

Uppdatering: Kv1 2022

ZINZINO AB

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

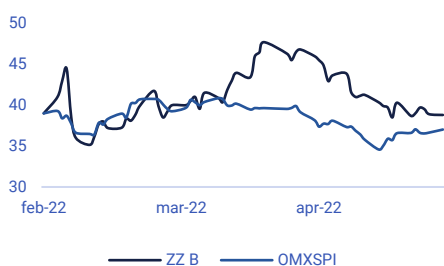
VD: Dag Pettersen
 SO: Hans Jacobsson
www.zinzino.com

Bloomberg: ZZB:SS
 Reuters Eikon: ZZB.ST

Lista: Nasdaq First North

Aktie, senast: 38,8 kronor
 Marknadsvärde: 1 308 MSEK

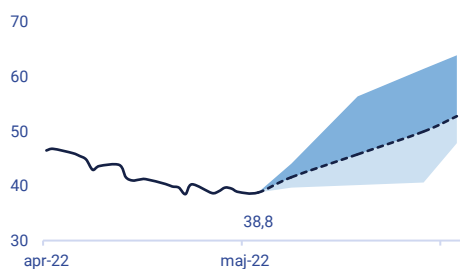
AKTIEKURSUTVECKLING



	12M	YTD	6M	1M
Utveckling (%)	-50,6	-31,9	-33,3	-15,7

Källa: S&P Capital IQ

VÄRDERINGSINTERVALL



	BEAR	BAS	BULL
Pris per aktie (kr)	47,9	52,8	63,9
Upp-/nedsida (%)	23	36	65

Källa: Carlsquare prognoser

CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

Markus Augustsson
 Head of Equity Research

Fredrik Nilsson
 Associate Equity Analyst

Återhämtning i korten efter ljummet kvartal

För det första kvartalet 2022 redovisade Zinzino en ljummen tillväxt med lönsamhet under vår förväntan. Lättade restriktioner och förvärv kan öka tillväxttakten kommande kvartal. April-siffrorna visar också på att tilltagande tillväxt i APAC. Även marginalen kan börja klättra när prishöjning får full effekt. Vi beräknar ett motiverat värde per aktie om 52,8 kronor (60,7). Lägre marginalantaganden och höjd diskonteringsränta pressar motiverat värde.

Tillväxt på viktiga marknader

Zinzino-koncernen redovisade totala intäkter på 334 miljoner kronor under det första kvartalet 2022. Det motsvarar en ljummen tillväxt på 0,7 procent på årsbasis. Räkna vi Faun som en egen region och exkluderar Afrika (saknar jämförelsesiffror) ökade försäljningen i fyra av åtta regioner. Med undantag för Baltikum och Norden växte de viktiga marknaderna i Europa i godkänd takt.

Med lättade restriktioner räknar vi med tilltagande tillväxt i Europa under de kommande kvartalen. Förvärvet av Enhanzz i Tyskland ger ett mindre intäktsbidrag men framför allt försäljningssynergier som vi tror kan realiseras under andra halvan av innevarande år. Norden och APAC hämmade koncernens tillväxt. Vi tror Norden kommer fortsätta backa samtidigt som de preliminära försäljningssiffrorna för april visar på återvändande tillväxt i APAC, vilket lovar gott.

Stark bruttomarginal

Koncernens bruttoresultat landade på drygt 99 miljoner kronor, motsvarande en marginal på 29,7 procent. Det var marginellt bättre än vår prognos om 97 miljoner kronor respektive 29,3 procent. Det signalerar att prishöjningen redan fått bra genomslagskraft. Dock tror vi att den fulla effekten av prishöjningen blir synlig först under det tredje kvartalet. Frågan kvarstår dock om den genomförda prishöjningen kommer att till fullo kunna täcka ökade kostnader för sålda varor när varulagret omsätts.

EBITDA-resultatet under kvartalet var 25,8 miljoner kronor motsvarande en marginal på 7,7 procent. Det var i linje med bolagets långsiktiga målsättning om en EBITDA-marginal över sju procent. Utfallet var samtidigt under vår prognos på 33,4 miljoner kronor och förklaras i huvudsak av högre personalkostnader än väntat. Givet våra tillväxtantaganden för de kommande kvartalen räknar vi dock med att skalbarhet i affären kan lyfta EBITDA-marginalen.

Kortsiktiga faktorer sänker motiverat värde

Givet utfallet för det första kvartalet och de preliminära försäljningssiffrorna för april 2022 har vi justerat ned vår intäktsprognos för 2022 med drygt en procent till 1 490 miljoner kronor. Rörelseresultatet har justerats ned med drygt tio procent till 111 miljoner kronor. I ett basscenario beräknas ett motiverat värde per aktie till 52,8 kronor (60,7) för de kommande 6-12 månaderna.

Finansiella nyckeltal (MSEK)

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Totala intäkter	771	1 139	1 371	1 490	1 734	1 910
Bruttoresultat	232	349	428	457	543	601
EBITDA	34	109	138	131	167	190
EBIT	15	87	116	111	147	169
EBT	14	85	115	111	146	168
Vinst per aktie	0,33	1,96	2,57	2,48	3,29	3,77
Tillväxt, totala intäkter	33,5%	47,8%	20,4%	8,7%	16,4%	10,2%
EBITDA-marginal	4,4%	9,5%	10,0%	8,8%	9,7%	10,0%
EBIT-marginal	1,9%	7,6%	8,5%	7,5%	8,5%	8,8%
EV/Sales (nuv.)	1,4x	1,0x	0,8x	0,7x	0,6x	0,6x
EV/EBITDA (nuv.)	32,7x	10,1x	8,0x	8,3x	6,6x	5,8x
EV/EBIT (nuv.)	74,2x	12,7x	9,5x	9,8x	7,5x	6,5x
P/E (nuv.)	118,6x	19,8x	15,1x	15,6x	11,8x	10,3x

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Uppföljning och kommentarer

Under det första kvartalet 2022 kunde Zinzino redovisa en ljummen tillväxt på 0,7 procent, i linje med våra förväntningar givet tuffa förhållanden. Exkluderat Afrika men räknat Faun som en region kunde bolaget redovisa tillväxt i fyra av åtta regioner. Negativ tillväxt i APAC förklaras av leveransproblem. Bruttoresultatet kom in över vår förväntan. Dock landade EBITDA-resultatet på 25,8 miljoner kronor, vilket var under vår prognos på 33,4 miljoner kronor. Avvikelsen förklaras i huvudsak av högre personalkostnader än vad vi räknat med.

Hack i kurvan men förbättrade utsikter

Nedan visas utfallet för det första kvartalet 2022 i förhållande till våra prognoser. Sammanfattningsvis var bruttoresultatet över vår förväntan medan ökade personalkostnader skapar avvikelser längre ned i resultaträkningen.

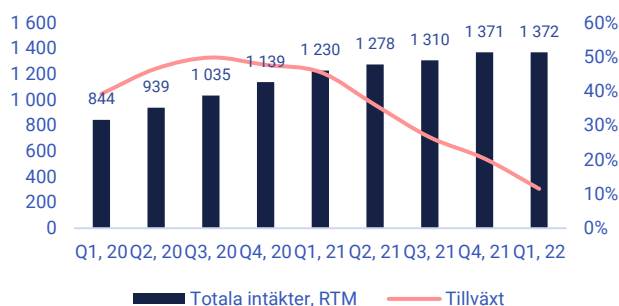
Utfall jämfört med Carlsquare prognoser, kv1 2022 (MSEK)

	Kv1 22P	Kv1 21	Kv1 22U	Avvikelse (%)
Totala intäkter	331	333	334	1%
Bruttoresultat	97,0	101,2	99,3	2%
Bruttomarginal	29%	30%	30%	
EBITDA	33,4	37,3	25,8	-23%
EBITDA-marginal	10%	11%	8%	
EBIT	28,7	32,0	20,2	-30%
EBIT-marginal	9%	10%	6%	
EBT	28,3	31,9	19,9	-30%
Vinst per aktie (kr)	0,66	0,69	0,45	-47%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

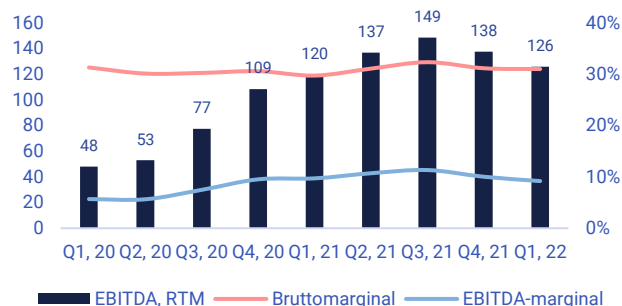
Rullande 12 månader syns hur intäkstillväxten fortsätter avta parallellt som EBITDA-marginalen faller tillbaka. Vi räknar dock med att den kommande förväntade tillväxt kan aktivera skalbarheten i affären och därmed lyfta EBITDA-marginalen över tid.

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



RTM = Rullande tolv månader. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

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



RTM = Rullande tolv månader. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

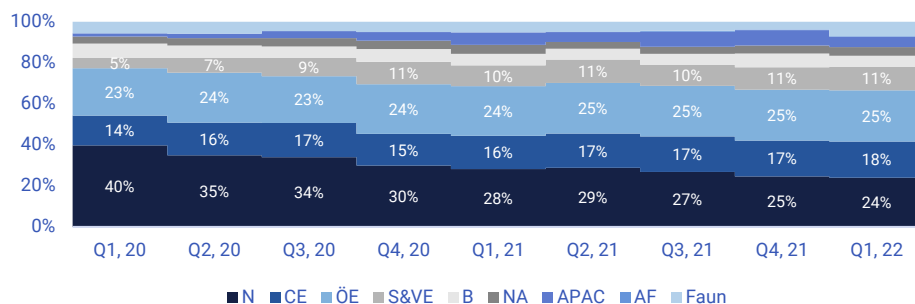
Ljummen tillväxt trots prishöjningar

Zinzino redovisade totala intäkter på 334 miljoner kronor under det första kvartalet 2022. Det motsvarar en ljummen tillväxt på 0,7 procent på årsbasis. Vår prognos för bolagets totala intäkter var 331 miljoner kronor. I februari genomfördes en prishöjning på populära produkter inom Zinzino Health, sålda per abonnemang, om i

| Tillväxt hjälpt av prishöjningar.

genomsnitt sex procent. Detta har rimligtvis haft en positiv inverkan på tillväxten om hittills än i begränsad utsträckning. Vi räknar med att prishöjningen får full effekt först i början av det tredje kvartalet.

Intäktbidrag som andel av totala intäkter per region plus Faun



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Antaget Faun som en egen region och exkluderat Afrika (AF) som saknar jämförelsesiffror kunde bolaget redovisa tillväxt i fyra av åtta regioner på årsbasis: Centraleuropa (CE), Östeuropa (ÖE), Syd- och Väst Europa (S&VE) samt Faun. Norden (N) och Sydostasien med Stillahavsområdet (APAC) backade förhållandevis kraftigt.

Bolagets största marknad i termer av intäkter var under det gångna kvartalet var för första gången Östeuropa (ÖE). Regionen bidrog med 83,4 miljoner kronor i intäkter motsvarande en tillväxt om 3,0 procent. Norden (N), som fortsätter att tappa, är nu den andra största marknaden. Intäkterna backade med 14,6 procent till 80 miljoner kronor. Restriktioner i kölvattnet av Covid-pandemin hämmade nyrekrytering av försäljningspartners liksom nya kunder. Momentum är klart negativt i Norden.

Lättade restriktioner och förvärv skapar bättre utsikter

Vi tror att prishöjningen i större utsträckning kommer kunna bidra till tillväxt de kommande kvartalen när denna slår igenom för samtliga befintliga abonnemang. Parallellt har restriktioner i kölvattnet av Covid-pandemin lättat i Europa och Nordamerika (NA). Detta bör också underlätta rekrytering av nya säljpartners liksom anskaffning av nya kunder.

Förvärv väntas addera intäkter och försäljningssynergier över tid.

Av de preliminära försäljningssiffrorna för april framgår också att APAC åter vänt till tillväxt, vilket är en positiv signal. Regionen hämmas dock fortfarande av restriktioner och tillväxttalen väntas därmed inte kunna komma upp på 2021-nivåer i närtid. Även Centraleuropa, inkluderat Tyskland, fortsätter växa i hög takt. Här tror vi också att förvärvet av Enhazz Global AG direkt kan bidra med nya intäktsflöden, om än måttliga (uppskattningsvis 5-10 miljoner kronor på kvartalsbasis). Det viktiga med förvärvet var dock de förväntade försäljningssynergier som uppkommer när partners har tillgång till ett bredare produktutbud.

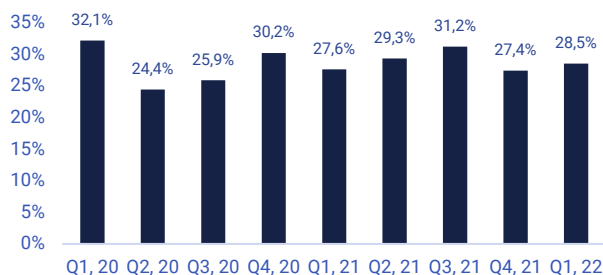
Stark bruttomarginal för Zinzino efter prishöjningar

Koncernens bruttoresultat landade drygt 99 miljoner kronor, motsvarande en marginal på 29,7 procent. Vår prognos låg på 97 miljoner kronor respektive 29,3 procent. Det absolut största affärssegmentet Zinzino ökade sin bruttomarginal med

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

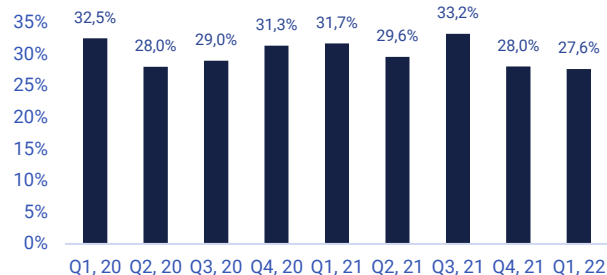
0,9 procentenheter, relativt samma kvartal föregående kvartal. Detta indikerar att prishöjningen redan fått bra genomslag. Bruttomarginalen för det betydligt mindre affärssegmentet Faun backade med fyra procentenheter jämfört med samma kvartal föregående år.

Utveckling bruttomarginal (%), Zinzino



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Utveckling bruttomarginal (%), Faun



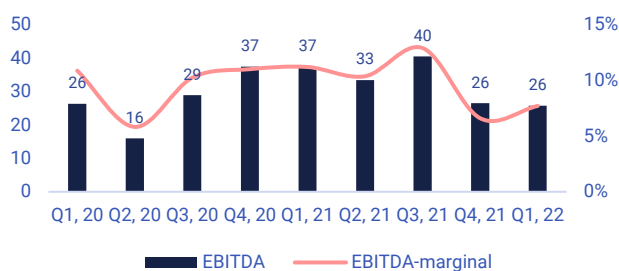
Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Givet en större genomslagskraft för de genomförda prishöjningarna inom Zinzino Health kan rimligtvis en större del av de ökade kostnaderna för sålda varor täckas och segmentet kan därmed upprätthålla ett bättre bruttoreultat. Det finns dock en risk att kostnaden för sålda varor under de kommande kvartalen ökar ytterligare. I den senaste kvartalsrapporten görs också kommentarer om att osäkerheten har ökat kring denna siffra på grund av omvärldsfaktorer som det osäkra världsläget och ökade råvaru- och transportpriser.

EBITDA-marginal över långsiktig målsättning

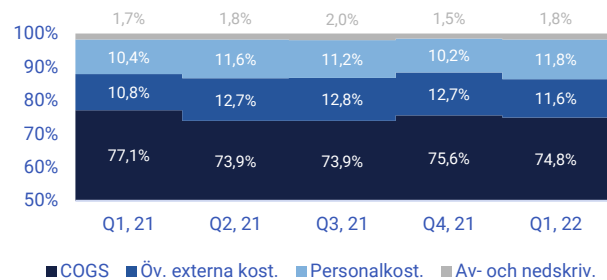
Redovisat EBITDA kom in på 26 miljoner kronor och backade således med cirka 38 procent. Vår prognos var 33 miljoner kronor. Avvikelsen förklaras av i huvudsak av högre personalkostnader än vad vi förväntat oss. Den redovisade marginalen var 7,7 procent, vilket förvisso var över bolagets långsiktiga målsättning om högre än 7,0 procent.

EBITDA (MSEK) och marginal (%)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Kostnadsfördelning



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Kassaflödet från den operativverksamheten före delta rörelsekapital uppgick till 23,3 miljoner kronor. Efter förändringar i rörelsekapital var siffran minus 8,9 miljoner kronor.

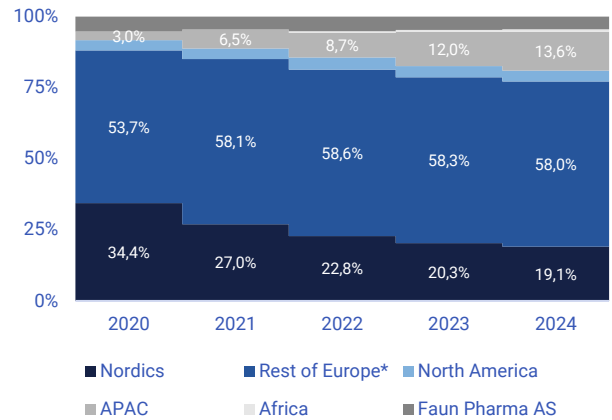
Equity story i sex boxar

Stark historisk tillväxt påvisar affärsmodell och strategi



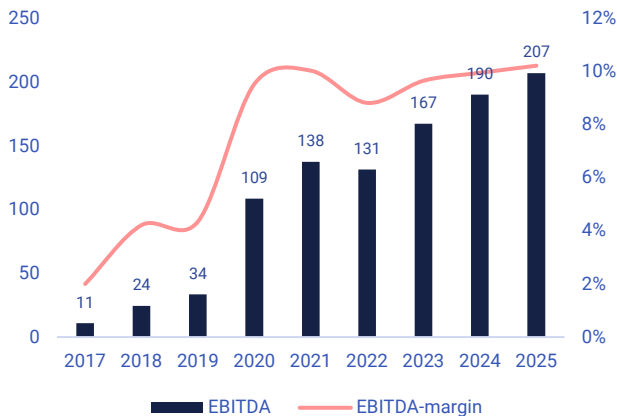
MSEK. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Asien väntas bli nästa tillväxt drivare



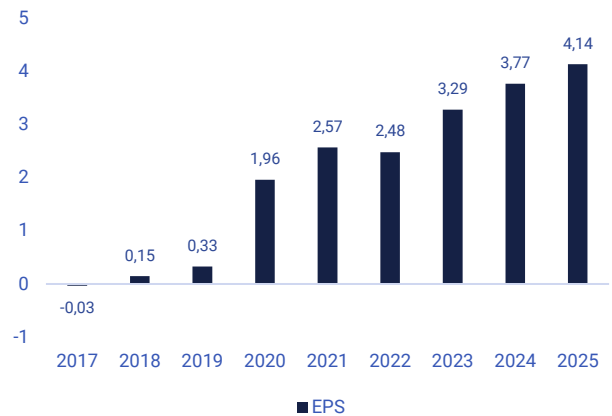
Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Förutsättningar för tillväxt och marginalexpansion parallellt



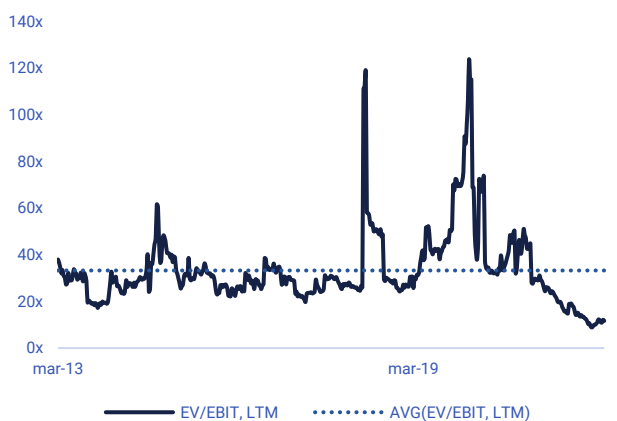
MSEK. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Vinsttillväxt i korten



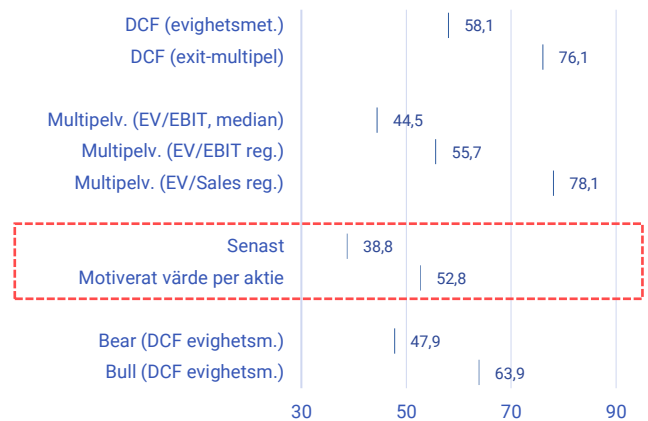
Kronor per aktie. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

På historiskt låga värderingsnivåer



LTM = Rullande tolv månader. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Motiverat värde inom ett intervall (kr/aktie)



Källa: Carlsquare prognoser

Investment case, prognoser och värdering

Zinzino har visat upp en stark historisk tillväxt till förbättrad lönsamhet. Det påvisar styrkan i affärsmodell, strategi och erbjudandet. Historiskt har Europa varit den främsta tillväxtdrivaren. Nu står Asien på tur där förutsättningarna kan anses vara ännu bättre med ett stort intresse för både direktförsäljning och hälsa. Med en kostnadseffektiv försäljningsmodell bedömer vi att Zinzino kan uppnå intäktstillväxt och marginalexpansion parallellt. I ett basscenario beräknas ett motiverat värde per aktie om 52,8 (60,7) kronor för de kommande 6-12 månaderna.

Tillväxt och marginalexpansion skapar uppsida

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

- **Påvisad tillväxtstrategi.** Under de senaste tio åren har Zinzino vuxit med cirka 30 procent i genomsnitt per år. Effektiv och snabb expansion via direktförsäljning och ett utökat produkterbjudande har varit viktiga ingredienser i tillväxtreceptet. Under samma period har EBITDA-marginalen ökat från 3,2 procent 2012 till 10,0 procent 2021, vilket till största delen förklaras av skalbarhet i affären. Konkurrenten är stenhård med en uppsjö av produkter med liknade formuleringar och hälsopåståenden. Historiken påvisar dock styrkan i bolagets erbjudande, affärsmodell och tillväxtstrategi.
- **Expansion i Asien, en viktig tillväxt drivare.** Under de gångna åren är det expansion till nya länder i Europa som varit en av de främsta tillväxt drivarna. Trots miljardomsättning är marknadsandelen på befintliga marknader ytterst begränsad och därmed finns utrymme för tillväxt. Förvärvade Enhantz i Tyskland bör ge försäljningssynergier. De första stegen har också tagits för att replikera expansionsstrategin i Asien och Stillahavsområdet. Hittills har satsningen i Asien burit frukt och fler marknader kommer öppnas. Sammantaget ser vi fortsatt goda tillväxtutsikter, inte minst då restriktioner i kölvattnet av pandemin lättats.
- **Uppsida i marginaler.** I termer av bruttomarginal efter distributörskostnader ligger Zinzino en bra bit efter de större sektorkollegorna som Herbalife och Usana Health. Med ett breddat produktutbud som i större utsträckning produceras vid den egna fabriken tror vi bruttomarginalen kan öka. Den främsta faktorn till den potentiella uppsidan i lönsamheten är dock skalbarhet i affären när koncerngemensamma kostnader sprids ut på högre intäkter.
- **Historiskt låga värderingsnivåer och oförtjänt rabatt.** I dag handlas Zinzino till en EV/EBIT-multipel rullande 12 månader om 10,5x. Det är en historiskt låg nivå jämfört med genomsnittet som sedan mars 2013 ligger på 33,3x. Genom att kombinera två modeller för multipelvärdering med en DCF-värdering beräknar vi ett motiverat värde per aktie om 52,8 kronor (60,7) för de kommande 6-12 månaderna. Det motsvarar en bra potentiell uppsida om 36 procent jämfört med senast betalda kurs. Vår värdering motsvarar en EV/EBIT-multipel om 14,1x vår prognos 2022. I dag handlas Zinzino till en EV/EBIT multipel om 9,8x vår prognos för 2022. Det är en oförtjänt rabatt mot vår referensgrupp givet våra antagande rörande tillväxt och marginalexpansion över tid.

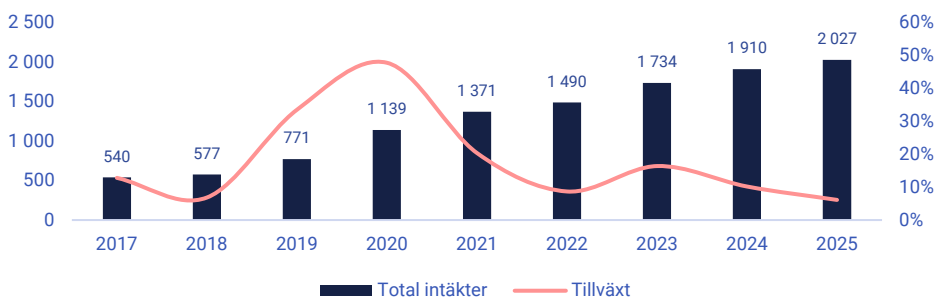
Antaganden och prognoser

Nya tillväxtinitiativ kommer att öka intäkterna

2022 räknar vi med en tillväxt på 8,7 procent och totala intäkter på 1 490 miljoner kronor. Det är en mindre nedjustering från tidigare 1 510 miljoner kronor. Tillväxten hämmas av fortsatt svag utveckling i Norden och nedstängningar i APAC. 2023 har vi antagit att tillväxten åter tilltar och CAGR, 2021-2025 är 10,3 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 och förvärv är således en trigger som kan påskynda tillväxttakten.

Över hela prognosperioden, 2022-2031 räknar vi med en genomsnittlig tillväxttakt per år om 6,9 procent, ned från tidigare 7,1 procent.

Totala intäkter (MSEK) och tillväxt (%)

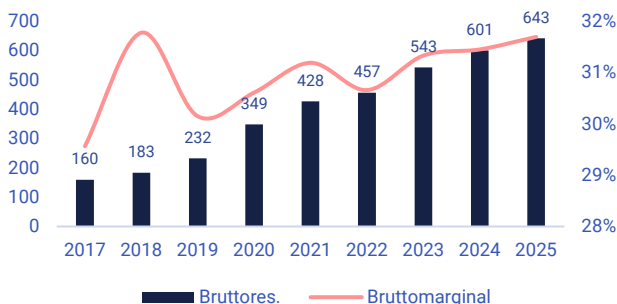


Källa: Bolagsinformation and Carlsquare prognoser

Skalbarhet ger marginalexpansion

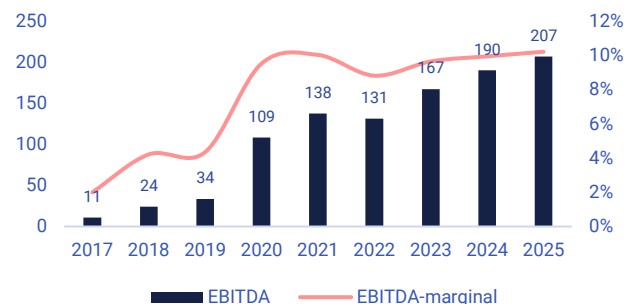
2022 räknar vi med ett bruttoreultat på 457 miljoner kronor, motsvarande en marginal på 30,7 procent. Till det sista året i prognosperioden, 2031, räknar vi med att bruttomarginalen stiger till 32,5 procent, delvis som en effekt av en förändrad produktmix och större andel sålda varor producerad i egen 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 131 miljoner kronor motsvarande en EBITDA-marginal på 8,8 procent. Det är en nedjustering från tidigare 9,5 procent. Över tid ökar dock EBITDA-marginalen till 12,0 procent vid utgången av 2031, ned från tidigare antagande på 12,5 procent.

Genomsnittlig EBITDA-marginal 2022-2025 är i vårt scenario 9,7 procent tack vare tillväxtantagande och skalbarhet men även högre bruttomarginal. Bolagets målsättning är en genomsnittlig EBITDA-marginal över sju procent.

Motiverat värde inom ett intervall

Pressad aktie med bra uppsida

Vi har kombinerat en DCF-modell med två multipelvärderingsmodeller för att beräkna ett motiverat värde per aktie. Vår DCF-värdering resulterar i ett värde per aktie på 58,1-76,1 kronor per aktie. Vår multipelvärdering på EV/EBIT 2022 ger ett värde per aktie på 44,5-55,7 kronor per aktie.

I basscenariot beräknas ett motiverat värde om 52,8 kronor per aktie för de kommande 6-12 månaderna.

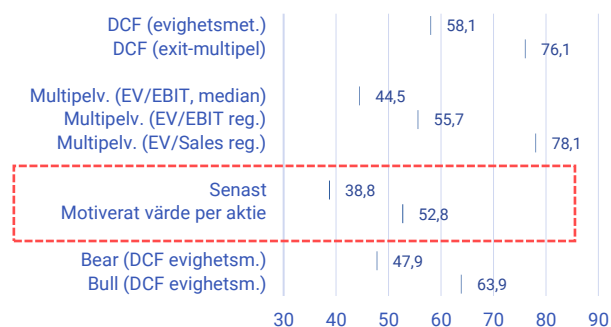
Genom att kombinera det lägsta värdet i DCF-modellen med värdena från multipelvärderingarna (EV/EBIT, regression och median) i ett genomsnitt beräknar vi ett motiverat värde per aktie på 52,8 (60,7) kronor för de kommande 6-12 månaderna. Det är en nedjustering och förklaras i huvudsak av nedjusterade lönsamhetsantaganden efter första kvartalsrapporten, en högre riskfri ränta och något lägre värderingsmultiplar i sektorn.

Motiverat värde (kr/aktie), basscenario

Multipelvärdering (EV/EBIT, 2022)	44,5
Multipelvärdering (EV/EBIT reg. 2022)	55,7
DCF-värdering	58,1
Motiverat värde per aktie	52,8
Möjlig upp-/nedsida	36%
Aktier, full finansiering och utspädning	33,8
Aktievärde	1 782
Kassa (Senast rapp. kv)	218
Skuld (senast rapp. kv)	-5
Nuvärde aktiefinansiering	0
EV	1 569

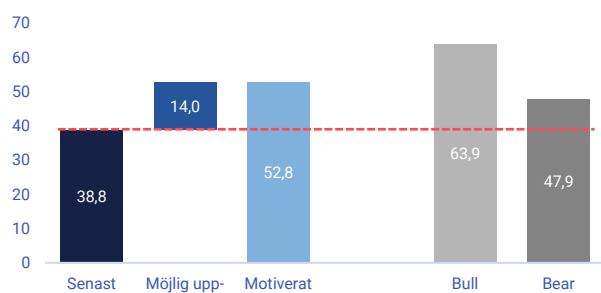
Källa: Carlsquare prognoser

Motiverat värde inom ett intervall (kr/aktie)



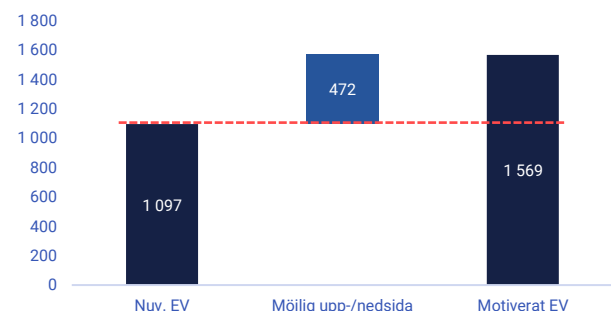
Källa: Carlsquare prognoser

Motiverat värde per aktie (SEK), tre scenarion



Källa: Carlsquare prognoser

Visualiering EV, basscenario (MSEK)



Källa: Carlsquare prognoser

En rimlighetsbedömning, basscenariot

Vårt motiverade värde i basscenariot motsvarar de implicita multiplarna nedan.

Implicita värderingsmultiplar, basscenario

	NTM	2021	2022	2023	2024
EV/Sales	1,0x	1,1x	1,1x	0,9x	0,8x
EV/EBITDA	10,7x	11,4x	11,9x	9,4x	8,2x
EV/EBIT	12,4x	13,5x	14,1x	10,7x	9,3x
P/E	18,6x	20,5x	21,3x	16,1x	14,0x

Källa: Carlsquare prognoser

Vår referensgrupp bestående av företag som producerar och säljer hälsokost handlas för närvarande till en median EV/Sales-multipel 2022 på 1,0x, EV/EBIT-multipel 2022 på 11,6x. Jämfört med referensgruppen motiveras handlas Zinzino i nuläget till en rabatt (0,7x respektive 9,8x våra prognoser 2022).

DCF värdering

Genom att diskontera det antagna framtida kassaflödet till dess nuvärde i en DCF-modell med en diskonteringsränta på 12,7 procent (11,8) beräknas ett motiverat värde till 58,1 kronor per aktie (69,3) för de kommande 6-12 månaderna.

DCF-värdering, basscenario

DCF-värdering		Disk.ränta		Antaganden	
PV(UFCF)	926	Riskfri ränta	1,7%	CAGR, 2021-2031	6,9%
PV(TV)	823	Marknadsriskprem.	6,7%	EBITDA-margin, 2031	12,0%
Enterprise value	1 749	Storleksprem.	2,5%	EBIT-margin, 2031	10,9%
Nettoskuld (31-Dec)	213	Beta	1,2x	Tax rate	20,6%
Aktievärde	1 962	Förväntad avkastning EK	12,7%		
PV(kapital, nyemissioner)	0			Implicita multiplar	
Aktievärde efter finansiering	1962	Ränta, just. för skatt	2,4%	EV/Sales, NTM	1,1x
Utestående aktier	33,8	Belåning	0,0%	EV/Sales 2022	1,2x
Nya aktier	0,0	WACC	12,7%	EV/EBITDA, NTM	12,0x
Utestående aktier efter finansiering och utspädning	33,8			EV/EBITDA 2022	13,3x
Värde per aktie före finansiering och utspädning	58,1	Bolagsspecifik prem.	0,0%	EV/EBIT NTM	13,8x
Värde per aktie efter finansiering och utspädning	58,1	Diskonteringsränta	12,7%	EV/EBIT, 2022	15,7x

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%
10,7%	68,3	72,8	78,6	86,5
11,7%	61,3	64,6	68,7	74,1
12,7%	55,6	58,1	61,2	65,0
13,7%	50,9	52,9	55,2	58,0
14,7%	47,0	48,5	50,3	52,4

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

Känslighetsanalys med exit-multipel (kr/aktie)

	10,4x (10%)	11,6x (0%)	12,7x (10%)	13,9x (20%)
10,7%	76,3	80,8	85,2	89,6
11,7%	74,0	78,4	82,7	87,1
12,7%	71,9	76,1	80,4	84,6
13,7%	69,8	74,0	78,1	82,3
14,7%	67,9	72,0	76,0	80,1

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 76,1 kronor (85,0).

Multipelvärdering

Nedan följer multipelvärderingar baserat på referensgruppens medianvärde för EV/EBIT 2022. Som framgår beräknat ett värde per aktie genom denna metod till 44,5 kronor (50).

Multipelvärdering medianvärde EV/EBIT 2022, basscenario

	HQ	Mcap (SEKm)	CAGR, 2020-2023	μEBIT-marg., 2021-2023	EV/EBIT, 2022
Midsona AB (publ)	SE	1 746	5%	6%	15,7x
Orkla ASA	NO	74 315	4%	12%	13,8x
Probi AB (publ)	SE	3 589	6%	16%	31,1x
Aker BioMarine AS	NO	4 236	20%	9%	37,7x
Herbalife Nutrition Ltd.	US	20 828	2%	11%	8,0x
Nu Skin Enterprises, Inc.	US	22 172	3%	11%	9,3x
USANA Health Sciences, Inc.	US	12 944	-	14%	7,3x
Tupperware Brands Corporation	US	2 702	2%	12%	6,7x
Median		8 590	4%	12%	11,6x
Genomsnitt		17 816	6%	11%	16,2x
Rabatt	0%				
Använd EV/EBIT-multipel	11,6x				
Förväntad försäljning, 2022	111				
EV	1 290				
Nettokassa	213				
Kassa från nyemissioner	0				
Aktievärde efter finansiering	1 503				
Utestående aktier	33,8				
Nya aktier från aktiefinansiering	0,0				
Utestående aktier efter full finansiering	33,8				
Värde per aktie före finansiering och utspädning	44,5				
Aktievärde efter finansiering och utspädning	44,5				

Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare prognoser

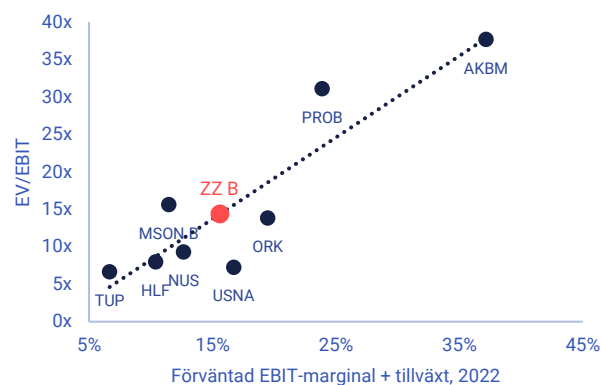
Nedan följer multipelvärderingar baserat en regressionsanalys med EV/EBIT-multipel 2022 och förväntad tillväxt plus EBIT-marginal 2022. Som framgår beräknat ett värde per aktie genom denna metod till 55,7 kronor (62,9).

Multipelvärdering EV/EBIT 2022, regression

Lutning	108,9
Skärningspunkt	-2,6
Rsq	80%
Förväntad tillväxt, 2022	8,7%
Förväntad EBIT-marginal, 2022	7,5%
Implicit multipel	15,0x
EBIT-resultat, 2022	111
EV	1 667
Nettokassa	213
Kassa från nyemissioner	0
Aktievärde efter finansiering	1 881
Utestående aktier efter full finansiering	33,8
Värde per aktie före finansiering och utspädning	55,7
Aktievärde efter finansiering och utspädning	55,7

Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare prognoser

Implicit värderingsmultipel från regression



Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare prognoser

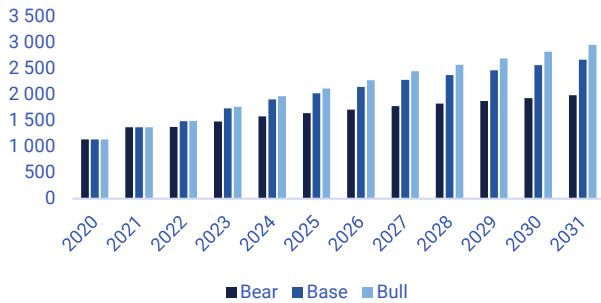
Värderingsintervall

I Bull- och Bear-scenariot har vi använt vår DCF-modell (evighetskap.) men utvecklat alternativa kurvor för tillväxt och lönsamhet. I Bull-scenariot modellerar vi en genomsnittlig årlig tillväxttakt, 2022-2031, på 8,0 procent (6,9 procent i basscenario). EBIT-marginalen antas öka till 12,4 procent (10,9 procent i basscenario) till 2031. Med dessa antagen beräknas ett värde per aktie på 63,9 kronor (76,7).

För Bear-scenariot modellerar vi en genomsnittlig årlig tillväxttakt på 3,8 procent. EBIT-marginalen antas öka till 8,3 procent till år 2031. Med dessa antagen beräknas ett värde per aktie på 47,9 kronor (56,3).

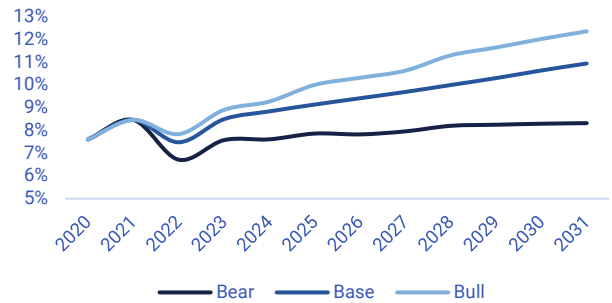
Den antagna utvecklingen för nettoomsättning och EBIT-marginal i de tre scenariona visas nedan.

Nettoomsättning (MDKK), tre scenarion



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

EBIT-marginal, tre scenarion



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Kring, inflation och Covid skapar osäkerhet

Avbrutna planer för expansion i Europa 2022

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

Stigande fraktkostnader och inflation

Kostnad sålda varor har och kan komma att öka ytterligare som en effekt av inflation pådrivet av bland annat högre transportkostnader och 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 att bruttoresultatet påverkas negativt av inflationen. Vi bedömer samtidigt att kostnadsbilden kan komma ner för exempelvis transport och energi under 2023, men osäkerheten är hög. Vi tror 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.

Räkenskaper och nyckeltal

Resultaträkning, kvartalsbasis (MSEK)

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Per aktie							
EPS	-0,03	0,15	0,33	1,96	2,57	2,48	3,29
DPS	0,7	0,7	1,3	2,0	2,0	2,3	2,3
BVPS	1,2	2,9	4,7	5,4	6,7	8,4	10,5
TVBPS	0,2	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4
Värdering (nuvarande)							
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
P/E	118,6x	19,8x	15,1x	15,6x	11,8x	10,3x	9,4x
P/B	32,5x	13,8x	8,6x	7,4x	5,8x	4,6x	3,7x
EV/Sales	1,4x	1,0x	0,8x	0,7x	0,6x	0,6x	0,5x
EV/EBITDA	32,7x	10,1x	8,0x	8,3x	6,6x	5,8x	5,3x
EV/EBIT	74,2x	12,7x	9,5x	9,8x	7,5x	6,5x	5,9x
Övrigt							
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Dividend yield	1,8%	1,8%	3,2%	5,2%	5,2%	5,8%	5,8%
FCF yield	4,9%	6,7%	10,8%	7,0%	11,4%	11,0%	12,4%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Resultaträkning, kvartalsbasis (MSEK)

	Q1, 21	Q2, 21	Q3, 21	Q4, 21	Q1, 22P	Q2, 22P	Q3, 22P	Q4, 22P
Totala intäkter	333	322	314	401	334	331	361	463
Bruttoresultat	101	105	107	114	99	99	114	144
EBITDA	37	33	40	26	26	26	37	43
EBIT	32	28	35	21	20	21	32	38
EBT	32	28	35	21	20	21	32	38
Vinst efter skatt	24	23	28	15	16	17	25	30
Vinst per aktie	0,69	0,66	0,80	0,43	0,45	0,47	0,72	0,85
Tillväxt								
	Q1, 21	Q2, 21	Q3, 21	Q4, 21	Q1, 22	Q2, 22P	Q3, 22P	Q4, 22P
Totala intäkter	39,0%	17,5%	11,6%	15,3%	-0,1%	3,0%	15,2%	16,1%
Bruttoresultat	20,9%	43,0%	32,4%	3,2%	-1,9%	-5,6%	6,3%	26,6%
EBITDA	41,9%	109,3%	40,1%	-29,4%	-31,0%	-22,9%	-8,6%	62,4%
EBIT	48,8%	153,3%	51,9%	-32,7%	-37,1%	-25,5%	-7,8%	82,7%
EBT	49,4%	155,6%	60,1%	-34,1%	-37,5%	-25,6%	-7,6%	84,6%
Vinst efter skatt	43,1%	168,9%	66,3%	-39,7%	-34,0%	-28,1%	-10,2%	107,4%
Marginaler								
	Q1, 21	Q2, 21	Q3, 21	Q4, 21	Q1, 22	Q2, 22P	Q3, 22P	Q4, 22P
Bruttomarginal	30,4%	32,6%	34,3%	28,3%	29,7%	29,9%	31,7%	31,1%
EBITDA-marginal	11,2%	10,4%	12,9%	6,6%	7,7%	7,8%	10,2%	9,3%
EBIT-marginal	9,6%	8,8%	11,1%	5,2%	6,0%	6,3%	8,9%	8,2%
EBT-marginal	9,6%	8,7%	11,0%	5,1%	6,0%	6,3%	8,8%	8,2%
Vinstmarginal	7,2%	7,1%	9,0%	3,6%	4,7%	5,0%	7,0%	6,5%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Resultaträkning, årsbasis (MSEK)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Summa intäkter	540	577	771	1139	1371	1490	1734	1910	2027
Handelsvaror & övriga dir. kostnader	-381	-394	-538	-790	-943	-1033	-1191	-1310	-1385
Bruttoresultat	160	183	232	349	428	457	543	601	643
Summa rörelsekostnader	-149	-159	-199	-240	-290	-325	-376	-411	-435
EBITDA	11	24	34	109	138	131	167	190	207
Av- och nedskrivningar	-10	-17	-19	-22	-22	-20	-20	-21	-22
EBIT	1	7	15	87	116	111	147	169	185
Finansnetto	0	-1	-1	-2	-1	-1	-1	-1	-1
EBT	1	6	14	85	115	111	146	168	184
Skatt	-2	-1	-3	-19	-25	-23	-30	-35	-38
Resultat efter skatt	-1	5	11	66	90	88	116	133	146
Vinst per aktie	-0,03	0,15	0,33	1,96	2,57	2,48	3,29	3,77	4,14
Aktier, EoP	32,6	32,6	32,6	33,0	33,7	33,8	33,8	33,8	33,8
Aktier, AVG.	32,6	32,6	32,6	32,8	33,4	33,7	33,8	33,8	33,8

Tillväxt	2017	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Summa intäkter	-62,1%	8,0%	32,9%	51,2%	19,9%	8,8%	16,5%	10,2%	6,1%
Bruttoresultat	-72,8%	14,8%	26,6%	50,0%	22,7%	6,8%	19,0%	10,6%	6,9%
EBITDA	-85,1%	125,3%	37,7%	223,7%	26,7%	-4,5%	27,4%	13,6%	9,0%
EBIT	-97,3%	935,1%	109,7%	485,8%	33,9%	-3,9%	32,2%	14,6%	9,7%
EBT	-84,8%	1086,3%	120,5%	512,2%	35,2%	-3,8%	32,4%	14,7%	9,8%
Resultat efter skatt	-156,3%	595,7%	113,0%	487,2%	35,3%	-2,2%	32,4%	14,7%	9,8%
Vinst per aktie	722,2%	-542,6%	125,0%	499,3%	31,1%	-3,4%	32,3%	14,7%	9,8%

Marginaler	2017	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Bruttomarginal	29,6%	31,8%	30,1%	30,6%	31,2%	30,7%	31,3%	31,5%	31,7%
EBITDA-marginal	2,0%	4,2%	4,4%	9,5%	10,0%	8,8%	9,7%	10,0%	10,2%
EBIT-marginal	0,1%	1,2%	1,9%	7,6%	8,5%	7,5%	8,5%	8,8%	9,1%
EBT-marginal	0,1%	1,1%	1,8%	7,5%	8,4%	7,4%	8,4%	8,8%	9,1%
Vinstmarginal	-0,2%	0,9%	1,5%	5,8%	6,5%	5,9%	6,7%	7,0%	7,2%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare.

Balansräkning (MSEK)

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Summa immateriella tillg.	50	56	64	85	96	109	122
Summa materiella tillg.	6	7	11	13	14	14	15
Summa övriga anläggningstillg.	52	47	43	41	41	41	42
Summa anläggningstillg.	108	110	118	140	151	164	178
Varulager	89	127	159	177	204	216	229
Kundfordringar	22	67	58	78	82	91	97
Övriga omsättningstillg.	10	37	35	45	49	53	56
Kassa och bank	77	143	236	244	310	361	428
Summa omsättningstillgångar	198	373	487	544	645	721	810
Summa tillgångar	307	483	605	684	796	885	988
Eget kapital	40	95	152	177	226	283	353
Summa eget kapital	40	95	152	177	226	283	353
Leasingskulder	2	5	5	5	5	5	5
Uppskjutna skatteskuld	33	34	25	24	24	24	24
Övriga långfristiga skulder	0	0	1	1	1	1	1
Summa långfristiga skulder	35	39	31	30	30	30	30
Skatteskuld	3	12	17	19	19	19	19
Leasingskulder	11	10	14	12	12	12	12
Leverantörsskulder	36	55	44	62	64	72	76
Övriga kortfristiga skulder	101	163	239	248	297	308	327
Upplypna kostnader och förutbet. intäkter	82	109	109	136	148	161	171
Summa kortfristiga skulder	232	349	423	477	541	572	605
Summa skulder	266	389	453	507	571	602	635
Summa eget kapital och skulder	307	483	605	684	796	885	988
Likviditet	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Balanslikviditet	86%	107%	115%	114%	119%	126%	134%
Kassalikviditet	33%	41%	56%	51%	57%	63%	71%
Belåning	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Nettoskuld(-)/nettokassa(+)	75	138	231	239	305	356	424
Nettoskuld/EBITDA	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
Nettoskuld/EK	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
Vermögen/Eigenkapital	13%	20%	25%	26%	28%	32%	36%
Effektivitet	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
ROA	Neg.	1,1%	1,9%	9,7%	11,3%	9,9%	11,8%
ROE	Neg.	7,9%	9,2%	40,4%	44,6%	34,5%	36,5%
ROIC	1,3%	5,6%	7,5%	37,9%	40,0%	30,8%	32,7%

Källa: Bolagsinformation Carlsquare prognoser

Kassaflöde (MSEK)

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
KF, löpande verksam. före delta RK	34	105	110	110	136	155	168
Delta RK	38	-8	43	6	29	6	11
KF, löpande verksamhet	71	97	153	116	165	161	179
KF, investeringsverksamhet	-7	-9	-12	-24	-15	-17	-18
KF, finansieringsverksamhet	-33	-22	-49	-83	-84	-93	-95
Periodens kassaflöde	31	66	93	8	66	51	67
Kassa, BaP	45	77	143	236	244	310	361
Kassa, SaP	77	143	236	244	310	361	428
Nyckeltal	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
KF, löpande verksamhet/Summa intäkter	9%	9%	11%	8%	10%	8%	9%
KF, löpande verksamhet/EBITDA	213%	90%	112%	88%	99%	85%	87%

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.