

## Uppdatering: Kv3 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 en förbättrad lönsamhet. En viktig komponent till framgången har varit distributivmetoden direktförsäljning.

VD: Dag Pettersen  
 SO: Hans Jacobsson  
[www.zinzino.com](http://www.zinzino.com)

Bloomberg: ZZB:SS  
 Reuters Eikon: ZZB.ST

Lista: Nasdaq First North

Aktie, senast: 27,0 kronor  
 Marknadsvärde: 914 MSEK

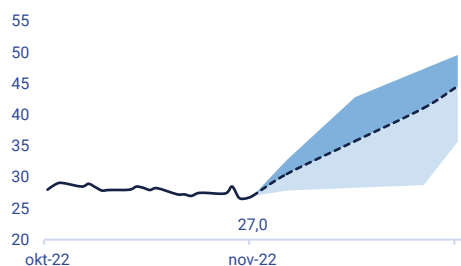
### AKTIEKURSUTVECKLING



	12M	YTD	6M	1M
Utveckling (%)	-58	-53	-32	-4

Källa: S&P Capital IQ

### VÄRDERINGSINTERVALL



	BEAR	BAS	BULL
Pris per aktie (kr)	35,7	44,4	49,6
Upp-/nedsida (%)	35	68	87

Källa: Carlsquare prognoser

### CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

Markus Augustsson  
 Head of Equity Research

Fredrik Nilsson  
 Associate Equity Analyst

## Tilltagande tillväxt och oförtjänt rabatt

Under det gångna kvartalet redovisade Zinzino en tilltagande tillväxt och en lönsamhet över förväntan. Centraleuropa fortsätter att driva tillväxten samtidigt som synergier från förvärvet av Enhazz nu börjar synas. I ett basscenario beräknas ett motiverat värde per aktie till 44,4 kronor (41,4).

### Tilltagande tillväxt och lönsamhet över förväntan

Med totala intäkter på 350 miljoner kronor under det tredje kvartalet 2022 ökade Zinzino på sin tillväxttakt till 11,6 procent, jämfört med 2,2 procent under det andra kvartalet. Vår uppdaterade prognos låg på 346 miljoner kronor och utfallet var således i linje med förväntan. Centraleuropa, som växte med 33,2 procent, fortsätter att driva gruppens totala tillväxt. Samtidigt fortsätter bolagets största delmarknad, Norden, att hämma utvecklingen. Dock framgår det i kvartalsrapporten att aktiviteten tilltar i Nordens samtliga länder med undantag för Finland där riktade insatser görs i form av både digitala och fysiska distributörseven.

Bruttoresultatet kom in på 111 miljoner kronor, motsvarande en marginal på 31,7 procent. Vår uppdaterade prognos låg på 30,3 procent och utfallet var således något bättre än väntat. Exkluderat av- och nedskrivningar liksom kostnad sålda varor ökade kostnadsbasen med 27,5 procent, alltså snabbare än intäkterna. EBITDA-resultatet backade således med 37,2 procent till 24,5 miljoner kronor, motsvarande en marginal om 7,3 procent. Vi hade räknat med ett EBITDA-resultat på 20,7 miljoner kronor och en EBITDA-marginal på 6,0 procent. Utfallet var således ändå aningen bättre än väntat.

### Goda utsikter med synergier

Som framgår i kvartalsrapporten har synergier från förvärvet av Enhazz börjat realiseras. Det förvärvade produktutbudet från Enhazz har lanserats i oktober till Zinzinos samtliga distributörer och på hemsidan. Mot bakgrund av detta, en tilltagande tillväxttakt under det tredje kvartalet och ett fortsatt starkt momentum i Centraleuropa bedömer vi att tillväxtutsikterna är goda, trots rådande makroekonomiska situation. Under 2023 räknar vi med en tillväxt på 12,6 procent. Över hela prognosperioden, 2022–2031, räknar vi med en årlig genomsnittlig tillväxttakt om 7,4 procent.

Mot bakgrund av utfallet för det tredje kvartalet har vi justerat upp våra lönsamhetsantaganden en aning. Vi räknar nu med en EBITDA-marginal 2022 på 6,6 procent. Över tid räknar vi med att EBITDA-marginalen stiger till 9,7 procent. Bolagets mål är att ha en EBITDA-marginal över nio procent. Vi räknar inte med några förvärv och fler förvärv skapar således potentiell uppsida i våra prognoser.

### Höjt motiverat värde med högre lönsamhet

I ett basscenario beräknas ett motiverat värde per aktie till 44,4 kronor (41,4). Uppvärdningen beror i huvudsak på höjda lönsamhetsantaganden. Vår värdering motsvarar en EV/Sales-multipel NTM om 0,9x. Referensgruppens medianvärde är 0,9x. I dag handlas Zinzino-aktien till en EV/Sales NTM på 0,5x – en omotiverad rabatt.

### Finansiella nyckeltal (MSEK)

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Totala intäkter	771	1 139	1 371	1 443	1 625	1 816
Bruttoresultat	232	349	428	444	511	573
EBITDA	33,5	109	138	95,8	127	147
EBIT	14,8	86,6	116	71,1	103	121
EBT	13,9	85,0	115	69,6	102	120
Vinst per aktie	0,33	1,96	2,57	1,60	2,37	2,79
Tillväxt, totala intäkter	33,5%	47,8%	20,4%	5,3%	12,6%	11,8%
EBITDA-marginal	4,4%	9,5%	10,0%	6,6%	7,8%	8,1%
EBIT-marginal	1,9%	7,6%	8,5%	4,9%	6,4%	6,7%
EV/Sales	1,0x	2,1x	1,3x	0,5x	0,5x	0,4x
EV/EBITDA	22,5x	22,5x	13,0x	7,9x	6,0x	5,2x
EV/EBIT	51,0x	28,2x	15,4x	10,6x	7,3x	6,2x
P/E	70,9x	38,8x	22,2x	16,5x	11,2x	9,5x

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

# Uppföljning och kommentarer

Med totala intäkter på 350 miljoner kronor under det tredje kvartalet 2022 ökade Zinzino på sin tillväxttakt till 11,6 procent, jämfört med 2,2 procent under det andra kvartalet. Dock ökade kostnadsbasen snabbare än intäkterna. EBITDA-resultatet på 25,4 miljoner kronor backade följaktligen med 37 procent. Lönsamheten översteg dock vår förväntan.

## Lönsamhet över förväntan

Nedan visas utfallet för det tredje kvartalet 2022 i förhållande till samma kvartal föregående år liksom våra prognoser. Sammanfattningsvis var intäkterna i linje med den uppdaterade förväntansbilden. Lönsamheten backade men överträffade samtidigt våra estimat en aning. Detta indikerar att bolaget kan hantera sin kostnadsbild väl i rådande marknadsklimat.

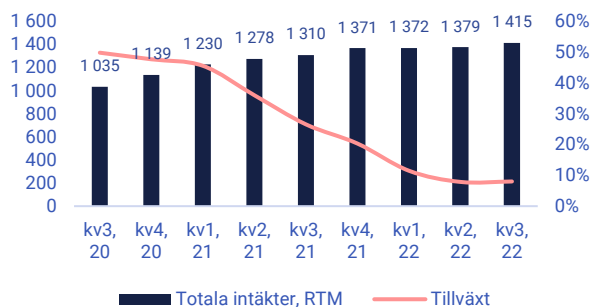
### Utfall jämfört med Carlsquare prognoser (MSEK)

	Kv3 22P	Kv3 22U	Kv3 21U	Avvikelse (%)	Tillväxt (%)
Totala intäkter	346	350	314	1%	12%
Bruttoresultat	105	111	108	6%	3%
Bruttomarginal	30,3%	31,7%	34,3%		
EBITDA	20,7	25,4	40,4	23%	-37%
EBITDA-marginal	6,0%	7,3%	12,9%		
EBIT	15,4	18,4	34,8	20%	-47%
EBIT-marginal	4,4%	5,3%	11,1%		
EBT	15,0	17,9	34,6	19%	-48%
Vinst per aktie (kr)	0,34	0,42	0,80	18%	-48%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

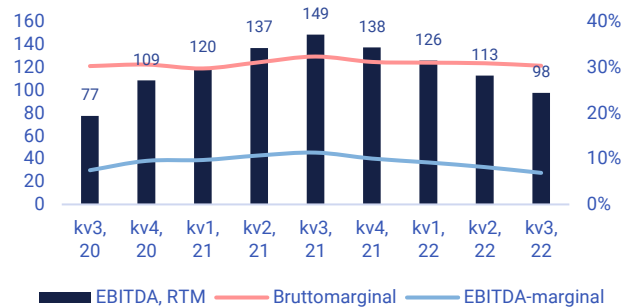
På rullande 12 månader syns hur den avtagande tillväxten planat ut, vilket är klart positivt. Med rådande tillväxtinitiativ och inflation har kostnadsbasen (exkluderat kostnad sålda varor samt av- och nedskrivningar) naturligt höjts. Kostnadsbasen har sedan det andra kvartalet 2021 växt snabbare än intäkterna. EBITDA-resultatet fortsätter dock att falla.

### 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

## Tilltagande tillväxt

Inkluderat ett större genomslag för bolagets prishöjning på i genomsnitt 6,5 procent som genomfördes i februari 2022 redovisade Zinzino totala intäkter på 350 miljoner kronor. Detta motsvarar en tillväxt på 11,6 procent. Tillväxttakten ökade

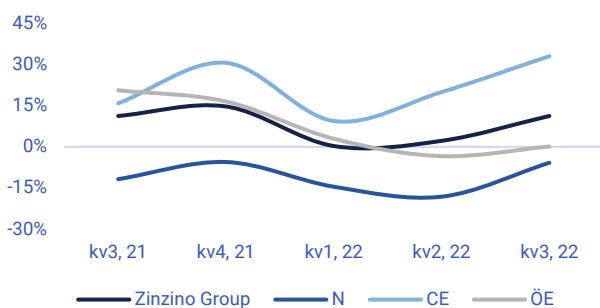
| Tillväxt hjälpt av prishöjningar.

sekventiellt från 2,2 procent under det andra kvartalet, vilket är en klart positiv signal. Summa intäkter var i linje med vår, efter annonserade preliminära försäljnings-siffror, uppdaterade prognos på 346 miljoner kronor.

## Centraleuropa agerar draglok

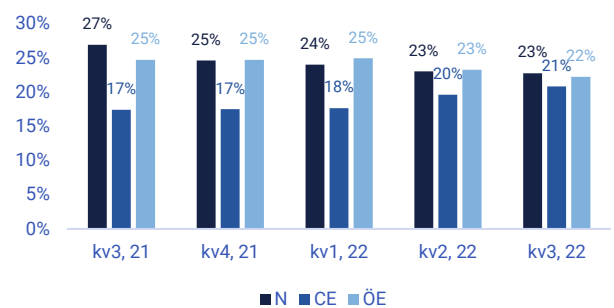
Bolagets tre största marknader är Norden (N), Östeuropa (ÖE) och Centraleuropa (CE) står i fokus. I Norden är tillväxten fortfarande negativ. Dock har aktiviteten ökat i Nordens samtliga länder med undantag för Finland, där insatser görs. Gruppens tillväxt drivs av Centraleuropa där bolaget nu även kan se synergieffekter från förvärvet av Enhazz. Centraleuropas intäktsbidrag ökar också för varje kvartal som går. Som framgår i den högra grafen nedan motsvarade denna delmarknads intäktsbidrag 20,8 procent under det tredje kvartalet, jämfört med 17,4 procent samma kvartal 2021.

### Tillväxt (%), delmarknader



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

### Intäktsbidrag (%), delmarknader



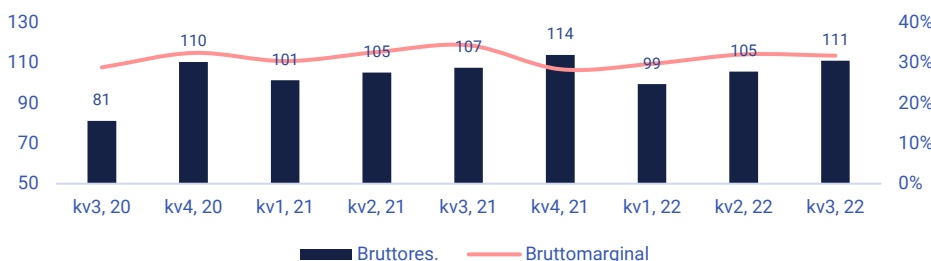
Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

## Marginaler över förväntan

### Bruttoresultat och marginal

Gruppens bruttoresultat ökade med 3,2 procent till cirka 111 miljoner kronor, motsvarande en marginal på 31,7 procent. Bruttomarginalen under det tredje kvartalet 2021 var 34,3 procent. Vår prognos låg på cirka 105 miljoner kronor, motsvarande en bruttomarginal på 30,3 procent. Utfallet var således aningen bättre än vår förväntansbild.

### Bruttoresultat (MSEK) och bruttomarginal (%)



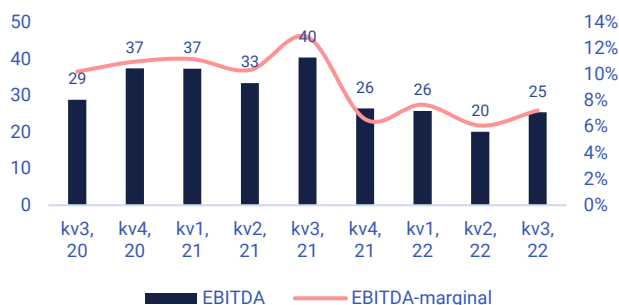
Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

### EBITDA-resultat och marginal

Bolagets kostnadsbas, då exkluderat kostnad sålda varor liksom av- och nedskrivningar, steg med 27,5 procent och växte således snabbare än intäkterna. Detta fick

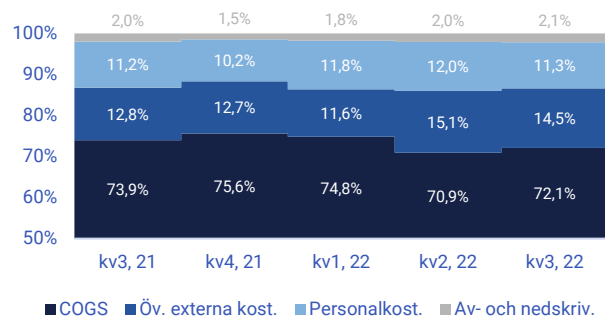
också det redovisade EBITDA att falla med 37,2 procent till 25,4 miljoner kronor, motsvarande en marginal på 7,3 procent. Vår prognos var 20,7 miljoner kronor, motsvarande en marginal på 6,0 procent. Utfallet var således aningen bättre än väntat och förklaras av den starkare bruttomarginalen.

### EBITDA (MSEK) och marginal (%)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

### Kostnadsfördelning

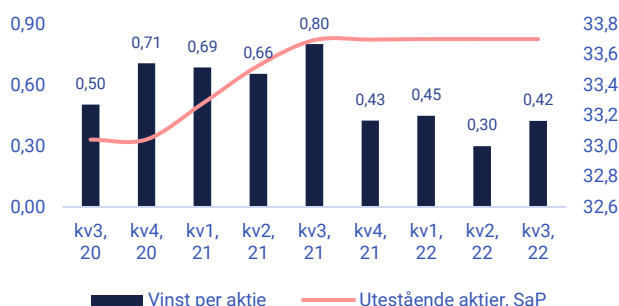


Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

### Vinst per aktie och kassaflöde

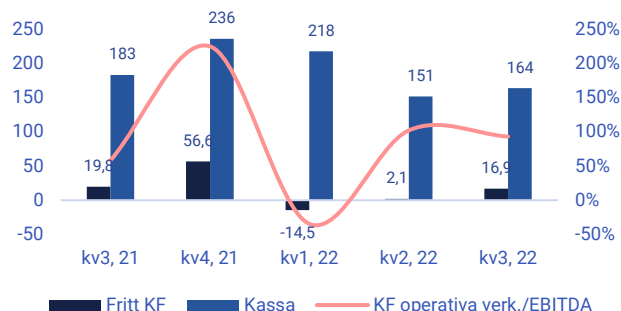
Under det gångna kvartalet redovisades en vinst per aktie på 0,42 kronor, jämfört med vår prognos på 0,34 kronor per aktie.

### Vinst per aktie (SEK) och utestående aktier (milj.)



SaP = Slutet av perioden. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

### Kassaflöde och kassa (MSEK)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Kassaflödet från den löpande verksamheten uppgick till 20,7 miljoner kronor, motsvarande 93 procent av EBITDA-resultatet. Det kan jämföras med en andel på 58 procent samma kvartal föregående år. Det fria kassaflödet uppgick till 16,9 miljoner kronor under det gångna kvartalet. Kassan per den 30 september 2022 uppgick till drygt 164 miljoner kronor.

# Investment case, prognoser och värdering

Zinzino har visat upp en stark historisk tillväxt till en förbättrad lönsamhet. Det påvisar styrkan i affärsmodellen, strategin och erbjudandet. Historiskt har Europa varit den främsta tillväxtdrivaren och förväntas också vara det framöver. Med en kostnadseffektiv försäljningsmodell bedömer vi att Zinzino på sikt kan återgå till att visa upp intäktstillväxt och marginalexpansion parallellt. I ett basscenario beräknas ett motiverat värde per aktie om 44,4 (41,4) 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. En effektiv och snabb expansion via direktförsäljning och ett utökat produkt erbjudande har varit viktiga ingredienser i tillväxtresan. 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.
- **Centraleuropa i centrum för fortsatt tillväxt.** Under de gångna åren är det expansion till nya länder i Europa som varit en av de främsta tillväxtdrivarna. Trots miljardomsättning är marknadsandelen på befintliga marknader ytterst begränsad och därmed finns utrymme för tillväxt. Förvärvade Enhazz i Tyskland börjar nu ge försäljningssynergier för koncernen. De första stegen har tagits för att replikera expansionsstrategin i Asien och Stillahavsområdet. Hittills har satsningen i Asien burit frukt och fler marknader kommer att öppnas. Sammantaget ser vi fortsatt goda tillväxtutsikter, inte minst då restriktioner i kölvattnet av pandemin har lättats.
- **Uppsida i marginaler.** I termer av bruttomarginal efter partner-/distributörskostnader ligger Zinzino en bra bit efter de större sektorkollegorna som Herbalife och Usana Health. Med ett breddat produktutbud som i större utsträckning produceras vid den egna fabriken tror vi att bruttomarginalen kan öka. Den främsta faktorn till den potentiella uppsidan i lönsamhet 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 10,4x. Det är en historiskt låg nivå jämfört med genomsnittet som sedan mars 2013 ligger på 32,1x. Genom att kombinera två modeller för multipelvärdering med en DCF-värdering beräknar vi ett motiverat värde per aktie om 44,4 kronor (41,4) för de kommande 6–12 månaderna. Det motsvarar en bra kurspotential om 68 procent jämfört med senast betalda kurs. Vår värdering motsvarar en EV/Sales-multipel om 0,9x vår prognos nästa tolv månader (NTM). I dag handlas Zinzino till en EV/Sales multipel om 0,5x vår prognos för NTM. Det är en oförtjänt rabatt jämfört med vår jämförelsegrupp vars medianvärde för denna multipel är 0,9x.

## Antaganden och prognoser

### Bra tillväxtutsikter

Vi har justerat upp vårt försäljningsestimat för 2022 något till 1 443 miljoner kronor. I övrigt lämnar vi våra prognoser för intäkterna oförändrade med en CAGR, 2021–2026 på 8,7 procent. Vi inkluderar inte några förvärv i våra prognoser. Sådana förvärv är således en trigger som kan påskynda tillväxttakten.

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

#### Totala intäkter (MSEK) och tillväxt (%)

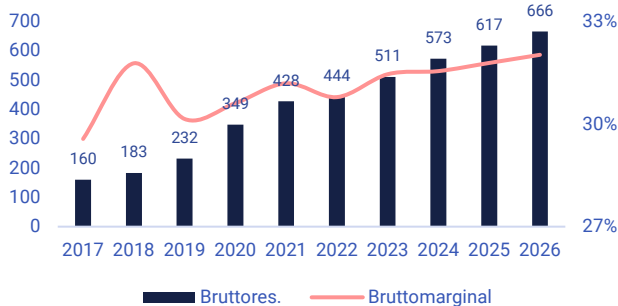


Källa: Bolagsinformation and Carlsquare prognoser

### Skalbarhet ger marginalexpansion

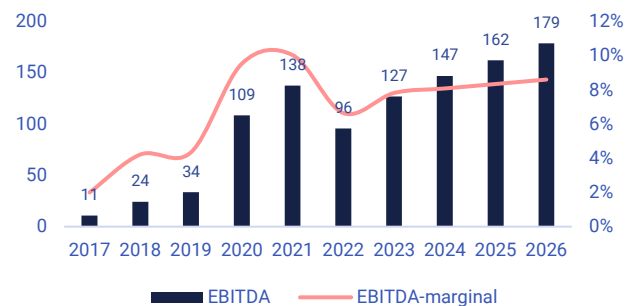
2022 räknar vi med ett bruttoresultat på 444 miljoner kronor (428), motsvarande en marginal på 30,8 procent (30,4). Till det sista året i prognosperioden, 2031, räknar vi med att bruttomarginalen stiger till 32,2 procent. Detta delvis som en effekt av en förändrad produktmix och större andel sålda varor producerad i egen regi. Herbalife och USANA Health redovisade år 2021 en bruttomarginal efter distributörskostnader om 47,0 procent respektive 37,9 procent.

#### Bruttoresultat (MSEK) och marginal (%)



Bruttoresultat = 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 via direktförsäljning kan skalbarhet åtnjutas trots en relativt hög tillväxttakt. I vårt scenario gör bolaget ett EBITDA-resultat 2022 på 96 miljoner kronor (89) motsvarande en EBITDA-marginal på 6,6 procent (6,2). Över tid antas dock EBITDA-marginalen öka till 9,7 procent vid utgången av 2031.

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

## Motiverat värde inom ett intervall

### Pressad aktie med bra potentiell uppsida

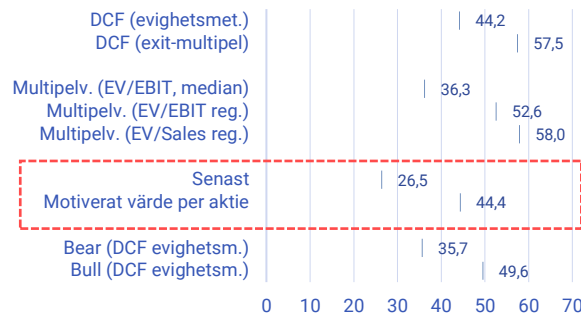
I ett basscenario beräknas ett motiverat värde per aktie om 44,4 kronor (41,4) för de kommande 6–12 månaderna. Den uppreviderade värderingen förklaras huvudsak med höjda lönsamhetsantaganden i det korta perspektivet som också höjer multipelvärderingen. Samtidigt har storlekspremien ökat och därmed diskontingsräntan i DCF-modellen.

#### Motiverat värde (SEK/aktie), basscenario

Multipelvärdering (EV/EBIT, 2022)	36,3
Multipelvärdering (EV/EBIT reg. 2022)	52,6
DCF-värdering	44,2
<b>Motiverat värde per aktie</b>	<b>44,4</b>
Möjlig upp-/nedsida	68%
Aktier, full finansiering och utspädning	33,7
<b>Aktievärde</b>	<b>1 497</b>
Kassa (Senast rapp. kv)	164
Skuld (senast rapp. kv)	-27
Nuvärde aktiefinansiering	0
<b>EV</b>	<b>1 360</b>

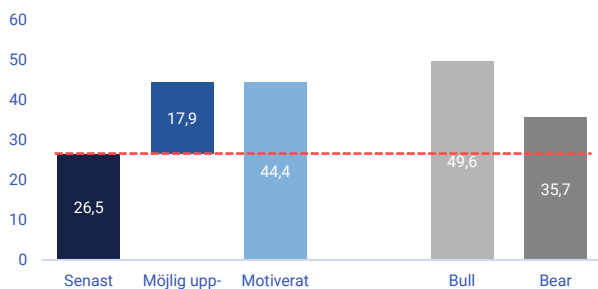
Källa: Carlsquare prognoser

#### Motiverat värde inom ett intervall (SEK/aktie)



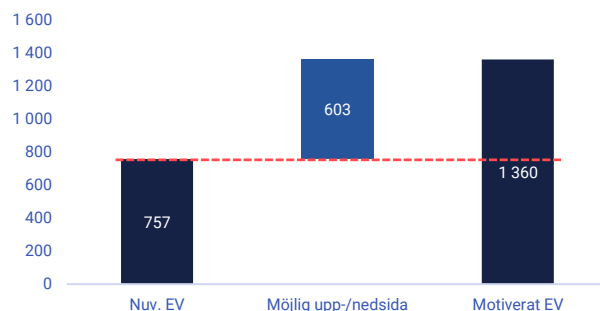
Källa: Carlsquare prognoser

#### Motiverat värde per aktie (SEK), tre scenarion



Källa: Carlsquare prognoser

#### Visualisering av EV, basscenario (MSEK)



Källa: Carlsquare prognoser

### En rimlighetsbedömning av basscenarioet

I dag handlas aktien till en värdering motsvarande EV/Sales multipel NTM om 0,5x. Vårt motiverade värde motsvarar de implicita multiplarna nedan. Vår referensgrupp bestående av företag som producerar och säljer hälsokost handlas för närvarande till en median EV/Sales-multipel NTM på 0,9x och en EV/EBIT-multipel NTM på 11,3x.

#### Implicita värderingsmultiplar, basscenario

	NTM	2021	2022	2023	2024
EV/Sales	0,9x	1,3x	0,9x	0,8x	0,7x
EV/EBITDA	11,4x	13,0x	14,2x	10,7x	9,3x
EV/EBIT	14,1x	15,4x	19,1x	13,2x	11,2x
P/E	20,1x	22,2x	27,7x	18,8x	15,9x

Källa: Carlsquare prognoser

## DCF värdering

Genom att diskontera det antagna framtida kassaflödet till dess nuvärde i en DCF-modell med en diskonteringsränta om 13,2 procent (13,0) beräknas ett värde till 44,2 kronor per aktie.

### DCF-värdering, basscenario

DCF-värdering		Disk.ränta		Antaganden	
PV(UFCF)	698	Risikfri ränta	1,9%	CAGR, 2021-2031	7,4%
PV(TV)	657	Marknadsriskprem.	6,7%	EBITDA-margin, 2031	9,7%
<b>Enterprise value</b>	<b>1 355</b>	Storleksprem.	2,7%	EBIT-margin, 2031	8,4%
Nettoskuld (31-Dec)	136	Beta	1,2x	Tax rate	20,6%
<b>Aktievärde</b>	<b>1 491</b>	Förväntad avkastning EK	13,2%		
PV(kapital, nyemissioner)	0			<b>Implicita multiplar</b>	
<b>Aktievärde efter finansiering</b>	<b>1491</b>	Ränta, just. för skatt	2,4%	EV/Sales, NTM	0,9x
Utestående aktier	33,7	Belåning	0,0%	EV/Sales 2022	0,9x
Nya aktier	0,0	WACC	13,2%	EV/EBITDA, NTM	11,3x
Utestående aktier efter finansiering och utspädning	33,7			EV/EBITDA 2022	14,1x
Värde per aktie före finansiering och utspädning	44,2	Bolagsspecifik prem	0,0%	EV/EBIT NTM	14,0x
<b>Värde per aktie efter finansiering och utspädning</b>	<b>44,2</b>	<b>Diskonteringsränta</b>	<b>13,2%</b>	EV/EBIT, 2022	19,1x

Källa: Carlsquare prognoser

## Känslighetsanalys

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

### Känslighetsanalys (SEK/aktie)

	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
<b>11,2%</b>	51,8	55,2	59,5	65,1
<b>12,2%</b>	46,6	49,1	52,2	56,2
<b>13,2%</b>	42,3	<b>44,2</b>	46,6	49,5
<b>14,2%</b>	38,8	40,3	42,1	44,2
<b>15,2%</b>	35,8	37,0	38,4	40,0

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

### Känslighetsanalys med exit-multipl (SEK/aktie)

	10,6x (10%)	11,8x (0%)	13,0x (10%)	14,2x (20%)
<b>11,2%</b>	57,3	60,7	64,1	67,5
<b>12,2%</b>	55,7	59,0	62,4	65,7
<b>13,2%</b>	54,2	<b>57,5</b>	60,8	64,1
<b>14,2%</b>	52,8	56,1	59,3	62,5
<b>15,2%</b>	51,5	54,7	57,8	61,0

Diskonteringsränta på Y-axeln och exitmultipl 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-multipl som metod för att beräkna evighetsvärdet - en alternativ evighetskapitalisering. För denna metod har vi tagit referensgruppens medianvärde för EBIT-multiplikatorn, inte rabatterat multiplern och applicerat på det antagna EBIT-resultatet år 2024. Detta värde diskonteras sedan till sitt nuvärde och utgör evighetsvärdet i DCF-modellen. Som framgår renderar denna modell i ett motiverat värde per aktie på 57,5 kronor.

## Multipelvärdering

Nedan följer multipelvärderingar baserat på referensgruppens medianvärde för EV/EBIT NTM. Som framgår beräknat ett värde per aktie genom denna metod till 36,3 kronor.

### Multipelvärdering medianvärde EV/EBIT 2022, basscenario

	HQ	Mcap (SEKm)	CAGR, 2020-2023	μEBIT-marg., 2021-2023	EV/EBIT, 2022
Midsona AB (publ)	SE	582	4%	4%	14,4x
Orkla ASA	NO	70 789	7%	12%	12,2x
Probi AB (publ)	SE	2 393	5%	14%	22,0x
Aker BioMarine AS	NO	3 433	21%	9%	33,0x
Herbalife Nutrition Ltd.	US	16 830	1%	11%	7,8x
Nu Skin Enterprises, Inc.	US	19 918	0%	9%	10,3x
USANA Health Sciences, Inc.	US	10 716	-	10%	8,4x
Tupperware Brands Corporation	US	2 162	-3%	9%	8,3x
<b>Median</b>		<b>7 074</b>	<b>4%</b>	<b>10%</b>	<b>11,3x</b>
Genomsnitt		15 853	5%	10%	14,6x
<b>Rabatt</b>		<b>0%</b>			
<b>Använd EV/EBIT-multipel</b>		<b>11,3x</b>			
Förväntad EBIT, NTM		97			
<b>EV</b>		<b>1 088</b>			
Nettokassa, senast kv.		136			
Kassa från nyemissioner		0			
<b>Aktievärde efter finansiering</b>		<b>1 224</b>			
Current shares outstanding (m)		33,7			
Nya aktier från aktiefinansiering		0,0			
Utestående aktier efter full finansiering		33,7			
Värde per aktie före finansiering och utspädning		36,3			
<b>Aktievärde efter finansiering och utspädning</b>		<b>36,3</b>			

Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare prognoser

## Regression

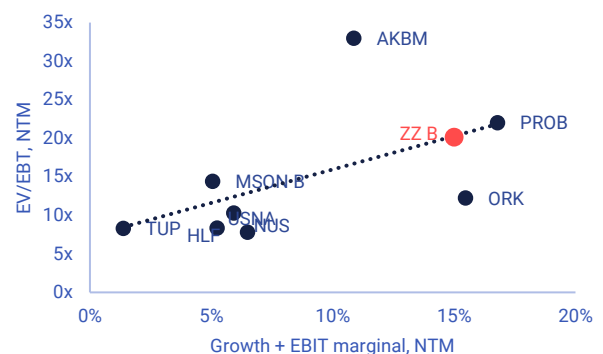
Nedan följer multipelvärderingen baserat på en regressionsanalys med EV/EBIT-multipel NTM och en förväntad tillväxt plus EBIT-marginal NTM. Som framgår beräknat ett värde per aktie genom denna metod till 52,6 kronor.

### Multipelvärdering EV/EBIT NTM, regression

Lutning	86,7
Skärningspunkt	7,3
Rsq	29%
Förväntad tillväxt, NTM	11,2%
Förväntad EBIT-marginal, NTM	6,1%
<b>Implicit multipel</b>	<b>17,0x</b>
EBIT-resultat, NTM	97
<b>EV</b>	<b>1 638</b>
Nettokassa	136
Kassa från nyemissioner	0
<b>Aktievärde efter finansiering</b>	<b>1 774</b>
Utestående aktier efter full finansiering	33,7
Värde per aktie före finansiering och utspädning	52,6
<b>Aktievärde efter finansiering och utspädning</b>	<b>52,6</b>

Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare prognoser

### Implicit värderingsmultipel från regression



Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare prognoser

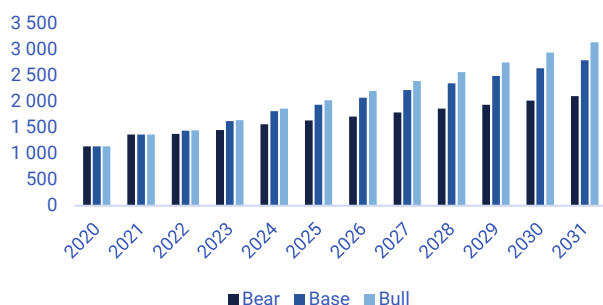
## Värderingsintervall

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 med en genomsnittlig årlig tillväxttakt, 2022–2031, på 8,6 procent (7,4 procent i basscenariot). EBITDA-marginalen antas öka till 10,8 procent (9,7 procent i basscenariot) fram till 2031. Med dessa antagen beräknas ett värde per aktie på 49,6 kronor.

För Bear-scenariot modellerar vi med en genomsnittlig årlig tillväxttakt på 4,4 procent. EBIT-marginalen antas öka till 7,9 procent till år 2031. Med dessa antagen beräknas ett värde per aktie på 35,7 kronor.

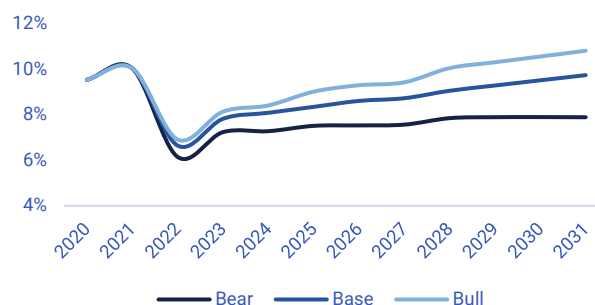
Den antagna utvecklingen för nettoomsättning och EBIT-marginal i de tre scenariona visas nedan.

### Nettoomsättning (MSEK), tre scenarion



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

### EBIT-marginal, tre scenarion



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

## Inflation, krig och Covid skapar osäkerhet

### Avbrutna planer för expansion i Europa 2022

Inför 2022 var bolagets avsikt att etablera sig på delmarknaderna Ukraina och Ryssland. Det tragiska kriget i Ukraina har dock tvingat bolaget att avbryta dessa expansionsinitiativ. Vi har även tagit höjd för en minskad aktivitet i närliggande länder. Utvecklingen i Ukraina kan få större konsekvenser för Zinzinos tillväxt än vad vi i dagsläget kan överblicka.

### Stigande fraktkostnader och inflation

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

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

### Covid och nya vågor av restriktioner

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

Dock har bolaget lyckats parera Covid-pandemin väl genom att partners har anpassat sina försäljningsmetoder. Detta påvisas av tillväxten under 2020 och 2021. Vårt case i termer av tillväxten i stort bygger på att bolaget kan operera under 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 dessa utsikter.

### Reducerad efterfrågan efter Covid

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

# Räkenskaper och nyckeltal

## Resultaträkning, kvartalsbasis (MSEK)

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
<b>Per aktie</b>							
EPS	-0,03	0,15	0,33	1,96	2,57	1,60	1,60
DPS	0,70	0,70	1,25	2,00	2,00	2,25	2,25
BVPS	2,9	2,9	4,7	4,4	4,7	5,3	5,3
TVBPS	0,2	0,2	0,3	0,6	0,6	0,6	0,7
<b>Värdering (nuvarande)</b>							
P/E	70,9x	38,8x	22,2x	16,5x	11,2x	9,5x	9,5x
P/B	22,2x	9,4x	5,9x	6,2x	5,6x	5,0x	5,0x
EV/Sales	1,0x	2,1x	1,3x	0,5x	0,5x	0,4x	0,4x
EV/EBITDA	22,5x	22,5x	13,0x	7,9x	6,0x	5,2x	5,2x
EV/EBIT	51,0x	28,2x	15,4x	10,6x	7,3x	6,2x	6,2x
<b>Övrigt</b>							
Dividend yield	2,6%	2,6%	4,7%	7,5%	7,5%	8,5%	8,5%
FCF yield	7,2%	9,8%	15,8%	1,8%	12,1%	12,0%	12,0%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

## Resultaträkning, kvartalsbasis (MSEK)

	Kv1, 21	Kv2, 21	Kv3, 21	Kv4, 21	Kv1, 22	Kv2, 22	Kv3, 22	Kv4, 22P
<b>Totala intäkter</b>	333	322	314	401	334	329	350	429
<b>Bruttoresultat</b>	101	105	107	114	99	105	111	129
<b>EBITDA</b>	37	33	40	26	26	20	25	25
<b>EBIT</b>	32	28	35	21	20	14	18	19
<b>EBT</b>	32	28	35	21	20	13	18	19
<b>Vinst efter skatt</b>	24	23	28	15	16	10	14	15
<b>Vinst per aktie</b>	0,69	0,66	0,80	0,43	0,45	0,30	0,42	0,43
<b>Tillväxt</b>								
Totala intäkter	39%	17%	12%	15%	0%	2%	11%	7%
Bruttoresultat	21%	43%	32%	3%	-2%	0%	3%	13%
EBITDA	42%	109%	40%	-29%	-31%	-40%	-37%	-7%
EBIT	49%	153%	52%	-33%	-37%	-52%	-47%	-9%
EBT	49%	156%	60%	-34%	-37%	-53%	-48%	-10%
Vinst efter skatt	43%	169%	66%	-40%	-34%	-56%	-49%	1%
<b>Marginaler</b>								
Bruttomarginal	30,4%	32,6%	34,3%	28,3%	29,7%	32,0%	31,7%	30,0%
EBITDA-marginal	11,2%	10,4%	12,9%	6,6%	7,7%	6,1%	7,3%	5,7%
EBIT-marginal	9,6%	8,8%	11,1%	5,2%	6,0%	4,1%	5,3%	4,4%
EBT-marginal	9,6%	8,7%	11,0%	5,1%	6,0%	4,0%	5,1%	4,3%
Vinstmarginal	7,2%	7,1%	9,0%	3,6%	4,7%	3,1%	4,1%	3,4%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

**Resultaträkning, årsbasis (MSEK)**

	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
<b>Summa intäkter</b>	<b>577</b>	<b>771</b>	<b>1139</b>	<b>1371</b>	<b>1443</b>	<b>1625</b>	<b>1816</b>	<b>1942</b>	<b>2078</b>
Handelsvaror & övriga dir. kostnader	-394	-538	-790	-943	-999	-1114	-1243	-1325	-1413
<b>Bruttoresultat</b>	<b>183</b>	<b>232</b>	<b>349</b>	<b>428</b>	<b>444</b>	<b>511</b>	<b>573</b>	<b>617</b>	<b>666</b>
Summa rörelsekostnader	-159	-199	-240	-290	-348	-384	-426	-455	-487
<b>EBITDA</b>	<b>24</b>	<b>34</b>	<b>109</b>	<b>138</b>	<b>96</b>	<b>127</b>	<b>147</b>	<b>162</b>	<b>179</b>
Av- och nedskrivningar	-17	-19	-22	-22	-25	-24	-25	-25	-27
<b>EBIT</b>	<b>7</b>	<b>15</b>	<b>87</b>	<b>116</b>	<b>71</b>	<b>103</b>	<b>121</b>	<b>137</b>	<b>152</b>
Finansnetto	-1	-1	-2	-1	-1	-2	-2	-2	-2
<b>EBT</b>	<b>6</b>	<b>14</b>	<b>85</b>	<b>115</b>	<b>70</b>	<b>102</b>	<b>120</b>	<b>135</b>	<b>150</b>
Skatt	-1	-3	-19	-25	-15	-21	-25	-28	-31
<b>Resultat efter skatt</b>	<b>5</b>	<b>11</b>	<b>66</b>	<b>90</b>	<b>55</b>	<b>81</b>	<b>95</b>	<b>107</b>	<b>119</b>
<b>Vinst per aktie</b>	<b>0,15</b>	<b>0,33</b>	<b>1,96</b>	<b>2,57</b>	<b>1,60</b>	<b>2,37</b>	<b>2,79</b>	<b>3,14</b>	<b>3,49</b>
Aktier, EoP	32,6	32,6	33,0	33,7	33,7	33,7	33,7	33,7	33,7
Aktier, AVG.	32,6	32,6	32,8	33,4	33,7	33,7	33,7	33,7	33,7

Tillväxt	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Summa intäkter	8%	33%	51%	20%	5%	13%	12%	7%	7%
Bruttoresultat	15%	27%	50%	23%	4%	15%	12%	8%	8%
EBITDA	125%	38%	224%	27%	-30%	33%	16%	10%	10%
EBIT	935%	110%	486%	34%	-39%	45%	17%	12%	11%
EBT	1086%	120%	512%	35%	-39%	46%	18%	13%	11%
Resultat efter skatt	596%	113%	487%	35%	-39%	47%	18%	13%	11%
Vinst per aktie	-543%	125%	499%	31%	-38%	48%	18%	13%	11%

Marginaler	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Bruttomarginal	31,8%	30,1%	30,6%	31,2%	30,8%	31,5%	31,5%	31,8%	32,0%
EBITDA-marginal	4,2%	4,4%	9,5%	10,0%	6,6%	7,8%	8,1%	8,3%	8,6%
EBIT-marginal	1,2%	1,9%	7,6%	8,5%	4,9%	6,4%	6,7%	7,0%	7,3%
EBT-marginal	1,1%	1,8%	7,5%	8,4%	4,8%	6,3%	6,6%	6,9%	7,2%
Vinstmarginal	0,9%	1,5%	5,8%	6,5%	3,8%	5,0%	5,2%	5,5%	5,7%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare.

**Balansräkning (MSEK)**

	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Summa immateriella tillg.	56	64	123	138	155	173	193
Summa materiella tillg.	7	11	18	20	21	24	26
Summa övriga anläggningstillg.	47	43	60	61	61	62	62
Summa anläggningstillg.	110	118	202	219	237	259	281
Varulager	127	159	164	187	203	218	233
Kundfordringar	67	58	72	75	86	92	98
Övriga omsättningstillg.	37	35	42	44	50	53	57
Kassa och bank	143	236	170	192	203	225	259
Summa omsättningstillgångar	373	487	448	498	543	588	647
<b>Summa tillgångar</b>	<b>483</b>	<b>605</b>	<b>650</b>	<b>717</b>	<b>780</b>	<b>847</b>	<b>928</b>
Eget kapital	95	152	145	158	178	209	252
<b>Summa eget kapital</b>	<b>95</b>	<b>152</b>	<b>145</b>	<b>158</b>	<b>178</b>	<b>209</b>	<b>252</b>
Leasingskulder	5	5	27	27	27	27	27
Uppskjutna skatteskuld	34	25	38	38	38	38	38
Övriga långfristiga skulder	0	1	3	3	3	3	3
Summa långfristiga skulder	39	31	68	68	68	68	68
Skatteskuld	12	17	6	6	6	6	6
Leasingskulder	10	14	18	18	18	18	18
Leverantörsskulder	55	44	58	59	68	72	78
Övriga kortfristiga skulder	163	239	229	272	290	310	332
Upplypna kostnader och förutbet. intäkter	109	109	126	136	152	163	174
Summa kortfristiga skulder	349	423	436	490	534	570	608
<b>Summa skulder</b>	<b>389</b>	<b>453</b>	<b>504</b>	<b>558</b>	<b>602</b>	<b>638</b>	<b>676</b>
<b>Summa eget kapital och skulder</b>	<b>483</b>	<b>605</b>	<b>650</b>	<b>717</b>	<b>780</b>	<b>847</b>	<b>928</b>
<b>Likviditet</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>
Balanslikviditet	107%	115%	103%	102%	102%	103%	107%
Kassalikviditet	41%	56%	39%	39%	38%	39%	43%
<b>Belåning</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>
Nettoskuld(-)/nettokassa(+)	138	231	143	164	176	198	232
Nettoskuld/EBITDA	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
Nettoskuld/EK	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
Soliditet	20%	25%	22%	22%	23%	25%	27%
<b>Effektivitet</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>
Avkastning på sysselsatt kapital	1%	2%	10%	13%	7%	10%	10%
Avkastning på eget kapital	8%	9%	45%	59%	33%	42%	41%
Avkastning på investerat kapital	6%	8%	40%	50%	28%	35%	35%

Källa: Bolagsinformation Carlsquare prognoser

**Kassaflöde (MSEK)**

	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
KF, löpande verksam. före delta rörelsekapital	105	110	66	104	120	133	146
Delta rörelsekapital	-8	43	-14	25	11	12	13
KF, löpande verksamhet	97	153	53	129	131	144	159
KF, investeringsverksamhet	-9	-12	-37	-21	-24	-26	-27
KF, finansieringsverksamhet	-22	-49	-81	-87	-95	-97	-98
Periodens kassaflöde	66	93	-65	21	12	22	34
Kassa, Ingående balans	77	143	236	170	192	203	225
Kassa, Utgående balans	143	236	170	192	203	225	259
<b>Nyckeltal</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>
KF, löpande verksamhet/Summa intäkter	9%	11%	4%	8%	7%	7%	8%
KF, löpande verksamhet/EBITDA	90%	112%	55%	102%	90%	89%	89%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

# Friskrivning

Carlsquare AB, [www.carlsquare.se](http://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.