

Initieringsanalys

ZINZINO AB

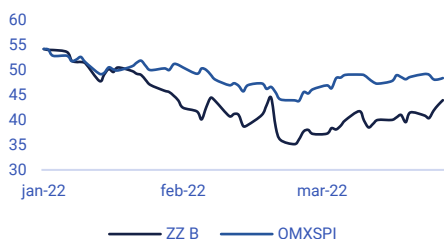
VD: Dag Pettersen
 SO: Hans Jacobsson
www.zinzino.com

Bloomberg: ZZB:SS
 Refinitiv Eikon: ZZB.ST

Lista: Nasdaq First North

Aktie ser. B, senast: 43,9 SEK (apr 8, 2022)
 Marknadsvärde: 1 481 MSEK

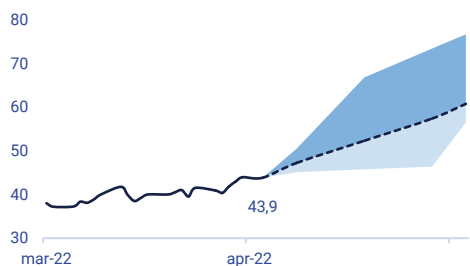
AKTIEUTVECKLING



	12M	YTD	6M	1M
Utveckling (%)	-45	-23	-27	18

Källa: S&P Capital IQ

VÄRDERINGSINTERVALL



	BEAR	BAS	BULL
Aktiekurs (DKK)	56,3	60,7	76,7
Upp-/nedsida (%)	28	39	75

Källa: S&P Capital IQ and Carlsquare prognoser

CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

Markus Augustsson
 Head of Equity Research

Fredrik Nilsson
 Associate Equity Analyst

Doldis med både tillväxt och marginalexpansion

Hälsokostbolaget Zinzino producerar och säljer kosttillskott på över 100 marknader runt om i världen. De kritiska försäljningsvolymerna är sedan länge uppnådda. Med en kostnadseffektiv expansionsstrategi kan skalbarhet och därmed vidare förbättrade marginaler väntas med fortsatt tillväxt. Vi beräknar ett motiverat värde per aktie till 60,7 kronor för de kommande 6-12 månaderna.

Ökad vinst per aktie med 18x

Zinzino har sedan grundandet 2007 växt till en global aktör inom försäljning och produktion av hälsokost och är aktivt på över 100 marknader. Zinzino säljer i huvudsak över abonnemang med tillhörande självtest. Med anonymiserade data från 100-tusentals tester finns belägg för produkternas effekt som tillsammans med bolagets metod för distribution, direktförsäljning, varit avgörande för den starka historiska utvecklingen: Under Covid-tyngda 2021 redovisades intäkter på 1 371 miljoner kronor, motsvarande en tillväxt på 20,4 procent. Under de fyra senaste åren har intäkterna ökat med i genomsnitt 26,2 procent per år. Parallellt har rörelsemarginalen ökat från 1,2 procent 2018 till 8,5 procent 2021. Vinst per aktie ökat med nästan faktor 18.

Fortsatt tillväxt med förbättrad lönsamhet över tid ligger i korten

Historisk tillväxt har drivits av expansion till nya geografier. I Europa har bolaget redan etablerat verksamhet på de mest attraktiva marknaderna, så som Tyskland, Italien och Spanien. Vi uppskattar dock att marknadsandelen fortfarande är liten, knappt en procent. Med andra ord finns här gott om utrymme för tillväxt i Europa, framför allt då marknadsförhållandena just nu ser ut att återgå till mer "normala" efter Covid. Vi bedömer att det tragiska kriget i Ukraina kommer påverka vissa delmarknader negativt.

Sedan ett par år tillbaka har bolaget börjar etablera sig på flertalet marknader i Asien. Hittills har denna satsning varit lyckosam och vidare expansion till nya länder i Asien väntas bli en viktig tillväxt drivare framledes. Senast månaderna har utvecklingen hållits tillbaka till delar på grund av återinförande av restriktioner i samband med Covid.

Bruttomarginalen kan komma att pressas på kort sikt med stigande kostnad för sålda varor, frakter med mera. Zinzino har gjort en prishöjning på i genomsnitt sex procent som kommer agera motvikt. I jämförelse med sektorkollegor ser vi också utrymme för en ökad bruttomarginal efter distributörskostnader över tid. Med direktförsäljning blir en geografisk expansion förhållandevis kostnadseffektiv till låg risk. Vi tror därför att bolaget kan fortsätta dra nytta av skalbarhet i affären parallellt som intäkterna ökar.

Bra potentiell uppsida i pressad aktie

Vi räknar med en genomsnittlig årlig tillväxttakt på 10,7 procent under åren 2022-2025. Nyligen gjordes ett förvärv som dels stärker portföljen inom hudvård, dels partner-nätverket. Fler förvärv kan öka på tillväxttakten. Parallellt ökar rörelsemarginalen från 8,2 procent 2022 till 9,8 procent 2025 och 11,5 procent 2031. Det är ändå något under större hälsokostbolag. Genom att kombinera en multipelvärdering med en DCF-värdering beräknas ett motiverat värde per aktie till 60,7 kronor för de kommande 6-12 månaderna. Aktien har också pressats och handlas nu en EV/EBIT-multipel på 10,0x. Det trots att vi räknar med en EBIT-tillväxt på 16,4 procent fram till 2024. Multipeln motsvarar också en omotiverad rabatt jämfört med referensgruppen.

Nyckeltal (MSEK)

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Totala intäkter	771	1 139	1 371	1 507	1 756	1 938
Bruttoresultat	232	349	428	463	550	609
EBITDA	34	109	138	143	181	205
EBIT	15	87	116	124	161	183
EBT	14	85	115	123	159	182
Vinst per aktie	0,33	1,96	2,57	2,86	3,71	4,23
Tillväxt, totala intäkter	33,5%	47,8%	20,4%	9,9%	16,6%	10,3%
EBITDA-marginal	4,4%	9,5%	10,0%	9,5%	10,3%	10,6%
EBIT-marginal	1,9%	7,6%	8,5%	8,2%	9,2%	9,4%
EV/Sales (nuv.)	1,6x	1,1x	0,9x	0,8x	0,7x	0,6x
EV/EBITDA (nuv.)	36,9x	11,4x	9,0x	8,6x	6,8x	6,0x
EV/EBIT (nuv.)	83,6x	14,3x	10,7x	10,0x	7,7x	6,8x
P/E (nuv.)	134,0x	22,4x	17,1x	15,3x	11,8x	10,4x

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Innehållsförteckning

Investment case	3
Tillväxt och marginalexpansion skapar uppsida	3
Antaganden och prognoser	4
Värdering.....	5
Risker och utmaningar.....	6
Introduktion till bolaget	7
Zinzino, ett lönsamt hälsobolag med tillväxt	7
Ledning, styrelse och ägarskap.....	12
Produktsegment: Zinzino Health.....	14
Produktsegment: Faun och Zinzino Coffee	20
D2C och direktförsäljning.....	22
Marknader, konkurrens och referensgrupp	26
En stor marknad med utrymme för tillväxt	26
Sektorkollegor och företag i referensgruppen	33
Finansiell historik och Carlsquare prognoser.....	35
Finansiell historik.....	35
Antaganden och prognoser.....	37
Värdering.....	43
Motiverat värde inom ett intervall	43
Risker och utmaningar	47
Kring, inflation och Covid skapar osäkerhet	47
Nyckeltal och räkenskaper.....	48
Friskrivning.....	51

Investment case

Hälsokostbolaget Zinzino har visat upp en stark historisk tillväxt till förbättrad lönsamhet vilket påvisat styrkan i affärsmodell, strategi och erbjudandet. Historiskt har Europa varit den främsta tillväxt drivaren genom etablering i nya länder. Nu står Asien på tur där förutsättningarna kan anses vara ännu bättre än i Europa med stort intresse för både direktförsäljning och hälsa. I vårt scenario räknar vi med att en något fallande tillväxttakt i Europa som vägs upp av en stark utveckling i Asien. Med direktförsäljning kan kostnader för expansionen hållas låga. Det gör i sin tur att intäktstillväxt och marginalexpansion kan åtnjutas parallellt. Vi räknar med att Zinzino kan växa i genomsnitt per år om 7,1 procent fram till 2031 parallellt som rörelsemarginalen ökar till 11,5 procent. Vi beräknar ett motiverat värde per aktie om 60,7 kronor för de kommande 6-12 månaderna. Det motsvarar en bra uppsida mot senast betalda kurs.

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 med påvisad effekt 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. Konkurrensen är stenhård med en uppsjö av produkter med liknade formuleringar och hälsopåståenden. Historiken påvisar dock styrkan i bolagets erbjudande, affärsmodell och tillväxtstrategi.
- **Expansion i Asien en viktig tillväxt drivare.** Under de gångna åren är det expansion till nya delmarknader/länder i Europa som varit en av de främsta tillväxt drivaren. Trots miljardomsättning är Zinzinos marknadsandel ytterst begränsad och därmed finns utrymme för tillväxt även på befintliga marknader. Sedan ett par år tillbaka togs det första steget för att replikera expansionsstrategin i Asien och Stillahavsområdet. Hittills har satsningen i Asien burit frukt med snabb tillväxt. Sammantaget ser vi goda fortsatt tillväxtutsikter mot bakgrund av en stor adresserbar marknad, inte minst då restriktioner i kölvattnet av pandemin, som annars hämmat direktförsäljningsverksamheterna, lättas.
- **Uppsida i marginalen.** I termer av bruttomarginal efter distributörs kostnader 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 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.
- **Högre förväntad tillväxt och marginalexpansion motiverar premie, inte rabatt.** Vi förväntar oss att Zinzino växer till en CAGR, 2021-2025, på 10,7 procent och med 7,1 procent över hela prognosperioden fram till 2031. Parallellt räknar vi med att rörelsemarginalen kan lyfta från 8,5 procent 2021 till 11,5 procent 2031. Aktien handlas för närvarande till en EV/EBIT-multipel på vår prognos för 2022 på 10,0x. Vår referensgrupp, bestående av företag som producerar och säljer hälsokost, handlas till EV/EBIT 2022 på 11,6x. Aktien handlas således i dag till en rabatt. Vårt motiverade värde på 60,7 kronor per aktie motsvarar en implicit EV/EBIT-multipel 2022 på 14,5x. Vi anser att Zinzino snarare skall handlas till en premie vilket motiveras av förväntad tillväxttakt 2022-2024 som för Zinzino är mer än dubbelt så hög som medianvärdet för referensgruppen samtidigt som marginalen förväntas fortsätta stiga. EBIT-resultatet antas öka med 16,4 procent fram till 2024.

Antaganden och prognoser

Nya tillväxtinitiativ kommer att öka intäkterna

2022 räknar vi med totala intäkter 2022 på 1 507 miljoner kronor, motsvarande en tillväxt på 9,9 procent. Tillväxtantagandet bygger i huvudsak på att bolaget tar ytterligare marknadsandelar på de befintliga delmarknaderna i Europa, Nordamerika och Asien parallellt som nya delmarknader/länder adderas. Tillväxten hålls dock tillbaka av pausade expansionsplaner i Europa (Ukraina och Ryssland). 2023 tilltar tillväxten åter och CAGR, 2021-2025 är 10,7 procent. Det är under bolagets målsättning att i genomsnitt växa med 20 procent per år fram till 2025. Vi inkluderar dock inga förvärv i våra prognoser. Förvärv är således en trigger som kan påskynda tillväxttakten. Över hela prognosperioden, 2022-2031, är den genomsnittliga tillväxttakten per år i vårt basscenario 7,1 procent.

Totala intäkter innefattar i huvudsak intäkter från sålda varor och intäkter från frakt – som är direkt kopplat till försäljning av varor.

Totala intäkter (MSEK) och tillväxt (%)

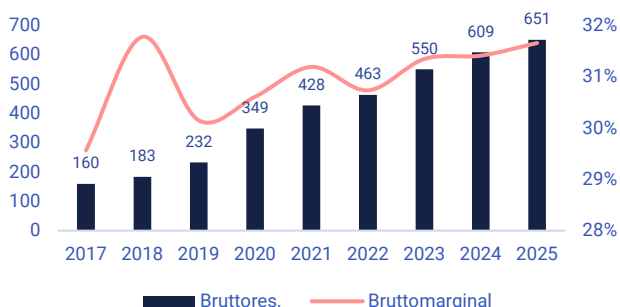


Källa: Bolagsinformation and Carlsquare prognoser

Skalbarhet ger marginalexpansion

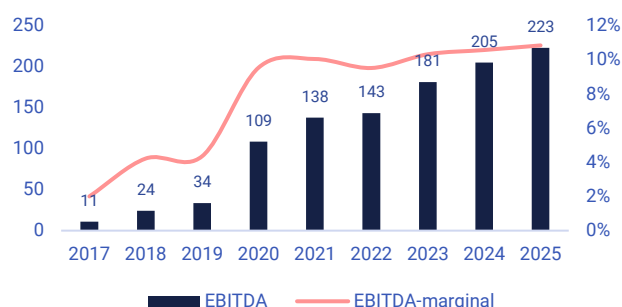
2022 räknar vi med ett bruttoreultat på 463 miljoner kronor, motsvarande en marginal på 30,7 procent. Trots nyligen genomförda prishöjningar räknar vi alltså med att bruttomarginalen sjunker något jämfört med 2021. Till det sista året i prognosperioden, 2031, räknar vi med att bruttomarginalen stiger till 32,5 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 på en bruttomarginal efter distributörskostnader på 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 143 miljoner kronor motsvarande en EBITDA-marginal på 9,5 procent. En pressad bruttomarginal håller därmed även tillbaka EBITDA-marginalen. Över tid ökar dock EBITDA-marginalen till 12,5 procent vid utgången av 2031. Vid samma tillfälle är EBIT-marginalen 11,5 procent. 2021 låg Herbalife på 12,7 procent i EBIT-marginal och Usana Healths på 14,3 procent.

Genomsnittlig EBITDA-marginal 2022-2025 är i vårt scenario 10,3 procent. Det är i linje med bolagets målsättning på en genomsnittlig EBITDA-marginal över tio procent.

Värdering

Uppsida givet tillväxt och marginalexpansion

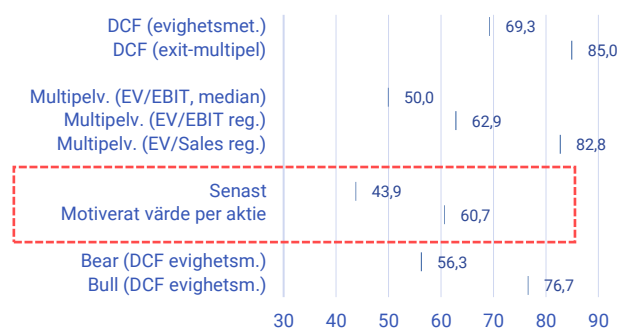
Vi har kombinerat en DCF-modell med en multipelvärderingsmodell för att beräkna ett motiverat värde per aktie. Vår DCF-värdering resulterar i ett värde per aktie mellan 69,3-85,0 kronor per aktie. Vår multipelvärdering på EV/EBIT 2022 ger ett värde per aktie på 50,0-62,9 kronor per aktie. Genom att kombinera det lägsta värdet i DCF-modellen med värdena från multipelvärderingen i ett genomsnitt beräknar vi ett motiverat värde per aktie på 60,7 kronor för de kommande 6-12 månaderna.

Motiverat värde (kr/aktie), basscenario

Multipelvärdering (EV/EBIT, 2022)	50,0
Multipelvärdering (EV/EBIT reg. 2022)	62,9
DCF-värdering	69,3
Motiverat värde per aktie	60,7
Möjlig upp-/nedsida	39%
Aktier, full finansiering och utspädning	33,7
Aktievärde	2 047
Kassa (Senast rep. kv)	247
Skuld (senast rep. kv)	-5
Nuvärde aktiefinansiering	0
EV	1 805

Källa: Carlsquare prognoser

Motiverat värde inom ett intervall (kr/aktie)



Källa: Carlsquare prognoser

Rimlighetsbedömning värdering, basscenario

Vår värdering motsvarar de implicita multiplar nedan.

Implicita multiplar, basscenario

	NTM	2021	2022	2023	2024
EV/Sales	1,2x	1,3x	1,2x	1,0x	0,9x
EV/EBITDA	12,6x	13,1x	12,6x	10,0x	8,8x
EV/EBIT	14,5x	15,6x	14,5x	11,2x	9,9x
P/E	21,2x	23,6x	21,2x	16,4x	14,4x

Källa Carlsquare prognoser

Vår referensgrupp bestående av företag som producerar och säljer hälsokost handlas för närvarande till en median EV/Sales-multipel 2022 på 1,1x och en EV/EBIT-multipel 2022 på 11,6x. Jämfört med referensgruppen motiveras handlas Zinzino i nuläget till en rabatt (0,8x respektive 10,0x våra prognoser 2022).

Värdering inom ett intervall

I ett mer optimistiskt Bull-scenario modellerar vi en CAGR, 2021-2031, på 8,1 procent (bas 7,1 procent) och en EBIT-marginal på 13,0 procent (bas 11,5 procent). I Bull-scenariot beräknas ett värde per aktie med vår DCF-modell till 76,7 kronor. I ett mer defensivt Bear-scenario modellerar vi en CAGR, 2021-2031, på 3,8 procent och en EBIT-marginal på 8,7 procent. I Bull-scenariot beräknas ett värde per aktie med vår DCF-modell till 56,3 kronor.

Risker och utmaningar

Planer för expansion i Europa 2022 på paus

Inför 2022 var det bolagets avsikt att etablera sig på delmarknaderna Ukraina och Ryssland. Det tragiska kriget i Ukraina kommer dock med hög sannolikhet hålla tillbaka bolaget från dessa expansionsinitiativ. Vi har tagit höjd för detta i våra tillväxtantaganden för 2022. Vi har även tagit höjd för reducerad aktivitet i Polen men även i de baltiska staterna. Det sistnämnda kan anses något konservativt. Dock kan utvecklingen i Ukraina få större konsekvenser för Zinzinos tillväxt än vad vi i dagsläget räknar med.

Stigande energipriser och inflation

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

Bolaget har gjort en prisjustering, vilket till viss del bör väga upp för de stigande kostnaderna. Trots det räknar vi sammantaget med fallande bruttomarginal 2022. Vi bedömer samtidigt att bruttomarginalen kan återhämta sig under 2023, men osäkerheten är hög. Vi tror viss klarhet kan i frågan kan fås under andra halvan av 2022.

Covid och nya vågor av restriktioner

Sedan i början på mars 2022 har antalet registrerade Covid-fall ökat kraftigt i Kina. Detta har också 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. En liknande utveckling på andra geografiska områden där bolaget är aktiv (eller avser bli aktiv i) är en risk som kan hålla tillbaka tillväxten.

Dock har bolaget lyckats parera Covid-pandemin väl genom att partners anpassat sina försäljningsmetoder. Detta påvisas också 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 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.

Introduktion till bolaget

Zinzino säljer företrädesvis hälsokostprodukter som kosttillskott. Den bäst säljande produktserien, BalanceOil, är en olja som avser skapa balans i kroppen för en normal hjärt- och hjärnkapacitet men också bidra till ett normalt fungerande immunförsvar. Med hjälp av självtester och stora mängder data finns belägg för produktens effekt. Försäljning sker direkt till kund utan återförsäljare som apotek eller matvarukedjor (D2C). Distributionsmetoden är direktförsäljning, som också haft en avgörande roll för bolaget snabba expansionsfart som skett parallellt till förbättrad lönsamhet.

Zinzino, ett lönsamt hälsobolag med tillväxt

Zinzino (bolaget eller koncernen) producerar och säljer hälsokostprodukter som icke receptbelagda kosttillskott. Verksamheten bedrivs genom två affärssegment:

- Det första, Zinzino, innefattar direktförsäljningsverksamhet av bolagets egna varumärken på 40 delmarknader/länder runt om i världen. Via hemsidan nås ytterligare cirka 60 länder.
- Det andra affärssegmentet, Faun, innefattar produktion (för internt bruk och extern försäljning) av hälsokostprodukter via dotterbolaget Faun Pharma AS (Faun).

Två affärssegment



Källa: Bolagsinformation

Historik

Zinzino grundades 2007 och har sitt huvudkontor i Västra Frölunda strax söder om Göteborg. Vid grundandet var affärsmodellen densamma som i dag – att via direktförsäljning marknadsföra och sälja produkter direkt till slutkund. Initialt bestod produktutbudet uteslutande av kaffe-maskiner, kaffe och tillbehör. 2009 förvärvades direktförsäljningsföretaget Zinzino Nordic AB och 2010 listades aktien på Spotlight Stock Market (då Aktietorget). 2011 expanderade koncernen till Estland och Litauen. Samma år anslöt Dag Bergheim Pettersson och antog VD posten 2012. Det var också samma år som en minoritetspost i BioActive Foods AS (BioActive) förvärvades. BioActive Foods AS arbetade vid tillfället i huvudsak med produktutveckling inom hälsa och kosttillskott. Detta utgjorde också startskottet för ett utökat fokus på ett hälsokostinriktat produktutbud.

Historik på tidslinje



Källa: Bolagsinformation

2013 togs klivet över atlanten efter ett direktförsäljningskontor öppnades i USA. Den internationella expansionen fortlöpte under de efterföljande åren runt om i

Europa och sedan till Asien. Expansionen har skett organiskt, genom att nya dotterbolag startats, men också genom förvärv av lokalt förankrade direktförsäljningsverksamheter. Vidare etablering på nya geografiska marknader är även i dag en avgörande komponent i tillväxtstrategin.

År 2014 byter bolaget marknadsplats för aktien till Nasdaq First North. Samma år förvärvades 85 procent av aktierna i produktionsbolaget Faun. 2014 förvärvades även samtliga aktier i BioActive. I april 2020 förvärvades direktförsäljningsbolaget VMA Life, vilket stärkte bolagets position på den asiatiska marknaden.

Direktförsäljningen drivs lokalt av dotterbolag

I dag drivs direktförsäljningsverksamheten utanför Norden genom 23 helägda dotterbolag och en rad olika momsregistrerade enheter geografiskt fördelade på eller i närheten av marknader där bolaget är aktiva. Den nordiska direktförsäljningsverksamheten som drivs under Zinzino Nordic AB ägs till 93 procent av Zinzino AB. Produktionsverksamheten under Faun ägs till 98,8 procent. Mot bakgrund av detta har an andel om i genomsnitt 5,8 procent av resultat efter skatt under åren 2018-2021 tillfallit minoritetsandelar.

Koncernstruktur



Källa: Bolagsinformation

Koncerngemensamma support- och administrativa funktioner så som exempelvis inköp av varor till koncernens dotterbolag, drivs under Zinzino Operations AB. Kostnader under denna verksamhet fördelas sedan ut på de intäktsdrivande verksamheterna, Zinzino och Faun. Se bild ovan. Samtidigt skall noteras att koncernstrukturen är under utvärdering och vissa förändringar kan komma att ske.

Stark tillväxt till växande vinst

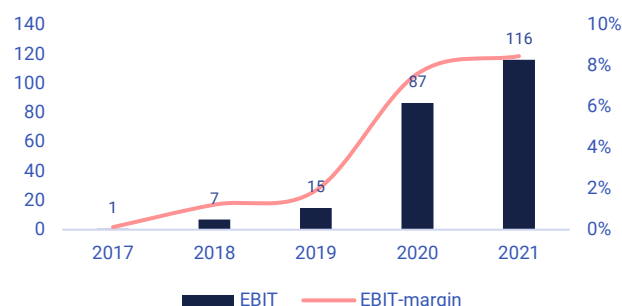
Bolaget har haft en fin finansiell utveckling med god tillväxt och förbättrad lönsamhet. Den internationella expansionen har drivit tillväxten som under åren 2018 till 2021 har uppgått till 33,4 procent i genomsnitt per år. Parallellt har bruttomarginalen ökat från 29,6 procent under 2017 till 31,2 procent under 2021. Rörelsemarginalen har under samma period ökat från 0,1 procent till 8,5 procent. Med andra ord har bolaget lyckats att växa i en hög takt parallellt som lönsamheten förbättrats.

Totala intäkter (MSEK) och tillväxt (%)



Källa: Bolagsinformation

EBIT (MSEK) och EBIT-marginal (%)



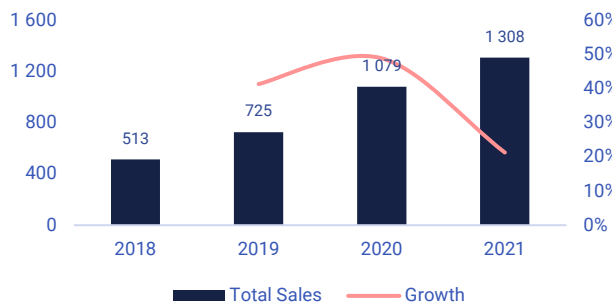
Källa: Bolagsinformation

Som framgår i graf ovan till vänster uppgick totala intäkter under 2021 till 1 371 miljoner kronor, motsvarande en tillväxt om 20,4 procent.

Affärsområdena Zinzino och faun

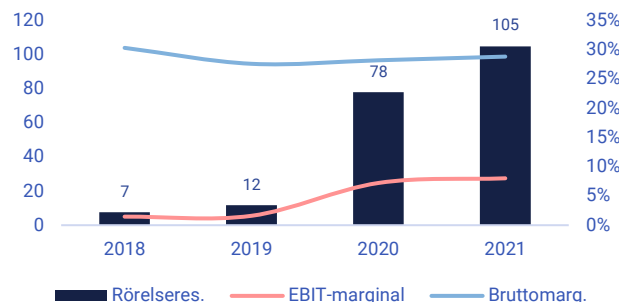
Nedan visas utvecklingen för intäkter och tillväxt liksom rörelseresultat och rörelsemarginal för affärssegmentet Zinzino, före elimineringar.

Zinzino, totala intäkter (MSEK) och tillväxt (%)



Källa: Bolagsinformation

Zinzino, EBIT (MSEK), brutto- och EBIT-marginal (%)



Före eliminering. Källa: Bolagsinformation

Nedan visas utvecklingen för intäkter och tillväxt liksom rörelseresultat och rörelsemarginal för affärssegmentet Faun, före elimineringar.

Faun, totala intäkter (MSEK) och tillväxt (%)



Källa: Bolagsinformation

Faun, EBIT (MSEK) och EBIT-marginal (%)

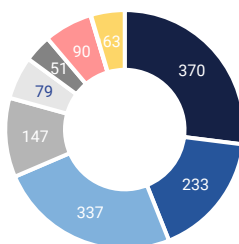


Före elimineringar. Källa: Bolagsinformation

Europa är fortfarande bolagets största geografiska marknad med ett intäktsbidrag på cirka 85 procent. Cirka fyra procent av intäkterna kommer från Nordamerika och resterande sju procent från Asien, som också är den geografiska marknad som växer snabbast. Faun, vars externa intäkter uppgick till 63 miljoner kronor, bidrog med cirka fem procent av de totala intäkterna.

Geografisk fördelning av totala intäkter (MSEK), 2021

- Nordics
- Central Europe
- Eastern Europe
- Southern & western Europe
- Baltic countries, sales
- North America
- APAC
- Africa



Källa: Bolagsinformation

Fortsatt höga tillväxtmål

Bolagets målsättning är att under åren 2022 till 2025 växa i genomsnitt med 20 procent per år. Det till en rörelsemarginal före av- och nedskrivningar (EBITDA) över tio procent.

För tillväxt behöver bolaget öka antalet kunder. I dag finns över 400 000 registrerade kunder och målsättningen är att ha en miljon kunder till 2025. Strategin för tillväxt bygger på:

- Att via den huvudsakliga distributionsmetoden (direktförsäljning) och vidareutveckling av e-handeln ta ytterligare marknadsandelar på befintliga marknaderna, delvis med hjälp av ett utvidga produktutbud inom förebyggande hälsa. Restriktioner i kölvattnet av Covid har lättat viket bör kunna ge ett uppsving i intäkterna när direktförsäljning kan återgå till mer traditionella försäljningsmetoder.
- Geografisk expansion till nya delmarknader/länder genom att etablera nya direktförsäljningsverksamheter. Förvärv (sannolikt av direktförsäljningsbolag) är ytterligare en komponent i strategin som kan påskynda tillväxten. Vi tar dock inte höjd för möjliga förvärv i våra prognoser. (Lyckade) förvärv är således en trigger som kan skapa ytterligare uppsida.

Utdelning

Utdelningspolicyn är att dela ut 50 procent av nettoresultatet givet att likviditet och soliditet tillåter. Den föreslagna utdelningen baserat på 2021-resultatet ligger på 2,0 kronor per aktie. Det är upp från 1,25 kronor som delades ut under 2021 baserat på 2020 års resultat.

Finansiell position

Vid utgången av 2021 hade Zinzino en kassa på cirka 236 miljoner kronor. Under året uppgick kassaflödet från den operativa verksamheten till cirka 153 miljoner kronor, motsvarande cirka 11 procent av de totala intäkterna. Det operativa kassaflödet ökade med 58 procent jämfört med 2020.

Bolaget har i dag noll räntebärande skulder, borträknat leasing för nyttjanderätts-tillgångar. Soliditeten (eget kapital dividerat med balansomsättning) uppgick vid utgången av 2021 till 25,1 procent. Motsvarande siffra vid utgången av 2020 var cirka 19,6 procent.

Aktier och teckningsoptioner

Per den 31 december 2021 fanns cirka 33,7 miljoner utestående aktier. Dessa är fördelade på cirka 5,1 miljoner stycken av serie A med en röst vardera och cirka 28,6 miljoner av serie B med 0,1 röst vardera.

Bolaget har också tre teckningsoptionsprogram som totalt kan addera cirka 2,4 miljoner nya aktier av serie B. Givet full teckning kan dessa bidra med en utspädning på cirka sju procent.

Aktier och teckningsoptioner (miljoner) samt villkor och möjlig utspädning

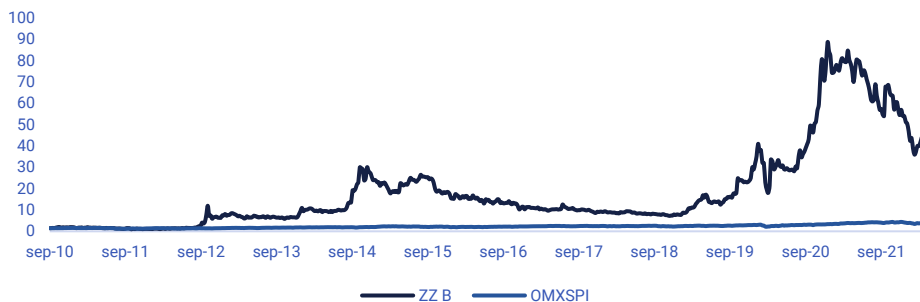
Ägare	Antal TO (milj.)	Multiplikator	Lösenpris	Sista lösendag
Program 1	0,43	1,0	18,0	2024-05-31
Program 2	0,96	1,0	45,0	2025-05-31
Program 3	1,00	1,0	140,0	2026-05-31
Möjligt nya aktier	2,40			
Befintliga aktier	33,70			
Möjlig utspädning	7,1%			

Källa Carlsquare prognoser

Aktie- och värderingsutveckling

Nedan visas aktiens utveckling jämfört med OMXSPI. Som framgår har aktien utvecklats starkt sedan första handelsdagen. Likt aktiemarknaden över lag har Zinzino-aktien fått en tuff start på 2022 och är ned cirka 18 procent sedan årsskiftet.

Zinzino, aktieutveckling (Index, 2010-09-24 = 1,46)



Veckograf. Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare

Nedan visas värderingsutvecklingen i förhållande till intäkter och resultat på rullande tolv månader. Som framgår handlas Zinzino i dag väl under sina historiska genomsnitt vad gäller de utvalda multiplarna.

EV/Sales, RTM och genomsnittlig nivå



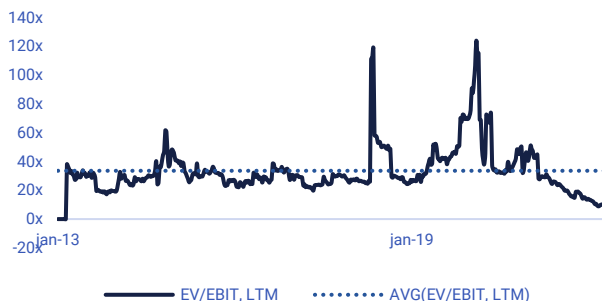
Veckograf. RTM = Rullande tolv månader. Källa: S&P Capital IQ

EV/EBITDA, RTM och genomsnittlig nivå



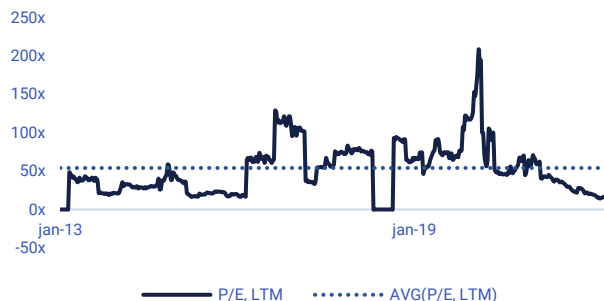
Veckograf. RTM = Rullande tolv månader. Källa: S&P Capital IQ

EV/EBIT, RTM och genomsnittlig nivå



Veckograf. RTM = Rullande tolv månader. Källa: S&P Capital IQ

P/E, RTM och genomsnittlig nivå



Veckograf. RTM = Rullande tolv månader. Källa: S&P Capital IQ

Ledning, styrelse och ägarskap

En ledningsgrupp med påvisad förmåga

Zinzino leds av personer med varierande erfarenheter från olika organisationer. I spetsen är VD Dag Bergheim Pettersson som anslöt redan 2011. Dag har därmed varit med och utvecklat Zinzino till vad det är i dag. Även produktchefen Henrik Schultz, CFO Fredrik Nielsen, COO Jakob Spijker och supportchef Katriin Laanep har varit med under den starka tillväxtresan.

Företaget har ett starkt team som bidrar med en genuin förståelse för risker och den maritima branschen.

Som tidigare nämnts är avsikten att fortsätta växa i genomsnitt med 20 procent per år under 2021-2023. Givet ledningens förmåga att framgångsrikt driva verksamheten, påvisat av den starka historiska tillväxten till förbättrad lönsamhet, är vårt förtroende för ledningen stort. Majoriteten av de personer som sitter i ledningsgruppen har också ett mer eller mindre betydande innehav i aktien.

Ledning



Dag Bergheim Pettersson är VD sedan 2012 och är utbildad ingenjör på Oslo Universitet. Tidigare har Dag haft ledande positioner på bland annat Elgiganten och NetCom. Dag har i dag ett aktieinnehav om motsvarar 3,95 procent av aktiekapitalet.



Henrik Schultz anslöt till Zinzino 2007 och är i dag produktchef. Han har lång erfarenhet från ledande befattningar, så som säljchef, marknadschef och VD, för olika internationella företag. Henrik är ekonom och har ett aktieinnehav om cirka 0,2 procent av aktiekapitalet.



Fredrik Nielsen är CFO och kom till bolaget 2009 och ansvarar även för IR-relaterade arbetsuppgifter. Fredrik har tidigare erfarenhet från bland annat rollen som CFO på Gymnasium Sportcenter. Aktieägarskapet uppgår till 0,14 procent av aktiekapitalet. Fredrik har också 15 000 teckningsoptioner.



Jakob Spijker är COO Europe och anslöt till Zinzino 2012. Jakob har tidigare erfarenhet från befattningar med fokus på logistik, transport och lagerhållning på bland annat Mediatec Solutions. Aktieägarskapet uppgår till 0,04 procent av aktiekapitalet. Jakob har också 15 000 teckningsoptioner.



Katriin Laanep är bolagets supportchef. Katriin anslöt till Zinzino 2012 och har tidigare lång erfarenhet av kundtjänst och över 10 års erfarenhet från direktförsäljningsbranschen. Aktieägarskapet uppgår till 0,0 procent av aktiekapitalet. Katriin har inga teckningsoptioner.



Daniel Vennerstrand är CTO med lång erfarenhet från arbete systemutveckling och styrning av programvaruutveckling. Hans anslöt till Zinzino 2018 och var dessförinnan utvecklingschef på Intermail. Aktieägarskapet uppgår till 0,1 procent av aktiekapitalet.



Henrik Hammargren är Head of Business Control. Henrik anslöt till bolaget 2018 och har dessförinnan jobbat som controller i ledande befattningar på bland annat Autoliv, Elanders och Resia. Henrik har ett aktieägarskap motsvarande 0,1 procent av aktiekapitalet.



Gabriele Helmer är bolagets CMO sedan 2019. Sedan 2001 har Gabriele haft olika befattningar inom marknadsföring på internationella företag som Luftansa, Beiersdorf, General Mills och Specsavers. Gabriele har ett aktieägarskap om motsvarande 0,01 procent av aktiekapitalet.



Linda Johnsson är bolagets HR-chef sedan sommaren 2021. Linda har tidigare erfarenhet från strategiskt arbete inom områden som affärsutveckling, ledarskap, HR och hållbarhet i olika ledande befattningar på företag som Lionbrige, Entrematic, Latour Investment AB och Ligula Hospitality Group.

Källa: Bolagsinformation

Styrelse med kompletterande kompetenser

I styrelsen finns blandade kunskap och erfarenheter från bland annat tillväxtbolag, internationellt arbete i globala organisationer, digital utveckling och finans. Styrelseledamot Pierre Mårtensson har också varit VD för Oriflame-koncernens verksamhet i Kina. Styrelsen består således av personer med varierande bakgrund samt erfarenheter och kompletterar således varandra väl. Tre av fem styrelsemedlemmar har också ägarskap i aktien.

Styrelse



Hans Jacobsson är bolagets styrelseordförande sedan 2007 och CFO på Nowa kommunikation med tidigare erfarenhet från roller som VD för Rootfruit Scandinavia och Partner i CR&T Ventures. Hans har god kunskap inom M&A och är nionde största ägare med en andel om 0,97 procent av aktiekapitalet.



Staffan Hillberg är styrelseledamot i Zinzino sedan 2007 och VD för Wood & Hill Investment AB med tidigare erfarenhet från operativa positioner som VD på en rad olika finansbolag samt produktchef för Apple Computer Inc. i Frankrike och USA. Staffan har ett ägarskap om 0,46 procent av aktiekapitalet.



Pierre Mårtensson är styrelseledamot i Zinzino sedan 2015 med lång erfarenhet från internationellt arbete i globala företag. Pierre har bland annat jobbat för Eniro Norge och Oriflame-koncernen där han var VD för den kinesiska marknaden. Pierre har ett ägarskap om 0,3 procent av aktiekapitalet.



Ingela Nordenhav är styrelseledamot sedan 2019 och var tidigare global marknadschef på Volvo Trucks där hon bland annat ansvarade för företagets förändringsresa inom image och digitalisering men driver sedan 2021/2022 eget konsultbolag med tyngdpunkten i strategiskt marknadsarbete.



Anna Frick är styrelseledamot sedan 2021 med erfarenhet inom kommunikation och digital transformation. Anna sitter också i styrelsen för företag som Fortnox AB, Leo Vegas AB (publ), Lohilo Foods AB (publ), Svea Ekonomi AB, Above Agency AB och stiftelsen War Child.

Källa: Bolagsinformation

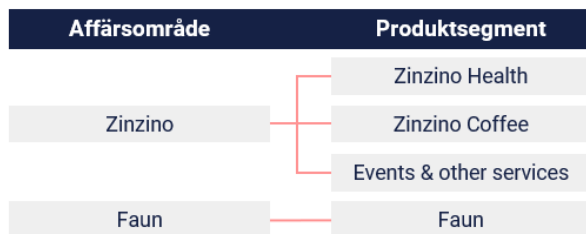
De största ägarna

Hilde Sæle och Ørjan Sæle är grundarna av Zinzino. Tillsammans med familj motsvarar deras ägarskap cirka 47,3 procent av aktiekapitalet och cirka 28,4 procent av rösterna. Peter Sörensen är via bolag den andra största ägaren med ett ägande motsvarande cirka 25,3 procent av aktiekapitalet cirka 11,5 procent av rösterna.

Produktsegment: Zinzino Health

Som tidigare nämnts driver koncernen sin verksamhet under två affärssegment, Zinzino och Faun. Vidare delar bolaget upp sitt erbjudande i fyra produktsegment; Zinzino Health, Zinzino Coffee, Faun och Event & other services.

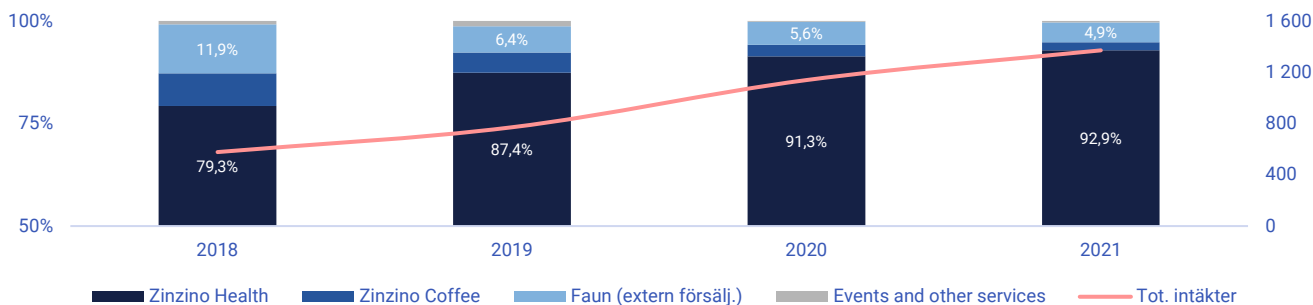
Affärs- och produktsegment



Källa: Bolagsinformation

Nedan visas intäktsfördelningen mellan de fyra produktsegmenten. Som framgår har Zinzino Health ökat sin andel genom stark tillväxt samtidigt som Zinzino Coffee tappat intäkter och Faun utvecklats nära oförändrat.

Intäktsfördelning fyra produktsegment

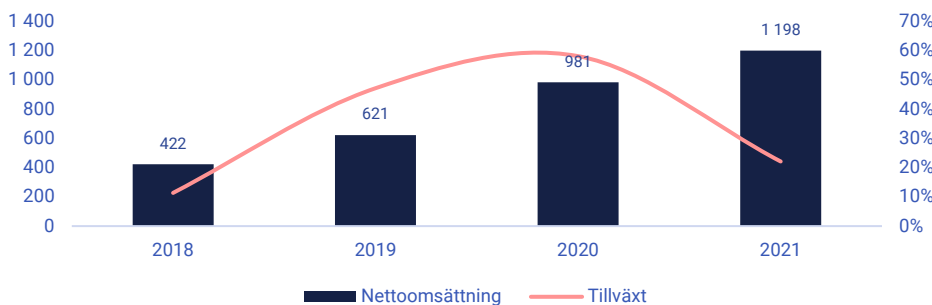


Källa: Bolagsinformation

Fullt fokus på Zinzino Health som drivit tillväxten

Zinzino Health utbud består i huvudsak av kosttillskott framtagna i förebyggande syfte. Produkter delas in i kategorierna efter hälsnytta; Balance, Skincare, Immune Supplement och Weight Control (samt Accessories).

Zinzino Health, intäktsutveckling (MSEK) och tillväxt (%)



Källa: Bolagsinformation

Under 2021 kunde en nettoomsättning på 1 198 miljoner kronor hänföras till produktområdet, Zinzino Health. Det motsvarande en stark tillväxt på 22,1 procent. Under de tre senast åren, 2019-2021, har produktområdet i genomsnitt växt med

41,5 procent per år. Det kan jämföras med gruppen som under samma period växt med 33,4 procent i genomsnitt per år.

Produkter på abonnemang och prishöjning

Nedan visas det fulla produktutbudet bredvid listpriser per mars 2022. Produkter under BalanceOil-serien är i dag de överlägset mest populära produkterna.

Produktutbud under Zinzino Health och listpriser

Balance	Skincare	Weight control	Immune supplements
BalanceOil+, 300 ml	Skin Serum, 30 ml	ZinoBiotic+, 180g	Vitamin D Test
BalanceOil, 100 ml	Skin Serum, 50 ml	LeanShake, 16 x 30 g	ZinoShine+, 60 tabletter
BalanceOil+ Premium, 300 ml		Energy bar, 4 x 40g	ZinoGene+, 30 tabletter
BalanceOil+ AquaX		Protein bar, 4 x 45g	Xtend+, 60 kapslar
BalanceOil+ Vegan, 300 ml			Xtend, 60 tabletter
Essent+ Premium			Viva+, 60 tabletter
BalanceTest			Viva, 6 x 10 enheter
R.E.V.O.O Olive Oil, 250 ml			Protect+, 60 kapslar

7 mars 2022. Källa: Bolagsinformation

Delar av utbudet säljs på abonnemang. Fyra produkter under BalanceOil-serien finns att köpa över abonnemang. Under abonnemangsperioden som löper över en sex-månaders period betalar kunden på månadsbasis. Påfyllning av produkten erhålles varannan månad. Nedan visas produkter som säljs på abonnemang, jämte listpriser och rabatter om kunden köper ett abonnemang (premium).

Om abonnemanget inte avbryts under denna 6-månadersperiod så löper abonnemanget vidare med en uppsägningstid på 30 dagar. Samtidigt tror samtidigt att antalet avslutade abonnemang sannolikt vara relativt högt på grund av ersättningsstrukturen för partners. Dock är abonnemangsformen ändock fördelaktig då det skapar viss förutsägbarhet i intäktsflödet.

Listpriser och rabatter med abonnemang

Område	Produkt	Listpris kr/st	Premiumpris ny, kr/st	Premium rabatt	Prisökning feb. 2022
Balance	BalanceOil+ AquaX, 300 ml	609	429	30%	4,9%
Balance	BalanceOil+, 300 ml	455	319	30%	6,7%
Balance	Essent+ Premium	609	429	30%	4,9%
Balance	BalanceOil+ Vegan, 300 ml	949	669	30%	3,1%
Immune Supplements	Viva+, 60 kapslar	325	229	30%	9,6%
Immune Supplements	Xtend, 60 kapslar	355	249	30%	8,7%
Immune Supplements	Xtend+, 60 kapslar	496	349	30%	6,1%
Immune Supplements	Protect+ 60 kapslar	509	359	29%	2,9%
Weight control	ZinoGene+	687	469	32%	4,5%
Weight control	2 x LeanShake, 16 x 30 g	1 310	918	30%	2,2%
Weight control	ZinoBiotic+	355	249	30%	3,8%
Weight control	2 x Protein bar, 4 x 45g	370	260	30%	8,3%
Weight control	2 x Energy bar, 4 x 40g	370	260	30%	8,8%
	Genomsnitt:	569	399	30%	6%
	Max:	1 310	918	32%	10%
	Min:	325	229	29%	2%

Källa: Bolagsinformation

Bland de produkter som finns tillgängliga över abonnemang till reducerade priser återfinns också övriga populära produkter, då utöver de tillhörande Balance-serien.

Prishöjning i februari 2022

Mot bakgrund av den höga inflationstakten, inkluderat högre råvarukostnader och fraktkostnader, har bolaget genomfört en prishöjning på totalt 13 produkter. Prishöjningen gäller för nya abonnemang och för förlängda abonnemang. I genomsnitt höjs de månatliga priserna för de 13 produkterna med cirka sex procent. BalanceOil-serien på abonnemangsform höjs i genomsnitt med fem procent.

Prishöjning är således i sig en faktor som vi räknar med bidrar till både tillväxt och förbättrade/upprätthållna marginaler.

Balance-serien för rätt fett-balans






Som tidigare nämns är produkter tillhör BalanceOil-serien de absolut mest populära. BalanceOil-serien kommer i ett antal olika formuleringar och naturliga smaker. Gemensamt för serien är den avsedda hälsnytta; att bidra till balans mellan kroppens nivåer av fettsyror. Det avser i sin tur att bidra till en normal hjärt- och hjärnfunktion liksom ett normalt fungerande immunförsvar.

Balance-serien har också likande innehållsförteckning bestående av fettsyror eikosapentaensyra (EPA) och dokosahexaensyra (DHA), oljesyra, polyfenoler och vitamin D3.

EPA och DHA är fleromättade fettsyror tillhörande Omega 3-familjen. Kroppen saknar förmåga att producera EPA och DHA i tillräckliga mängder. De båda fettsyrorerna behöver således tillföras via kost och i många fall med kompletterande kosttillskott. I Balance-olja finns EPA och DHA i ingrediensen fiskolja som är utvunnen ur små fiskarter som sardiner, ansjovis och makrill. För den veganska varianten kommer Omega 3 från DHA och EPA-rik olja från mikroalgen Schizochytrium sp.

Oljesyran, som tillhör Omega 9-familjen, och polyfenoler finns i ingrediensen extrajungfruolja som är utvunnen ur kallpressade oliver odlade i Spanien. Vitamin D3 utvinns från lanolin, ett fett utvunnet ur naturlig fårull.

Tre (av fem) alternativ under Balance-serien

		
BalanceOil+ Premium, 300 Fyra gånger högre innehåll av polyfenoler än vanlig BalanceOil+	BalanceOil+, 300 ml Rik på Omega-3 (EPA + DHA), olivpolyfenoler och vitamin D3...	BalanceOil+ Vegan Vegansk Omega-3 från mikroalger, rik på EPA, DHA, SDA + GLA...
Försäljningspris 709,00 kr Premier pris 499,00 kr (5,00 cr)	Försäljningspris 455,00 kr Premier pris 319,00 kr (4,00 cr)	Försäljningspris 949,00 kr Premier pris 669,00 kr (5,00 cr)
 Få Premier Pris	 Få Premier Pris	 Få Premier Pris

Källa: Bolagsinformation

Hälsopåståenden bekräftade EU organ

Rörande hälsoeffekt anges bland annat följande påstående för bästsäljaren BalanceOil+:

- Den dagliga dosen som innehåller 700 mg DHA bidrar till en normal hjärnfunktion.
- Den dagliga dosen som innehåller 20 µg vitamin D3 bidrar till ett normalt immunsystem.
- BalanceOil+ bidrar till att mängden polyfenol kan bibehållas på en nivå som skyddar blodfetterna mot oxidativ stress (som medverkar i utveckling av exempelvis hjärt-kärlsjukdom)
- Den dagliga dosen som innehåller 700 mg DHA bidrar till en hälsosam och normal ögonfunktion.

- Den dagliga dosen innehåller 20 µg vitamin D3, vilket bidrar till en normal benstomme, en normal muskelfunktion, normala tänder och till celldelning.
- BalanceOil+ stöder ett normalt blodtryck och normala kalciumhalter i blodet.

De påstådda hälsoeffekterna anslutna till respektive produkt är bekräftade av European Food Safety Authority (EFSA) mot bakgrund av rådande forskning. EFSA är ett organ under EU vars funktion bland annat innefattar oberoende vetenskaplig rådgivning. De påstådda hälsoeffekterna är också i linje med vad som är godkänt att kommunicera enligt EU förordningen (EG) nr 1924/2006.

Bekräftade hälsoeffekter och kommunikation i linje med EU:s riktlinjer är genomgående för bolagets samtliga produkter under Zinzino Health.

Omega 6 och Omega 3 med rätt kvot

Omega 6 bidrar till att cellernas funktion i kroppen och är likt Omega 3 en familj av fleromättade fettsyror, varav flertalet inte produceras i tillräckliga mängder av kroppen. Som tidigare nämnts är ett av bolagets hälsopåståenden för Balance-serien att de bidrar till att bibehålla optimala Omega 6/Omega 3-kvoter i kroppen. Enligt WHO skall målrelationen mellan de två familjerna av fettsyror ligga på 4:1 (kvot = 4), eller under, för att motverka hjärt- och kärlsjukdom. Enligt Nordiska näringsrekommendationer 2012 (NNR 2012) är rekommendationen att relationen Omega 6/3 skall vara 5:1 eller mindre i kosten vi får i oss.

Sammansättningen av dagens måltider innehåller typiskt sett stora mängder kött, mjölkprodukter och oljor rika på Omega 6. Intaget av Omega 3 som finns i bland annat fisk som lax och sill som olivolja är desto mindre. Detta leder i sin tur till en obalans. Enligt rapporten "Health Implications of High Dietary Omega-6 Polyunsaturated Fatty Acids", Patterson et al från 2012 ligger balansen mellan Omega 6 och Omega 3 hos stora delar av populationen kring 15:1 – alltså en bra bit över vad som kan bedömas som lämplig.

Omega 6 och Omega 3 fungerar i samspel i kroppen. En hög kvot mellan Omega 6 och Omega 3 kan exempelvis leda till:

- En hög kvot kan ha en negativ inverkan på kroppens inflammatoriska processer och därmed ett påverkat immunförsvar. Med andra ord kan kroppens reaktioner vid bekämpande av främmande organismer som bakterier, virus och infektioner påverkas.
- Som tidigare nämnts, enligt WHO påverka risk för hjärt- och kärlsjukdom.

Självtester påvisar Balance-seriens förmåga

Zinzino har utvecklat och säljer BalanceTest som en kompletterande produkt till kosttillskotten i Balance-serien. Detta torrblodstest mäter vitamin D-nivå och Omega 6/3-kvoten. Testet möjliggör således för kunden att följa effektutvecklingen för kosttillskotten.

Självtest, BalanceTest

BalanceTest x2

Zinzino's BalanceTest är ett enkelt självtest för analys av fettsyrorna som finns i kapillärblod som erhålls från en fingertopp med hjälp av en teknik som testar torkade bloddroppar (Dried Blood Spot, DBS). Ett DBS-test är vetenskapligt bevisat att vara lika korrekt som ett venblodprov när fettsyror ska analyseras. Allt som behövs är några droppar blod från fingertoppen på ett Whatman®-filterpapper och det tar mindre än en minut att göra.

Försäljningspris
3.118,00 kr (9,00 cr)

Premier pris
 1.595,00 kr



Källa: Bolagsinformation

Testet är enkelt och går snabbt. Det genomförs genom att användaren med hjälp av en lansett tar ett stick i fingertoppen. Från sticket droppas sedan några droppar blod på ett uppsamlingspapper. Uppsamlingspappret skickas för analys till Vitas Analytical Services, ett oberoende GMP-certifierat laboratorium i Norge. Efter cirka två veckor finns ett anonymiserat resultat att tillgå på hemsidan www.zinzinotest.com.

Kunder uppmanas att ta ett första test innan Balance-produkten börjar nyttjas. Det så att kunden skall kunna se sina ingångsvärden. Om kunden i det första har en Omega 6/3-kvot som är tre eller lägre har bolaget en pengar-tillbaka-garanti för abonnemangskunder. Dock visar resultat från över 620 000 BalanceTests att 75 procent av testpopulationen som inte äter kosttillskott med Omega-3 sedan tidigare har ett genomsnittligt kvotvärde på 15. Resultaten visar också att endast fem procent av testpopulationen i Europa har ett kvotvärde på tre eller bättre.

Kunden uppmanas också att ta ett andra test 120 dagar efter denne börjat nyttja Balance-produkten. Baserat på tidigare nämnda genomförda tester kan bolaget stoltsera med att 95 procent av testpopulationen har ett balansvärde som är i närheten av 3:1. Med andra ord utgör testerna belägg för BalanceOil-serien.

Samtidigt skall noteras att effekten avtar om kunden slutar nyttja kosttillskotten. Balansen mellan Omega 3 och Omega 6 har återgått till vad som motiveras av kostintaget efter 120 dagar, vilket förklaras av att de röda blodkropparna lever i genomsnitt i 120 dagar. Av denna anledning kan kunden motiveras till att köpa bolagets produkter på abonnemang.

Distributionskraft, den kanske viktigaste ingrediensen

Data från självtester, en konkurrensfördel

Sammansättning av näringsämnen för BalanceOil-serien särskiljer bolagets erbjudande mot den stora massan. Formuleringen är dock inte patenterad och kan heller inte bevaras hemlig. Således är produkten lätt att återskapa. Konkurrensen är stenhård med snarlika påstådda effekter från olika produkter.

Likt bolaget kan konkurrensen också hävda att deras respektive produkter har vetenskapliga belägg bekräftade av statliga organ. Samtidigt är det dock få aktörer som kan påvisa sina produkters effekt genom data, vilket bolaget kan baserat på resultat från de anonymiserade självtesterna.

Historisk tillväxt talar sitt tydliga språk

Den kanske viktigaste ingrediensen till framgång inom det segmentet för hälsokosttillskott ligger enligt vår bedömning i förmågan att presentera, marknadsföra och få ut sin produkt till slutkund. Detta är något som bolaget genom den starka historiska tillväxten påvisat ha i sin arsenal. Även om det är svårt att påvisa är det vår uppfattning att bolaget har en förhållandevis hög andel återkommande kunder som köper bolagets produkter över längre perioder. Inte minst då stora delar av partners säljer till personer i sin närhet, så som familj, vänner och bekanta.

Produktion och lagerhållning

Under 2021 var cirka åtta procent av produkter sålda under affärssegmentet Zinzino producerade internt hos Faun. Lejonparten är således producerad hos extern part. BalanceOil är som tidigare nämnts bolagets absolut bästa säljande produkt. BalanceOil produceras av LYSI hf. på Island.

Bolaget nyttjar 3PL-aktörer för lagerhållning och leveranser. I dag finns det största lagret i Trollhättan. Ytterligare lagerhållning och leverans utgår ifrån Frankrike, Polen, USA, Kanada, Australien, Hongkong, Malaysia och Sydafrika.

Förvärv, ytterligare en tillväxt drivare

Som tidigare nämnts har bolaget genomfört ett antal förvärv för att utveckla affären och etablera sig på nya marknader. Förvärv är således en viktig del av bolagets strategi för.





Den 6 april meddelade Zinzino om förvärven av Enhazz Global AG och Enhazz IP AG. Genom förvärven får bolaget tillgång till en produktportfölj bestående av naturliga hudvårdsprodukter men också kosttillskott. Minst lika viktigt är tillgången till ett partner-nätverk.

Som framgår av pressmeddelandet hade den förvärvade verksamheten en omsättning på tre miljoner euro motsvarande drygt två procent av Zinzinos totala intäkter år 2021. Förvärvet är således litet men vi tror på tydliga försäljningssynergier när nya och befintliga partners får tillgång till ett bredare produktsortiment. Den förvärvade verksamheten är i dag inte lönsam.

Portföljen inom hudvård består av 13 produkter för utvecklade för kvinnor, sex produkter utvecklade för män och fem unisex-produkter med olika egenskaper och funktionalitet. Prisbilden varierar mellan 8,6 och 149,0 euro. Sammansatta paket bestående av olika kompletterande produkter erbjuds inom prisintervallet 171,1 euro och 669,3 euro.

Urval paketerbudanden

SELECTIONS

 <p>PREMIUM Premium Selection for Her Bundle</p> <p>669.38 € or 400 VIP Points</p> <p>Add to cart</p>	 <p>BASIC Basic Selection for Her Bundle</p> <p>319.81 € or 200 VIP Points</p> <p>Add to cart</p>	 <p>BASIC Basic Selection for Him Bundle</p> <p>296.01 € or 200 VIP Points</p> <p>Add to cart</p>	 <p>SMALL Small Selection for Her Bundle</p> <p>185.94 € or 110 VIP Points</p> <p>Add to cart</p>
--	--	--	--

Källa: Bolagsinformation

Produktsegment: Faun och Zinzino Coffee

Faun Pharma ökar bolagets kontroll över värdekedjan

Det norska dotterbolaget Faun Pharma A/S grundades 2001 och driver koncernens produktionsverksamhet med fokus på kosttillskott. Dotterbolaget förvärvades 2014 med syftet att säkerställa delar av produktion för den egen försäljning under Zinzino Health. Produktion i egen regi innebär att bolaget får större kontroll vilket också skapar förutsättningar för bolaget att sätta upp effektiva processer.

Faun, detaljbild

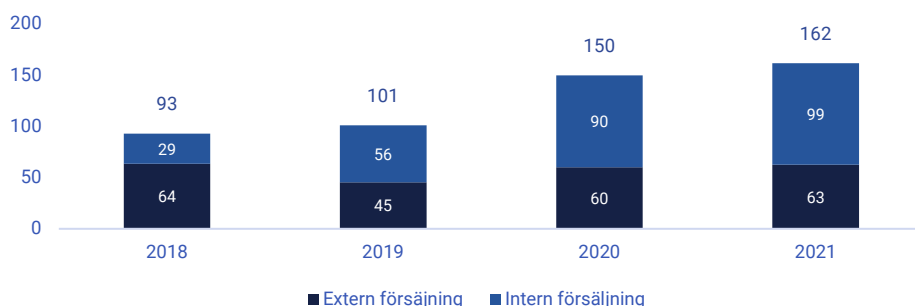


Källa: Bolagsinformation

Extern och intern försäljning med bättre lönsamhet

Faun agerar även kontraktstillverkare för externa kunder. Välkända varumärken som Gymgrossisten och Life finns bland Fauns externa kunder. Under 2021 den externa försäljningen till cirka 63 miljoner kronor, motsvarande en tillväxt på 4,5 procent.

Totala intäkter (MSEK), extern + intern försäljning



I koncernredovisningen elimineras den interna försäljningen. Källa: Bolagsinformation

Den interna försäljningen uppgick under 2021 till 99 miljoner kronor, motsvarande 8,3 procent av intäkterna under Zinzino Health. Då produktutveckling (som är en del av tillväxtstrategin) sker i egen regi kan det spekuleras i att den interna försäljningen kommer fortsätta öka över tid, vilket skulle vara en styrka. I dag går Faun på 1 till 2-skift beroende på efterfrågan. Mot bakgrund av detta kan bolaget dubbla produktionen (genom att gå upp på 3-skift) utan att behöva ta några större investeringar.

Faun redovisade ett EBITDA-resultatet om drygt 16 miljoner kronor (före elimineringar), motsvarande en marginal på 10,1 procent, en förbättring med 0,9 procentenheter jämfört med 2020. Lönsamhetsförbättringen är resultatet av effektiviseringsåtgärden som möjliggjorde för Faun att öka intäkterna och därmed åtnjuta skalbarhet i affären. EBITDA-resultatet växte med 18,7 procent jämfört med interna och externa intäkter som växte med 8,0 procent, vilket påvisar skalbarhet.

Zinzino Coffee

Det ursprungliga produktområdet, Zinzino Coffee, som även kallas för Beverages innefattar espresso-maskiner, kaffe, teer samt tillbehör. Det intressanta med detta affärsområde är möjligheten att sälja abonnemang för sex olika kaffesmark. Det är också på kaffesmakerna som marginalerna sannolikt finns. Även utbudet under Zinzino Coffee säljs via direktförsäljning.

Produktutbud under Zinzino Coffee

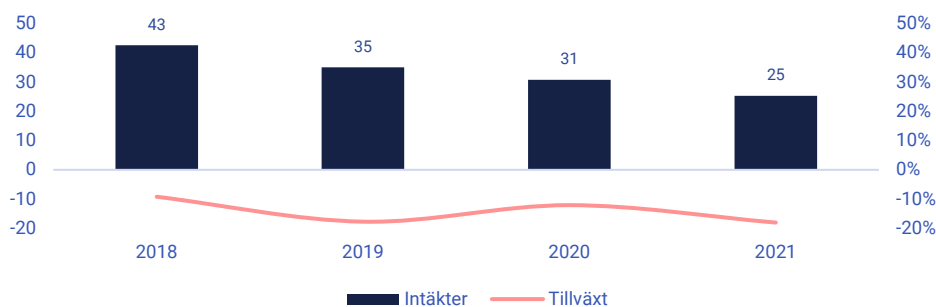


KAFFEMASKINER		KAFFESMAKER	TILLBEHÖR
EK'Oh	>	Italian Espresso	Barista Kit
Latte Duo		Colombian Espresso	Descaling Kit
		Brazilian Espresso	Descaling Kit EK'Oh
KOPPAR & GLAS		French Espresso	Cappuccino blender
Black & White Cups		Fairtrade Espresso	Latte blender
Zinzino Cups	>	Deca	BWT Water Filter
Espresso Cups			Americano Pod x2
Small Paper Cups			
Large Paper Cups			

Källa: Bolagsinformation

Aktiviteten för produktområdet är tydligt avtagande. Det med anledning av att bolaget har fullt fokus på Zinzino Heath och Faun. Detta framgår också av den finansiella utvecklingen för Zinzino Coffee som under de senaste fyra åren haft en negativ utveckling. Givet rådande strategi bedömer vi att Zinzino Coffees inräktningsbidrag till gruppen kommer att minska.

Intäkter (MSEK) och tillväxt (%)



Källa: Bolagsinformation

D2C och direktförsäljning

Skippar återförsäljare i den klassiska formen

Zinzino är ett D2C-bolag. Med D2C (Direct to Customer eller direkthandel) menas att bolaget säljer direkt till slutkund utan mellanhänder. Det medför alltså att återförsäljare, så som exempelvis apotek eller hälsokostbutiker, exkluderas. Därmed finns också förutsättningar för bolaget själva kontrollera försäljningen men också får en bättre kundkänedom. Möjligheter finns också för att bolaget kan behålla en större del av kakan.

E-handel innefattas i begreppet D2C eller direkthandel men inte direktförsäljning då detta innefattar att en säljare träffar kund i exempelvis kundens hem över så kallade Home Parites eller online.

Antalet D2C-företag har växt kraftigt, mycket tack vara e-handelns frammarsch som reducerar varumärkens behov av den fysiska handeln och återförsäljare. Ett exempel på ett D2C-företag är svenska e-handlaren RevolutionRace som växt snabbt till bra lönsamhet, bland annat då återförsäljaren kan uteslutas. Även Zinzinos kan ses som en e-handlare i den bemärkelsen att alla beställningar görs online via bolagets webbutik. Dock skiljer sig marknadsföring/sälj åt då Zinzino använder sig av direktförsäljning med fristående säljare.

Fristående säljare arbetar mer digitalt

Direktförsäljning (ej förväxlas med tidigare nämnda direkthandel) som handelsform innebär att varumärkets produkter marknadsförs och säljs till slutkund med hjälp av fristående säljare (partners). Med fristående menas att dessa inte är formellt anställda av bolaget. Dock skall noteras att Zinzino bistår sina partners med vissa administrativa uppgifter, så som rapportering till Skatteverket eller motsvarande.

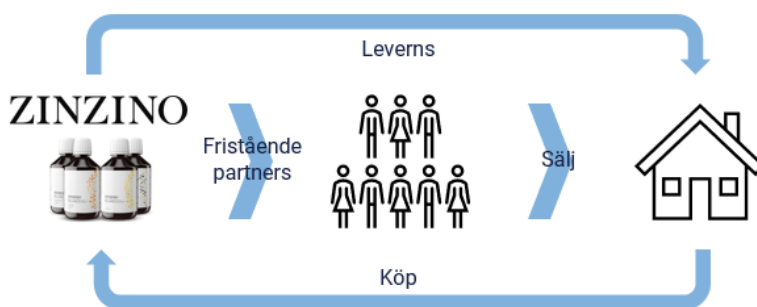
Exempel på välkända direktförsäljningsbolag med utbud inom olika produktkategorier är Oriflame, Tupperware och Vorwerk.

Då bolagets partners inte är anställda kan bolaget heller inte styra över partners arbetstid, semester etcetera. I stället för att driva en intern säljorganisation i mer traditionell anda är Zinzinos försäljningsframgångar kopplat till förmågan att knyta sig an rätt partners, erbjuda dessa ett attraktivt produktutbud, goda incitament och bra säljverktyg i form av exempelvis marknadsföringsmaterial liksom coaching och övrig stöttning.

Partners – bolagets representanter

Zinzinos partners agerar som bolagets representanter och har all kundkontakt under införsäljningsprocessen. Partners köper dock aldrig själva på sig lager (som sedan skall säljas vidare). I stället hänvisar partners kunder till bolagets webbshop där själva köpet genomförs. Försäljningen härleds till den specifika partnern genom att kunden registrerar sin partnerkontakt i webbutiken. Notera att alla kunder, oavsett hur denne kom i kontakt med bolagets produkter, måste specificera en partner vid registrering.

Direktförsäljningsmodell, Zinzino



Källa: Carlsquare

Försäljning via (digitala) event

Stora delar av bolagets partners säljer till vänner, bekanta och familj. Många partners anordnar också större försäljningsevenemang. Traditionellt har dessa evenemang genomförts i fysisk form på konferenslokaler, caféer samt i hemmen och därmed medfört personliga möten. Restriktioner i kölvattnet av pandemin har således haft en negativ inverkan på bolagets förmåga att växa då möjligheter att genomföra dessa mer traditionella försäljningsevenemang varit begränsade. Dock har bolagets lyckats växa i en imponerande takt under både 2020 och 2021 med cirka 48 procent respektive cirka 20 procent.

Zinzino har lyckats väl på grund av en framgångsrikt flytt av de personliga mötena till den digitala världen i form av exempelvis Zoom-evenemang. Allteftersom restriktioner nu lättas kommer de personliga mötena återkomma via traditionella säljevenemangen. Dessa evenemang kommer dock med hög sannolikt bli mer av en hybridlösning där säljevenemangen med fysiskt deltagande också streamas live. Detta möjliggör för ett ökat antal deltagare vid säljevenemang och är därför en möjlighet.

Ersättning till partners i kostnad sålda varor

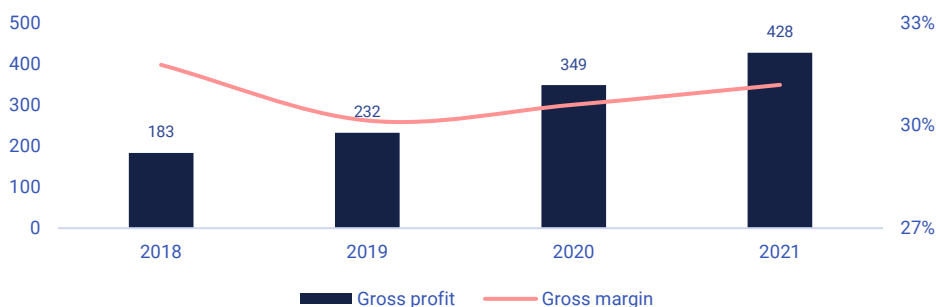
Zinzinos partners erhåller alltså en rörlig ersättning. Denna ersättning är i huvudsak baserad på försäljningsintäkter som kan härledas till den specifika partnern i fråga.

Direktförsäljning är en form eller metod för försäljning. Multi Level Marketing är en organisationsform för direktförsäljning.

Vidare kan partners som arbetar med bolaget rekrytera nya partners. Den rekryterande säljaren ansvarar för att lära upp den nyrekryterade säljaren. För mödan erhåller den rekryterande säljaren en andel av de intäkter som den rekryterade säljaren genererar. Denna form av organisation kallas för Multi Level Marketing (MLM) och ger således drivna partners möjlighet att utöka sin egen fristående verksamhet. Vart i MLM-strukturen en partner befinner sig beror således inte på hur länge denne varit partner, utan på hur många nya partners denne rekryterat. Den försäljningsbaserade provisionen som partners erhåller uppgår i genomsnitt till cirka 50 procent. Dock varierar ersättningen i viss grad mellan olika marknader och, som tidigare nämnts, partners vilja/förmåga att rekrytera i MLM-organisationen etcetera.

Partners ersättning tillfaller kostnadsposten "Handelsvaror och övriga direkta kostnader" i resultaträkningen. Denna kostnadspost innefattar även kostnaden för de sålda varorna. Under 2021 landade bolagets bruttomarginal på 31,2 procent, över genomsnittet 2018-2021 på 30,9 procent.

Bruttoresultat (MSEK) och bruttomarginal (%)



Källa: Bolagsinformation

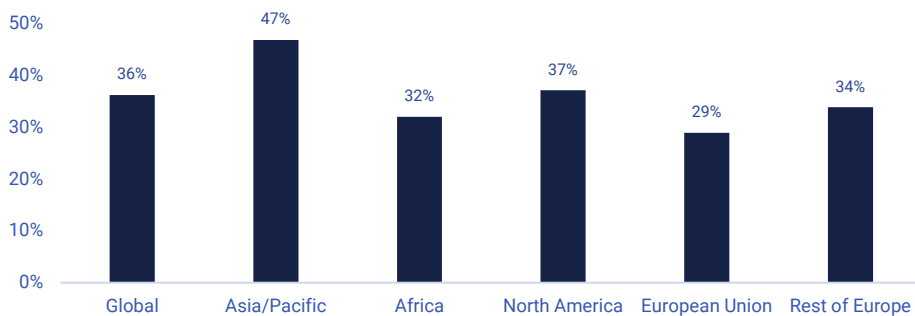
Hälsoprodukter lämpar sig för direktförsäljning

Hälsovårdsprodukter lämpar sig i vår mening väl för direktförsäljning. Det då kunderna typiskt sett är engagerade i val av produkt då det finns mycket information

att ta del av. Utbildnings-/informationsevent kan med andra ord addera värde för slutkonsument och är också ett bra tillfälle för sälj.

För direktförsäljning är hälsovårdsprodukter, då inkluderat kosttillskott, den största varukategorin i termer av försäljningsvärde på global basis. Nedan visas värdet av produkter sålda inom varukategorin hälsovård som andel av det totala försäljningsvärdet från direktförsäljning för de marknader där bolaget är aktiv. Som

Hälsovård som andel av totalt försäljningsvärde via direktförsäljning



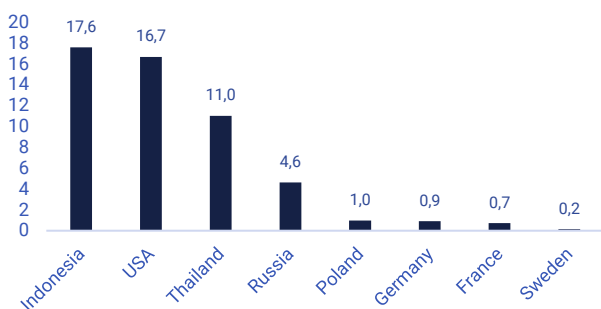
Data från 2020. Källa: WFDSA

Direktförsäljning större utanför Sverige

Globalt sett räknat i USD omsätter direktförsäljning som mest i USA där värdet (enligt WFDSA) på sålda varor och tjänster från direktförsäljning uppgick till cirka 40,1 miljarder USD år 2020. USA är också det land som ligger i topp vad gäller antalet personer som jobbar med direktförsäljning. Under 2020 var siffran cirka 16,7 miljoner personer, motsvarande 7,8 procent av den arbetsföra befolkningen.

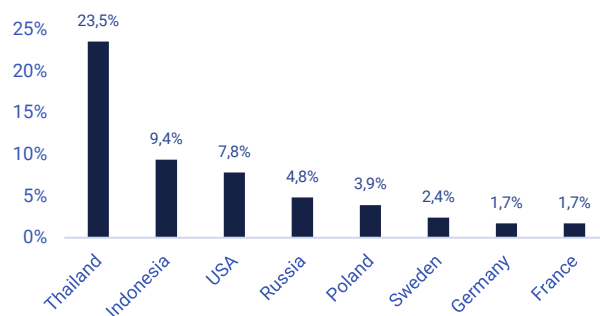
I Europa är direktförsäljning som störst i Tyskland med ett värde på cirka 18 miljarder USD. Landet har cirka 0,9 miljoner personer som jobbar med direktförsäljning. Detta kan ställas i relation till Sverige där värdet på direktförsäljning uppgick till cirka 0,2 miljarder USD. Antalet personer som jobbar med direktförsäljning är cirka 150 000. Med andra ord är Sverige i vanlig ordning bara en relativt liten marknad. Läs mer om direktförsäljning och marknad under marknadsavsnittet.

Antal direktförsäljare (miljoner)



Data från 2020. Källa: WFDSA, Världsbanken och Carlsquare

Andel av arbetsföra popul. inom direktförs. (%)



Data från 2020. Källa: WFDSA, Världsbanken och Carlsquare

För- och nackdelar med direktförsäljning

I vanlig ordning finns det både för- och nackdelar med direktförsäljning. Den kanske främsta fördelen, från bolagets perspektiv, är enligt vår bedömning möjligheten till snabb expansion till nya marknader utan större investeringar (risk) i stora säljningsorganisationer, lokaler, marknadsföringskampanjer etcetera. Detta bjuder i sin tur på att:

- Säljarna är fristående och binder således inga fasta kostnader (utöver administration via det lokala direktförsäljningsbolaget). Rekrytering av nya partners går förhållandevis smidigt då dessa tenderar att finnas i befintliga partners nätverk. Multi Level Marketing-strukturen underlättar också en snabb expansion. (Läs mer om Multi Level Marketing-struktur längre ned).
- En andra faktor som underlättar snabb expansion, vilken bolaget kan dra nytta av, är det faktum att partnern inte själva behöver ta några investeringar för att sälja bolagets produkter. Att bli partner är således relativt enkelt från den fristående säljarens perspektiv.

Den uppenbara nackdelen med direktförsäljning är att bolaget inte kan styra sin säljkår i samma utsträckning som en intern säljorganisation kan styras. Det verktyg som bolaget har är i stället finansiella incitament och vägledning. Ytterligare baksida som vi ser är att:

- Det finns en risk för inbyggda motsättningar till affärsutveckling – alltså att en konflikt med partners kan uppstå om bolaget skulle önska nyttja andra marknadsförings- och säljverktyg som kringgår partnernätverket. Det kan exempelvis röra sig digital marknadsföring för att direkt approacha nya potentiella kunder. Samtidigt skall understrykas att bolaget inte har några planer på att driva köpare till sin webbutik genom någon konkurrerande metod än direktförsäljning.
- Kryphål i ersättningsmodellen som partners kan utnyttja som inte är i linje med bolagets intresse. Exempelvis är ersättning för intäkter från en nyregistrerad kund mer värd än ersättning för samma intäkter från en befintlig kund. Det gör att partners tenderar att omregistrera befintliga kunder. Detta leder i sin tur till svårigheter med att följa kundbeteenden.

Marknader, konkurrens och referensgrupp

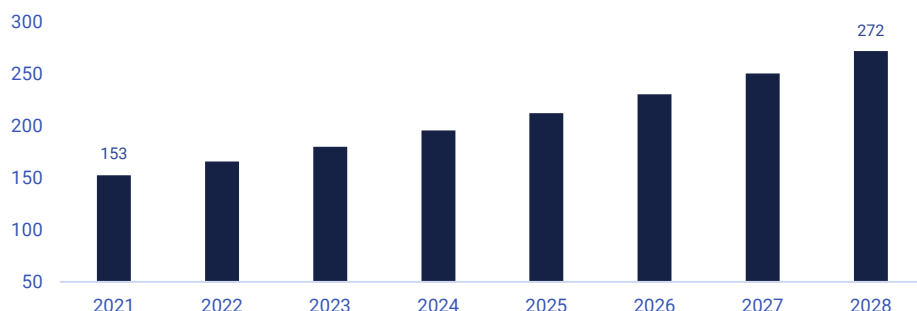
Asien och Stillahavsområdet uppskattas vara den största marknaden för kosttillskott med ett antaget värde runt 65 miljarder USD år 2021. Den genomsnittliga tillväxttakten per år förväntas ligga på 6,5 procent fram till 2026. Asien och Stillahavsområdet är också den största marknaden vad gäller direktförsäljning. Med expansionsinitiativen som tagits mot denna marknad under senaste åren finns därmed goda förutsättningar för denna marknad att fortsätta vara en stark drivare av bolagets tillväxt. Konkurrensen på den globala marknaden är dock hård med stora aktörer som Orkla Care och Herbalife i marknadsledande positioner.

En stor marknad med utrymme för tillväxt

Den globala marknaden är Zinzinos spelplan. Som tidigare nämnts har bolaget direktförsäljning på cirka 40 delmarknader/länder. Via hemsidan nås ytterligare 65 marknader.

Marknaden för kosttillskott kan delas i sin tur upp i ett antal olika vertikaler baserat på typ, så som vitaminer, mineraler, enzymer, fettsyror (Omega 3 etcetera), proteiner med mera. I en rapport från analysfirman Research and Markets publicerad 2021 värderades den globala marknaden för alla typer av kosttillskott till 152,9 miljarder USD år 2021. Den genomsnittliga tillväxttakten per år fram till 2028 uppskattas kunna bli 8,6 procent.

Marknadsvärde kosttillskott (Mrd EUR), Europa



Källa: Research and Markets

I vanlig ordning är det dock en viss skillnad mellan olika analyshus och dess marknadsuppskattningar. Exempelvis presenterar PwC i rapporten "Vitamins & Dietary Supplements Market trends – Overview" från 2018 ett uppskattat globalt marknadsvärde för kosttillskott på cirka 113 miljarder euro (cirka 125 miljarder USD, EUR/USD = 1,1) år 2023, vilket kan jämföras med Research and Markets uppskattning på cirka 180 miljarder USD. PwC förväntar sig också en lägre årlig tillväxttakt under åren 2019-2023 på 4,4 procent.

Dock, oberoende källa kan slutsatsen dras att Zinzinos marknad är stor och bedöms växa under de kommande åren i en relativt hög takt.

Marknadsdrivare

Vi bedömer att det är flertalet faktorer som driver efterfrågan och tillväxt. Nedan specificeras de mer framstående:

- Ökad kännedom om hälsoproblem vid obalans för specifika näringsämnen
- Ökad kunskap om kosttillskott och dess hälsopåståenden.
- Ökad forskning och belägg för kosttillskott inom området för förebyggande hälsa.

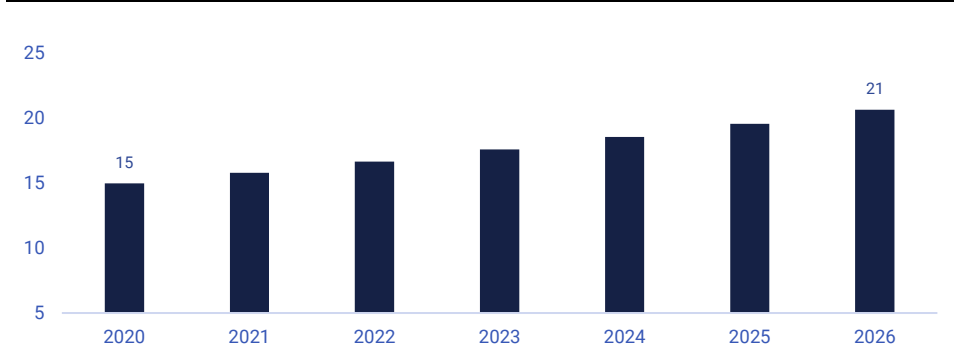
- Hälsa- och välmåendetrender.
- En växande medelklass, åldrande befolkning och effektiv marknadsföring.
- Nya produkter och ökat fokus på kvalitetsråvaror men också hållbarhet som driver på priserna
- Covid-19 är också en faktor som ökat efterfrågan på kosttillskott som exempelvis stärker immunförsvaret. Dock skall noteras att nu när pandemin (förhoppningsvis) avtar, finns det givetvis en risk att efterfrågan kommer minska under innevarande år.

Europa

I dag är Europa Zinzinos viktigaste marknad i termer av intäktsbidrag (cirka 85 procent eller 1 166 miljoner kronor, exkluderat Faun, under 2021).

I en rapport från 2021 uppskattar Research and Markets att marknaden för kosttillskott i Europa var värd 15 miljarder USD år 2020 och att marknaden kommer växa med 5,5 procent fram till 2026. Det innebär i sin tur att Europas andel av den globala marknaden utgör (endast) cirka tio procent.

Marknadsvärde kosttillskott (Mrd EUR), Europa

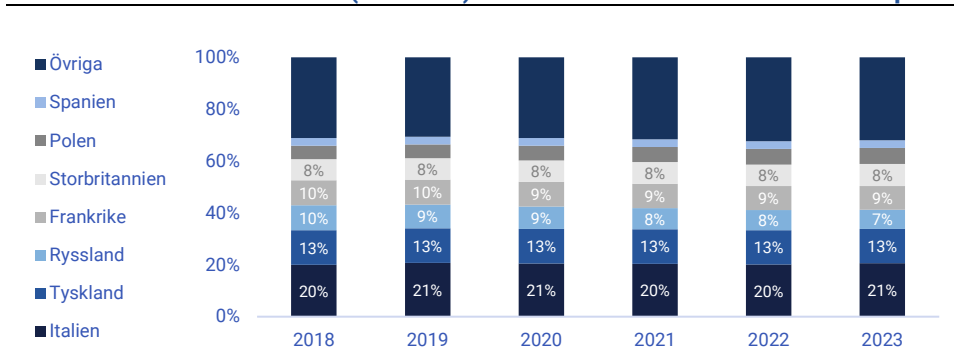


Källa: Research and Markets

Italien och Tyskland, de största marknaderna i Europa

Totalt har bolaget direktförsäljningsverksamhet i 17 europeiska länder, då inkluderat de fem folktäta länderna (Tyskland, Frankrike, Storbritannien, Italien och Spanien). Nedan visas de sju största marknaderna för kosttillskott enligt PwC:s rapport. Dessa marknader anta utgöra cirka 68 procent av den totala europeiska marknaden vid utgången av 2023.

Marknadsvärde kosttillskott (Mrd EUR) för framträdande marknader i Europa



Källa: PwC och Carlsquare

Zinzino är aktiv i Italien sedan 2018. PwC listar också Italien som den största delmarknaden i Europa, delvis på grund av den relativt stora populationen och delvis på grund av en hög penetrationsgrad för kosttillskott om 65 procent av

populationen. Enligt PwC:s rapport väntas Italien utgör cirka 21 procent av den europeiska marknaden 2023

Tyskland är den andra största marknaden i Europa som enligt PwC väntas utgöra cirka 13 procent av den europeiska marknaden 2023. Tyskland är också en marknad som bolaget är aktiv på sedan 2016, vilket också drivit på den historiska tillväxten.

Polen förväntas var en av de snabbast växande marknaderna i Europa men en genomsnittlig tillväxttakt per år 2019-2023 på 8,1 procent. Bolaget har varit aktivt i Polen sedan 2014.

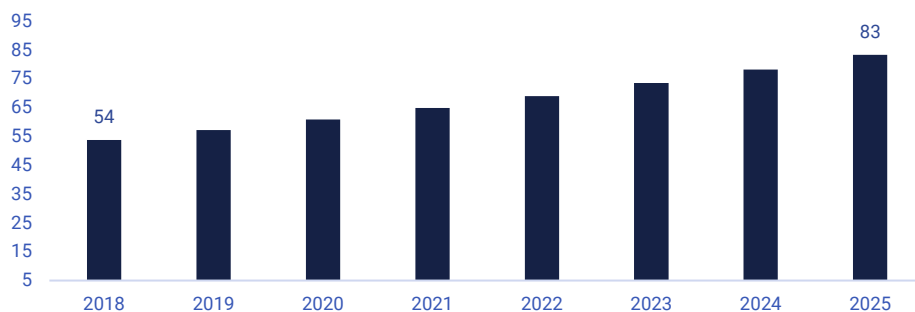
Asien och Nordamerika

Asien och Stillaavsregionen (APAC)

Zinzino har varit aktiva i Asien och Stillaavsregionen (APAC) sedan 2019. Under 2021 uppgick regionens intäktsbidrag till cirka sju procent (90 miljoner kronor) och tillväxten till hela 162 procent, om än från relativt låga nivåer.

I en rapport från Grand View Research från 2019 uppskattas marknadsvärdet för kosttillskott i Asien och Stillaavsregionen till hela 107,5 miljarder USD. Den genomsnittliga tillväxttakten per år antas till 6,5 procent. Dock inkluderar Grand View Researchs värden även mervärdesmat (Functional food - livsmedel med dokumenterad hälsoeffekt). Uppskattningsvis utgör mervärdesmat cirka 50 procent av marknadsvärdet. Efter denna justering kan marknaden i Asien och Stillaavsregionen uppskattas till 83 miljarder USD år 2025. Med andra ord är denna marknad cirka 4x större än den i Europa.

Marknadsvärde kosttillskott (Mrd EUR), APAC



Källa: Research and Markets och Carlsquare

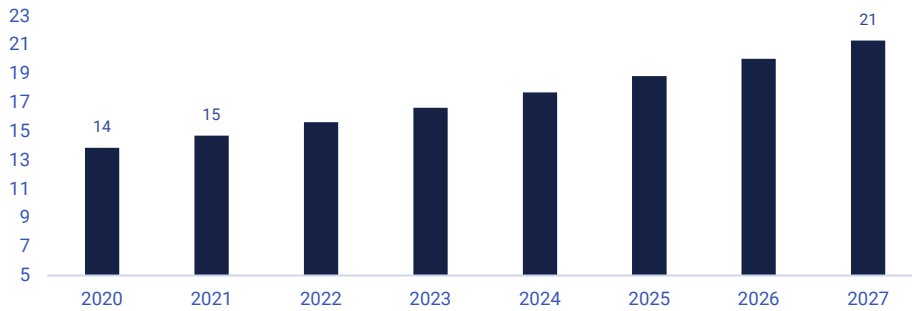
Nordamerika

Som nämnts har Zinzino varit aktiva på den nordamerikanska marknaden sedan 2013. Under 2021 bidrog Nordamerika med cirka fyra procent (51 miljoner kronor) av gruppens totala intäkter. Den nordamerikanska marknaden är i vanlig ordning stor.

I en rapport från tidig 2022 uppskattar Research and Markets att marknaden för kosttillskott i USA var värd cirka 13,9 miljarder USD år 2020 och uppskattas öka med 6,1 procent under 2021 till 14,7 miljarder USD. I samma rapport framgår att marknaden i USA förväntas växa i genomsnitt per år med 6,4 procent fram till 2027, alltså något snabbare än i Europa. Se graf på nästföljande sida.

USA är den största marknaden som enligt PwC:s rapport förväntas utgöra hela 95,5 procent av den nordamerikanska marknaden 2023.

Marknadsvärde kosttillskott (Mrd EUR), USA



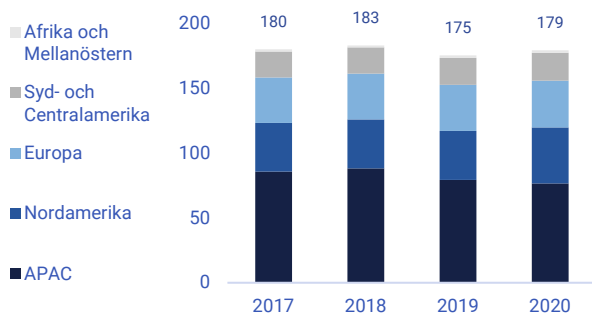
Källa: Research and Markets

Åter är dock diskrepansen mellan olika analyshus stor och kan sannolikt förklaras av vilka typer av produkter inom det breda begreppet kosttillskott som inkluderas. Enligt PwC:s rapport så uppgick värdet till 26,0 miljarder euro 2018, motsvarande en andel om 28,5 procent. År 2023 väntas den nordamerikanska marknaden växa till 30,9 miljarder EUR (cirka 34 miljarder USD, EUR/USD = 1,1), motsvarande en andel om 27,4 procent av PwC:s uppskattning av globala marknaden samma år.

Direktförsäljning störst i Asien och Stillahavsområdet

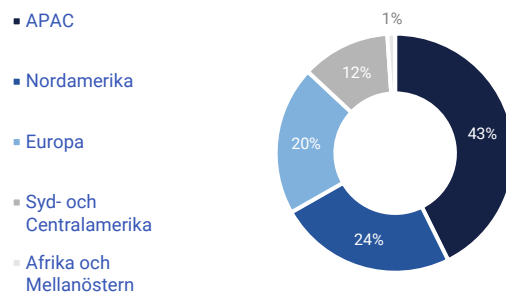
Bolaget använder som bekant distributionsformen direktförsäljning. Således är det relevant för caset att se hur denna distributionsform utvecklas. Enligt World Federation of Direct Selling Associations (WFDSA) uppgick det totala värdet av varor och tjänster sålda via direktförsäljning till 179,3 miljarder USD under 2020. Som framgår i graf nedan är utvecklingen varit nära oförändrad sedan 2017.

Globalt värde, direktförsäljning på (Mrd USD)



Siffror är exkluderat moms. Källa: WFDSA

Fördelning globalt värde direktförsäljning



Källa: WFDSA

Asien och Stillahavsområdet är den största geografiska marknaden för direktförsäljning. Under 2020 uppgick värdet av sålda varor och tjänster från direktförsäljning på denna geografiska marknad till 76,5 miljarder USD, motsvarande cirka 43 procent av den globala marknaden.

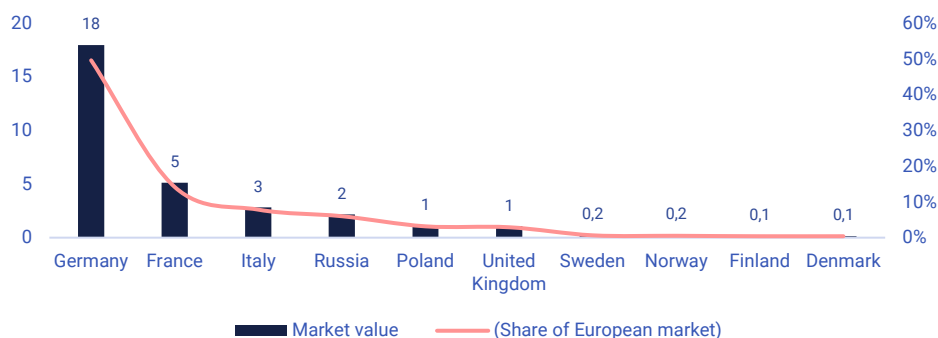
Mot bakgrund av att Asien och Stillahavsområdet bedöms vara den största marknaden för direktförsäljning liksom för kosttillskott finns det gott om utrymme för bolaget att fortsätta växa på denna marknad.

Tyskland, Europas kanske mest attraktiva marknad

I Europa är Tyskland den absolut största marknaden i termer av intäkter från direktförsäljning med ett värde på cirka 18 miljarder USD år 2020. Det motsvarar en andel på hela 49,6 procent av den europeiska marknaden. Antalet fristående direktförsäljare i Tyskland är enligt WFDSA cirka 0,9 miljoner stycken.

Inkluderat i graf nedan är de sex största marknaderna i Europa för direktförsäljning som helhet (från vänster till höger, Tyskland till Storbritannien). Inkluderat i grafen är också de nordiska länderna (exkl. Island). Sverige hamnar på en 16:e plats i Europa, Norge på en 20:e plats, Finland på en 22:a plats och Danmark på en 25:e plats.

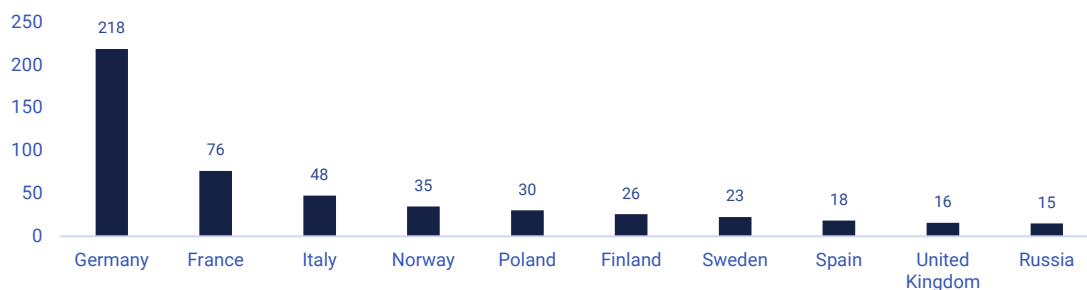
Värde direktförsäljning i Europa (Mrd USD) och andel av marknaden i Europa (%)



Siffror är exkluderat moms. Källa: WFDSA och Världsbanken

Rankas länderna efter intäkter från direktförsäljning per invånare justeras ordningen. Med andra ord är inte ett stort land med många invånare per se en värdefull marknad. Exempelvis stängs den stora skillnaden mellan Polen och Sverige och Finland. Dock, även i termer av intäkter via direktförsäljning per invånare hamnar Tyskland i topp för Europa.

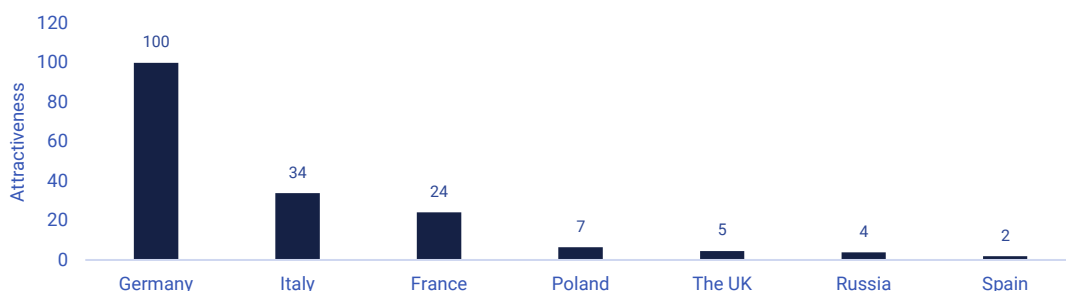
Direktförsäljning per invånare (USD)



Siffror är exkluderat moms. Källa: WFDSA och Världsbanken

Genom att väga samman den uppskattade marknadsvärdet för kosttillskott med värdet från direktförsäljning per invånare kan länder rankas efter "passform" till den verksamhet som Zinzino bedriver. Se graf ovan. Inte helt oväntat givet diskussion ovan kan slutsatsen dras även av denna analys att den tyska marknaden är klart Europas mest attraktiva för Zinzino. Det följt av Italien och Frankrike.

Ranking av marknadens attraktivitet

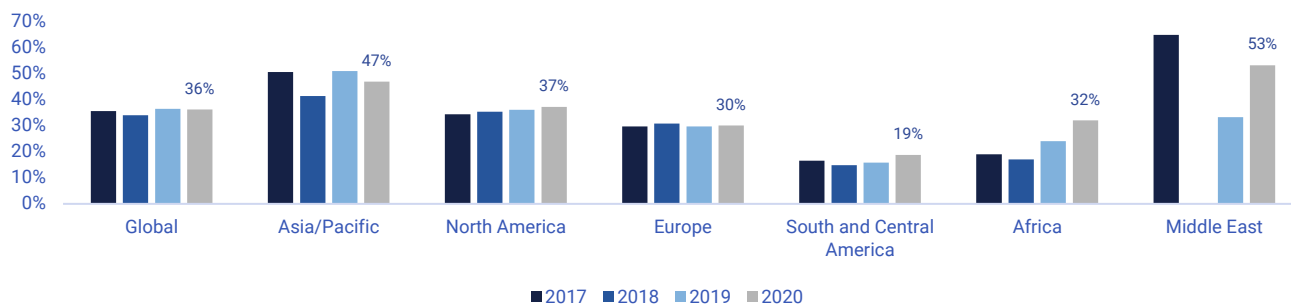


Siffror är exkluderat moms. Källa: WFDSA och Världsbanken

Populära produkter för direktförsäljning

Globalt är den "Wellness", som inkluderar bland annat kosttillskott, den största varukategorin inom direktförsäljning och motsvarade 36,2 procent under 2020 enligt WFDSA. I Asien och Nordamerika var andelen från Wellness högre, 46,8 procent respektive 37,1 procent. I Europa var dock siffran något lägre på 30,0 procent.

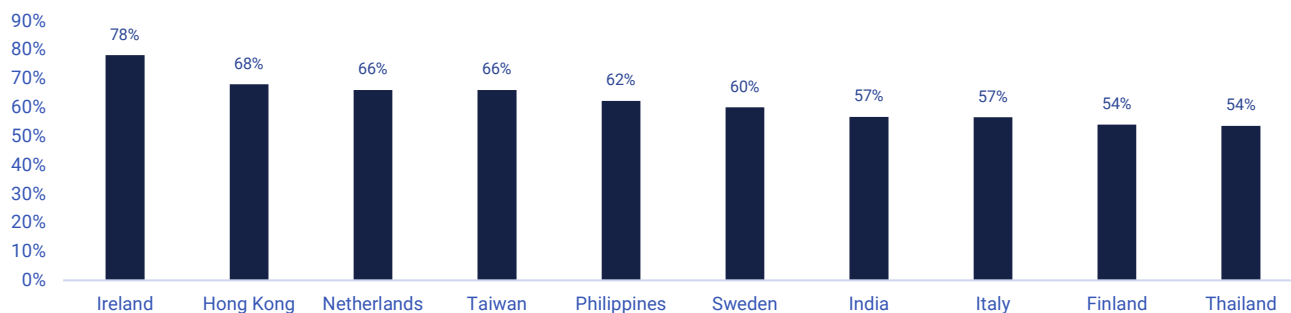
Produktkategori Wellness som andel av total värde direktförsäljning, geografiska områden



Källa: WFDSA

Nedan visas en graf med länder där produktkategori Wellness utgör en stor andel av värdet på direktförsäljning. Här placerar sig Irland högt. Zinzino är aktiv på den irländska marknaden sedan i början av februari 2022. Filipinerna saknas också i listan av marknader där Zinzino inte är aktiva i dag.

Produktkategori Wellness som andel av total värde direktförsäljning, utvalda länder



Källa: WFDSA

Mycket mer att göra bara på befintliga marknader

I dag sårredovisar Zinzino sina intäkter från ett antal geografiska områden (befintliga marknader) som innefattar 40 delmarknader/länder (inkluderat Färöarna):

- Fyra (fem om inkluderat Färöarna) marknader i det geografiska området Norden
- 20 marknader i det geografiska området Övriga Europa (redovisas som Central-, Öst-, Syd och Västeuropa samt Baltikum)
- Två marknader i det geografiska området Nordamerika
- Sju marknader i det geografiska området Asien och Stillahavsområdet
- En marknad i det geografiska området Afrika.

På nästa sida visas en grov uppskattning av potentialen på de befintliga marknaderna i termer av möjliga intäkter. Värdena under 2020 för respektive befintlig marknad motsvarar intäkter från direktförsäljning inom vertikalen "Wellness" baserat på data från WFDSA. Vi har sedan applicerat en årlig tillväxttakt för åren

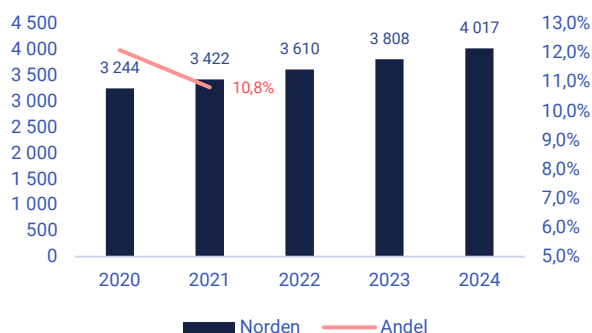
Wellness innefattar flertalet vertikaler, så som exempelvis Functional food och kosttillskott, då inkluderat vitaminer och mineraler liksom fiskolja.

2021-2024, vilka är grundade i Research and Markets förväntade tillväxttakt 2021-2026 för kosttillskott för respektive område.

Genom att dividera bolagets intäkter från respektive befintlig marknad under 2020 och 2021 med det totala värdet för samma befintliga marknad kan en marknadsandel grovt uppskattas.

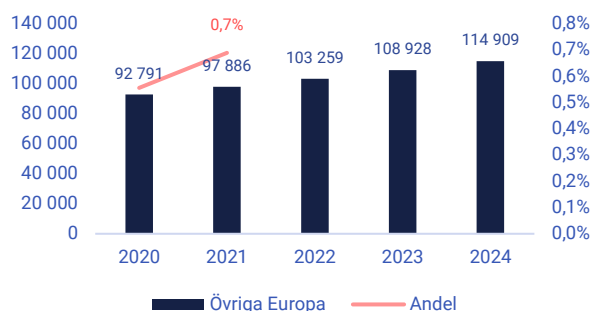
Genom denna metod kan det grovt uppskattas att Zinzino hade en marknadsandel om 10,8 procent på den befintliga marknaden Norden under 2021. Se graf nedan till vänster. I den högra grafen nedan visas att vi grovt uppskattar Zinzinos marknadsandel om 0,7 procent på den befintliga marknaden Övriga Europa.

Befintlig marknadspotential Norden (MSEK) och befintliga marknadsandel (%)



Källa: Bolagsinformation, WFDSA, Research and Markets och Carlsquare

Befintlig marknadspotential Övriga Europa (MSEK) och befintliga marknadsandel (%)



Källa: Bolagsinformation, WFDSA, Research and Markets och Carlsquare

I den vänstra grafen nedan visas att vi grovt uppskattar Zinzinos marknadsandel om 0,03 procent och 0,5 procent på de befintliga marknaderna Asien och Stilla-havsområdet respektive Nordamerika. För den befintliga marknaden Afrika har vi grovt uppskattat den befintliga marknadsandelen till 0,05 procent.

Befintlig marknadspotential Nordamerika (MSEK) och befintliga marknadsandel (%)



Källa: Bolagsinformation, WFDSA, Research and Markets och Carlsquare

Befintlig marknadspotential APAC (MSEK) och befintliga marknadsandel (%)



Källa: Bolagsinformation, WFDSA, Research and Markets och Carlsquare

I termer av marknadsandelar finns det med andra ord gott om utrymme för bolaget att växa de redan befintliga verksamheterna. Vi bedömer denna potential som störst i Övriga Europa samt i Asien och Stilla-havsområdet där bolaget under de senaste åren påvisat god förmåga att växa.

Utöver att växa de befintliga verksamheterna på de befintliga marknaderna avser bolaget att etablera sig i nya länder. Då nya länder adderas till en befintlig marknad ökar också marknadspotentialen. Väl värt att notera är att Zinzino ännu inte har direktförsäljning i Syd- och Centralamerika.

Sektorkollegor och företag i referensgruppen

Listade branschkollegor, hälsokost

Det finns en uppsjö av olika varumärken inom kosttillskott och konkurrensen är således tuff. Det är marginell skillnad i formuleringar och hälsopåståenden. Som tidigare nämnt är därför distributionskraft en egenskap som vi bedömer skapar konkurrensfördelar. Det är samtidigt svårt att hitta listade branschkollegor som bedriver exakt samma verksamhet som Zinzino. Närmast ligger Herbalife. I referensgruppen har vi således inkluderat bolag verksamma inom utveckling, produktion och försäljning av hälsokostprodukter.

Orkla Care

Norska Orkla Care A/S (Orkla, ORK) erbjuder via Orkla Care produkter inom hälsa och välbefinnande, inkluderat fiskolja liksom vitaminer och mineraler (exempelvis Active Care). Orkla har dock en större portfölj av varumärken inom mat och snacks (exempelvis Abba och OLW). Orkla säljer i huvudsak via detaljhandeln.

Under 2021 genererade Orkla Care intäkter på 18,8 miljarder NOK, motsvarande en tillväxt på 2,5 procent och cirka 38 procent av Orkla-koncernens totala intäkter. Orkla Care redovisade samma år ett justerat EBIT-resultat på 2,5 miljarder NOK motsvarande en marginal på 13,2 procent.

Herbalife

Amerikanska Herbalife Nutrition Ltd. (Herbalife, HLF) erbjuder hälsokostprodukter som protein-shakes, vitaminer och mineraler liksom fiskolja på den globala marknaden. Herbalife är likt Zinzino ett D2C-bolag som säljer via sin webbutik och via direktförsäljning (fristående parters).

Under 2021 genererade Herbalife intäkter på 5,8 miljarder USD. Samma år landade marginal efter kostnad sålda varor och utbetalningar till partnersäljare på 47,0 procent. Det är betydligt över Zinzino som under 2021 låg på 31,2 procent. Herbalifes rörelsemarginal 2021 landade på 12,7 procent, vilket kan jämföras med Zinzinos rörelsemarginal 2021 på 8,5 procent.

Jämfört med Zinzino har Herbalife en betydligt högre andel av sålda varor som är producerade i Herbalifes egna produktionsanläggningar (uppskattningsvis >50 procent, jämfört med Zinzino <10 procent). Detta tillsammans med storlek är rimligtvis en delförklaring till skillnader i marginaler.

USANA Health

Amerikanska USANA Health Sciences, Inc. (USANA Health, USNA) erbjuder en portfölj av hälsokostprodukter, så som fiskolja, proteinbars etcetera. Distributionsmodellen bygger likt Zinzino kring direktförsäljning på en global marknad. Således är USANA Health och Herbalife de bolag i referensgruppen som påminner mest om Zinzino.

Under 2021 redovisade USANA Health en nettoomsättning på 1,2 miljarder USD, motsvarande en tillväxt på 4,6 procent. Marginal efter kostnad sålda varor och utbetalningar till partnersäljare landade på 37,9 procent. Rörelsemarginalen kom in på hela 14,3 procent.

Midsona

Svenska Midsona AB (Midson, MSONB) utvecklar och säljer via detaljhandeln produkter inom hälsokost, då inkluderat vitaminer och mineraler liksom fiskolja. Likt Zinzino har även Midsona en mindre verksamhet inom kontraktstillverkning.

Under 2021 kunde Midsona redovisa en nettoomsättning på 3,8 miljarder kronor. Bruttomarginalen uppgick till cirka 26,9 procent och rörelsemarginalen till 4,3 procent

Karo Pharma

Svenska Karo Pharma AB (Karo Pharma, KARO) utvecklar och säljer via detaljhandeln en portfölj av produkter inom "vardagshälsa". I portföljen finns både receptbelagda produkter och icke receptbelagda produkter. Inom produktkategorin för kosttillskott erbjuder Karo Pharma i huvudsak vitaminer och mineraler.

Under 2021 kunde Karo Pharma redovisa en nettoomsättning på 3,0 miljarder kronor. Bruttomarginalen uppgick till cirka 57,6 procent och rörelsemarginalen på 7,0 procent

Nu Skin

Amerikanska Nu Skin Enterprises, Inc. (Nu Skin, NUS) är ett direktförsäljningsföretag som i huvudsak erbjuder produkter skönhet och hälsokost inkluderat vitaminer och mineraler liksom fiskolja på den globala marknaden.

Under 2021 kom cirka 39 procent från produktområdet "Wellness" som ökade med cirka 15,2 procent till cirka 1,1 miljarder USD. Marginal efter kostnad sålda varor och utbetalningar till partners uppgick år 2021 till 35 procent. Samma år kunde en rörelsemarginal på 10,0 procent.

Tupperware Brands Corporation

Amerikanska Tupperware Brands Corporation (Tupperware, TUP) är möjligtvis ett av de mer välkända varumärkena i referensgruppen. Tupperware är ett direktförsäljningsföretag som i huvudsak erbjuder serviser så som matlådor och koppar. Produktutbudet är således inte i samma kategori som det bolaget erbjuder.

Under 2021 ökade Tupperware sina intäkter med tre procent till 1,6 miljarder USD. Efter kostnad sålda varor uppgick bruttomarginalen till 66,7 procent. Marginal efter kostnad sålda varor och utbetalningar till partners är svårt att utläsa från räkenskaper. Redovisad rörelsemarginal var dock 12,4 procent.

Värdering, referensgrupp

Nedan visas värderingsmultiplar liksom förväntad CAGR, 2021-2024 och genomsnittlig rörelsemarginal under 2022-2024 för referensgruppen jämfört med vårt motiverade värde för Zinzino och nuvarande prissättning på marknaden.

Värdering, referensgrupp

	HQ	Mcap (SEKm)	CAGR, 2021-2024	μEBIT-marg., 2022-2024	EV/Sales		EV/EBITDA		EV/EBIT	
					NTM	2022	NTM	2022	NTM	2022
Midsona AB (publ)	SE	1 832	5%	6%	0,8x	0,8x	8,3x	8,3x	14,5x	14,5x
Orkla ASA	NO	88 802	5%	12%	1,8x	1,8x	11,2x	11,2x	15,2x	15,2x
Probi AB (publ)	SE	4 250	8%	20%	5,4x	5,4x	18,6x	18,6x	28,5x	28,5x
Aker BioMarine AS	NO	4 590	19%	9%	2,5x	2,5x	10,5x	10,5x	60,2x	60,2x
Herbalife Nutrition Ltd.	US	28 374	5%	13%	0,9x	0,9x	6,6x	6,6x	7,8x	7,8x
Nu Skin Enterprises, Inc.	US	23 365	4%	11%	1,0x	1,0x	6,8x	6,8x	8,8x	8,8x
USANA Health Sciences	US	14 688	-	14%	1,2x	1,2x	7,5x	7,5x	8,6x	8,6x
Tupperware Brands	US	8 356	3%	16%	0,9x	0,9x	5,3x	5,3x	6,4x	6,4x
Median		11 522	5%	12%	1,1x	1,1x	7,9x	7,9x	11,6x	11,6x
Average		21 782	7%	13%	1,8x	1,8x	9,4x	9,4x	18,7x	18,7x
ZZ B (curr.)	SE	1 478	12%	9%	0,8x	0,8x	8,6x	8,6x	10,0x	10,0x
ZZ B (CSQ)*	SE	1 478	12%	9%	1,2x	1,2x	12,6x	12,6x	14,5x	14,5x

*Carlsquare prognoser. Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare prognoser

Finansiell historik och Carlsquare prognoser

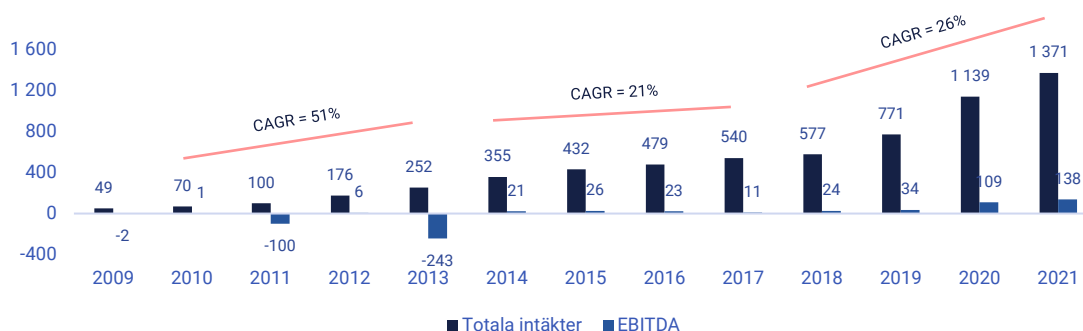
Zinzino har accelererat den genomsnittliga tillväxttakten under de senaste fyra åren genom internationell expansion. Parallellt har lönsamheten förbättrats, vilket påvisar styrka i bolagets affärsmodell. Vi räknar med att bolagets expansion till nya delmarknader/länder kommer fortsätta driva tillväxten. Över den prognostiserade perioden 2022-2031 räknar vi med en genomsnittlig tillväxttakt per år om 7,1 procent. Given en mindre förbättring i bruttomarginalen liksom skalbarhet i affären räknar vi med att EBITDA-marginalen kan öka från 10,0 procent år 2021 till 12,5 procent år 2031.

Finansiell historik

Tilltagande tillväxttakt och förbättrad lönsamhet

Zinzinos nettoomsättning motsvarar intäkter från sålda varor. Bolaget tar betalt för frakt. Dessa är en del av den faktiska rörelsen men landar under övriga intäkter. Mot bakgrund av detta fokuserar vi på totala intäkter. Nedan visas den historiska utvecklingen för totala intäkter sedan 2009. Tilltagande aktivitet för Zinzino Health i Europa, Asien och Stillahavsområdet samt Nordamerika har drivit på tillväxten under de senaste tre åren. Parallellt har lönsamheten förbättrats.

Totala intäkter, CAGR intäkter och EBITDA-resultat (MSEK)

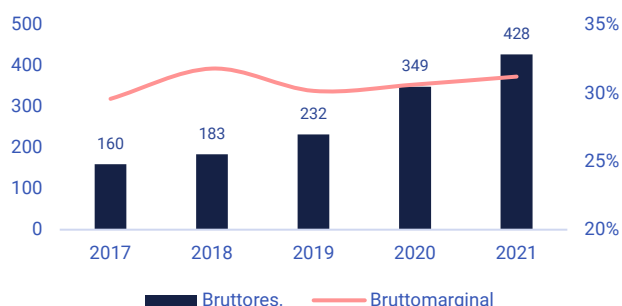


Källa: Bolagsinformation och Valu8.

Skalbarhet bakom förbättrad lönsamhet

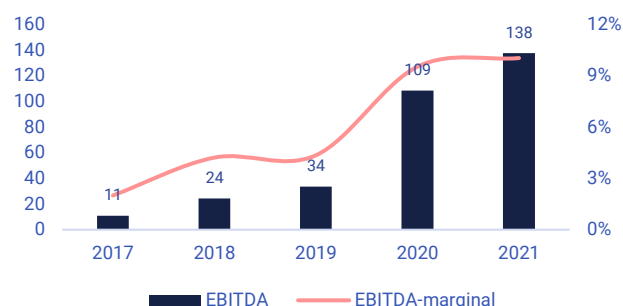
Lönsamheten har drivits på av skalbarhet i affärsmodellen liksom ökad bruttomarginal. Bruttomarginalen har ökat från 29,6 procent 2017 till 31,2 procent 2021. Bruttomarginalen påverkas av två faktorer, dels av de faktiska påslagen på sålda varor, dels av distributörsersättning. Vi bedömer att både dessa förbättrats (från bolagets perspektiv) över tid och därmed renderat i den förbättrade bruttomarginalen.

Bruttoresultat (MSEK) och marginal (%)



Källa: Bolagsinformation

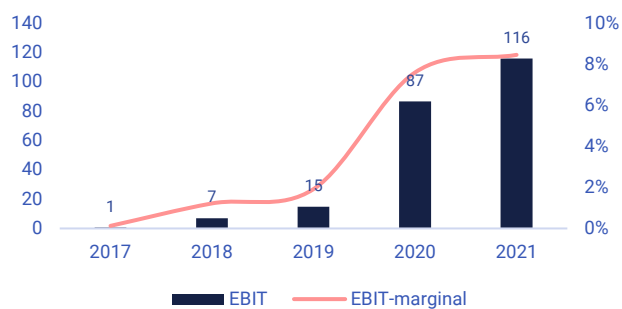
EBITDA (MSEK) och marginal (%)



Källa: Bolagsinformation

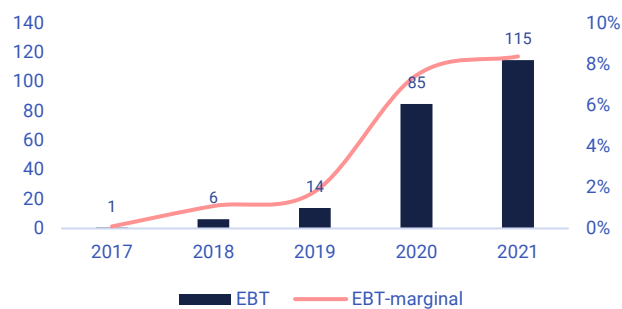
Den absolut starkast bidragande faktorn till den förbättrade lönsamheten bedöms dock vara skalbarhet i affären. Som tidigare nämnts har de totala intäkterna under åren 2018-2021 ökat i genomsnitt per år med 26,2 procent. Motsvarande siffra för summa rörelsekostnader, exkluderat kostnad sålda varor, är 18,1 procent. Detta påvisar också skalbarheten i Zinzinos verksamhet.

Rörelseresultat och marginal



Källa: Bolagsinformation

Vinst före skatt (MSEK) och marginal (%)



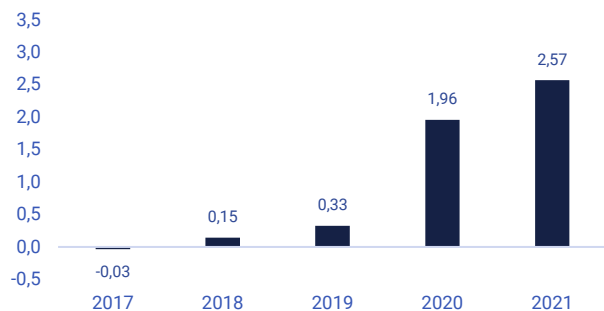
Källa: Bolagsinformation

Bättre lönsamhet har gett ökad utdelning

Sedan 2018 har drygt 94 procent av vinst efter skatt varit hänförligt till aktieägare i moderbolaget. Under 2021 uppgick vinst per aktie till 2,57 kronor, motsvarande en ökning med 31,1 procent.

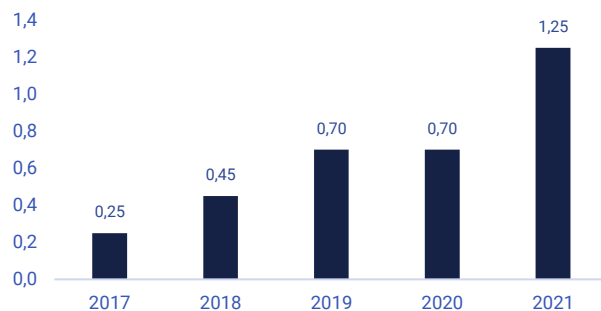
Utdelning per aktie har under åren 2018-2021 ökat med i genomsnitt 49,5 procent per år. Utdelning under 2021 baserat på 2020 års resultat var 1,25 kronor (1,0 kronor ordinarie och 0,25 kronor extra). Förslagen utdelning under 2022 baserat på 2021 års resultat är 2,0 kronor.

Vinst per aktie (kronor)



Källa: Bolagsinformation

Utdelning per aktie (kronor)



Källa: Bolagsinformation

Säsongsmönster

Givet den starka tillväxten är det svårt att utläsa säsongsmönster från bolagets historiska siffror. En stor andel av bolagets intäkter är på abonnemang. I ett teoretiskt scenario helt utan avslutade abonnemang kan det antas att det är nyförsäljning mot nya kunder som kan skapa säsongsmönster. Majoriteten av intäkterna kommer från Europa är det således inte orimligt att nyförsäljning avtar under semesterperioder runt årsskiftet och sommaren.

Positivt kassaflöde

Under 2021 redovisades ett kassaflöde från den operativa verksamheten om 153,5 miljoner kronor motsvarande 11,2 procent av de totala intäkterna. Motsvarande 2020 var 97,3 miljoner kronor och 8,5 procent.

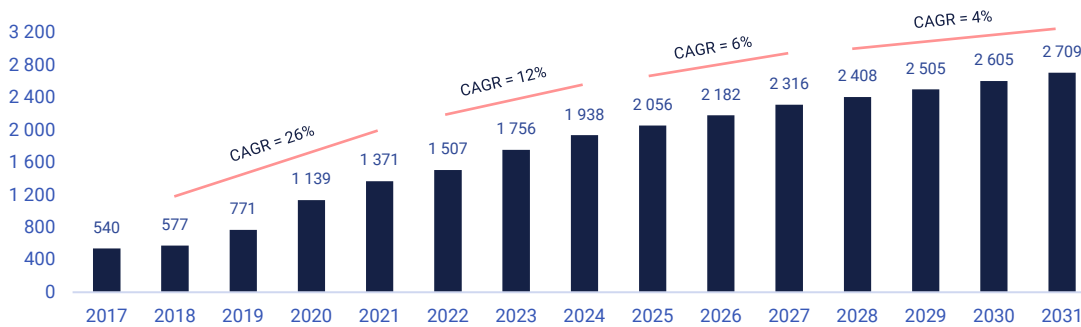
Antaganden och prognoser

De stora marknaderna antas driva tillväxten

Vi räknar med att Zinzino kan redovisa totala intäkter på 1 507 miljoner kronor under 2022, motsvarande en tillväxttakt på 9,9 procent. CAGR, 2021-2024, uppskattas kunna landa på 12,2 procent. CAGR, 2024-2027, är antagen till 6,1 procent och för 2027-2031 till 4,0 procent. Detta är under bolagets egen målbild, att i genomsnitt växa med 20 procent per år 2022-2025. För att komma upp i denna tillväxttakt tror vi att potentiella förvärv måste inkluderas i prognoserna, vilket vi inte gjort.

Bolagets mål för 2022 är att uppnå totala intäkter som överskrider 1 500 miljoner kronor.

Totala intäkter (MSEK) och tillväxt (%)

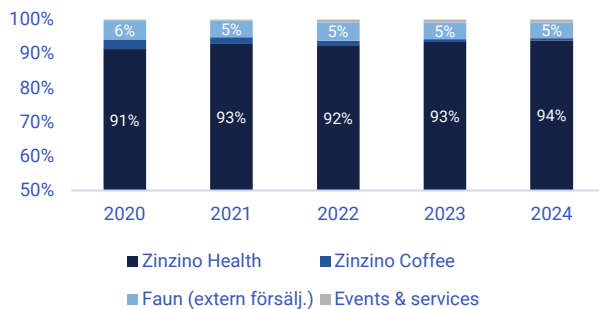


Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Asien och Europa leder vägen

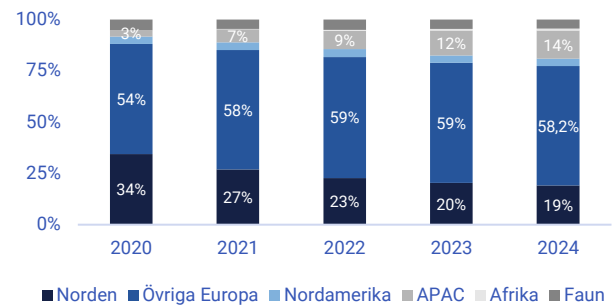
I linje med historik och bolagets strategiska fokus bedömer vi att Zinzino Health är det produktsegmentet som kommer fortsätta att växa. Nedan till vänster visas antagen intäktsfördelning 2022-2024 mellan produktsegmenten.

Antagen intäktsfördelning, produktsegment



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Antagen intäktutveckling Faun (MSEK)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Europa har mer att ge

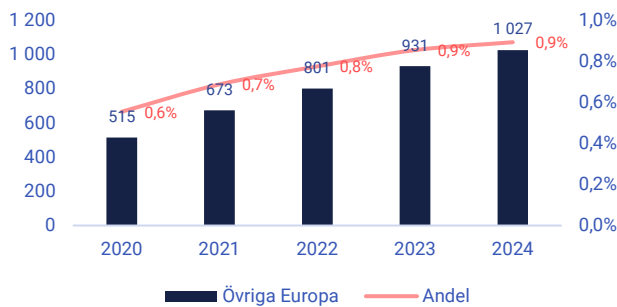
Historiskt har Övriga Europa (Europa exkluderat Norden men inkluderat de baltiska staterna) varit den marknad som drivit på bolagets tillväxt. Framledes bedömer vi att bolaget kan växa i Övriga Europa, dock i huvudsak genom att utöka befintliga verksamheter (och möjliga förvärv). Det då bolaget redan i dag är verksam på de flesta länder/delmarknaderna i Europa som i dag kan anses som attraktiva. I vårt scenario växer denna marknad till en CAGR, 2021-2024, på 15,1 procent.

I Övriga Europa har vi antagit att det är Centraleuropa med Tyskland i spetsen fortsätter bidra med en bra tillväxt. För Centraleuropa räknar vi med en CAGR, 2021-2024 på höga 15,3 procent. Snabbast i Övriga Europa växer dock Södra och Västra Europa (CAGR 2021-2024, 15,8 procent) med stora marknader som Italien och Spanien.

Vi är konservativa och räknar med att Östeuropa, som innefattar bland annat Polen, har ett avvaktande år 2022 mot bakgrund av det tragiska kriget som pågår i grannlandet Ukraina. Tillväxten tilltar dock åter i vårt scenario efterföljande år och vi modellerar med en CAGR, 2021-2024, på 9,9 procent. Tidigare har bolaget även haft planer på att addera nya delmarknader i form av Ukraina och Ryssland. Vi räknar inte med att detta blir fallet.

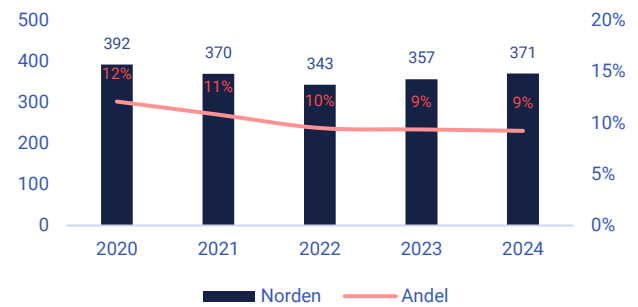
Samtidigt räknar vi med att Norden fortsätter tappa även om tillväxttakten antas vända till positiv under 2023. Över perioden 2022-2024 är den genomsnittliga tillväxten i årstakt antagen till 0,1 procent.

Intäkter Övriga Europa (MSEK) och mark.andel (%)



Källa: Bolagsinformation, WFDSA, Research and Markets och Carlsquare prognoser

Intäkter Norden (MSEK) och marknadsandel (%)



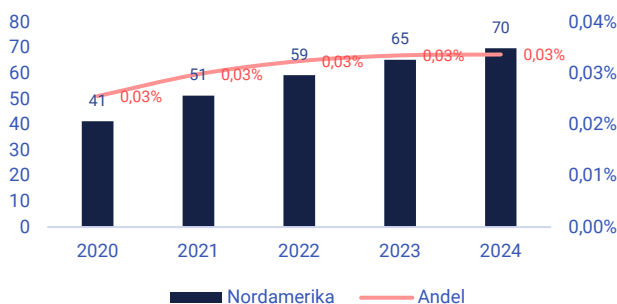
Källa: Bolagsinformation, WFDSA, Research and Markets och Carlsquare prognoser

Mer att göra i Asien och Stillahavsområdet x 2

Vi bedömer att Asien och Stillahavsområdet är en viktig tillväxt drivare för Zinzino där direktförsäljning av kosttillskott lämpar sig väl. På denna befintliga marknad finns en rad nya och attraktiva delmarknader/länder för bolaget att etablera sig i. Det sistnämnda bedöms också utgöra den största potentialen att växa på denna marknad. Dock skall heller inte glömmas att de befintliga verksamheterna i regionen fortfarande är relativt nya och kan därmed ha botten om utrymme för att vidare optimeras och stärkas. På denna marknad bedömer vi alltså att bolaget har två vägar att gå vad gäller organisk tillväxt. (Fler förvärv kan snabba på tillväxten).

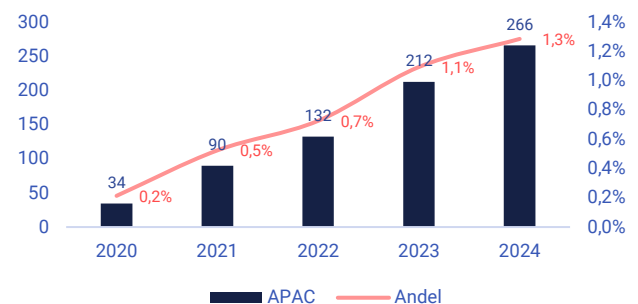
Asien och Stillahavsområdet är det geografiska området som i vårt scenario växer snabbast (med undantag för Afrika) till en CAGR, 2021-2024, på höga 43,6 procent i vårt scenario. Som framgår i den högra graf nedan bidrar den snabba tillväxten till att Asien och Stillahavsområdet också tar en större andel av bolagets totala intäkter. Andelen ökar i vårt scenario från cirka sju procent 2021, till cirka 1,3 procent 2024.

Intäkter Nordamerika (MSEK) och marknadsandel (%)



Källa: Bolagsinformation, WFDSA, Research and Markets och Carlsquare prognoser

Intäkter APAC (MSEK) och marknadsandel (%)



Vi räknar med att bolaget etablerar sig på flertalet nya delmarknader i Asien. Marknadsandel tar ej hänsyn till att verksamhet etableras i nya länder i Asien, vilket vi har antagit i vårt scenario. Källa: Bolagsinformation, WFDSA, Research and Markets och Carlsquare

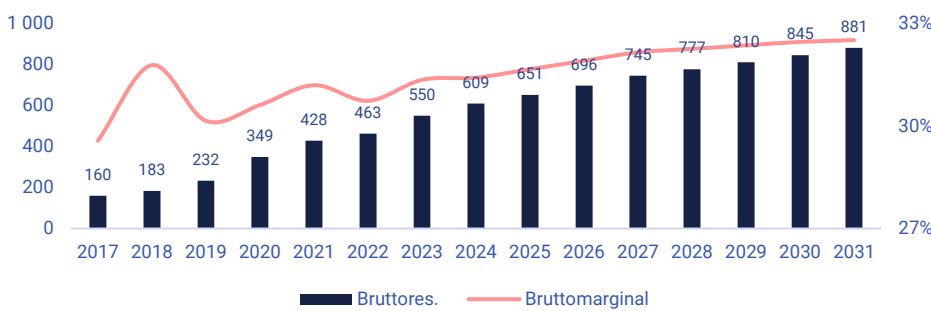
För den marknaden Afrika har vi antagit att intäkterna ökar från 6,1 miljoner kronor 2022 till 19,4 miljoner 2024. Marknadsandelen ökar då från 0,05 procent år 2021 till 0,6 procent år 2024. I dag räknar vi inte med att bolaget vidare expanderar sin verksamhet till nya delmarknader i området. Dock, väl värt att nämna är Sydamerika, där bolaget hittills inte har någon aktivitet.

Skalbarhet förväntas lyfta lönsamheten över tid

Förbättrad bruttomarginal

Nedan visas antagen utveckling för bruttoresultat och bruttomarginal. Som tidigare nämnts räknar vi med en dipp i bruttomarginalen 2022 men att en återhämtning kommer redan 2023 då prishöjningen fått fullt genomslag. Vid utgången av 2031 räknar vi med en bruttomarginal på 32,5 procent. Det är dock tydligt under både Heralife och UZANA Health. Vi bedömer att en förändrad produktmix kan vara en "händelse" som kan höja bolagets bruttomarginal från våra nuvarande prognoser.

Bruttoresultat (MSEK) och marginal (%)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Lägre andel övriga externa och personalkostnader = skalbarhet

Nedan visas Zinzinos kostnadsfördelning. Som framgår har personalkostnader fallit tillbaka från 12,4 procent av den totala kostnadsbasen 2017 till 10,8 procent 2021. Parallellt har externa rörelsekostnader backat från 15,2 procent till 12,3 procent över samma period. Det till förmån för handelsvaror och övriga direkta kostnader ökat sin andel, vilket också påvisar skalbarheten i affären. I vårt scenario fortsätter trenden med fallande andel personalkostnader och externa rörelsekostnader av den totala kostnadsbasen.

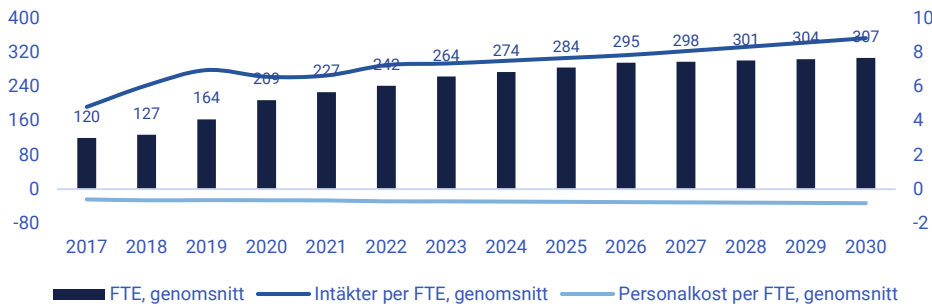
Kostnadsfördelning



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Vidare etablering på befintliga delmarknader och expansion till nya kräver mer folk i Sverige, men framför allt lokalt på de marknader där bolaget är aktiv. I vårt scenario ökar antalet anställda med knappt tio personer i genomsnitt per år över den prognostiserade perioden. Vi har antagit att lönenivån justeras upp med två procent per år i genomsnitt.

Genomsnitt FTE (st) samt intäkter och personalkostnad per FTE (MSEK)



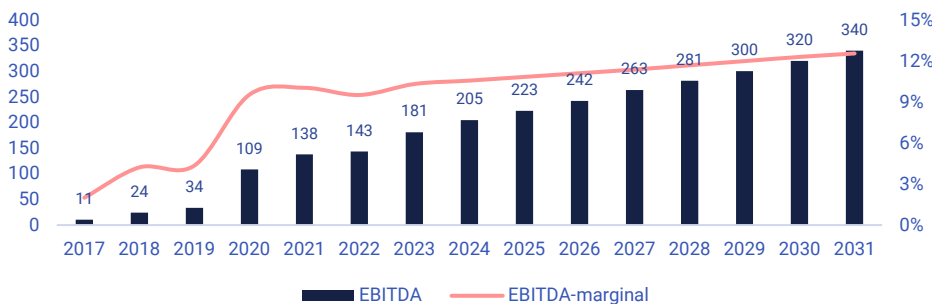
FTE = heltidsanställd eller motsvarande. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

EBITDA-marginal i linje med bolagets målsättning

I vårt scenario levererar Zinzino ett EBITDA-resultat på 143 miljoner kronor 2022. Det motsvarar en marginal på 9,5 procent och en tillväxt på 4,2 procent. Marginalen är något ned från 2021 vilket motiveras av det faktum att kunder på abonnemang inte påverkas omedelbart av de genomförda prishöjningarna.

Över tid räknar vi dock med gradvis stigande lönsamhet pådrivet av en återhämtning och förbättring av bruttomarginal liksom skalbarhet i affären. Under åren 2022-2025 räknar vi med en genomsnittlig EBITDA-marginal på 10,3 procent, vilket är i linje med bolagets egen målsättning. Fram till 2031 räknar vi med att EBITDA-marginalen stiger till 12,5 procent.

EBITDA-resultat (MSEK) och marginal (%)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Rörelseresultat

2022 räknar vi med ett rörelseresultat på 124 miljoner kronor, motsvarande en tillväxt på 7,0 procent och en marginal om 8,2 procent.

EBIT-resultat (MSEK) och marginal (%)

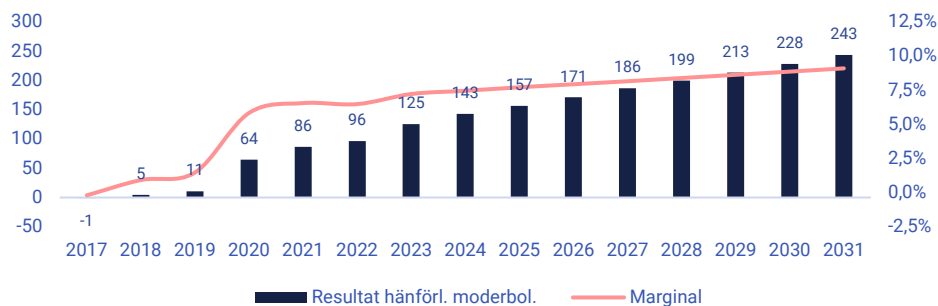


Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Fortsatt vinsttillväxt

Antaget en skattesats på 20,6 procent prognostiserar vi en vinst efter skatt hänförlig till moderbolaget på 96 miljoner kronor 2022.

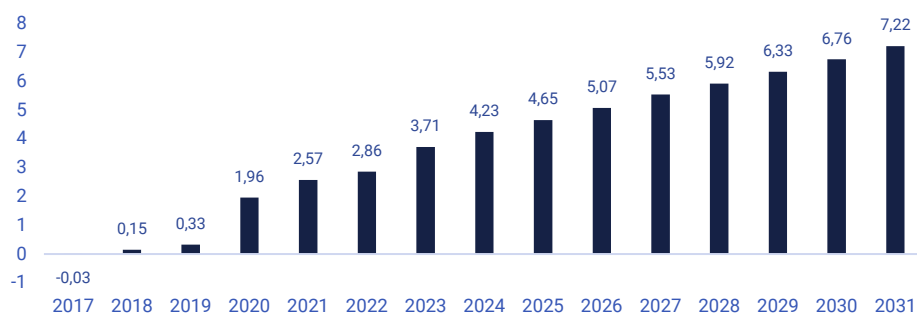
Resultat efter skatt hänförligt till ägare i moderbolaget (MSEK)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Vinst per aktie 2022 uppgår i vårt scenario till cirka 2,86 kronor, motsvarande en tillväxt på 11,3 procent.

Vinst per aktie (kronor)

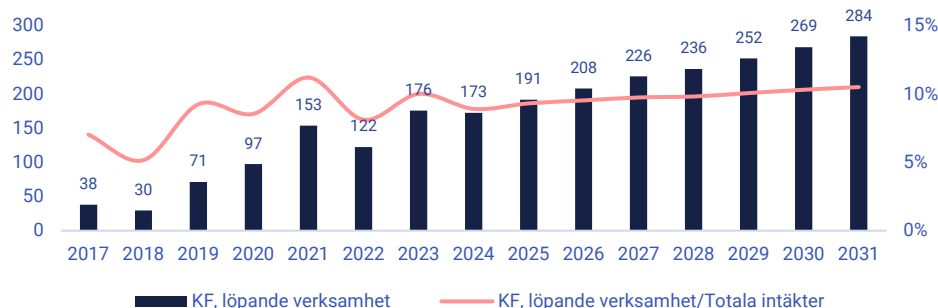


Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Kassaflöde och utdelning

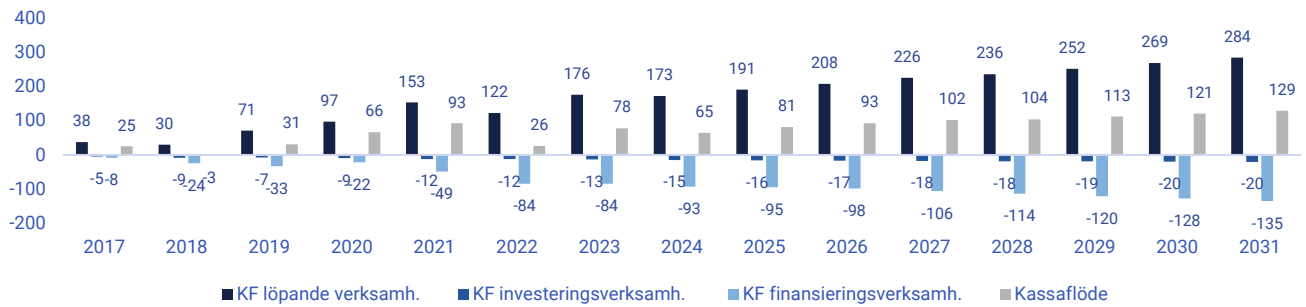
Under de tre senaste åren har kassaflödet från den löpande verksamheten motsvarat i genomsnitt 9,7 procent av de totala intäkterna. I vårt scenario är motsvarande för perioden 2022-2031 9,6 procent. Av EBITDA-resultatet är genomsnittet 85,9 procent.

Kassaflöde från den löpande verksamheten (MSEK)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Kassaflöde (MSEK)

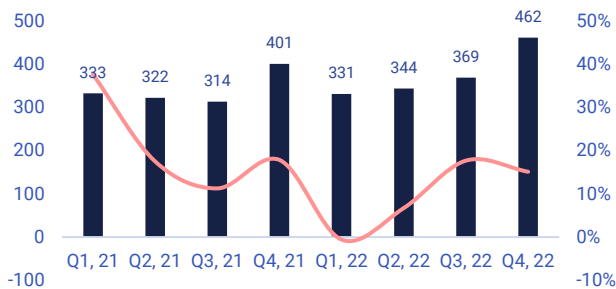


Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

På kvartalsbasis

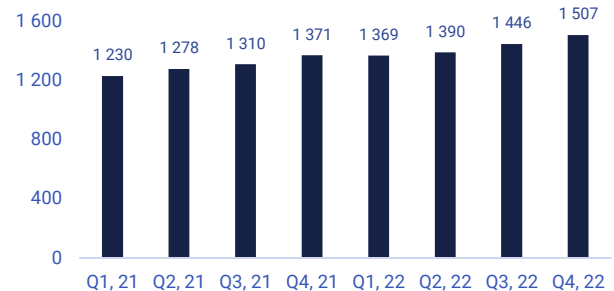
De preliminära försäljningssiffrorna som redovisats för februari och mars 2022 har varit ljumna och hölls tillbaka av Asien och Stillahavsområdet samt de baltiska staterna. Mot bakgrund av de preliminära försäljningssiffrorna räknar vi med en negativ tillväxt på knappt en procent under det första kvartalet 2022. Tillväxten tilltar under andra kvartalet efter att partners i större utsträckning anpassat sitt material etcetera efter prishöjningen. Förbättrade förutsättningar för direktförsäljning efter lättade restriktioner i bland annat Asien där antal Covid-fall nu vänt ner på flertalet delmarknader är ytterligare en faktor till antagandet.

Totala intäkter (MSEK) och tillväxt (&), kvartal



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Totala intäkter (MSEK), RTM



RTM = Rullande 12 månader. Källa: Bolagsinfo. och Carlsquare prognoser

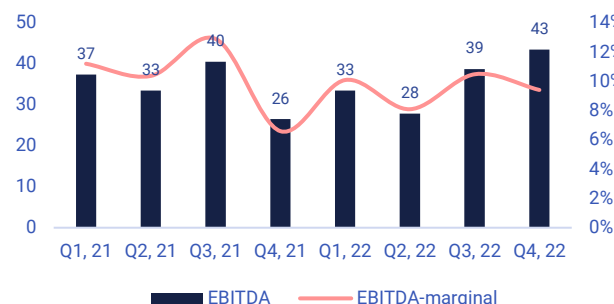
Trots prishöjningen som genomfördes per den 1 februari 2022 som i genomsnitt uppgick till sex procent räknar vi med press på bruttomarginalen, i huvudsak under årets första och andra kvartal. Det med anledning av att kunder som är kvar på abonnemangens första period påverkas med en fördröjning om max sex månader. Endast nyförsäljning och avtal som rullats vidare påverkas omedelbart. En lägre bruttomarginal håller också tillbaka lönsamheten längre ned i resultaträkningen.

Bruttoresultat (MSEK) och marginal (%), kvartal



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

EBITDA (MSEK) och marginal (%), kvartal



Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Värdering

Genom att kombinera en DCF-värdering med en multipelvärdering i ett genomsnitt beräknas ett motiverat värde per aktie till 60,7 kronor. Vår värdering motsvarar en EV/EBIT-multipel 2022 på 14,5x. Företagen i referensgruppen handlas för närvarande till en medelhög EV/EBIT-multipel 2022 på 11,6x. Premien motiveras av en högre förväntad tillväxt än sektorn som helhet parallellt med en tydlig marginalexpansion.

Motiverat värde inom ett intervall

Pressad aktie med bra uppsida

Vi har kombinerat en DCF-modell med en multipelvärderingsmodell för att beräkna ett motiverat värde per aktie. Vår DCF-värdering resulterar i ett värde per aktie på 69,3-85,0 kronor per aktie. Vår multipelvärdering på EV/EBIT 2022 ger ett värde per aktie på 50,0-62,9 kronor per aktie.

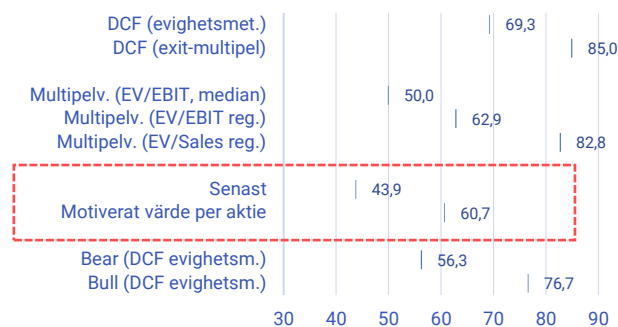
Genom att kombinera det lägsta värdet i DCF-modellen med värdena från multipelvärderingen (EV/EBIT) i ett genomsnitt beräknar vi ett motiverat värde per aktie på 60,7 kronor för de kommande 6-12 månaderna. Vårt motiverade värde per aktie i basscenariot motsvarar en bra potentiell uppsida till det senast betalda aktiepriset på 39 procent. Tillväxtscenariot bygger på vidare etablering på befintliga delmarknader samt expansion till nya marknader (organiskt). Lönsamhetstillväxten baseras på påvisad skalbarhet i affärsmodellen liksom ett mindre uppställ i bruttomarginalen.

Motiverat värde (kr/aktie), basscenario

Multipelvärdering (EV/EBIT, 2022)	50,0
Multipelvärdering (EV/EBIT reg. 2022)	62,9
DCF-värdering	69,3
Motiverat värde per aktie	60,7
Möjlig upp-/nedsida	39%
Aktier, full finansiering och utspädning	33,7
Aktievärde	2 047
Kassa (Senast rep. kv)	247
Skuld (senast rep. kv)	-5
Nuvärde aktiefinansiering	0
EV	1 805

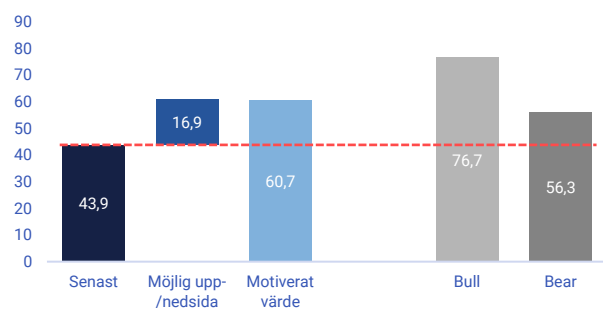
Källa: Carlsquare prognoser

Motiverat värde inom ett intervall (kr/aktie)



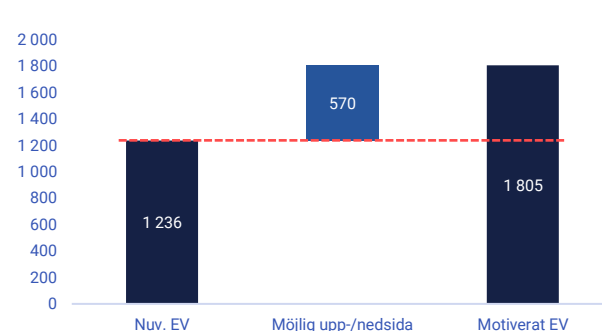
Källa: Carlsquare prognoser

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. Som framgår är EV/Sales 2022 1,2x, EV/EBIT 2022 14,5x och P/E 2022 21,2x. Vi

räknar med en EBIT-tillväxt fram till 2024 på 16,4 procent och en tillväxt vinst per aktie om 18,1 procent.

Implicita värderingsmultiplar, basscenario

	NTM	2021	2022	2023	2024
EV/Sales	1,2x	1,3x	1,2x	1,0x	0,9x
EV/EBITDA	12,6x	13,1x	12,6x	10,0x	8,8x
EV/EBIT	14,5x	15,6x	14,5x	11,2x	9,9x
P/E	21,2x	23,6x	21,2x	16,4x	14,4x

Källa: Carlsquare prognoser

Vår referensgrupp bestående av företag som producerar och säljer hälsokost handlas för närvarande till en median EV/Sales-multipel 2022 på 1,1x, EV/EBIT-multipel 2022 på 11,6x. Jämfört med referensgruppen motiveras handlas Zinzino i nuläget till en rabatt (0,8x respektive 10,0x våra prognoser 2022).

DCF värdering

Genom att diskontera det antagna framtida kassaflödet till dess nuvärde i en DCF-modell med en diskonteringsränta på 11,8 procent beräknas ett verkligt värde på 68,5 kronor per aktie för de kommande 6-12 månaderna.

DCF-värdering, basscenario

DCF-värdering		Disk.ränta		Antaganden	
PV(UFCF)	1 052,1	Riskfri ränta	0,8%	CAGR, 2021-2031	7,1%
PV(TV)	1 043	Marknadsriskprem.	6,7%	EBITDA-margin, 2031	12,5%
Enterprise value	2 095	Storleksprem.	2,5%	EBIT-margin, 2031	11,5%
Nettoskuld (31-Dec)	242,2	Beta	1,2x	Tax rate	20,6%
Aktievärde	2 337	Förväntad avkastning EK	11,8%		
PV(kapital, nyemissioner)	0,0			<u>Implicita multiplar</u>	
Aktievärde efter finansiering	2337	Ränta, just. för skatt	23,2%	EV/Sales, NTM	1,4x
Utestående aktier	33,7	Belåning	0,0%	EV/Sales 2022	1,4x
Nya aktier	0,0	WACC	11,8%	EV/EBITDA, NTM	14,6x
Utestående aktier efter finansiering och utspädning	33,7			EV/EBITDA 2022	14,6x
Värde per aktie före finansiering och utspädning	69,3	Bolagsspecifik prem.	0,0%	EV/EBIT NTM	16,9x
Värde per aktie efter finansiering och utspädning	69,3	Diskonteringsränta	11,8%	EV/EBIT, 2022	16,9x

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%
9,8%	82,6	89,1	97,9	110,2
10,8%	73,3	78,0	84,0	92,0
11,8%	65,9	69,3	73,6	79,2
12,8%	59,9	62,5	65,7	69,7
13,8%	55,0	57,0	59,4	62,3

Diskonteringsränta på Y-axeln och tillväxt i evighet på X-axeln.

Källa: Carlsquare prognoser

Känslighetsanalys med exit-multipel (kr/aktie)

	10,5x (10%)	11,6x (0%)	12,8x (10%)	14,0x (20%)
9,8%	85,5	90,4	95,3	100,2
10,8%	82,8	87,6	92,4	97,2
11,8%	80,3	85,0	89,7	94,3
12,8%	78,0	82,5	87,1	91,6
13,8%	75,7	80,1	84,6	89,0

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 2026. Detta värde diskonteras sedan till sitt nuvärde och utgör evighetsvärdet i DCF-modellen. Som framgår renderar denna modell ett motiverat värde per aktie på 85,0 kronor.

Multipelvärdering

Nedan följer multipelvärderingar baserat på referensgruppens medianvärde för EV/EBIT 2022. Som framgår beräknat ett värde per aktie genom denna metod till 50,0 kronor.

Multipelvärdering medianvärde EV/EBIT 2022, basscenario

	HQ	Mcap (SEKm)	CAGR, 2020-2023	μEBIT-marg., 2021-2023	EV/EBIT, 2022
Midsona AB (publ)	SE	1 832	5%	6%	14,5x
Orkla ASA	NO	88 802	5%	12%	15,2x
Probi AB (publ)	SE	4 250	8%	20%	28,5x
Aker BioMarine AS	NO	4 590	19%	9%	60,2x
Herbalife Nutrition Ltd.	US	28 374	5%	13%	7,8x
Nu Skin Enterprises, Inc.	US	23 365	4%	11%	8,8x
USANA Health Sciences, Inc.	US	14 688	-	14%	8,6x
Tupperware Brands Corporation	US	8 356	3%	16%	6,4x
Median		11 522	5%	12%	11,6x
Genomsnitt		21 782	7%	13%	18,7x
Rabatt	0%				
Använd EV/EBIT-multipel	11,6x				
Förväntad försäljning, 2022	124				
EV	1 443				
Nettokassa	242				
Kassa från nyemissioner	0				
Aktievärde efter finansiering	1 685				
Utestående aktier	33,7				
Nya aktier från aktiefinansiering	0,0				
Utestående aktier efter full finansiering	33,7				
Värde per aktie före finansiering och utspädning	50,0				
Aktievärde efter finansiering och utspädning	50,0				

Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare prognoser

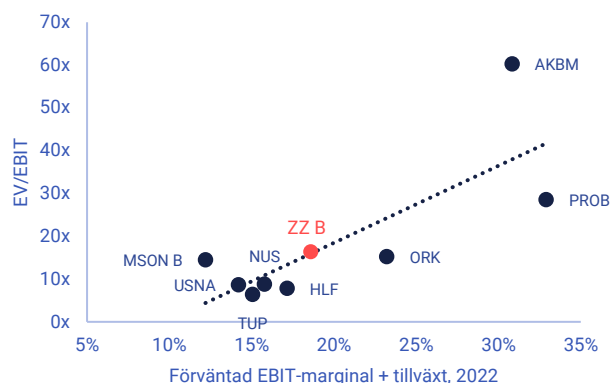
Nedan följer multipelvärderingar baserat en regressionsanalys med EV/EBIT-multipel 2022 och förväntad tillväxt plus EBIT-marginal 2022. Som framgår beräknat ett värde per aktie genom denna metod till 62,9 kronor.

Multipelvärdering EV/EBIT 2022, regression

Lutning	180,1
Skärningspunkt	-17,6
Rsq	61%
Förväntad tillväxt, 2022	9,9%
Förväntad EBIT-marginal, 2022	8,2%
Implicit multipel	15,1x
EBIT-resultat, 2022	124
EV	1 878
Nettokassa	242
Kassa från nyemissioner	0
Aktievärde efter finansiering	2 120
Utestående aktier efter full finansiering	33,7
Värde per aktie före finansiering och utspädning	62,9
Aktievärde efter finansiering och utspädning	62,9

Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare prognoser

Implicit värderingsmultipel från regression



Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare prognoser

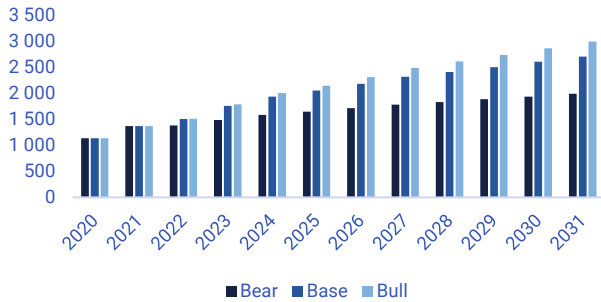
Värderingsintervall

I Bull- och Bear-scenariot har vi använt vår DCF-modell (evighetskapitalisering) men utvecklat alternativa kurvor för tillväxt och lönsamhet. I Bull-scenariot modellerar vi en genomsnittlig årlig tillväxttakt på 8,1 procent (7,1 procent i basscenario). EBIT-marginalen antas öka till 13,0 procent (11,5 procent i basscenario) till 2031. Med dessa antagen beräknas ett värde per aktie på 76,7 kronor.

För Bear-scenariot modellerar vi en genomsnittlig årlig tillväxttakt på 3,8 procent. EBIT-marginalen antas öka till 8,7 procent till år 2031. Med dessa antagen beräknas ett värde per aktie på 56,3 kronor.

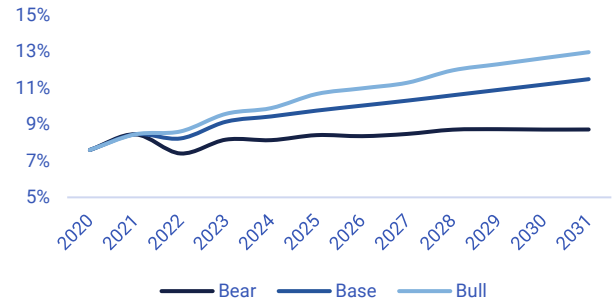
Den antagna utvecklingen för nettoomsättning och EBITDA-marginal i de tre scenariona visas nedan.

Nettoomsättning (MDKK), tre scenarion



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

EBIT-marginal, tre scenarion



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Risker och utmaningar

Som alla företag är Zinzino utsatt för risker och utmaningar. Den största risken på kort till medellång sikt är enligt vår bedömning osäkerheten kring inflation och dess påverkan på Zinzinos bruttomarginal. Kring och Covid är ytterligare riskfaktorer.

Kring, inflation och Covid skapar osäkerhet

Planer för expansion i Europa 2022 på paus

Inför 2022 var det bolagets avsikt att etablera sig på delmarknaderna Ukraina och Ryssland. Det tragiska kriget i Ukraina kommer dock med hög sannolikhet hålla tillbaka bolaget från dessa expansionsinitiativ. Vi har tagit höjd för detta i våra tillväxtantaganden för 2022. Vi har även tagit höjd för reducerad aktivitet i Polen men även i de baltiska staterna. Det sistnämnda kan anses något konservativt. Dock kan utvecklingen i Ukraina få större konsekvenser för Zinzinos tillväxt än vad vi i dagsläget räknar med.

Stigande energipriser och inflation

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

Bolaget har gjort en prisjustering, vilket till viss del bör väga upp för de stigande kostnaderna. Trots det räknar vi sammantaget med fallande bruttomarginal 2022. Vi bedömer samtidigt att bruttomarginalen kan återhämta sig under 2023, men osäkerheten är hög. Vi tror viss klarhet kan i frågan kan fås under andra halvan av 2022.

Covid och nya vågor av restriktioner

Sedan i början på mars 2022 har antalet registrerade Covid-fall ökat kraftigt i Kina. Detta har också 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. En liknande utveckling på andra geografiska områden där bolaget är aktiv (eller avser bli aktiv i) är en risk som kan hålla tillbaka tillväxten.

Dock har bolaget lyckats parera Covid-pandemin väl genom att partners anpassat sina försäljningsmetoder. Detta påvisas också 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 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.

Nyckeltal och räkenskaper

Nyckeltal (SEK)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Per aktie							
EPS	-0,03	0,15	0,33	1,96	2,57	2,86	-0,03
DPS	0,70	0,70	1,25	2,00	2,00	2,25	0,70
BVPS	2,9	2,9	4,7	5,5	7,2	9,2	2,9
TBVPS	0,2	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,2
Värdering (nuv.)							
P/E	134,0x	22,4x	17,1x	15,3x	11,8x	10,4x	134,0x
P/B	36,7x	15,6x	9,7x	8,1x	6,1x	4,8x	36,7x
EV/Sales	1,6x	1,1x	0,9x	0,8x	0,7x	0,6x	1,6x
EV/EBITDA	36,9x	11,4x	9,0x	8,6x	6,8x	6,0x	36,9x
EV/EBIT	83,6x	14,3x	10,7x	10,0x	7,7x	6,8x	83,6x
Övrigt							
Dividend yield	1,6%	1,6%	2,9%	4,6%	4,6%	5,1%	1,6%
FCF yield	4,3%	5,9%	9,6%	7,4%	11,0%	10,7%	4,3%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Resultaträkning (MSEK), kvartalsbasis

	Q1, 21	Q2, 21	Q3, 21	Q4, 21	Q1, 22P	Q2, 22P	Q3, 22P	Q4, 22P
Totala intäkter	333	322	314	401	331	344	369	462
Bruttoresultat	101	105	107	114	97	104	118	144
EBITDA	32	28	35	21	29	23	34	39
EBIT	37	33	40	26	33	28	39	43
EBT	32	28	35	21	28	23	33	38
Vinst efter skatt	24	23	28	15	23	18	27	30
Vinst per aktie	0,69	0,66	0,80	0,43	0,66	0,53	0,78	0,89
Tillväxt								
Totala intäkter	39,0%	17,5%	11,6%	15,3%	-0,5%	6,9%	17,9%	15,8%
Bruttoresultat	20,9%	43,0%	32,4%	3,2%	-4,2%	-1,0%	9,6%	26,8%
EBITDA	41,9%	109,3%	40,1%	-29,4%	-10,5%	-16,7%	-4,3%	64,2%
EBIT	48,8%	153,3%	51,9%	-32,7%	-10,5%	-18,3%	-3,0%	84,9%
EBT	49,4%	155,6%	60,1%	-34,1%	-11,1%	-18,7%	-3,1%	86,3%
Vinst efter skatt	43,1%	168,9%	66,3%	-39,7%	-6,3%	-21,5%	-5,7%	109,2%
Marginaler								
Bruttomarginal	30,4%	32,6%	34,3%	28,3%	29,3%	30,2%	31,9%	31,2%
EBITDA-marginal	9,6%	8,8%	11,1%	5,2%	8,7%	6,7%	9,2%	8,3%
EBIT-marginal	11,2%	10,4%	12,9%	6,6%	10,1%	8,1%	10,5%	9,4%
EBT-marginal	9,6%	8,7%	11,0%	5,1%	8,6%	6,6%	9,1%	8,3%
Vinstmarginal	7,2%	7,1%	9,0%	3,6%	6,8%	5,2%	7,2%	6,6%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Resultaträkning (MSEK)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Summa intäkter	540	577	771	1 139	1 371	1 507	1 756	1 938	2 056
Handelsvaror & övriga dir. kostnader	-381	-394	-538	-790	-943	-1 044	-1 206	-1 329	-1 405
Bruttoresultat	160	183	232	349	428	463	550	609	651
Summa rörelsekostnader	-149	-159	-199	-240	-290	-320	-369	-404	-428
EBITDA	11	24	34	109	138	143	181	205	223
Av- och nedskrivningar	-10	-17	-19	-22	-22	-19	-20	-22	-22
EBIT	1	7	15	87	116	124	161	183	201
Finansnetto	0	-1	-1	-2	-1	-1	-1	-1	-1
EBT	1	6	14	85	115	123	159	182	199
Skatt	-2	-1	-3	-19	-25	-25	-33	-37	-41
Resultat efter skatt	-1	5	11	66	90	97	127	144	158
Vinst per aktie	-0,03	0,15	0,33	1,96	2,57	2,86	3,71	4,23	4,65
Aktier, SaP	32,6	32,6	32,6	33,0	33,7	33,7	33,7	33,7	33,7
Aktier, AVG.	32,6	32,6	32,6	32,8	33,4	33,7	33,7	33,7	33,7

Tillväxt	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Summa intäkter	-62,1%	8,0%	32,9%	51,2%	19,9%	10,2%	16,5%	10,3%	6,1%
Bruttoresultat	-72,8%	14,8%	26,6%	50,0%	22,7%	8,3%	18,9%	10,6%	7,0%
EBITDA	-85,1%	125,3%	37,7%	223,7%	26,7%	4,2%	26,4%	13,0%	8,8%
EBIT	-97,3%	935,1%	109,7%	485,8%	33,9%	7,0%	29,5%	13,9%	9,7%
EBT	-84,8%	1086,3%	120,5%	512,2%	35,2%	6,8%	29,9%	14,0%	9,8%
Resultat efter skatt	-156,3%	595,7%	113,0%	487,2%	35,3%	8,7%	29,9%	14,0%	9,8%
Vinst per aktie	722,2%	-542,6%	125,0%	499,3%	31,1%	11,3%	29,9%	14,0%	9,8%
Marginaler	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Bruttomarginal	29,6%	31,8%	30,1%	30,6%	31,2%	30,7%	31,3%	31,4%	31,7%
EBITDA-marginal	2,0%	4,2%	4,4%	9,5%	10,0%	9,5%	10,3%	10,6%	10,8%
EBIT-marginal	0,1%	1,2%	1,9%	7,6%	8,5%	8,2%	9,2%	9,4%	9,8%
EBT-marginal	0,1%	1,1%	1,8%	7,5%	8,4%	8,1%	9,1%	9,4%	9,7%
Vinstmarginal	-0,2%	0,9%	1,5%	5,8%	6,5%	6,5%	7,2%	7,4%	7,7%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Balansräkning (MSEK)

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Summa immateriella tillg.	50	56	64	71	80	89	100
Summa materiella tillg.	6	7	11	13	14	14	16
Summa övriga anläggningstillg.	52	47	43	43	44	44	44
Summa anläggningstillg.	108	110	118	127	137	147	160
Varulager	89	127	159	177	204	215	229
Kundfordringar	22	67	58	78	82	91	96
Övriga omsättningstillg.	10	37	35	45	48	53	56
Kassa och bank	77	143	236	262	340	405	486
Summa omsättningstillgångar	198	373	487	561	674	764	867
Summa tillgångar	307	483	605	688	812	911	1 027
Eget kapital	40	95	152	182	241	309	392
Summa eget kapital	40	95	152	182	241	309	392
Leasingskulder	2	5	5	5	5	5	5
Uppskjutna skatteskuld	33	34	25	25	25	25	25
Övriga långfristiga skulder	0	0	1	1	1	1	1
Summa långfristiga skulder	35	39	31	31	31	31	31
Skatteskuld	3	12	17	17	17	17	17
Leasingskulder	11	10	14	14	14	14	14
Leverantörsskulder	36	55	44	62	64	72	76
Övriga kortfristiga skulder	101	163	239	247	297	307	326
Upplupna kostnader och förutbet. intäkter	82	109	109	136	148	161	171
Summa kortfristiga skulder	232	349	423	476	540	571	604
Summa skulder	266	389	453	507	571	602	635
Summa eget kapital och skulder	307	483	605	688	812	911	1 027
Likviditet	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Balanslikviditet	86%	107%	115%	118%	125%	134%	144%
Kassalikviditet	33%	41%	56%	55%	63%	71%	80%
Belåning	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Nettoskuld(-)/nettokassa(+)	75	138	231	257	335	400	481
Nettoskuld/EBITDA	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
Nettoskuld/EK	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
Vermögen/Eigenkapital	13%	20%	25%	26%	30%	34%	38%
Effektivitet	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
ROA	Neg.	1,1%	1,9%	9,6%	11,1%	10,7%	12,3%
ROE	Neg.	7,9%	9,2%	39,8%	42,4%	35,4%	36,1%
ROIC	1,2%	5,0%	6,8%	33,8%	35,1%	29,8%	30,9%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Kassaflöde (MSEK)

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
KF, löpande verksam. före delta RK	34	105	110	117	147	166	180
Delta RK	38	-8	43	6	29	7	11
KF, löpande verksamhet	71	97	153	122	176	173	191
KF, investeringsverksamhet	-7	-9	-12	-12	-13	-15	-16
KF, finansieringsverksamhet	-33	-22	-49	-84	-84	-93	-95
Periodens kassaflöde	31	66	93	26	78	65	81
Kassa, BaP	45	77	143	236	262	340	405
Kassa, SaP	77	143	236	262	340	405	486
Nyckeltal	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
KF, löpande verksamhet/Summa intäkter	9%	9%	11%	8%	10%	9%	9%
KF, löpande verksamhet/EBITDA	213%	90%	112%	85%	97%	84%	86%

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.