

Uppdatering: Kv4 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 distributionsmetoden direktförsäljning.

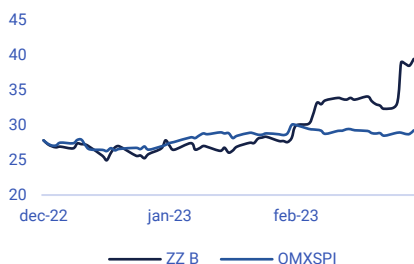
VD: Dag Pettersen
 SO: Hans Jacobsson
www.zinzino.com

Bloomberg: ZZB:SS
 Reuters Eikon: ZZB.ST

Lista: Nasdaq First North

Aktie, senast: 39,4 kronor
 Marknadsvärde: 1 133 MSEK

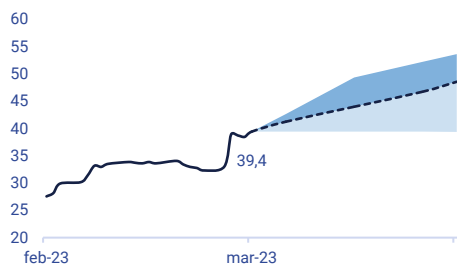
AKTIEKURSUTVECKLING



	12M	YTD	6M	1M
Utveckling (%)	9	52	32	32

Källa: S&P Capital IQ

VÄRDERINGSINTERVALL



	BEAR	BAS	BULL
Pris per aktie (kr)	39,3	48,5	53,6
Upp-/nedsida (%)	0	23	36

Källa: Carlsquare prognoser

CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

Markus Augustsson
 Head of Equity Research

Fredrik Nilsson
 Associate Equity Analyst

Vinsttillväxt i korten

Under kv4 2022 redovisade Zinzino intäkter i linje med förväntan. Pådrivet av bruttomarginalen var lönsamheten väl över förväntan. Med en stigande bruttomarginal och reducerad personalstyrka bör vinsten kunna växa under 2023. I ett basscenario beräknas ett motiverat värde per aktie till 48,5 kronor (44,4).

Stigande bruttomarginal för andra året i rad

I linje med vår förväntansbild ökade Zinzino intäkterna under kv4 2022 med 7,5% till 429 MSEK. För helåret 2022 uppgick intäkterna till 1 443 MSEK motsvarande en tillväxt på 5,2%. Centraleuropa, följt av Nordamerika samt Syd- och Västeuropa som de främsta tillväxtdrivarna. Samtidigt fortsatte verksamheten i Norden att hålla tillbaka gruppens tillväxt. Även APAC hämmade gruppens tillväxt under helåret. Preliminära försäljnings-siffror för februari 2023 visar dock på tillväxt i samtliga 8 geografiska marknader

Bruttoresultatet för kv4 2022 landade på 150 MSEK, motsvarande en marginal om 34,9% – väl över vår prognos om 126 MSEK respektive 31,0%. Trots inflationstryck lyckades Zinzino öka sin bruttomarginal för andra året i rad. För helåret 2022 uppgick bruttomarginalen till 32,3%, en ökning med 1,1 procentenhet jämfört med 2021. Bruttoresultatet räknas ut som intäkter reducerat med kostnad för sålda varor och intäktsdelning med distributörer. Jämfört med andra aktörer med liknande distributionsmodell finns utrymme för Zinzino att vidare reducering av distributörskostnader över tid. Således tror vi att bruttomarginalen kan komma upp ytterligare en aning över tid.

För kv4 var även EBIT-resultatet och vinst per aktie över vår förväntan. Under helåret 2022 ökade kostnader (exkl. dir. kostnader samt av- och nedskrivningar) med 21,9%. Således, trots en stärkt bruttomarginal backade EBIT-resultatet med 25,0% till 87 MSEK under helåret 2022. Dock skall noteras att antalet anställda vid utgången av kv4 2022 kom ned till 207, jämfört med 233 vid utgången av det kv3 2022 och 224 vid utgången av kv4 2021. Det förbättrar lönsamhetsutsikterna.

Tillväxt och marginalexpansion under 2023

För 2023 räknar vi med intäkter på 1 630 MSEK, motsvarande en tillväxt om 13,0%. Det är i den övre delen av bolagets guidade intervall. Under 2023–2025 räknar vi med en genomsnittlig årlig tillväxt på 10,6%. Bolagets mål är en årlig tillväxt över 10%. Givet den maskin som Zinzino fått i rullning på den stora marknaden, Centraleuropa, räknar vi med att denna delmarknad fortsätter vara en framstående tillväxt drivare. Under 2023 räknar vi med att EBIT-resultatet växer med 30,2% till 113 MSEK, motsvarande en marginal på 8,4%. Den förbättrade lönsamheten kan i huvudsak hänföras till skalbarhet och något bättre bruttomarginal. Fram till 2025 har vi antagit att EBITDA-marginalen till 9,2%. Bolagets mål är att till 2025 öka EBITDA-marginalen till över 9,0%.

Höjt motiverat värde med högre lönsamhet

I ett basscenario beräknas ett motiverat värde per aktie till 48,5 kronor (44,4). Uppevärdningen beror i huvudsak på höjda lönsamhetsantaganden. Vår värdering motsvarar en EV/EBIT-multipel NTM om 13,4x. Referensgruppens medianvärde är 12,4x. I dag handlas Zinzino-aktien till en EV/Sales NTM på 10,6x – en omotiverad rabatt.

Finansiella nyckeltal (MSEK)

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Totala intäkter	1 139	1 371	1 443	1 630	1 813	1 950
Bruttoresultat	349	428	466	528	591	641
EBITDA	109	138	112,1	137	159	179
EBIT	86,6	116	87,0	113	134	153
EBT	85,0	115	89,2	111	132	150
Vinst per aktie	1,96	2,57	2,01	2,61	3,09	3,53
Tillväxt, totala intäkter	47,8%	20,4%	5,3%	13,0%	11,2%	7,6%
EBITDA-marginal	9,5%	10,0%	7,8%	8,4%	8,8%	9,2%
EBIT-marginal	7,6%	8,5%	6,0%	6,9%	7,4%	7,8%
EV/Sales	2,1x	1,3x	0,8x	0,7x	0,7x	0,6x
EV/EBITDA	22,5x	13,0x	10,7x	8,8x	7,6x	6,7x
EV/EBIT	28,2x	15,4x	13,8x	10,6x	9,0x	7,9x
P/E	38,8x	22,2x	19,6x	15,1x	12,7x	11,2x

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Investment case, prognoser, värdering och risker

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 under 2023 åter kan visa upp intäkstillväxt parallellt med en marginalexpansion. I ett basscenario beräknas ett motiverat värde per aktie om 48,5 kronor (44,4) 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.

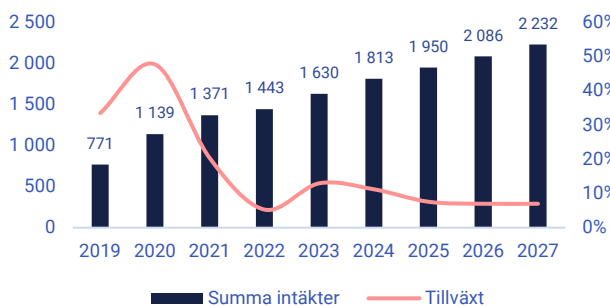
- **Påvisad tillväxtstrategi.** Under de senaste tio åren har Zinzino vuxit med 23,4% i genomsnitt per år till en förbättrad lönsamhet. En effektiv och snabb expansion via direktförsäljning och ett utökat produktutbud har varit viktiga ingredienser för tillväxt parallellt med marginalexpansion. Konkurrensen är stenhård med en uppsjö av produkter med liknade formuleringar och hälsopåståenden. Historiken påvisar dock styrkan i bolagets erbjudande, affärsmodell och tillväxtstrategi.
- **Synergier och Centraleuropa – drivare av 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 de befintliga marknaderna ytterst begränsad och därmed finns utrymme för tillväxt. Förvärvade Enhanz utökade bolagets produktutbud mot hudvård. Men väl så viktigt gav det tillgång till ett starkt nätverk av distributörer. Försäljningssynergier har redan börjat synas och vi räknar med att detta förvärv, via det stärkta distributörsnätverket, är en viktig tillväxt drivare. Vi räknar också med att Centraleuropa fortsätter vara en framstående tillväxt drivare där bolaget fått fart på en riktigt välsmord maskin.
- **Vinsttillväxt under 2023.** Med en bruttomarginal som ökat två år i rad och lägre arbetsstyrka skapas förutsättningar för vinsttillväxt under 2023. I termer av bruttomarginal (efter distributörskostnader) ligger Zinzino en bra bit under de större sektorkollegorna som Herbalife och Usana Health. Således finns potentiellt vidare uppsida i bruttomarginalen. Samtidigt är affären skalbar, vilket också påvisats historiskt med tillväxt och marginalexpansion parallellt.
- **En oförtjänt rabatt och uppsida i aktien.** Genom att kombinera två modeller för multipelvärdering med en DCF-värdering beräknar vi ett motiverat värde per aktie om 48,5 kronor (44,4) för de kommande 6–12 månaderna. Vår värdering motsvarar en EV/Sales-multipel om 0,9x och EBIT-multipel om 13,4x vår prognos nästa tolv månader (NTM). I dag handlas Zinzino till en EV/Sales-multipel NTM om 0,7x och en EV/EBIT-multipel NTM på 10,6x. Det är en oförtjänt rabatt jämfört med vår jämförelsegrupp vars medianvärde för EV/Sales NTM är 1,1x och EV/EBIT NTM 12,4x.

Antaganden och prognoser

Stigande bruttomarginal bör ge vinsttillväxt redan 2023

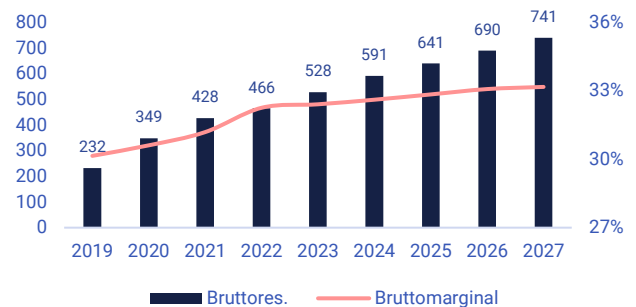
Vi lämnar våra intäktsprognoser nära oförändrade. Under 2023 räknar vi med intäkter på 1 630 MSEK, motsvarande en tillväxt på 13,0%. Under åren 2023-2025 räknar vi med en årlig genomsnittlig tillväxttakt på 10,6%. Försäljningssynergier från förvärvade Enhazz och Centraleuropa är två framträdande tillväxt drivare. Över hela prognosperioden, 2023-2032 räknar vi med en genomsnittlig årlig tillväxttakt om 7,5%. Vi inkluderar inte några förvärv i våra prognoser. Sådana förvärv är således en trigger som kan påskynda tillväxttakten.

Totala intäkter (MSEK) och tillväxt (%)



Källa: Bolagsinformation and Carlsquare prognoser

Bruttoresultat (MSEK) och marginal (%)



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

2023 räknar vi med ett bruttoresultat på 528 MSEK (511), motsvarande en marginal på 32,4% (30,8). Till det sista året i prognosperioden, 2032, räknar vi med att bruttomarginalen stiger till 33,3% (32,2). Den förbättrade bruttomarginal drivs på av reducerade distributörs kostnader som andel av intäkterna.

EBIT (MSEK) och marginal (%)



Källa: Bolagsinformation and Carlsquare prognoser

Vinst per aktie (kr/aktie)



Källa: Bolagsinformation and Carlsquare prognoser

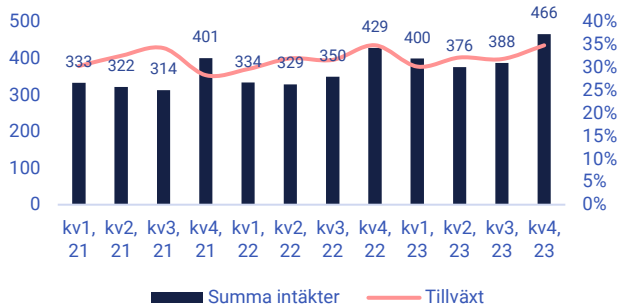
Med en kostnadseffektiv tillväxt via direktförsäljning kan skalbarhet åtnjutas trots en relativt hög tillväxttakt. I vårt scenario gör bolaget ett EBIT-resultat 2023 på 113 MSEK (103) motsvarande en EBIT-marginal på 6,9% (6,4). Över tid antas EBIT-marginalen öka till 9,7% vid utgången av 2032.

Bolagets målsättning är att EBITDA-marginalen fram till 2025 skall öka till över 9,0%. I vårt scenario är EBITDA-marginalen 9,2% år 2025.

Zinzino har föreslagit en utdelning baserat på 2022 års resultat om 1,75 kronor per aktie. Det är ned från 2,0 kronor föregående år. Baserat på 2023 års resultat räknar vi med en utdelning om 2,0 kronor.

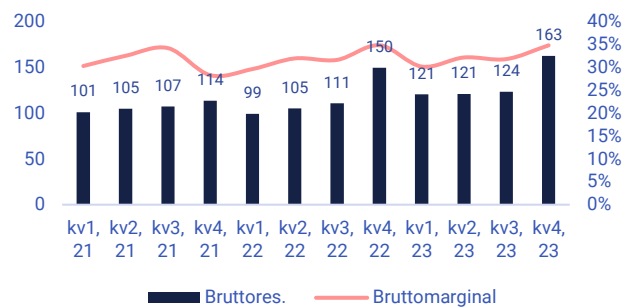
På kvartalsbasis

Totala intäkter (MSEK) och tillväxt (%)



Källa: Bolagsinformation and Carlsquare prognoser

Bruttoresultat (MSEK) och marginal (%)



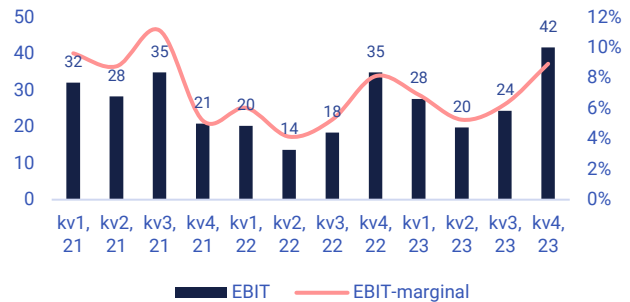
Bruttoresultat = totala intäkter reducerat med kostnad sålda varor och distributionskostnader. Källa: Bolagsinformation and Carlsquare prognoser

EBITDA (MSEK) och marginal (%)



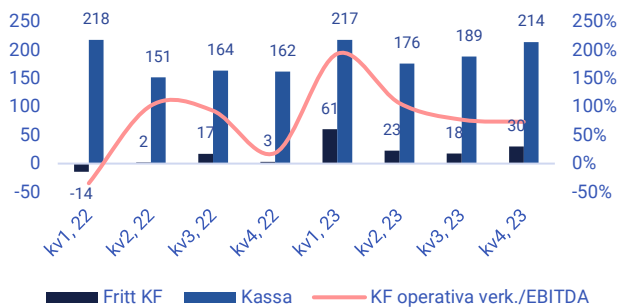
Källa: Bolagsinformation and Carlsquare prognoser

EBIT (MSEK) och marginal (%)



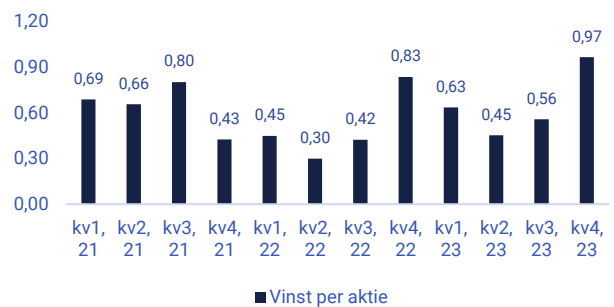
Källa: Bolagsinformation and Carlsquare prognoser

Kassaflöde och kassa (MSEK)



Källa: Bolagsinformation and Carlsquare prognoser

Vinst per aktie (kr/aktie)



Källa: Bolagsinformation and Carlsquare prognoser

Motiverat värde inom ett intervall

Potentiell uppsida trots rapportrally

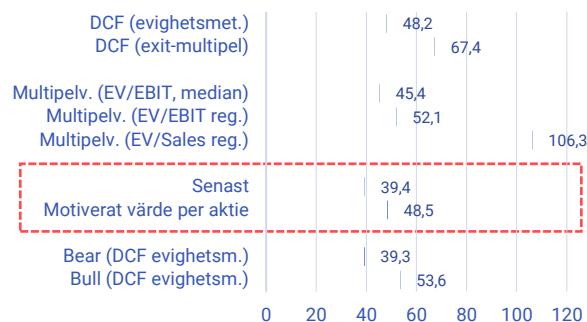
I ett basscenario beräknas ett motiverat värde per aktie om 48,5 kronor (44,4) för de kommande 6–12 månaderna. Den uppreviderade värderingen förklaras av höjda lönsamhetsantaganden och något högre värderingsmultiplar i marknaden. Samtidigt har den riskfria räntan ökat och därmed diskonteringsräntan i DCF-modellen. Vår värdering motsvarar en EV/Sales NTM om 0,9x och EV/EBIT NTM på 13,4x. Referensgruppen handlas till 1,1x respektive 12,4x.

Motiverat värde (SEK/aktie), basscenario

Multipelvärdering (EV/EBIT, NTM)	45,4
Multipelvärdering (EV/EBIT reg. NTM)	52,1
DCF-värdering	48,2
Motiverat värde per aktie	48,5
Möjlig upp-/nedsida	23%
Aktier, full finansiering och utspädning	33,9
Aktievärde	1 644
Kassa (Senast rapp. kv)	162
Skuld (senast rapp. kv)	-32
Nuvärde aktiefinansiering	0
EV	1 514

Källa: Carlsquare prognoser

Motiverat värde inom ett intervall (SEK/aktie)



Källa: Carlsquare prognoser

Implicita värderingsmultiplar, basscenario

	LTM	NTM	2023	2024	2025
EV/Sales	1,0x	0,9x	0,9x	0,8x	0,8x
EV/EBITDA	13,5x	11,0x	11,0x	9,5x	8,4x
EV/EBIT	17,4x	13,4x	13,4x	11,3x	9,9x
P/E	24,0x	18,6x	18,6x	15,7x	13,7x

Källa: Carlsquare prognoser

DCF värdering

Genom att diskontera det antagna framtida kassaflödet till dess nuvärde i en DCF-modell med en diskonteringsränta om 13,6% (13,2) beräknas ett värde till 48,2 kronor per aktie.

DCF-värdering, basscenario

DCF-värdering		Disk.ränta		Antaganden	
PV(UFCF)	836	Riskfri ränta	2,3%	CAGR, 2022-2032	7,5%
PV(TV)	667	Marknadsriskprem.	6,7%	EBITDA-marginal, 2032	10,8%
Enterprise value	1 502	Storleksprem.	2,7%	EBIT-marginal, 2032	9,7%
Nettoskuld (31-Dec)	130	Beta	1,2x	Skattesats	20,6%
Aktievärde	1 632	Förväntad avkastning EK	13,6%		
PV(kapital, nyemissioner)	0			Implicita multiplar	
Aktievärde efter finansiering	1632	Ränta, just. för skatt	2,4%	EV/Sales, NTM	0,9x
Utestående aktier	33,9	Belåning	0,0%	EV/Sales 2023	0,9x
Nya aktier	0,0	WACC	13,6%	EV/EBITDA, NTM	10,9x
Utestående aktier efter finansiering och utspädning	33,9			EV/EBITDA 2023	10,9x
Värde per aktie före finansiering och utspädning	48,2	Bolagsspecifik prem	0,0%	EV/EBIT NTM	13,3x
Värde per aktie efter finansiering och utspädning	48,2	Diskonteringsränta	13,6%	EV/EBIT, 2023	13,3x

Källa: Carlsquare prognoser

Multipelvärdering

Nedan följer multipelvärderingar baserat på referensgruppens medianvärde för EV/EBIT NTM. Som framgår beräknas ett värde per aktie genom denna metod till 45,4 kronor.

Multipelvärdering medianvärde EV/EBIT 2022, basscenario

	HQ	Mcap (SEKm)	CAGR, 2022-25	μEBIT-marg., 2023-25	EV/EBIT, NTM
Midsona AB (publ)	SE	1 252	3%	5%	12,1x
Orkla ASA	NO	70 203	1%	11%	13,4x
Probi AB (publ)	SE	2 163	6%	20%	14,2x
Aker BioMarine AS	NO	3 361	15%	10%	28,3x
Herbalife Nutrition Ltd.	US	21 384	1%	12%	8,3x
Nu Skin Enterprises, Inc.	US	21 757	0%	9%	12,7x
USANA Health Sciences, Inc.	US	12 865	NA	NA	11,3x
Tupperware Brands Corporation	US	1 794	NA	NA	6,5x
Median		8 113	2%	10%	12,4x
Genomsnitt		16 847	4%	11%	13,4x
Rabatt		0%			
Använd EV/EBIT-multipel		12,4x			
Förväntad EBIT, NTM		113			
EV		1 406			
Nettokassa, senast kv.		130			
Kassa från nyemissioner		0			
Aktievärde efter finansiering		1 536			
Current shares outstanding (m)		33,9			
Nya aktier från aktiefinansiering		0,0			
Utestående aktier efter full finansiering		33,9			
Värde per aktie före finansiering och utspädning		45,4			
Aktievärde efter finansiering och utspädning		45,4			

Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare prognoser

Regression

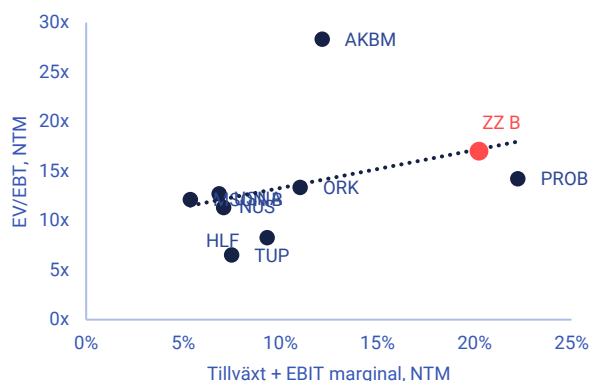
Nedan följer multipelvärderingen baserat på en regressionsanalys med EV/EBIT-multipel NTM och en förväntad tillväxt plus EBIT-marginal NTM. Som framgår beräknat ett värde per aktie genom denna metod till 52,1 kronor.

Multipelvärdering EV/EBIT NTM, regression

Lutning	38,3
Skärningspunkt	9,5
Rsq	10%
Förväntad tillväxt, NTM	13,0%
Förväntad EBIT-marginal, NTM	6,9%
Implicit multipel	14,4x
EBIT-resultat, NTM	113
EV	1 634
Nettokassa	130
Kassa från nyemissioner	0
Aktievärde efter finansiering	1 763
Utestående aktier efter full finansiering	33,9
Värde per aktie före finansiering och utspädning	52,1
Aktievärde efter finansiering och utspädning	52,1

Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare prognoser

Implicit värderingsmultipel från regression



Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare prognoser

Värderingsintervall

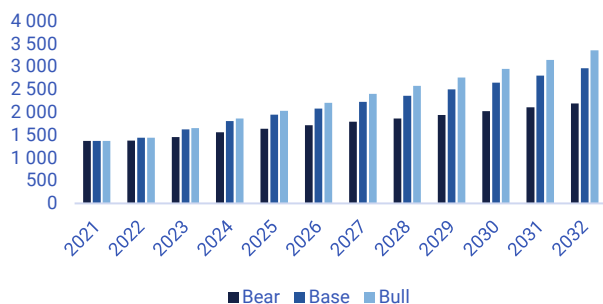
I Bull- och Bear-scenariot har vi använt vår DCF-modell (evighetskapitalisering) men utvecklat alternativa kurvor för tillväxt och lönsamhet. I Bull-scenariot

modellerar vi med en genomsnittlig årlig tillväxttakt, 2022–2032, på 8,8% (7,5% i basscenariot). EBITDA-marginalen antas öka till 12,0% (10,8% i basscenariot) fram till 2032. Med dessa antagen beräknas ett värde per aktie på 53,6 kronor.

För Bear-scenariot modellerar vi med en genomsnittlig årlig tillväxttakt på 4,8%. EBIT-marginalen antas öka till 8,7% till år 2032. Med dessa antagen beräknas ett värde per aktie på 39,3 kronor.

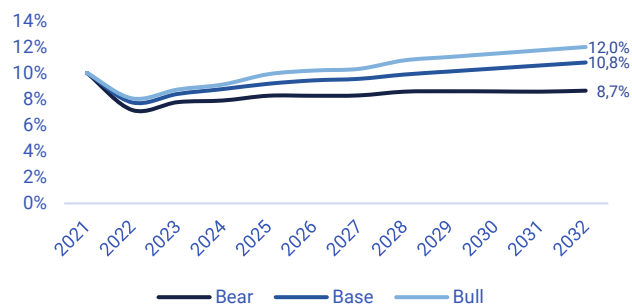
Den antagna utvecklingen för nettoomsättning och EBITDA-marginal i de tre scenariona visas nedan.

Nettoomsättning (MSEK), tre scenarion



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

EBIT-marginal, tre scenarion



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Inflation och makro skapar osäkerhet

Makroekonomisk osäkerhet

Ökade styrräntor är temat för världens centralbanker för att motverka inflationen. Det finns viss oro i marknaden att en recension är ligger i korten. Inflation sänker hushållens köpkraft, allt annat lika. Ökar arbetslösheten kommer också hushållens köpkraft att försvagas än mer.

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.

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)

	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Per aktie							
EPS	0,33	1,96	2,57	2,01	2,61	3,09	3,53
DPS	1,25	2,00	1,75	2,00	2,25	2,57	2,90
BVPS	4,7	4,9	5,6	6,7	8,0	9,4	10,8
TVBPS	0,3	0,5	0,5	0,6	0,6	0,7	0,7
Värdering (nuvarande)							
P/E	22,2x	19,6x	15,1x	12,7x	11,2x	9,9x	9,1x
P/B	8,8x	8,3x	7,0x	5,9x	5,0x	4,2x	3,6x
EV/Sales	1,3x	0,8x	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x	0,5x
EV/EBITDA	13,0x	10,7x	8,8x	7,6x	6,7x	6,1x	5,6x
EV/EBIT	15,4x	13,8x	10,6x	9,0x	7,9x	7,0x	6,5x
Övrigt							
Dividend yield	3,2%	5,1%	4,4%	5,1%	5,7%	6,5%	7,4%
FCF yield	10,6%	0,6%	9,8%	8,0%	10,5%	10,9%	11,8%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Resultaträkning, kvartalsbasis (MSEK)

	Kv1, 22	Kv2, 22	Kv3, 22	Kv4, 22	Kv1, 23P	Kv2, 23P	Kv3, 23P	Kv4, 23P
Totala intäkter	334	329	350	429	400	376	388	466
Bruttoresultat	99	105	111	150	121	121	124	163
EBITDA	26	20	25	41	33	26	30	48
EBIT	20	14	18	35	28	20	24	42
EBT	20	13	18	38	27	19	24	41
Vinst efter skatt	16	10	14	28	21	15	19	33
Vinst per aktie	0,45	0,30	0,42	0,83	0,63	0,45	0,56	0,97
Tillväxt								
Totala intäkter	0%	2%	11%	8%	20%	15%	11%	9%
Bruttoresultat	-2%	0%	3%	32%	22%	15%	11%	9%
EBITDA	-31%	-40%	-37%	54%	30%	28%	20%	17%
EBIT	-37%	-52%	-47%	67%	37%	45%	32%	20%
EBT	-37%	-53%	-48%	85%	36%	45%	32%	8%
Vinst efter skatt	-34%	-56%	-49%	94%	35%	50%	32%	16%
Marginaler								
Bruttomarginal	29,7%	32,0%	31,7%	34,9%	30,2%	32,2%	31,9%	34,9%
EBITDA-marginal	7,7%	6,1%	7,3%	9,5%	8,4%	6,8%	7,8%	10,2%
EBIT-marginal	6,0%	4,1%	5,3%	8,1%	6,9%	5,2%	6,3%	8,9%
EBT-marginal	6,0%	4,0%	5,1%	8,9%	6,8%	5,1%	6,1%	8,8%
Vinstmarginal	4,7%	3,1%	4,1%	6,6%	5,4%	4,1%	4,9%	7,0%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Resultaträkning, årsbasis (MSEK)

	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Summa intäkter	771	1 139	1 371	1 443	1 630	1 813	1 950	2 086	2 232
Handelsvaror & övriga dir. kostnader	-538	-790	-943	-978	-1 102	-1 222	-1 310	-1 396	-1 492
Bruttoresultat	232	349	428	466	528	591	641	690	741
Summa rörelsekostnader	-199	-240	-290	-353	-391	-432	-461	-493	-527
EBITDA	34	109	138	112	137	159	179	197	214
Av- och nedskrivningar	-19	-22	-22	-25	-24	-26	-27	-26	-27
EBIT	15	87	116	87	113	134	153	172	186
Finansnetto	-1	-2	-1	2	-2	-2	-2	-2	-2
EBT	14	85	115	89	111	132	150	170	184
Skatt	-3	-19	-25	-21	-23	-27	-31	-35	-38
Resultat efter skatt	11	66	90	68	88	105	119	135	146
Vinst per aktie	0,33	1,96	2,57	2,01	2,61	3,09	3,53	3,99	4,33
Aktier, EoP	32,6	33,0	33,7	33,9	33,9	33,9	33,9	33,9	33,9
Aktier, AVG.	32,6	32,8	33,4	33,8	33,9	33,9	33,9	33,9	33,9

Tillväxt	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Summa intäkter	33%	51%	20%	5%	13%	11%	8%	7%	7%
Bruttoresultat	27%	50%	23%	9%	13%	12%	8%	8%	7%
EBITDA	38%	224%	27%	-19%	22%	16%	13%	10%	8%
EBIT	110%	486%	34%	-25%	30%	18%	14%	13%	8%
EBT	120%	512%	35%	-22%	25%	19%	14%	13%	9%
Resultat efter skatt	113%	487%	35%	-24%	29%	19%	14%	13%	9%
Vinst per aktie	125%	499%	31%	-22%	30%	19%	14%	13%	9%

Marginaler	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Bruttomarginal	30,1%	30,6%	31,2%	32,3%	32,4%	32,6%	32,8%	33,1%	33,2%
EBITDA-marginal	4,4%	9,5%	10,0%	7,8%	8,4%	8,8%	9,2%	9,5%	9,6%
EBIT-marginal	1,9%	7,6%	8,5%	6,0%	6,9%	7,4%	7,8%	8,2%	8,4%
EBT-marginal	1,8%	7,5%	8,4%	6,2%	6,8%	7,3%	7,7%	8,1%	8,3%
Vinstmarginal	1,5%	5,8%	6,5%	4,7%	5,4%	5,8%	6,1%	6,5%	6,6%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare.

Balansräkning (MSEK)

	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Summa immateriella tillg.	64	121	134	149	165	183	201
Summa materiella tillg.	11	17	18	20	20	23	24
Summa övriga anläggningstillg.	43	53	53	54	54	55	56
Summa anläggningstillg.	118	191	206	223	240	261	281
Varulager	159	185	193	219	231	248	265
Kundfordringar	58	66	70	79	84	89	96
Övriga omsättningstillg.	35	48	46	54	57	61	65
Kassa och bank	236	162	214	232	276	314	352
Summa omsättningstillgångar	487	461	523	584	648	711	778
Summa tillgångar	605	651	729	806	888	972	1 059
Eget kapital	152	160	189	226	270	317	366
Summa eget kapital	152	160	189	226	270	317	366
Leasingskulder	5	32	32	32	32	32	32
Uppskjutna skatteskuld	25	31	31	31	31	31	31
Övriga långfristiga skulder	1	5	5	5	5	5	5
Summa långfristiga skulder	31	68	68	68	68	68	68
Skatteskuld	17	10	10	10	10	10	10
Leasingskulder	14	18	18	18	18	18	18
Leverantörsskulder	44	35	45	46	51	55	59
Övriga kortfristiga skulder	239	246	273	300	323	345	369
Upplypna kostnader och förutbet. intäkter	109	113	125	137	148	158	169
Summa kortfristiga skulder	423	422	471	512	550	586	625
Summa skulder	453	491	540	580	618	655	694
Summa eget kapital och skulder	605	651	729	806	888	972	1 059
Likviditet	2021	2 022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Balanslikviditet	115%	109%	111%	114%	118%	121%	124%
Kassalikviditet	56%	38%	45%	45%	50%	54%	56%
Belåning	2021	2 022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Nettoskuld(-)/nettokassa(+)	231	130	181	200	244	281	320
Nettoskuld/EBITDA	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
Nettoskuld/EK	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
Soliditet	25%	25%	26%	28%	30%	33%	35%
Effektivitet	2021	2 022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Avkastning på sysselsatt kapital	2%	10%	12%	8%	10%	11%	11%
Avkastning på eget kapital	9%	43%	51%	33%	36%	36%	35%
Avkastning på investerat kapital	8%	36%	42%	27%	30%	30%	30%

Källa: Bolagsinformation Carlsquare prognoser

Kassaflöde (MSEK)

	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
KF, löpande verksam. före delta rörelsekapital	110	84	112	130	146	160	174
Delta rörelsekapital	43	-42	38	-2	18	10	11
KF, löpande verksamhet	153	43	150	128	164	171	185
KF, investeringsverksamhet	-12	-35	-19	-22	-24	-26	-27
KF, finansieringsverksamhet	-49	-81	-79	-88	-97	-108	-119
Periodens kassaflöde	93	-74	52	18	44	38	39
Kassa, Ingående balans	143	236	162	214	232	276	314
Kassa, Utgående balans	236	162	214	232	276	314	352
Nykeltal	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
KF, löpande verksamhet/Summa intäkter	11%	3%	9%	7%	8%	8%	8%
KF, löpande verksamhet/EBITDA	112%	38%	110%	80%	92%	87%	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.