

## Uppdatering: Kv1 2023

### 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 distributormetoden direktförsäljning.

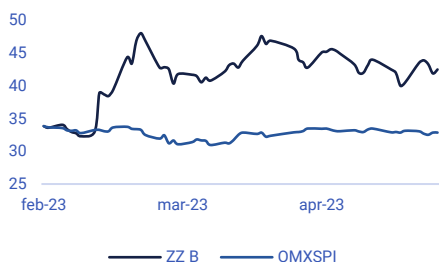
VD: Dag Pettersen  
 SO: Hans Jacobsson  
[www.zinzino.com](http://www.zinzino.com)

Bloomberg: ZZB:SS  
 Reuters Eikon: ZZB.ST

Lista: Nasdaq First North

Aktiekurs, senast: 44,2 kronor  
 Marknadsvärde: 1 439 MSEK

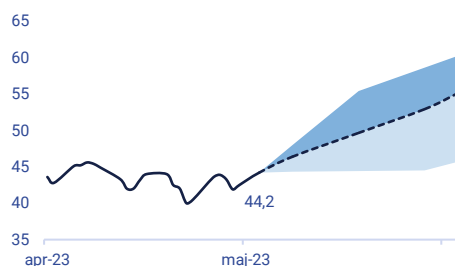
### AKTIEKURSUTVECKLING



	12M	YTD	6M	1M
Utveckling (%)	14	71	66	3

Källa: S&P Capital IQ

### VÄRDERINGSINTERVALL



	BEAR	BAS	BULL
Pris per aktie (kr)	45,7	55,1	60,2
Upp-/nedsida (%)	3	25	36

Källa: Carlsquare prognoser

### CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

Markus Augustsson  
 Head of Equity Research

Christopher Solbakke  
 Equity Analyst

## Aktiekursen avspeglar inte lönsamhetslyftet

Under kv1 2023 redovisade Zinzino intäkter i linje med förväntan. Men med en stark bruttomarginal överträffades våra lönsamhetsprognoser med god marginal. Vi räknar med att den högre bruttomarginalen håller i sig och har justerat upp våra lönsamhetsprognoser. I ett basscenario beräknas ett motiverat värde per aktie till 55,1 kronor (48,5).

### Stigande bruttomarginal för andra kvartalet i rad

Med totala intäkter på 394 MSEK under kv1 2023 ökade Zinzino sina intäkter med 18% i årstakt – i linje med våra förväntningar. Med undantag för Norden och APAC växte bolagets intäkter på samtliga delmarknader. Den viktiga delmarknaden Centraleuropa fortsätter att agera draglok med en intäktstillväxt om 54%. Under de kommande kvartalen räknar vi med en fortsatt hög tillväxt i Centraleuropa, om än till en något avtagande takt med stigande jämförelsetal.

Bruttoresultatet om 131 MSEK växte med imponerande 31,7%. Bruttomarginalen ökade med 3,5 procentenheter till 33,2%, vilket var över vår prognos på 119 MSEK respektive 30,3%. Ett tydligt lyft i bruttomarginalen kom redan i kv4 2022. Det gör att utfallet för kv1 2023 ger stöd för att den högre bruttomarginalen kan hålla i sig. Mot bakgrund av detta och lägre leveranskostnader över lag har vi justerat upp våra estimat för framtida bruttomarginal.

EBITDA-resultatet ökade med hela 72% till 44,4 MSEK, motsvarande en marginal på 11,3%. Vår prognos låg på 33,1 MSEK respektive 8,4%. Avvikelsen i utfall jämfört med vår prognos på EBITDA-nivå är hänförlig till bättre lönsamhet efter handelsvaror och övriga direkta kostnader.

### Tillväxt och marginalexpansion under 2023

Under 2023 räknar vi med totala intäkter på 1 633 MSEK, motsvarande en tillväxt om 13,1%. Med undantag för Norden räknar vi med positiv tillväxt på bolagets samtliga delmarknader. Under åren 2023–2025 räknar vi med en genomsnittlig tillväxttakt per år om 10,4%. Möjliga förvärv och potentiella nya marknader, så som Sydamerika, skapar potentiell uppsida i våra antaganden. Bolagets mål är en årlig tillväxt över 10%. Under 2023 räknar vi med att bruttoresultatet ökar med 19,0% till 554 MSEK, motsvarande en marginal på 33,9%. EBITDA-resultatet väntas växa med 44,4% till 162 MSEK, motsvarande en marginal på 9,9%. Det är en tydlig uppjustering från tidigare prognos på 8,4%. Fram till 2025 har vi antagit att EBITDA-marginalen ökar till 10,4% (tidigare 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 55,1 kronor (48,5). Uppvärderingen beror i huvudsak på höjda lönsamhetsantaganden. Vår värdering motsvarar en EV/EBIT-multipel NTM om 11,7x. Referensgruppens medianvärde är 11,4x. I dag handlas Zinzino-aktien till en EV/EBIT NTM på 9,1x. Zinzino förväntas växa betydligt snabbare än referensgruppen till en marginalexpansion och rabatten bedöms därmed som omotiverad.

### Finansiella nyckeltal (MSEK)

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Totala intäkter	1 139	1 371	1 443	1 633	1 813	1 944
Bruttoresultat	349	428	466	554	617	663
EBITDA	109	138	112,1	162	184	203
EBIT	86,6	116	87,0	137	159	176
EBT	85,0	115	89,2	135	156	174
Vinst per aktie	1,96	2,57	2,01	3,15	3,66	4,06
Tillväxt, totala intäkter	47,8%	20,4%	5,3%	13,1%	11,0%	7,2%
EBITDA-marginal	9,5%	10,0%	7,8%	9,9%	10,1%	10,4%
EBIT-marginal	7,6%	8,5%	6,0%	8,4%	8,8%	9,1%
EV/Sales	2,1x	1,3x	0,9x	0,8x	0,7x	0,7x
EV/EBITDA	22,5x	13,0x	11,7x	8,1x	7,1x	6,5x
EV/EBIT	28,2x	15,4x	15,1x	9,6x	8,3x	7,5x
P/E	38,8x	22,2x	22,0x	14,0x	12,1x	10,9x

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. Mot bakgrund av detta handlas aktien i dag till en omotiverad rabatt i förhållande till sin referensgrupp. I ett basscenario beräknas ett motiverat värde per aktie om 55,1 kronor (48,5) 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 växa ytterligare på den globala marknaden i ett högt tempo till en ökad vinst.

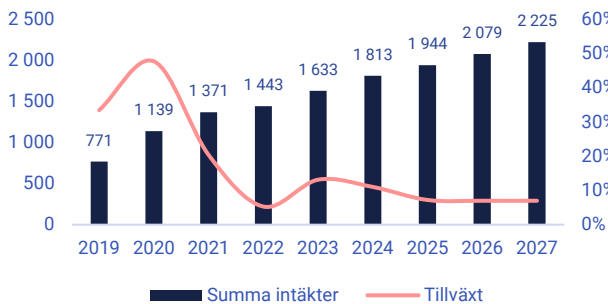
- **Påvisad tillväxtstrategi.** Under de senaste tio åren har Zinzino vuxit med 23,4% i genomsnitt per år till en förbättrad lönsamhet. En effektiv och snabb expansion via direktförsäljning och ett utökat produkterbjudande har varit viktiga ingredienser för tillväxt parallellt med marginalexpansion. 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 fortsatt tillväxt. Förvärvade Enhazz utökade bolagets produktutbud mot hudvård. Men väl så viktigt gav det tillgång till ett starkt nätverk av distributörer. Försäljningssynergier har börjat synas och vi räknar med att det stärkta distributörsnätverket är en viktig tillväxtdrivare. Vi räknar också med att Centraleuropa fortsätter vara en framstående tillväxtdrivare där bolaget fått fart på en riktigt välsmord maskin.
- **Vinsttillväxt under 2023.** Med en bruttomarginal som ökat två år i rad och en effektiviserad 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 parallell tillväxt och marginalexpansion.
- **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 55,1 kronor (48,5) för de kommande 6–12 månaderna. Vår värdering motsvarar en EV/Sales-multipel om 1,0x och EBIT-multipel om 11,7x vår prognos nästa tolv månader (NTM). I dag handlas Zinzino till en EV/Sales-multipel NTM om 0,8x och en EV/EBIT-multipel NTM på 9,1x. Det är en oförtjänt rabatt jämfört med vår jämförelsegrupp vars medianvärde för EV/Sales NTM är 1,0x och EV/EBIT NTM 11,5x.

## Antaganden och prognoser

### Stigande bruttomarginal bör ge vinsttillväxt redan 2023

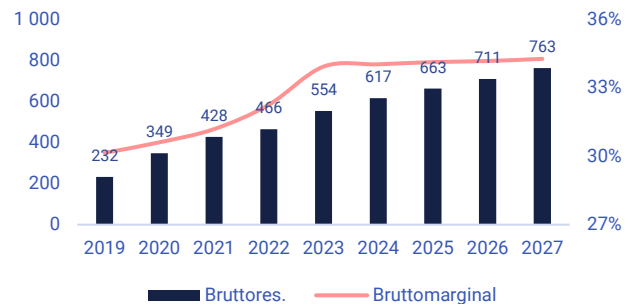
Vi lämnar våra intäktsprognoser nära oförändrade. Under 2023 räknar vi med intäkter på 1 633 MSEK, motsvarande en tillväxt på 13,1%. Under åren 2023–2025 räknar vi med en årlig genomsnittlig tillväxttakt på 10,4%. Europa är den främsta tillväxt drivaren men USA väntas också dra sitt strå till stacken. Över hela prognosperioden, 2023–2032 räknar vi med en genomsnittlig årlig tillväxttakt om 7,5%. Möjliga förvärv och potentiella nya marknader, så som Sydamerika, skapar potentiell uppsida i våra antaganden.

#### 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 554 MSEK (528), motsvarande en marginal på 33,9% (32,4). Till det sista året i prognosperioden, 2032, räknar vi med att bruttomarginalen stiger till 34,4% (33,3). Den förbättrade bruttomarginalen drivs bland annat på av reducerade distributörskostnader 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 137 MSEK (113) motsvarande en EBIT-marginal på 8,4% (6,9). Över tid antas EBIT-marginalen öka till 10,7% (9,7) vid utgången av 2032. Vid samma tillfälle är EBITDA-marginalen 11,9%.

Bolagets målsättning är att EBITDA-marginalen fram till 2025 skall öka till över 9,0%. I vårt scenario är EBITDA-marginalen 10,4% år 2025.

Baserat på 2023 års resultat räknar vi med en utdelning om 2,0 kronor per aktie.

## Prognosjusteringar

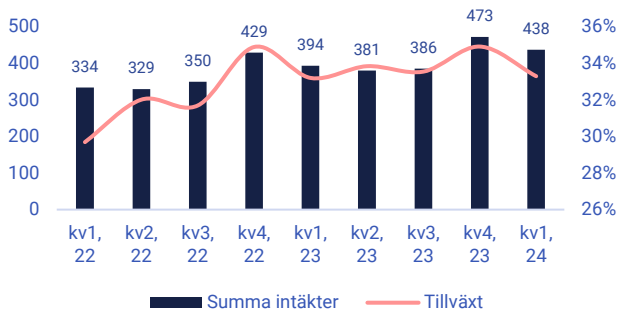
### Prognoser och justeringar sedan senaste analysen

	2023P	2024P	2025P	Just., 2023P (%)	Just., 2024P (%)	Just., 2025P (%)
Totala intäkter	1 630	1 813	1 950	0%	0%	0%
Bruttoresultat	528	591	641	5%	4%	3%
EBITDA	137	159	179	18%	16%	13%
EBIT	113	134	153	22%	18%	15%
EBT	111	132	150	21%	18%	16%
Vinst per aktie (kr)	2,61	3,09	3,53	21%	18%	15%

Prognoser är i MSEK. Källa: Carlsquare prognoser

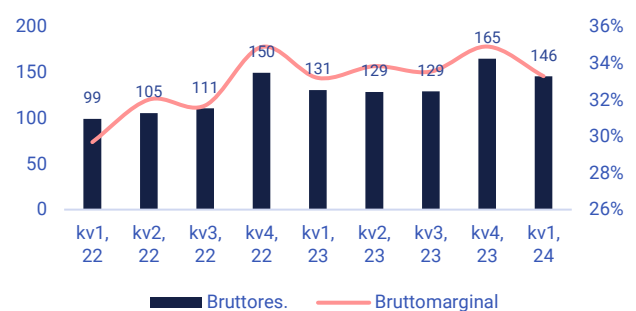
## På kvartalsbasis

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



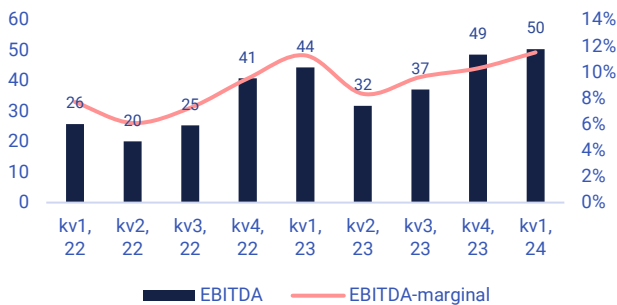
Källa: Bolagsinformation and Carlsquare prognoser

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



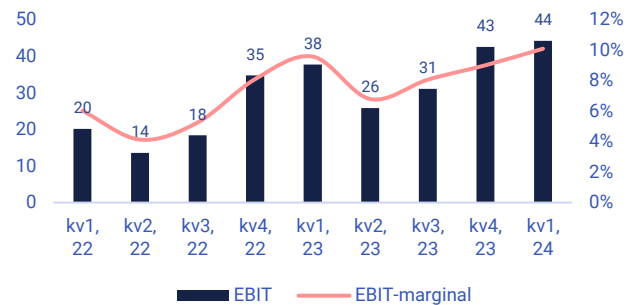
Bruttoresultat = totala intäkter reducerat med kostnad sålda varor och distributörskostnader. Källa: Bolagsinformation and Carlsquare prognoser

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



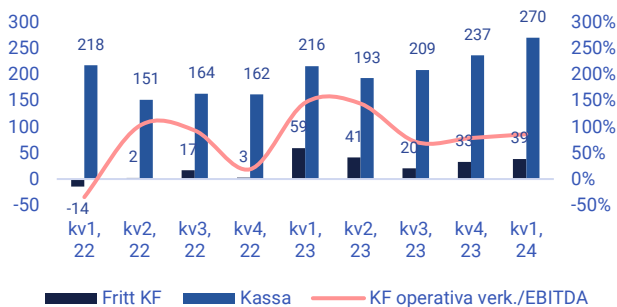
Källa: Bolagsinformation and Carlsquare prognoser

### EBIT (MSEK) och marginal (%)



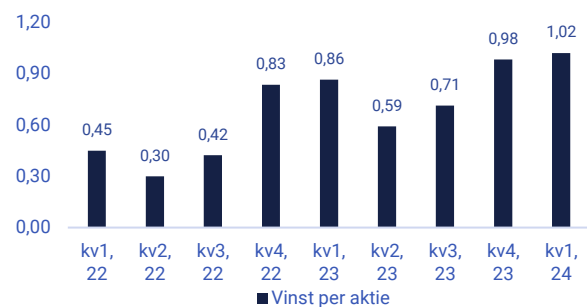
Källa: Bolagsinformation and Carlsquare prognoser

### 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

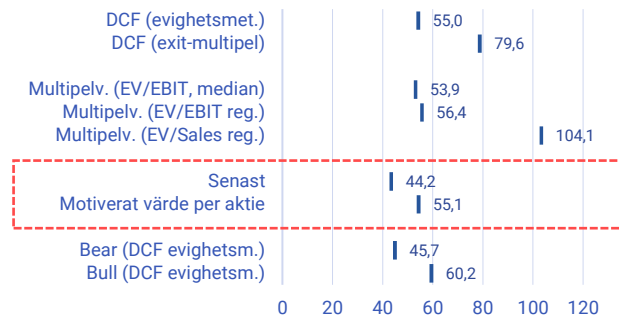
I ett basscenario beräknas ett motiverat värde per aktie om 55,1 kronor (48,5) för de kommande 6–12 månaderna. Den uppreviderade värderingen förklaras av höjda lönsamhetsantaganden. Samtidigt är referensgruppens värderingsmultiplar ned. Vår värdering motsvarar en EV/Sales NTM om 1,0x och EV/EBIT NTM på 11,7x. Referensgruppen handlas till 1,0x respektive 11,4x.

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

Multipelvärdering (EV/EBIT, NTM)	53,9
Multipelvärdering (EV/EBIT reg. NTM)	56,4
DCF-värdering	55,0
<b>Motiverat värde per aktie</b>	<b>55,1</b>
Möjlig upp-/nedsida	25%
Aktier, full finansiering och utspädning	33,9
<b>Aktievärde</b>	<b>1 866</b>
Kassa (Senast rapp. kv)	216
Skuld (senast rapp. kv)	-33
Nuvärde aktiefinansiering	0
<b>EV</b>	<b>1 682</b>

Källa: Carlsquare prognoser

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



Källa: Carlsquare prognoser

#### Implicita värderingsmultiplar, basscenario

	LTM	NTM	2023	2024	2025
EV/Sales	1,1x	1,0x	1,0x	0,9x	0,9x
EV/EBITDA	12,9x	10,0x	10,4x	9,1x	8,3x
EV/EBIT	16,1x	11,7x	12,2x	10,6x	9,6x
P/E	22,8x	16,6x	17,5x	15,1x	13,6x

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% beräknas ett värde till 55,0 kronor per aktie.

#### DCF-värdering, basscenario

DCF-värdering		Disk.ränta		Antaganden	
PV(UFCF)	927	Riskfri ränta	2,3%	CAGR, 2022-2032	7,5%
PV(TV)	751	Marknadsriskprem.	6,7%	EBITDA-marginal, 2032	11,9%
<b>Enterprise value</b>	<b>1 678</b>	Storleksprem.	2,7%	EBIT-marginal, 2032	10,7%
Nettoskuld (31-Dec)	184	Beta	1,2x	Skattesats	20,6%
<b>Aktievärde</b>	<b>1 861</b>	Förväntad avkastning EK	13,6%		
PV(kapital, nyemissioner)	0			<b>Implicita multiplar</b>	
<b>Aktievärde efter finansiering</b>	<b>1861</b>	Ränta, just. för skatt	2,4%	EV/Sales, NTM	1,0x
Utestående aktier	33,9	Belåning	0,0%	EV/Sales 2023	1,0x
Nya aktier	0,0	WACC	13,6%	EV/EBITDA, NTM	10,0x
Utestående aktier efter finansiering och utspädning	33,9			EV/EBITDA 2023	10,4x
Värde per aktie före finansiering och utspädning	55,0	Bolagsspecifik prem	0,0%	EV/EBIT NTM	11,7x
<b>Värde per aktie efter finansiering och utspädning</b>	<b>55,0</b>	<b>Diskonteringsränta</b>	<b>13,6%</b>	EV/EBIT, 2023	12,2x

Källa: Carlsquare prognoser

## Multipelvärdering

Nedan följer multipelvärdningar baserat på referensgruppens medianvärde för EV/EBIT NTM. Som framgår beräknas ett värde per aktie genom denna metod till 53,9 kronor.

### Multipelvärdering medianvärde EV/EBIT 2022, basscenario

	HQ	Mcap (SEKm)	CAGR, 2022-25	μEBIT-marg., 2023-25	EV/EBIT, NTM
Midsona AB (publ)	SE	1 157	3%	5%	10,5x
Orkla ASA	NO	78 573	3%	11%	14,5x
Probi AB (publ)	SE	2 136	4%	21%	14,7x
Aker BioMarine AS	NO	3 190	15%	11%	19,5x
Herbalife Nutrition Ltd.	US	14 401	1%	11%	7,8x
Nu Skin Enterprises, Inc.	US	19 212	0%	9%	12,3x
USANA Health Sciences, Inc.	US	13 065	NA	NA	10,5x
Tupperware Brands Corporation	US	326	-1%	12%	4,5x
<b>Median</b>		<b>8 128</b>	<b>3%</b>	<b>11%</b>	<b>11,4x</b>
Genomsnitt		16 508	4%	11%	11,8x
<b>Rabatt</b>		<b>0%</b>			
<b>Använd EV/EBIT-multipel</b>		<b>11,4x</b>			
Förväntad EBIT, NTM		144			
<b>EV</b>		<b>1 641</b>			
Nettokassa, senast kv.		184			
Kassa från nyemissioner		0			
<b>Aktievärde efter finansiering</b>		<b>1 825</b>			
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		53,9			
<b>Aktievärde efter finansiering och utspädning</b>		<b>53,9</b>			

Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare prognoser

## Regression

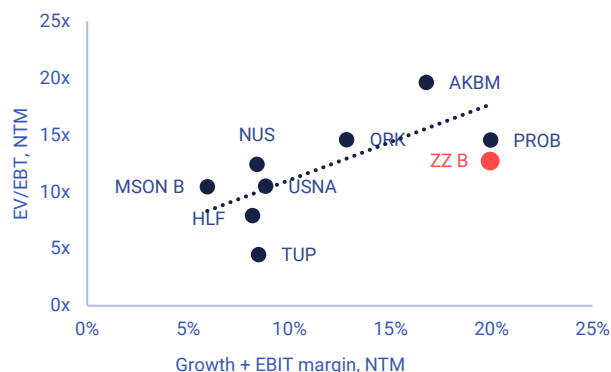
Nedan följer multipelvärdningen baserat på en regressionsanalys med EV/EBIT-multipel NTM och en förväntad tillväxt plus EBIT-marginal NTM. Som framgår beräknat ett värde per aktie genom denna metod till 56,4 kronor.

### Multipelvärdering EV/EBIT NTM, regression

Lutning	67,9
Skärningspunkt	4,1
Rsq	52%
Förväntad tillväxt, NTM	11,6%
Förväntad EBIT-marginal, NTM	8,6%
<b>Implicit multipel (med rabatt)</b>	<b>12,0x</b>
EBIT-resultat, NTM	144
<b>EV</b>	<b>1 727</b>
Nettokassa	184
Kassa från nyemissioner	0
<b>Aktievärde efter finansiering</b>	<b>1 911</b>
Utestående aktier efter full finansiering	33,9
Värde per aktie före finansiering och utspädning	56,4
<b>Aktievärde efter finansiering och utspädning</b>	<b>56,4</b>

Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare prognoser

### Implicit värderingsmultipel från regression



Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare prognoser

## Värderingsintervall

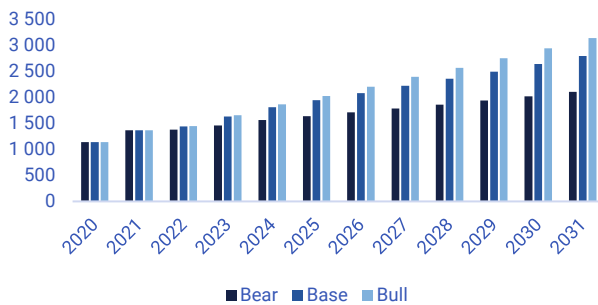
I Bull- och Bear-scenariot har vi använt vår DCF-modell (evighetskapitalisering) men utvecklat alternativa kurvor för tillväxt och lönsamhet. I Bull-scenariot

modellerar vi med en genomsnittlig årlig tillväxttakt, 2022–2032, på 8,8% (7,5% i basscenariot). EBITDA-marginalen antas öka till 12,8% (11,9% i basscenariot) fram till 2032. Med dessa antagen beräknas ett värde per aktie på 60,2 kronor.

För Bear-scenariot modellerar vi med en genomsnittlig årlig tillväxttakt på 4,7%. EBIT-marginalen antas öka till 9,9% till år 2032. Med dessa antagen beräknas ett värde per aktie på 45,7 kronor.

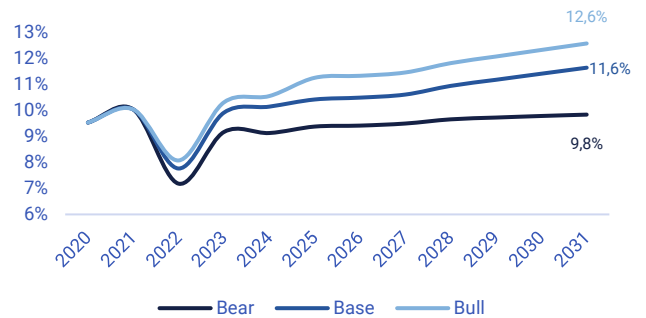
Den antagna utvecklingen för nettoomsättning och EBITDA-marginal i de tre scenariona visas nedan.

### 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 ny 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. Bolaget har också påvisat förmåga att hantera inflationen väl med växande lönsamhet de senaste kvartalen. Viss osäkerhet kvarstår dock.

### Reducerad efterfrågan efter Covid

Vi bedömer att Covid-pandemin har påverkat efterfrågan av bolagets produkter positivt. Nu när Covid-19 inte längre räknas som en pandemi finns en viss risk för att efterfrågan faller tillbaka igen.

# Räkenskaper och nyckeltal

## Resultaträkning, kvartalsbasis (MSEK)

	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
<b>Per aktie</b>							
EPS	2,57	2,01	3,15	3,66	4,06	4,45	4,83
DPS	1,25	2,00	1,75	2,00	2,25	2,50	2,74
BVPS	4,5	4,7	6,0	7,7	9,5	11,5	13,6
TVBPS	0,3	0,5	0,5	0,6	0,6	0,7	0,7
<b>Värdering (nuvarande)</b>							
P/E	22,2x	22,0x	14,0x	12,1x	10,9x	9,9x	9,2x
P/B	12,7x	5,5x	7,1x	5,5x	4,5x	3,7x	3,1x
EV/Sales	1,3x	0,5x	0,8x	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x
EV/EBITDA	13,0x	6,9x	7,9x	6,9x	6,3x	5,8x	5,4x
EV/EBIT	15,4x	8,9x	9,2x	8,0x	7,2x	6,6x	6,1x
<b>Övrigt</b>							
Dividend yield	2,2%	7,7%	4,0%	4,5%	5,1%	5,7%	6,2%
FCF yield	7,4%	0,8%	10,7%	8,7%	11,0%	11,2%	12,1%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

## Resultaträkning, kvartalsbasis (MSEK)

	Kv2, 22	Kv3, 22	Kv4, 22	Kv1, 23	Kv2, 23P	Kv3, 23P	Kv4, 23P	Kv1, 24P
<b>Totala intäkter</b>	329	350	429	394	381	386	473	438
<b>Bruttoresultat</b>	105	111	150	131	129	129	165	146
<b>EBITDA</b>	20	25	41	44	32	37	49	50
<b>EBIT</b>	14	18	35	38	26	31	43	44
<b>EBT</b>	13	18	38	37	25	31	42	44
<b>Vinst efter skatt</b>	10	14	28	29	20	24	33	35
<b>Vinst per aktie</b>	0,30	0,42	0,83	0,86	0,59	0,71	0,98	1,02
<b>Tillväxt</b>								
Totala intäkter	2,2%	11,6%	7,0%	17,7%	15,6%	10,2%	10,1%	11,2%
Bruttoresultat	0,4%	3,2%	31,7%	31,7%	22,2%	16,7%	10,2%	11,5%
EBITDA	-39,8%	-37,2%	54,3%	72,4%	57,9%	46,1%	19,1%	13,5%
EBIT	-51,7%	-47,2%	67,0%	87,3%	90,0%	69,3%	22,4%	17,2%
EBT	-52,6%	-48,1%	85,4%	85,2%	90,8%	70,1%	10,5%	18,1%
Vinst efter skatt	-55,6%	-49,5%	94,2%	85,0%	96,6%	70,0%	18,5%	18,1%
<b>Marginaler</b>								
Bruttomarginal	32,0%	31,7%	34,9%	33,2%	33,8%	33,6%	34,9%	33,3%
EBITDA-marginal	6,1%	7,3%	9,5%	11,3%	8,3%	9,6%	10,3%	11,5%
EBIT-marginal	4,1%	5,3%	8,1%	9,6%	6,8%	8,1%	9,0%	10,1%
EBT-marginal	4,0%	5,1%	8,9%	9,4%	6,6%	7,9%	8,9%	10,0%
Vinstmarginal	3,1%	4,1%	6,6%	7,4%	5,3%	6,3%	7,1%	7,9%

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	1 633	1 813	1 944	2 079	2 225
Handelsvaror & övriga dir. kostnader	-538	-790	-943	-978	-1 079	-1 196	-1 280	-1 369	-1 462
Bruttoresultat	232	349	428	466	554	617	663	711	763
Summa rörelsekostnader	-199	-240	-290	-353	-392	-433	-461	-493	-526
EBITDA	34	109	138	112	162	184	203	218	236
Av- och nedskrivningar	-19	-22	-22	-25	-24	-25	-27	-25	-27
EBIT	15	87	116	87	137	159	176	193	209
Finansnetto	-1	-2	-1	2	-3	-2	-2	-2	-2
EBT	14	85	115	89	135	156	174	190	206
Skatt	-3	-19	-25	-21	-28	-32	-36	-39	-43
Resultat efter skatt	11	66	90	68	107	124	138	151	164
Vinst per aktie	0,33	1,96	2,57	2,01	3,15	3,66	4,06	4,45	4,83
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	32,9%	51,2%	19,9%	5,2%	13,5%	11,0%	7,2%	7,0%	7,0%
Bruttoresultat	26,6%	50,0%	22,7%	8,9%	19,0%	11,3%	7,5%	7,1%	7,3%
EBITDA	37,7%	223,7%	26,7%	-18,5%	44,4%	13,6%	10,1%	7,7%	8,2%
EBIT	109,7%	485,8%	33,9%	-25,0%	57,9%	15,5%	10,9%	9,5%	8,3%
EBT	120,5%	512,2%	35,2%	-22,4%	51,1%	16,0%	11,0%	9,7%	8,4%
Resultat efter skatt	113,0%	487,2%	35,3%	-23,7%	56,3%	16,0%	11,0%	9,7%	8,4%
Vinst per aktie	125,0%	499,3%	31,1%	-21,9%	57,1%	16,0%	11,0%	9,7%	8,4%
Marginaler	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Bruttomarginal	30,1%	30,6%	31,2%	32,3%	33,9%	34,0%	34,1%	34,2%	34,3%
EBITDA-marginal	4,4%	9,5%	10,0%	7,8%	9,9%	10,1%	10,4%	10,5%	10,6%
EBIT-marginal	1,9%	7,6%	8,5%	6,0%	8,4%	8,8%	9,1%	9,3%	9,4%
EBT-marginal	1,8%	7,5%	8,4%	6,2%	8,3%	8,6%	8,9%	9,2%	9,3%
Vinstmarginal	1,5%	5,8%	6,5%	4,7%	6,6%	6,8%	7,1%	7,3%	7,4%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare.

**Balansräkning (MSEK)**

	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Summa immateriella tillg.	64	121	130	145	162	179	197
Summa materiella tillg.	11	17	18	20	20	23	25
Summa övriga anläggningstillg.	43	53	52	54	55	57	58
Summa anläggningstillg.	118	191	201	219	237	259	280
Varulager	159	185	196	221	234	251	268
Kundfordringar	58	66	71	80	85	91	97
Övriga omsättningstillg.	35	48	47	55	57	61	66
Kassa och bank	236	162	237	274	335	391	452
Summa omsättningstillgångar	487	461	550	630	711	793	882
Summa tillgångar	605	651	751	849	948	1 052	1 163
Eget kapital	152	160	203	260	321	388	459
Summa eget kapital	152	160	203	260	321	388	459
Leasingskulder	5	32	33	33	33	33	33
Uppskjutna skatteskuld	25	31	29	29	29	29	29
Övriga långfristiga skulder	1	5	5	5	5	5	5
Summa långfristiga skulder	31	68	67	67	67	67	67
Skatteskuld	17	10	14	14	14	14	14
Leasingskulder	14	18	19	19	19	19	19
Leverantörsskulder	44	35	46	47	52	56	60
Övriga kortfristiga skulder	239	246	277	304	327	349	374
Upplypna kostnader och förutbet. intäkter	109	113	127	139	149	160	171
Summa kortfristiga skulder	423	422	481	522	560	597	637
Summa skulder	453	491	548	589	627	664	703
Summa eget kapital och skulder	605	651	751	849	948	1 052	1 163
<b>Likviditet</b>	<b>2021</b>	<b>2 022</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>
Balanslikviditet	115%	109%	114%	121%	127%	133%	139%
Kassalikviditet	56%	38%	49%	52%	60%	65%	71%
<b>Belåning</b>	<b>2021</b>	<b>2 022</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>
Nettoskuld(-)/nettokassa(+)	231	130	204	241	302	358	419
Nettoskuld/EBITDA	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
Nettoskuld/EK	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
Soliditet	25%	25%	27%	31%	34%	37%	39%
<b>Effektivitet</b>	<b>2021</b>	<b>2 022</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>
Avkastning på sysselsatt kapital	2%	10%	12%	8%	11%	12%	12%
Avkastning på eget kapital	9%	43%	49%	30%	37%	35%	33%
Avkastning på investerat kapital	8%	36%	39%	24%	31%	30%	28%

Källa: Bolagsinformation Carlsquare prognoser

**Kassaflöde (MSEK)**

	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
KF, löpande verksam. före delta rörelsekapital	110	84	139	149	164	177	191
Delta rörelsekapital	43	-42	36	-2	18	11	11
KF, löpande verksamhet	153	43	175	147	182	187	202
KF, investeringsverksamhet	-12	-35	-21	-23	-25	-26	-28
KF, finansieringsverksamhet	-49	-81	-79	-88	-96	-105	-113
Periodens kassaflöde	93	-74	75	37	61	56	61
Kassa, Ingående balans	143	236	162	237	274	335	391
Kassa, Utgående balans	236	162	237	274	335	391	452
<b>Nyckeltal</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>
KF, löpande verksamhet/Summa intäkter	11,2%	3,0%	10,7%	8,1%	9,4%	9,0%	9,1%
KF, löpande verksamhet/EBITDA	112%	38%	108%	80%	90%	86%	86%

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 Christopher Solbakke äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.