie, senast: 30,7 kronor
 Marknadsvärde: 1 035 MSEK

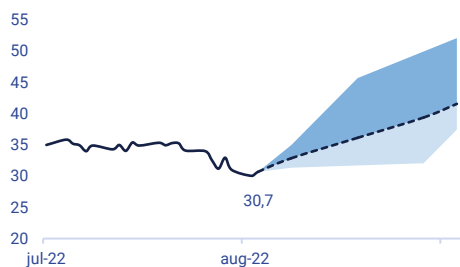
AKTIEKURSUTVECKLING



	12M	YTD	6M	1M
Utveckling (%)	-53	-47	-17	-14

Källa: S&P Capital IQ

VÄRDERINGSINTERVALL



	BEAR	BAS	BULL
Pris per aktie (kr)	37,5	41,4	52,2
Upp-/nedsida (%)	25	38	74

Källa: Carlsquare prognoser

CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

Markus Augustsson
 Head of Equity Research

Fredrik Nilsson
 Associate Equity Analyst

Ljummet kvartal med ljusglimtar

Zinzino levererade åter ett ljummet kvartal med bra bruttomarginal men ett EBITDA-resultat under vår förväntan. Det finns dock värdefulla ljuspunkter som en stark tillväxt på den viktiga marknaden Centraleuropa. Vidare visar preliminära försäljningssiffror för juli på en stark inledning av tredje kvartalet. Vi har justerat ned våra intäkt- och lönsamhetsprognoser och beräknar ett motiverat värde per aktie till 41,4 kronor (52,8).

Ljummen tillväxt och lönsamhet under vår prognos

Under det andra kvartalet 2022 redovisade Zinzino-koncernen totala intäkter på 329 miljoner kronor. Således var det gångna kvartalet åter ljummet med en tillväxt på 2,2 procent – i linje med våra prognoser. Det är glädjande att Centraleuropa fortsätter växa i rask takt. Vidare har synergier från förvärven av Enhazz-bolagen börjat realiseras. Det är således inte orimligt att börja spekulera kring fler förvärv för att stärka positionerna på de befintliga marknaderna.

Kvartalets bruttomarginal var 32,0 procent jämfört med vår prognos på 30,0 procent. Det visar att prishöjningen fått bra genomslag. Samtidigt som fler abonnemang kommer genomgå en prishöjning kvarstår en viss osäkerhet kring bruttomarginalen när lager omsätts. Redovisat EBITDA-resultatet kom in på 20,1 miljoner kronor, motsvarande en marginal på 6,1 procent. Det var en bit under vår prognos på 25,4 miljoner kronor resp. 7,8 procent. Högre externa rörelsekostnader förklarar lejonparten av avvikelserna.

Sänkt målsättning för 2022 men långsiktiga caset kvarstår

Bolaget har justerat ned sin målsättning för året. Med rådande tillväxtnitiativ har kostnadsbasen naturligt kommit upp. Kostnader har givetvis spänts på av inflation samtidigt som tillväxt inte kunnat uppnås som tilltänkt – då bland annat i Baltikum men också i Asien där restriktioner har (och fortsätter) hämmat utvecklingen.

De preliminära försäljningssiffrorna visar dock på en återhämtning i tillväxten i juli upp till tio procent. Siffrorna visar att viktiga Centraleuropa fortsätter att växa i hög takt över 20 procent. Det finns även tecken på att Norden kan vara på väg att vända och på sikt åter visa tillväxt. APAC-regionen visade åter upp en stark tillväxt över 50 procent. Det skall heller inte glömmas att bolaget med rådande strategi (att växa genom etablering på nya marknader) har haft en fin historisk utveckling med tillväxt till förbättrad lönsamhet. Det långsiktiga caset är i vår mening fortsatt intakt samtidigt som inflation och Covid-restriktioner ser ut att vara avtagande.

Reviderade prognoser och sänkt motiverat värde

Vi har justerat ned våra intäktprognoser i det korta perspektivet men har en fortsatt hög tilltro till en återkommande hög tillväxttakt. Vi har även tagit ned vår lönsamhetsprognos för 2022 förhållandevis tydligt. Vi sänker den långsiktiga EBITDA-marginalen till 10,3 procent från tidigare 12,0 procent. I ett basscenario beräknas ett motiverat värde per aktie till 41,4 kronor (52,8) för de kommande 6-12 månaderna.

Finansiella nyckeltal (MSEK)

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Totala intäkter	771	1 139	1 371	1 430	1 625	1 816
Bruttoresultat	232	349	428	435	505	566
EBITDA	34	109	138	89	129	149
EBIT	15	87	116	66	107	126
EBT	14	85	115	64	105	124
Vinst per aktie	0,33	1,96	2,57	1,46	2,41	2,84
Tillväxt, totala intäkter	33,5%	47,8%	20,4%	4,3%	13,6%	11,8%
EBITDA-marginal	4,4%	9,5%	10,0%	6,2%	7,9%	8,2%
EBIT-marginal	1,9%	7,6%	8,5%	4,6%	6,6%	6,9%
EV/Sales	1,0x	2,1x	1,3x	0,6x	0,5x	0,5x
EV/EBITDA	22,5x	22,5x	13,0x	10,0x	6,9x	5,9x
EV/EBIT	51,0x	28,2x	15,4x	13,5x	8,3x	7,1x
P/E	70,9x	38,8x	22,2x	20,5x	12,5x	10,6x

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Uppföljning och kommentarer

Zinzino redovisade åter ett kvartal med ljummen tillväxt på drygt två procent. Norden försätter att hämma medan de viktiga tillväxtdrivarna Centraleuropa, Nordamerika och APAC utvecklas fint. Bruttomarginalen kom in över förväntan samtidigt som lönsamheten längre ned i resultaträkningen var en besvikelse. Samtidigt har ledningen justerat ned årets målsättning för både intäkter och EBITDA-marginal. Preliminära siffror för juli visar dock på tillväxt över tio procent, vilket är en bra start på innevarande kvartal.

Svag lönsamhet men visst finns det ljusglimtar

Nedan visas utfallet för det andra kvartalet 2022 i förhållande till våra prognoser. Sammanfattningsvis var intäkter i linje med förväntan, bruttoreultatet en bit över, medan externa rörelsekostnader skapar negativa avvikelser i lönsamheten längre ned i resultaträkningen.

Utfall jämfört med Carlsquare prognoser, kv2 2022 (MSEK)

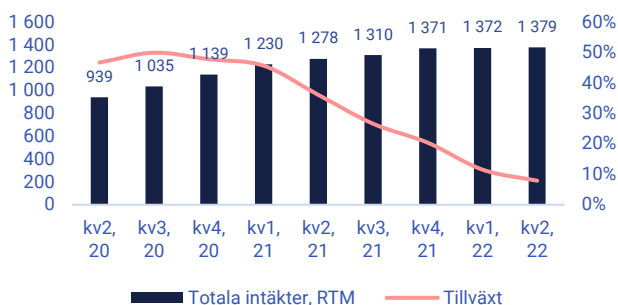
	Kv2 22P	Kv2 22U	Kv2 21U	Avvikelse (%)	Tillväxt (%)
Totala intäkter	327	329	322	1%	2%
Bruttoresultat	97,8	105,5	105,1	8%	0%
Bruttomarginal	30,0%	32,0%	32,6%		
EBITDA	25,4	20,1	33,4	-21%	-40%
EBITDA-marginal	7,8%	6,1%	10,4%		
EBIT	20,6	13,6	28,2	-34%	-52%
EBIT-marginal	6,3%	4,1%	8,8%		
EBT	20,4	13,3	28,0	-35%	-53%
Vinst per aktie (kr)	0,46	0,30	0,66	-53%	-55%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Rullande 12 månader syns hur tillväxten fortsätter att avta. Det parallellt som EBITDA-marginalen faller tillbaka trots en upprätthållen bruttomarginal. Med rådande tillväxtinitiativ har kostnadsbasen naturligt kommit upp. Kostnader har givetvis spåtts på av inflation samtidigt som tillväxt inte kunnat uppnås som tilltänkt – då bland annat i Baltikum men också i APAC där restriktioner har (och fortsätter) att hämma utvecklingen. Samtidigt har bolaget med rådande strategi, att växa genom etablering på nya marknader, haft en fin historisk utveckling med tillväxt till förbättrad lönsamhet. Det långsiktiga caset är i vår mening fortsatt intakt samtidigt som inflation och Covid-restriktioner verkar vara avtagande.

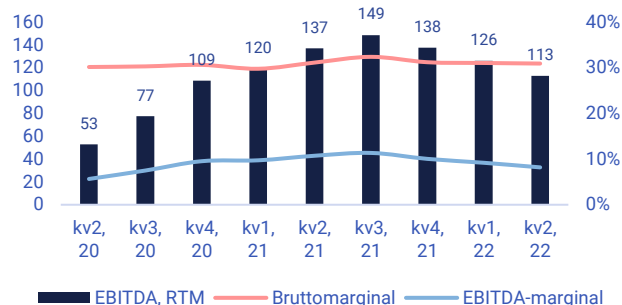
Totala intäkter har växt till en CAGR, 2017-2021 på 26,2 procent.

Totala intäkter (MSEK) och tillväxt (%), RTM



RTM = Rullande tolv månader. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

EBITDA-resultat (MSEK) och marginaler (%), RTM



RTM = Rullande tolv månader. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Ljummen tillväxt trots prishöjningar

Trots ett större genomslag för bolagets prishöjning på genomsnitt 6,5 procent som genomfördes i februari 2022 redovisade Zinzino totala intäkter på 329 miljoner kronor, motsvarande en tillväxt på 2,2 procent. Summa intäkter var i linje med vår prognos på 327 miljoner kronor.

| Tillväxt hjälpt av prishöjningar.

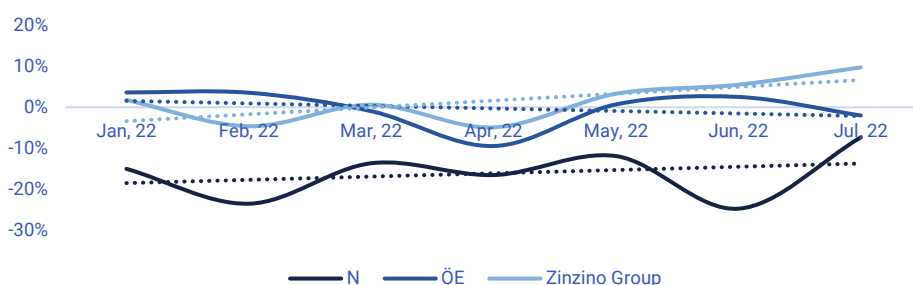
Jättarna tynger men det finns ljusglimtar

Tillväxten hölls tillbaka av en svag utveckling på bolagets två största marknader, Östeuropa (ÖE) och Norden (N) där intäkterna föll tillbaka med 3,4 respektive 18,2 procent. Utvecklingen på marknaden i Östeuropa dämpas av lågt utfall på försäljningsavtalet på den stora marknaden i Ungern.

| Under det gångna kvartalet var intäktsbidraget från Norden cirka 23,0 procent. Motsvarande för Östeuropa blev 23,3 procent.

För att öka aktiviteten i Norden genomfördes ett event kring månadskiftet juni/juli 2022 med nästan 2 000 säljpartners. Detta kan också ha bidragit till de preliminära tillväxtsiffrorna för Norden i juli klättrade en aning, om än på fortsatt negativt territorium. Det blir intressant att se om Norden kan fortsätta att klättra för att visa positiv tillväxt under det tredje eller fjärde kvartalet innevarande år. I dag räknar vi dock inte med det.

Försäljningstillväxt på årsbasis (baserat på preliminära försäljningssiffror)

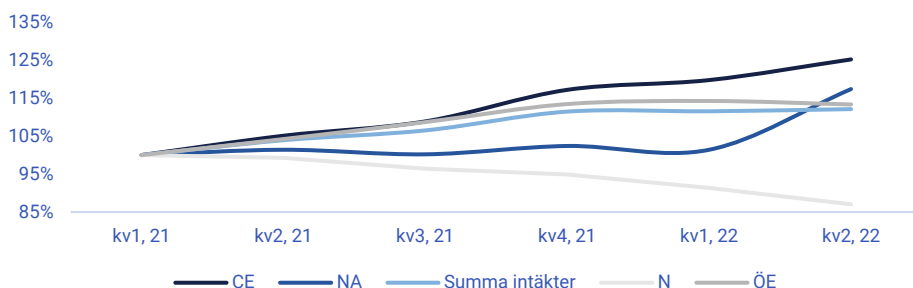


Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Centraleuropa går starkt med Tyskland och synergier

Det finns också andra värdefulla ljusglimtar. Centraleuropa (CE) växte under det gångna kvartalet med 20,0 procent. I rapporten framgår att försäljningssynergier realiserats efter förvärven av Enhazz-bolagen. Det kan spekuleras i om förvärven av Enhazz-bolagen var startskottet på en intensifiering av M&A-aktiviteten för att stärka positionen på befintliga marknader.

Utveckling intäkter, RTM (Index = 100%, kv1 2021)



RTM = Rullande tolv månader. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

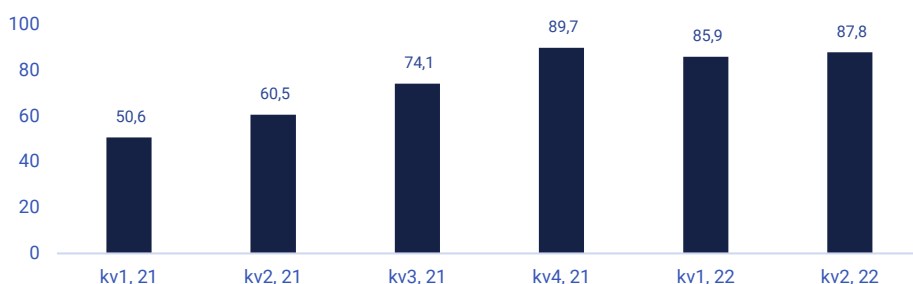
I graf ovan visas hur tillväxttakten tilltagit i Nordamerika – bolagets femte största marknad som under det gångna kvartalet bidrog med cirka 5,6 procent av intäkterna. Den ökade tillväxten förklaras bland annat av synergier som uppkommit genom av att partners i Filippinerna via personliga kontaktnät har byggt nya kundbaser i Nordamerika på mycket kort tid. Det innebär i sin tur att tillväxttakten kan komma att avta under de kommande kvartalen. Samtidigt skall noteras att Nordamerika under juli växte med 58 procent enligt de preliminära försäljningssiffrorna.

APAC visar åter positiv tillväxt – viktigt för caset

Satsningen i APAC-området har gått starkt fram till det fjärde kvartalet 2021. Under det första kvartalet 2022 redovisades en negativ tillväxt på 18,8 procent. Orsaken är för oss aningen oklar med kan till delar förklaras av hårda restriktioner efter nya vågor av Covid. Under det gångna kvartalet kunde dock APAC åter redovisa en positiv tillväxt på 11,9 procent. Enligt de preliminära försäljningssiffrorna för juli växte intäkterna med 52 procent, vilket lovar gott för innevarande kvartal. Det är viktigt för caset att APAC:s tillväxt tilltar.

Bra start på innevarande tredje kvartal 2022 för APAC.

APAC intäktsutveckling (MSEK), RTM



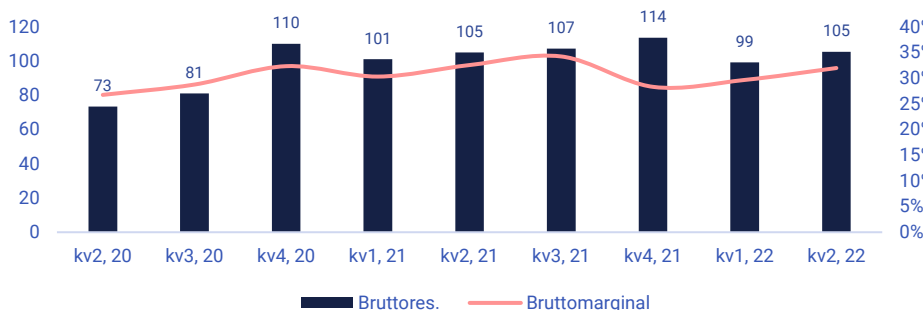
RTM = Rullande tolv månader. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Stabil bruttomarginal för Zinzino efter prishöjningar

Koncernens bruttoresultat landade på drygt 105 miljoner kronor, motsvarande en marginal på 32,0 procent. Vår prognos låg på 98 miljoner kronor respektive 30,0 procent.

Stark bruttomarginal för affärssegmentet Zinzino, åter antas prishöjningar ha ett finger med i spelet.

Bruttoresultat (MSEK) och bruttomarginal (%)

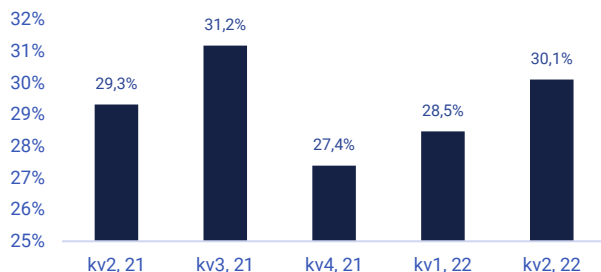


Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Det absolut största affärssegmentet Zinzino ökade sin bruttomarginal för andra kvartalet i rad, relativt samma kvartal föregående år. Under det gångna kvartalet motsvarande ökningen 0,8 procentenheter. Detta indikerar att prishöjningen fått

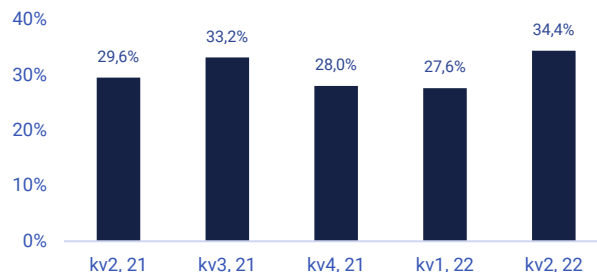
ett bra genomslag. Bruttomarginalen för det betydligt mindre affärssegmentet Faun ökade med 4,8 procentenheter jämfört med samma kvartal föregående år.

Utveckling bruttomarginal (%), Zinzino



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Utveckling bruttomarginal (%), Faun



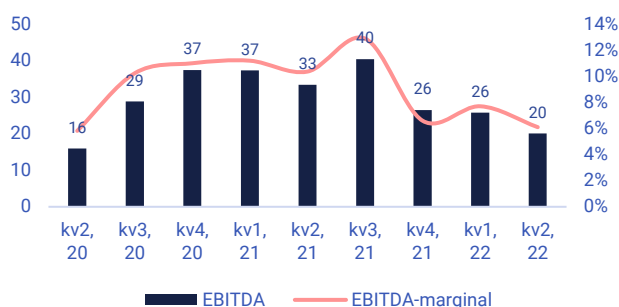
Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Givet en större genomslagskraft för de genomförda prishöjningarna inom Zinzino Health kan rimligtvis en större del av de ökade kostnaderna för sålda varor täckas och segmentet kan därmed upprätthålla bruttomarginalen. Det finns dock en risk att kostnaden för sålda varor under de kommande kvartalen ökar ytterligare när lager ska omsättas. Samtidigt skall noteras att alla abonnemang ännu inte genomgått en prishöjning.

EBITDA-marginal under press

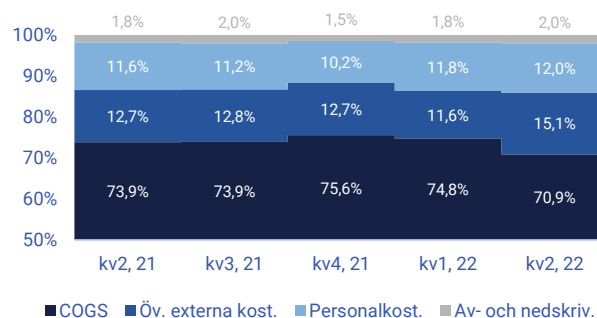
Redovisat EBITDA kom in på cirka 20 miljoner kronor och backade således med nästan 40 procent. Vår prognos var cirka 25 miljoner kronor. Avvikelsen förklaras i huvudsak av högre externa rörelsekostnader än vad vi hade förväntat oss. Den redovisade marginalen var 6,1 procent, vilket också är den nivå som bolaget har som målsättning för helåret.

EBITDA (MSEK) och marginal (%)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Kostnadsfördelning



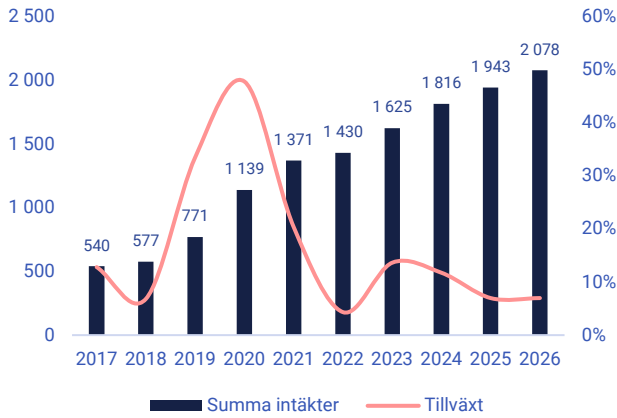
Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Kassaflöde och kassa

Kassaflödet från den löpande verksamheten uppgick under det gångna kvartalet till 20,5 miljoner kronor, motsvarande goda 102 procent av EBITDA-resultatet. Det fria kassaflödet uppgick till 2,1 miljoner kronor och hölls tillbaka av förvärven av Enhazz-bolagen. Kassan vid utgången av kvartalet uppgick till drygt 151 miljoner kronor.

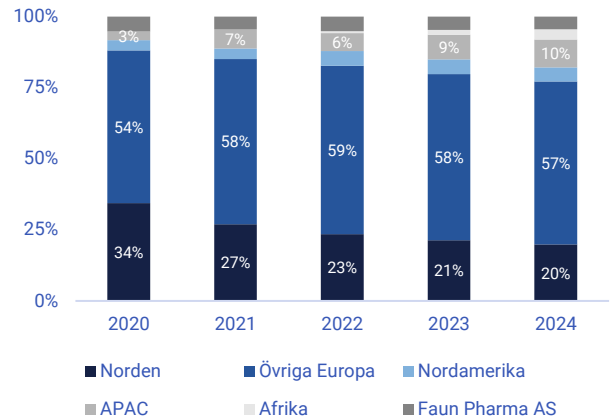
Equity story i sex boxar

Stark historisk tillväxt påvisar affärsmodell och strategi



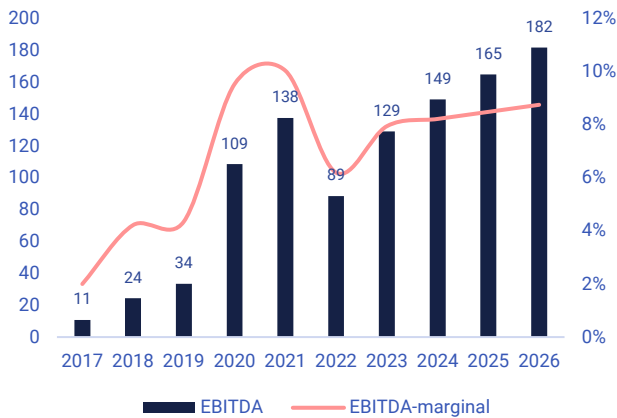
MSEK. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Asien väntas bli nästa tillväxt drivare



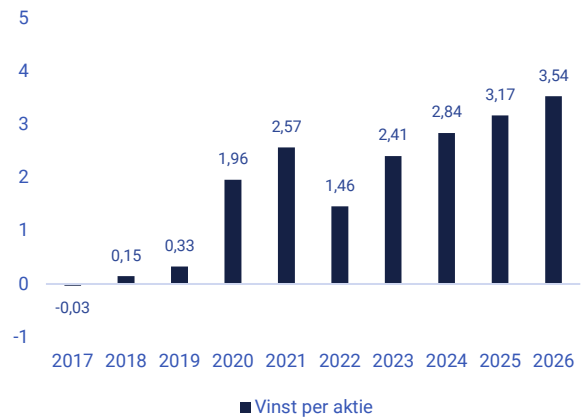
Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Förutsättningar för tillväxt och marginalexpansion parallellt



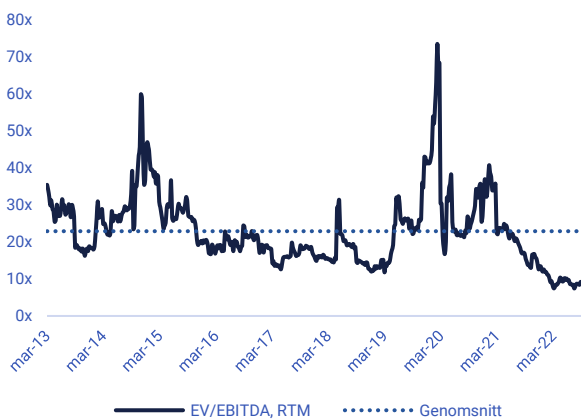
MSEK. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Vinsttillväxt i korten



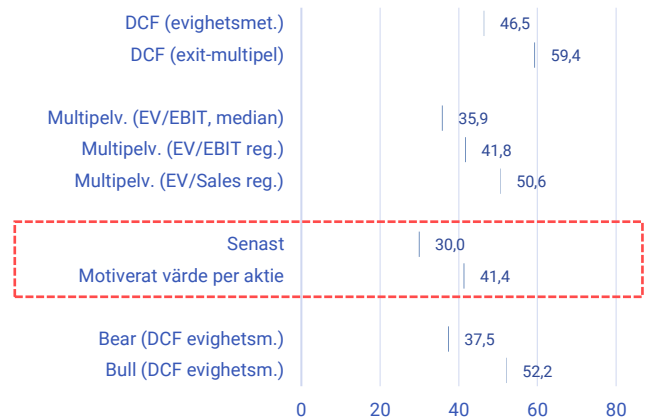
Kronor per aktie. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

På historiskt låga värderingsnivåer



RTM = Rullande tolv månader. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Motiverat värde inom ett intervall (kr/aktie)



Källa: Carlsquare prognoser

Investment case, prognoser och värdering

Zinzino har visat upp en stark historisk tillväxt till förbättrad lönsamhet. Det påvisar styrkan i affärsmodell, strategi och erbjudandet. Historiskt har Europa varit den främsta tillväxtdrivaren. Nu står APAC på tur där förutsättningarna kan anses vara ännu bättre med ett stort intresse för både direktförsäljning och hälsa. Med en kostnadseffektiv försäljningsmodell bedömer vi att Zinzino på sikt kan återgå till att visa upp intäkstillväxt och marginalexpansion parallellt. I ett basscenario beräknas ett motiverat värde per aktie om 41,4 (52,8) kronor för de kommande 6-12 månaderna.

Tillväxt och marginalexpansion skapar uppsida

Zinzino har sedan grundandet 2007 växt till en global aktör inom försäljning och produktion av hälsokost. Vi ser fortsatt goda utsikter för Zinzino att fortsätta växa på den globala marknaden i ett högt tempo till en ökad vinst.

- **Påvisad tillväxtstrategi.** Under de senaste tio åren har Zinzino vuxit med cirka 30 procent i genomsnitt per år. Effektiv och snabb expansion via direktförsäljning och ett utökat produkt erbjudande har varit viktiga ingredienser i tillväxtreceptet. Under samma period har EBITDA-marginalen ökat från 3,2 procent 2012 till 10,0 procent 2021, vilket till största delen förklaras av skalbarhet i affären. Konkurrenten är stenhård med en uppsjö av produkter med liknade formuleringar och hälsopåståenden. Historiken påvisar dock styrkan i bolagets erbjudande, affärsmodell och tillväxtstrategi.
- **Expansion i APAC, en viktig tillväxt drivare.** Under de gångna åren är det expansion till nya länder i Europa som varit en av de främsta tillväxt drivaren. Trots miljardomsättning är marknadsandelen på befintliga marknader ytterst begränsad och därmed finns utrymme för tillväxt. Förvärvade Enhantz i Tyskland börjar ge försäljningssynergier. De första stegen har tagits för att replikera expansionsstrategin i Asien och Stillahavsområdet. Hittills har satsningen i Asien burit frukt och fler marknader kommer öppnas. Sammantaget ser vi fortsatt goda tillväxtutsikter, inte minst då restriktioner i kölvattnet av pandemin lättats.
- **Uppsida i marginaler.** I termer av bruttomarginal efter partner-/distributörskostnader ligger Zinzino en bra bit efter de större sektorkollegorna som Herbalife och Usana Health. Med ett breddat produktutbud som i större utsträckning produceras vid den egna fabriken tror vi att bruttomarginalen kan öka. Den främsta faktorn till den potentiella uppsidan i lönsamheten är dock skalbarhet i affären när koncerngemensamma kostnader sprids ut på högre intäkter.
- **Historiskt låga värderingsnivåer och oförtjänt rabatt.** I dag handlas Zinzino till en EV/EBIT-multipel rullande 12 månader om 9,9x. Det är en historiskt låg nivå jämfört med genomsnittet som sedan mars 2013 ligger på 32,6x. Genom att kombinera två modeller för multipel värdering med en DCF-värdering beräknar vi ett motiverat värde per aktie om 41,4 kronor (52,8) för de kommande 6-12 månaderna. Det motsvarar en bra potentiell uppsida om 38 procent jämfört med senast betalda kurs. Vår värdering motsvarar en EV/EBIT-multipel om 14,2x vår prognos nästa tolv månader (NTM). I dag handlas Zinzino till en EV/EBIT multipel om 9,9x vår prognos för NTM. Det är en oförtjänt rabatt jämfört med vår jämförelsegrupp vars medianvärde är 12,1x.

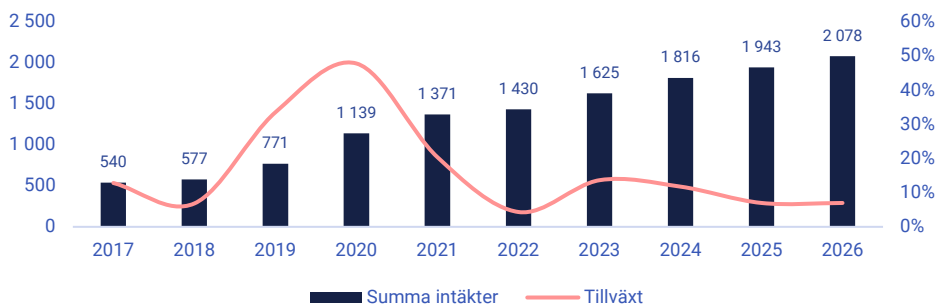
Antaganden och prognoser

Nya tillväxtinitiativ kommer att öka intäkterna

2022 räknar vi med en tillväxt på 4,3 procent och totala intäkter på 1 430 miljoner kronor. Det är en mindre nedjustering från tidigare 1 490 miljoner kronor. Tillväxten väntas fortsätta hämmas av en svag utveckling i Norden och Baltikum. 2023 har vi antagit att tillväxten åter tilltar och CAGR, 2021-2026 blir 8,7 procent. Vi inkluderar förvärv i våra prognoser. Sådana förvärv är således en trigger som kan påskynda tillväxttakten.

Över hela prognosperioden, 2022-2031 räknar vi med en genomsnittlig tillväxttakt per år om 7,4 procent. Bolagets mål under perioden 2022-2025 är att i genomsnitt växa med minst tio procent.

Totala intäkter (MSEK) och tillväxt (%)

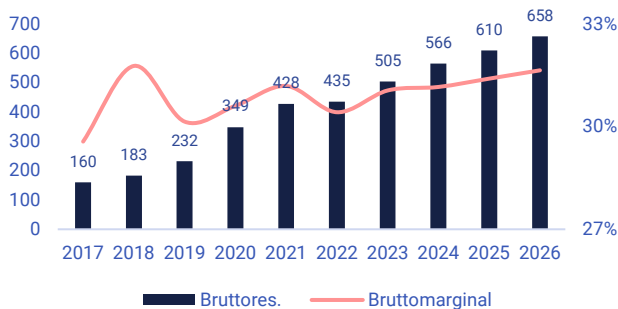


Källa: Bolagsinformation and Carlsquare prognoser

Skalbarhet ger marginalexpansion

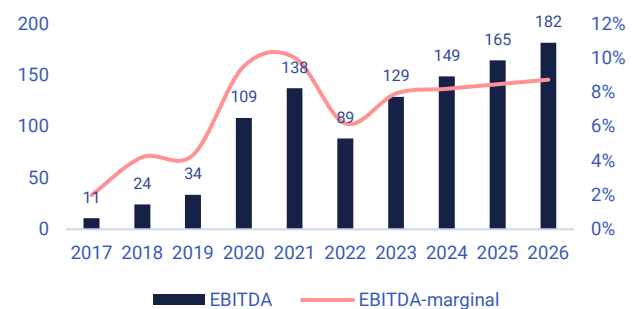
2022 räknar vi med ett bruttoreultat på 428 miljoner kronor (457), motsvarande en marginal på 30,4 procent. Till det sista året i prognosperioden, 2031, räknar vi med att bruttomarginalen stiger till 32,2 procent, delvis som en effekt av en förändrad produktmix och större andel sålda varor producerad i egen regi. Herbalife och USANA Health redovisade år 2021 en bruttomarginal efter distributörskostnader om 47,0 procent respektive 37,9 procent.

Bruttoreultat (MSEK) och marginal (%)



Bruttoreultat = totala intäkter reducerat med kostnad sålda varor och distributörskostnader. Källa: Bolagsinformation and Carlsquare prognoser

EBITDA (MSEK) och marginal (%)



Källa: Bolagsinformation and Carlsquare prognoser

Med en kostnadseffektiv tillväxt genom direktförsäljning kan skalbarhet åtnjutas trots relativt hög tillväxttakt. I vårt scenario gör bolaget ett EBITDA-resultat 2022 på 89 miljoner kronor (131) motsvarande en EBITDA-marginal på 6,2 procent. Det är en nedjustering från tidigare 8,8 procent. Över tid ökar dock EBITDA-marginalen till 10,3 procent vid utgången av 2031, ned från tidigare antagande på 12,0 procent.

Bolagets målsättning rörande EBITDA-marginal under 2022 är sex procent. Fram till 2025 är målsättningen att denna skall öka till i genomsnitt över nio procent.

Motiverat värde inom ett intervall

Pressad aktie med bra uppsida

Vi har kombinerat en DCF-modell med två multipelvärderingsmodeller för att beräkna ett motiverat värde per aktie. Vår DCF-värdering resulterar i ett värde per aktie på 46,5-59,4 kronor per aktie. Vår multipelvärdering på EV/EBIT NTM ger ett värde per aktie mellan 35,9-41,8 kronor per aktie.

I basscenariot beräknas ett motiverat värde om 41,4 kronor per aktie för de kommande 6-12 månaderna.

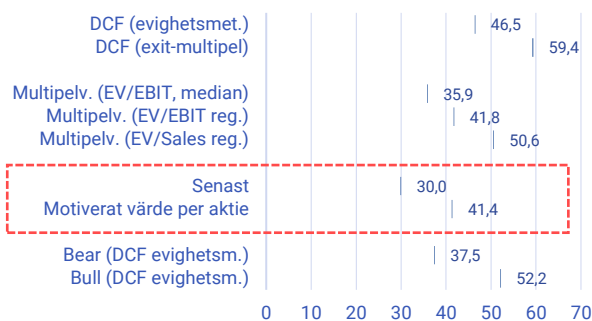
Genom att kombinera det lägsta värdet i DCF-modellen med värdena från multipelvärderingarna (EV/EBIT, regression och median) till ett genomsnitt beräknar vi ett motiverat värde per aktie på 41,4 kronor (52,8) för de kommande 6-12 månaderna. Det är en nedjustering och förklaras i huvudsak av lägre intäkts och lönsamhetsprognoser samt en högre riskfri ränta.

Motiverat värde (kr/aktie), basscenario

Multipelvärdering (EV/EBIT, 2022)	35,9
Multipelvärdering (EV/EBIT reg. 2022)	41,8
DCF-värdering	46,5
Motiverat värde per aktie	41,4
Möjlig upp-/nedsida	38%
Aktier, full finansiering och utspädning	33,7
Aktievärde	1 396
Kassa (Senast rapp. kv)	151
Skuld (senast rapp. kv)	-26
Nuvärde aktiefinansiering	0
EV	1 270

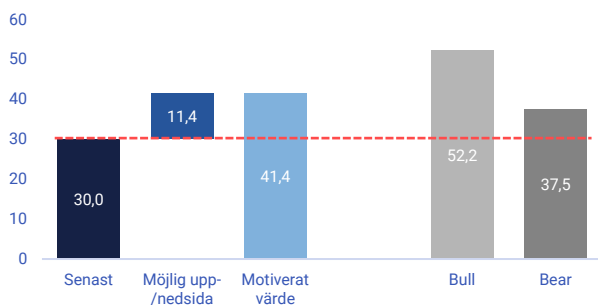
Källa: Carlsquare prognoser

Motiverat värde inom ett intervall (kr/aktie)



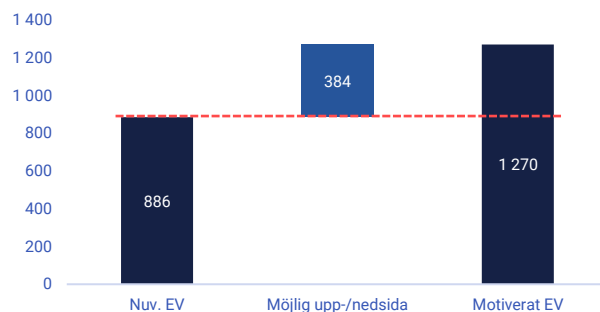
Källa: Carlsquare prognoser

Motiverat värde per aktie (SEK), tre scenarion



Källa: Carlsquare prognoser

Visualisering EV, basscenario (MSEK)



Källa: Carlsquare prognoser

En rimlighetsbedömning, basscenariot

Vårt motiverade värde i basscenariot motsvarar de implicita multiplarna nedan.

Implicita värderingsmultiplar, basscenario

	NTM	2021	2022	2023	2024
EV/Sales	0,8x	1,3x	0,9x	0,8x	0,8x
EV/EBITDA	11,4x	13,0x	14,3x	9,8x	9,8x
EV/EBIT	14,2x	15,4x	19,3x	11,9x	11,9x
P/E	20,5x	22,2x	28,3x	17,2x	17,2x

Källa: Carlsquare prognoser

Vår referensgrupp bestående av företag som producerar och säljer hälsokost handlas för närvarande till en median EV/Sales-multipel NTM på 0,9x och en EV/EBIT-multipel 2022 på 12,1x.

DCF värdering

Genom att diskontera det antagna framtida kassaflödet till dess nuvärde i en DCF-modell med en diskonteringsränta om 13,0 procent (12,7) beräknas ett värde till 46,5 kronor per aktie.

DCF-värdering, basscenario

DCF-värdering		Disk.ränta		Antaganden	
PV(UFCF)	722	Riskfri ränta	1,8%	CAGR, 2021-2031	7,4%
PV(TV)	720	Marknadsriskprem.	6,7%	EBITDA-margin, 2031	10,3%
Enterprise value	1 442	Storleksprem.	2,6%	EBIT-margin, 2031	9,2%
Nettoskuld (31-Dec)	125	Beta	1,2x	Tax rate	20,6%
Aktievärde	1 567	Förväntad avkastning EK	13,0%		
PV(kapital, nyemissioner)	0			Implicita multiplar	
Aktievärde efter finansiering	1567	Ränta, just. för skatt	2,4%	EV/Sales, NTM	0,9x
Utestående aktier	33,7	Belåning	0,0%	EV/Sales 2022	1,0x
Nya aktier	0,0	WACC	13,0%	EV/EBITDA, NTM	12,9x
Utestående aktier efter finansiering och utspädning	33,7			EV/EBITDA 2022	16,3x
Värde per aktie före finansiering och utspädning	46,5	Bolagsspecifik prem	0,0%	EV/EBIT NTM	16,1x
Värde per aktie efter finansiering och utspädning	46,5	Diskonteringsränta	13,0%	EV/EBIT, 2022	21,9x

Källa: Carlsquare prognoser

Nedan till vänster visas en känslighetsanalys med variablerna diskonteringsränta och antagen tillväxttakt för beräkning av slutvärdet.

Känslighetsanalys (kr/aktie)

	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
11,0%	54,9	58,7	63,6	70,1
12,0%	49,1	51,9	55,4	59,9
13,0%	44,4	46,5	49,1	52,4
14,0%	40,5	42,1	44,1	46,5
15,0%	37,2	38,5	40,0	41,8

Diskonteringsränta på Y-axeln och tillväxt i evighet på X-axeln.
 Källa: Carlsquare prognoser

Känslighetsanalys med exit-multipel (kr/aktie)

	11,0x (-10%)	12,2x (0%)	13,4x (10%)	14,6x (20%)
11,0%	59,3	62,9	66,4	70,0
12,0%	57,6	61,1	64,6	68,1
13,0%	55,9	59,4	62,8	66,2
14,0%	54,4	57,8	61,1	64,5
15,0%	52,9	56,2	59,5	62,8

Diskonteringsränta på Y-axeln och exitmultipel på X-axeln.
 (XX%) = rabatt som tillämpas på referensgruppens medianvärde för EV/EBIT.
 Källa: Carlsquare prognoser

Till höger visas en andra känslighetsanalys för värderingen baserad på en DCF-modell med en exit-multipel som metod för att beräkna det evighetsvärdet - ett alternativt evighetskapitalisering. För denna metod vi tagit referensgruppens medianvärde för EBIT-multiplikatorn, rabatterat multipeln med noll procent och applicerat på det antagna EBIT-resultatet år 2024. Detta värde diskonteras sedan till sitt nuvärde och utgör evighetsvärdet i DCF-modellen. Som framgår renderar denna modell i ett motiverat värde per aktie på 59,4 kronor.

Multipelvärdering

Nedan följer multipelvärderingar baserat på referensgruppens medianvärde för EV/EBIT NTM. Som framgår beräknat ett värde per aktie genom denna metod till 35,9 kronor.

Multipelvärdering medianvärde EV/EBIT 2022, basscenario

	HQ	Mcap (SEKm)	CAGR, 2020-2023	μEBIT-marg., 2021-2023	EV/EBIT, 2022
Midsona AB (publ)	SE	1 604	4%	5%	17,8x
Orkla ASA	NO	89 372	7%	12%	15,3x
Probi AB (publ)	SE	2 820	5%	16%	24,0x
Aker BioMarine AS	NO	5 294	24%	10%	47,1x
Herbalife Nutrition Ltd.	US	26 830	5%	11%	8,9x
Nu Skin Enterprises, Inc.	US	21 711	4%	10%	9,0x
USANA Health Sciences, Inc.	US	12 970	-	11%	8,4x
Tupperware Brands Corporation	US	5 244	4%	13%	5,8x
Median		9 132	5%	11%	12,1x
Average		20 731	8%	11%	17,0x
Median					
Discount	0%				
Applied EV/EBIT multiple	12,1x				
Exp. EBIT NTM (MSEK)	90				
Enterprise value	1 085				
Net cash, last Q	125				
PV(Cash from equity financing)	0				
Shareholder value, after financing	1 210				
Current shares outstanding (m)	33,7				
New shares	0,0				
Shares outstanding after financing and dilution	33,7				
Value per share (before financing and dilution)	35,9				
Value per share (after financing and dilution)	35,9				

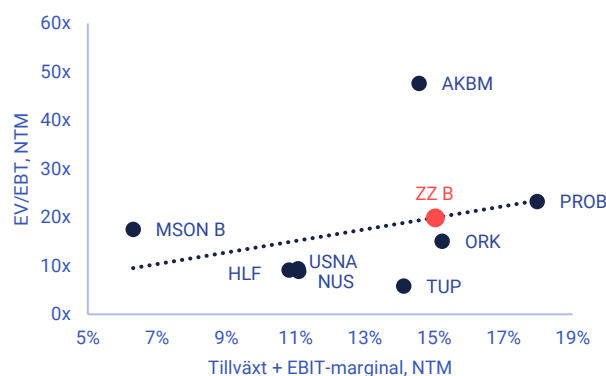
Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare prognoser

Nedan följer multipelvärderingen baserat en regressionsanalys med EV/EBIT-multipel NTM och förväntad tillväxt plus EBIT-marginal NTM. Som framgår beräknat ett värde per aktie genom denna metod till 41,8 kronor.

Multipelvärdering EV/EBIT NTM, regression

Lutning	120,5
Skärningspunkt	1,8
Rsq	10%
Förväntad tillväxt, NTM	10,4%
Förväntad EBIT-marginal, NTM	5,9%
Implicit multipel	14,3x
EBIT-resultat, NTM	90
EV	1 285
Nettokassa	125
Kassa från nyemissioner	0
Aktievärde efter finansiering	1 410
Utestående aktier efter full finansiering	33,7
Värde per aktie före finansiering och utspädning	41,8
Aktievärde efter finansiering och utspädning	41,8

Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare prognoser

Implicit värderingsmultipel från regression


Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare prognoser

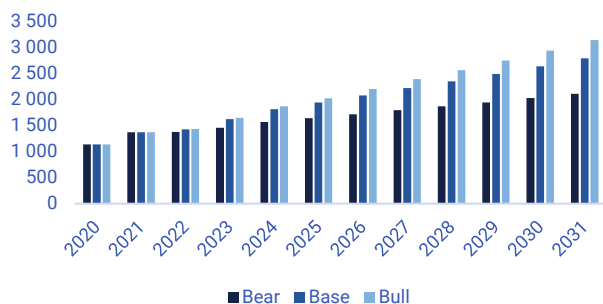
Värderingsintervall

I Bull- och Bear-scenariot har vi använt vår DCF-modell (evighetskap.) men utvecklat alternativa kurvor för tillväxt och lönsamhet. I Bull-scenariot modellerar vi med en genomsnittlig årlig tillväxttakt, 2022-2031, på 8,7 procent (7,4 procent i basscenario). EBIT-marginalen antas öka till 10,4 procent (9,2 procent i basscenario) till 2031. Med dessa antagen beräknas ett värde per aktie på 52,2 kronor.

För Bear-scenariot modellerar vi en genomsnittlig årlig tillväxttakt på 4,4 procent. EBIT-marginalen antas öka till 8,3 procent till år 2031. Med dessa antagen beräknas ett värde per aktie på 37,5 kronor.

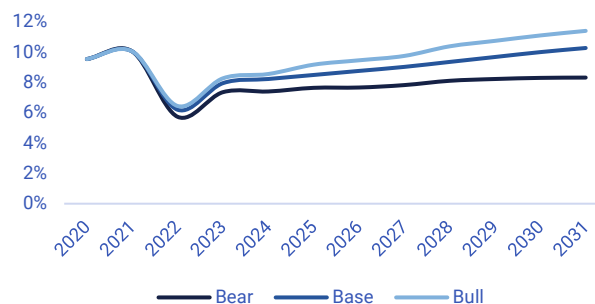
Den antagna utvecklingen för nettoomsättning och EBIT-marginal i de tre scenariona visas nedan.

Nettoomsättning (MSEK), tre scenarion



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

EBIT-marginal, tre scenarion



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Inflation, krig och Covid skapar osäkerhet

Avbrutna planer för expansion i Europa 2022

Inför 2022 var det bolagets avsikt att etablera sig på delmarknaderna Ukraina och Ryssland. Det tragiska kriget i Ukraina har dock fått dessa expansionsinitiativ att avbrytas. Vi har även tagit höjd för reducerad aktivitet i närliggande länder. Utvecklingen i Ukraina kan få större konsekvenser för Zinzinos tillväxt än vad vi i dagsläget har räknat med.

Stigande fraktkostnader och inflation

Kostnad för sålda varor har och kan komma att öka ytterligare som en effekt av inflation pådrivet av bland annat högre transport- och energikostnader. Leveranstider har också förlängts, främst med anledning av köbildningar vid viktiga hamnar, även i Europa. Detta kan hålla tillbaka bolagets förmåga att generera intäkter men också pressa marginalen mer än vad vi har räknat med.

Bolaget har gjort en prisjustering, vilket till viss del bör väga upp för de stigande kostnaderna. Trots det räknar vi sammantaget med att bruttoresultatet påverkas negativt av inflationen. Vi bedömer samtidigt att kostnadsbilden kan komma ner för exempelvis transport och energi under 2023, men osäkerheten är hög. Vi tror att en viss klarhet i frågan kan fås under andra halvåret 2022.

Covid och nya vågor av restriktioner

I början på mars 2022 har antalet registrerade Covid-fall ökat kraftigt i Kina. Detta har resulterat i återinförda restriktioner i landet. En liknande utveckling på andra delmarknader där bolaget är aktivt har hållit tillbaka utvecklingen i Asien under de första månaderna av 2022. Motsvarande utveckling i andra geografiska länder och regioner där bolaget är aktiv (eller avser att bli aktiv i) är en risk som kan hålla tillbaka tillväxten.

Dock har bolaget lyckats parera Covid-pandemin väl genom att partners har anpassat sina försäljningsmetoder. Detta påvisas av tillväxten under 2020 och 2021. Samtidigt bygger vårt case i termer av tillväxten i stort på att bolaget kan operera under mer normala förhållanden utan restriktioner och parallellt dra nytta av digitaliseringen som Covid tvingade på direktförsäljningsbranschen. Nya restriktioner i Europa och i Asien kan därmed förändra utsikterna.

Reducerad efterfrågan efter Covid

Vi bedömer att Covid-pandemin har påverkat efterfrågan av bolagets produkter positivt. Nu när Covid-pandemin förhoppningsvis går mot sitt slut med en stigande vaccinationsgrad finns en viss risk för att efterfrågan faller tillbaka igen.

Räkenskaper och nyckeltal

Resultaträkning, kvartalsbasis (MSEK)

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Per aktie							
EPS	-0,03	0,15	0,33	1,96	2,57	1,46	1,46
DPS	0,70	0,70	1,25	2,00	2,00	2,25	2,25
BVPS	2,9	2,9	4,7	4,2	4,6	5,3	5,3
TVBPS	0,2	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,5
Värdering (nuvarande)							
P/E	70,9x	38,8x	22,2x	20,5x	12,5x	10,6x	10,6x
P/B	25,1x	10,7x	6,7x	7,2x	6,5x	5,7x	5,7x
EV/Sales	1,0x	2,1x	1,3x	0,6x	0,5x	0,5x	0,5x
EV/EBITDA	22,5x	22,5x	13,0x	10,0x	6,9x	5,9x	5,9x
EV/EBIT	51,0x	28,2x	15,4x	13,5x	8,3x	7,1x	7,1x
Övrigt							
Dividend yield	2,3%	2,3%	4,2%	6,7%	6,7%	7,5%	7,5%
FCF yield	6,4%	8,7%	14,0%	1,5%	11,1%	10,9%	10,9%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Resultaträkning, kvartalsbasis (MSEK)

	Kv1, 21	Kv2, 21	Kv3, 21	Kv4, 21	Kv1, 22	Kv2, 22	Kv3, 22P	Kv4, 22P
Totala intäkter	333	322	314	401	334	329	341	425
Bruttoresultat	101	105	107	114	99	105	103	127
EBITDA	37	33	40	26	26	20	20	22
EBIT	32	28	35	21	20	14	15	17
EBT	32	28	35	21	20	13	15	16
Vinst efter skatt	24	23	28	15	16	10	12	13
Vinst per aktie	0,69	0,66	0,80	0,43	0,45	0,30	0,34	0,38
Tillväxt								
Totala intäkter	Kv1, 21	Kv2, 21	Kv3, 21	Kv4, 21	Kv1, 22	Kv2, 22	Kv3, 22P	Kv4, 22P
Totala intäkter	39,0%	17,5%	11,6%	15,3%	-0,1%	2,0%	8,5%	6,2%
Bruttoresultat	20,9%	43,0%	32,4%	3,2%	-1,9%	0,4%	-3,7%	11,5%
EBITDA	41,9%	109,3%	40,1%	-29,4%	-31,0%	-39,8%	-49,4%	-15,9%
EBIT	48,8%	153,3%	51,9%	-32,7%	-37,1%	-51,7%	-56,7%	-19,2%
EBT	49,4%	155,6%	60,1%	-34,1%	-37,5%	-52,6%	-57,4%	-19,7%
Vinst efter skatt	43,1%	168,9%	66,3%	-39,7%	-34,0%	-55,6%	-58,5%	-9,8%
Marginaler								
Bruttomarginal	Kv1, 21	Kv2, 21	Kv3, 21	Kv4, 21	Kv1, 22	Kv2, 22	Kv3, 22P	Kv4, 22P
Bruttomarginal	30,4%	32,6%	34,3%	28,3%	29,7%	32,0%	30,3%	29,8%
EBITDA-marginal	11,2%	10,4%	12,9%	6,6%	7,7%	6,1%	6,0%	5,2%
EBIT-marginal	9,6%	8,8%	11,1%	5,2%	6,0%	4,1%	4,4%	4,0%
EBT-marginal	9,6%	8,7%	11,0%	5,1%	6,0%	4,0%	4,3%	3,9%
Vinstmarginal	7,2%	7,1%	9,0%	3,6%	4,7%	3,1%	3,4%	3,1%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Resultaträkning, årsbasis (MSEK)

	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Summa intäkter	577	771	1139	1371	1430	1625	1816	1943	2078
Handelsvaror & övriga dir. kostnader	-394	-538	-790	-943	-995	-1120	-1250	-1333	-1421
Bruttoresultat	183	232	349	428	435	505	566	610	658
Summa rörelsekostnader	-159	-199	-240	-290	-347	-376	-417	-445	-476
EBITDA	24	34	109	138	89	129	149	165	182
Av- och nedskrivningar	-17	-19	-22	-22	-23	-22	-24	-25	-26
EBIT	7	15	87	116	66	107	126	140	156
Finansnetto	-1	-1	-2	-1	-1	-1	-1	-1	-1
EBT	6	14	85	115	64	105	124	138	154
Skatt	-1	-3	-19	-25	-14	-22	-26	-29	-32
Resultat efter skatt	5	11	66	90	51	84	98	110	123
Vinst per aktie	0,15	0,33	1,96	2,57	1,46	2,41	2,84	3,17	3,54
Aktier, EoP	32,6	32,6	33,0	33,7	33,7	33,7	33,7	33,7	33,7
Aktier, AVG.	32,6	32,6	32,8	33,4	33,7	33,7	33,7	33,7	33,7

Tillväxt	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Summa intäkter	8,0%	32,9%	51,2%	19,9%	4,2%	13,7%	11,8%	7,0%	7,0%
Bruttoresultat	14,8%	26,6%	50,0%	22,7%	1,8%	16,0%	12,1%	7,8%	7,8%
EBITDA	125,3%	37,7%	223,7%	26,7%	-35,6%	45,8%	15,6%	10,4%	10,3%
EBIT	935,1%	109,7%	485,8%	33,9%	-43,3%	62,3%	17,7%	11,5%	11,3%
EBT	1086,3%	120,5%	512,2%	35,2%	-44,0%	63,3%	17,9%	11,6%	11,4%
Resultat efter skatt	595,7%	113,0%	487,2%	35,3%	-43,3%	64,3%	17,9%	11,6%	11,4%
Vinst per aktie	-542,6%	125,0%	499,3%	31,1%	-43,1%	64,7%	17,9%	11,6%	11,4%
Marginaler	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Bruttomarginal	31,8%	30,1%	30,6%	31,2%	30,4%	31,1%	31,2%	31,4%	31,6%
EBITDA-marginal	4,2%	4,4%	9,5%	10,0%	6,2%	7,9%	8,2%	8,5%	8,8%
EBIT-marginal	1,2%	1,9%	7,6%	8,5%	4,6%	6,6%	6,9%	7,2%	7,5%
EBT-marginal	1,1%	1,8%	7,5%	8,4%	4,5%	6,5%	6,8%	7,1%	7,4%
Vinstmarginal	0,9%	1,5%	5,8%	6,5%	3,6%	5,1%	5,4%	5,7%	5,9%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare.

Balansräkning (MSEK)

	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Summa immateriella tillg.	56	64	118	132	147	163	181
Summa materiella tillg.	7	11	13	14	14	15	16
Summa övriga anläggningstillg.	47	43	53	55	57	60	62
Summa anläggningstillg.	110	118	184	201	218	238	259
Varulager	127	159	162	187	202	216	231
Kundfordringar	67	58	72	75	85	91	98
Övriga omsättningstillg.	37	35	41	44	50	53	57
Kassa och bank	143	236	170	196	210	236	275
Summa omsättningstillgångar	373	487	445	502	547	597	661
Summa tillgångar	483	605	629	703	766	835	920
Eget kapital	95	152	140	156	178	212	259
Summa eget kapital	95	152	140	156	178	212	259
Leasingskulder	5	5	26	26	26	26	26
Uppskjutna skatteskuld	34	25	29	29	29	29	29
Övriga långfristiga skulder	0	1	3	3	3	3	3
Summa långfristiga skulder	39	31	58	58	58	58	58
Skatteskuld	12	17	4	4	4	4	4
Leasingskulder	10	14	18	18	18	18	18
Leverantörsskulder	55	44	57	59	67	72	77
Övriga kortfristiga skulder	163	239	227	272	288	308	330
Upplypna kostnader och förutbet. intäkter	109	109	125	136	151	161	173
Summa kortfristiga skulder	349	423	431	489	529	564	602
Summa skulder	389	453	489	547	587	623	661
Summa eget kapital och skulder	483	605	629	703	766	835	920
Likviditet	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Balanslikviditet	107%	115%	103%	103%	103%	106%	110%
Kassalikviditet	41%	56%	39%	40%	40%	42%	46%
Beläning	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Nettoskuld(-)/nettokassa(+)	138	231	144	169	184	210	249
Nettoskuld/EBITDA	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
Nettoskuld/EK	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
Vermögen/Eigenkapital	20%	25%	22%	22%	23%	25%	28%
Effektivitet	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
ROA	1%	2%	11%	13%	7%	10%	11%
ROE	8%	9%	46%	61%	30%	43%	42%
ROIC	6%	8%	41%	51%	25%	35%	35%

Källa: Bolagsinformation Carlsquare prognoser

Kassaflöde (MSEK)

	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
KF, löpande verksam. före delta RK	105	110	61	106	122	135	149
Delta RK	-8	43	-12	26	10	12	13
KF, löpande verksamhet	97	153	49	132	132	147	161
KF, investeringsverksamhet	-9	-12	-33	-20	-22	-23	-25
KF, finansieringsverksamhet	-22	-49	-81	-86	-95	-97	-97
Periodens kassaflöde	66	93	-66	26	15	26	39
Kassa, BaP	77	143	236	170	196	210	236
Kassa, SaP	143	236	170	196	210	236	275
Nyckeltal	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
KF, löpande verksamhet/Summa intäkter	9%	11%	3%	8%	7%	8%	8%
KF, löpande verksamhet/EBITDA	90%	112%	55%	102%	89%	89%	89%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Friskrivning

Carlsquare AB, www.carlsquare.se, nedan benämnt Carlsquare, bedriver verksamhet avseende Corporate Finance samt Equity Research och publicerar därvid bl.a. information om bolag och däribland analyser. Informationen har sammanställts utifrån källor som Carlsquare bedömer som tillförlitliga. Carlsquare kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något som helst finansiellt instrument, option eller liknande. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren.

Innehållet får inte kopieras, reproduceras eller distribueras till annan person utan skriftligt godkännande av Carlsquare. Carlsquare ska inte hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys. Investeringar i finansiella instrument ger möjligheter till värdestegringar och vinster. Alla sådana investeringar är också förenade med risker. Riskerna varierar mellan olika typer av finansiella instrument och kombinationer av dessa. Historisk avkastning ska inte betraktas som en indikation för framtida avkastning.

Analysen riktar sig inte till U.S. Persons (så som detta begrepp definieras i Regulation S i United States Securities Act och tolkas i United States Investment Companies Act 1940) och får inte heller spridas till sådana personer. Analysen riktar sig inte heller till sådana fysiska och juridiska personer där distributionen av analysen till sådana personer skulle innebära eller medföra risk för överträdelse av svensk eller utländsk lag eller författning.

Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal Carlsquare för analystäckning. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning.

Carlsquare kan eller kan inte ha ett ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Carlsquare värdesätter säkerställandet av objektivitet och oberoende, och har för detta upprättat rutiner för hantering av intressekonflikter.

Analytikerna Markus Augustsson och Fredrik Nilsson äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.