

## Uppdatering: Kv3 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 distributivmetoden direktförsäljning.

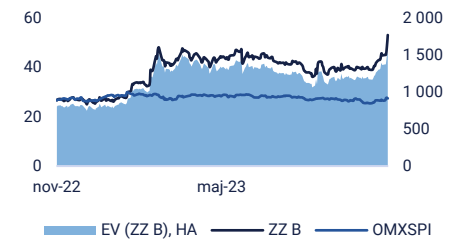
VD: Dag Pettersen  
SO: Hans Jacobsson  
[www.zinzino.com](http://www.zinzino.com)

Bloomberg: ZZB:SS  
Reuters Eikon: ZZB.ST

Lista: Nasdaq First North

Aktiekurs, senast: 53,0 kronor  
Marknadsvärde: 1 795 MSEK

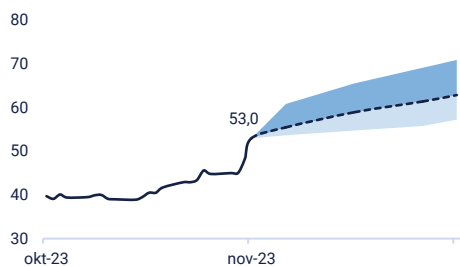
### AKTIEKURSUTVECKLING



	12M	YTD	6M	1M
Utveckling (%)	96	105	21	36

Källa: S&P Capital IQ

### VÄRDERINGSINTERVALL



	BEAR	BAS	BULL
Pris per aktie (kr)	57,3	62,9	70,9
Upp-/nedsida (%)	8	19	34

Källa: Carlsquare prognoser

### CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

Markus Augustsson  
Head of Equity Research

Christopher Solbakke  
Equity Analyst

## Imponerande lönsamhet

Zinzino har minst sagt vind i seglen. Under kv3 ökade intäkterna med 25% till 437 MSEK. Det parallellt med att vinst per aktie växte med hela 273% till 1,58 kronor. Vi har justerat upp våra lönsamhetsprognoser och beräknar ett motiverat värde per aktie om 62,9 kronor (58,1).

### Höjd utdelning i korten

Under kv2 2023 redovisades totala intäkter om 437 MSEK, motsvarande en tillväxt på 24%; i linje med våra uppdaterade prognoser. Nordamerika, då inkluderat den nya marknaden, Mexiko, växte under kvartalet med 76%.

Samtidigt fortsätter tillväxttalen att gynnas av en svag krona. Bruttoresultatet växte med 50% till 167 MSEK, motsvarande en stark bruttomarginal på 38,2%. Det var tydligt över vår prognos på 143 MSEK, motsvarande en marginal om 33,2%. Rörelsekostnader, exkl. kostnad sålda varor samt av- och nedskrivningar, ökade med 12%. Med skalbarhet i affärsmodellen och med viss hjälp av valuta (med lejonparten av personalkostnader i SEK) växte EBITDA-resultatet med hela 180% till 71,2 MSEK, motsvarande en marginal på 16,3%. Vår prognos var på 42,1 MSEK respektive en marginal på 9,8%. Rullande 12 månader var vinst per aktie efter kv3 2023 4,4 kronor, motsvarande en tillväxt på 169%.

Under det gångna kvartalet uppgick fritt kassaflöde till 103 MSEK. Per utgången av kv3 2023 uppgick kassan till 299 MSEK. Utrymme bör finnas för att ta tillbaka utdelningen till 2,0 kronor per aktie (1,75). Givet kassaflödet och kassan kan 2,0 kronor per aktie samtidigt ses som ett konservativt antagande.

### Lönsamhet över bolagets målsättning

Under 2023 räknar vi med totala intäkter på 1 742 MSEK (1 695), motsvarande en tillväxt om 21,5%. Det är i linje med bolagets tidigare guidning för helåret på cirka 1 700 MSEK. För helåret 2023 räknar vi med att bruttoresultatet ökar med 35% till 629 MSEK (583), motsvarande en marginal på 36,0% (34,4). EBITDA-resultatet väntas växa med 113% till 238 MSEK (190), motsvarande en marginal på 13,7% (11,2). Det är väl över bolagets tidigare guidning om en EBITDA-marginal på 9% eller mer. Nya marknader och vidare etablering på befintliga marknader väntas fortsätta driva tillväxten. Dock räknar vi med att tillväxten mattas av i 2024. Under åren 2023 till 2025 räknar vi med en genomsnittlig tillväxttakt per år om 11,7% (10,6). Även detta är i linje med bolagets tidigare målsättning att växa i en takt över 10% per år. Samtidigt skapar möjliga förvärv av storlek större uppsida i våra antaganden. Under åren 2023 till 2025 räknar vi med en genomsnittlig EBITDA-marginal på 13,0%. Bolagets mål är att till 2025 öka EBITDA-marginalen till över 9,0%. Möjlig finns utrymme för en justering av lönsamhetsmålsättningen.

### Höjt motiverat värde med högre lönsamhet

I ett basscenario beräknas ett motiverat värde per aktie till 62,9 kronor (58,1). Uppvärdningen beror på höjda lönsamhetsprognoser men hålls tillbaka av en högre riskfri ränta. Vår värdering motsvarar en EV/EBIT-multipel NTM om 8,9x. I dag handlas aktien till en EV/EBIT NTM om 7,4x. Det är en oförtjänt rabatt jämfört med vår referensgrupp vars medianvärde för EV/EBIT NTM 11,7x.

### Finansiella nyckeltal (MSEK)

	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Totala intäkter	1 371	1 443	1 742	1 862	2 009	2 120	2 240
Bruttoresultat	428	466	629	661	718	765	811
EBITDA	138	112	238	231	261	288	309
EBIT	116	87,0	211	202	231	258	278
EBT	115	89,2	213	205	235	262	283
VPA (SEK)	2,57	2,24	4,93	4,71	5,40	6,03	6,51
Tillväxt, tot. intäkter	19,9%	5,2%	21,5%	7,0%	7,9%	5,2%	5,7%
EBITDA-marginal	10,0%	7,8%	13,7%	12,4%	13,0%	13,6%	13,8%
EBIT-marginal	8,5%	6,0%	12,1%	10,8%	11,5%	12,2%	12,4%
EV/Sales	1,3x	0,5x	1,2x	1,1x	1,0x	1,0x	0,9x
EV/EBITDA	13,0x	6,9x	8,6x	8,9x	7,8x	7,1x	6,6x
EV/EBIT	15,4x	8,9x	9,7x	10,1x	8,8x	7,9x	7,4x
P/E	22,2x	11,5x	10,8x	11,3x	9,8x	8,8x	8,1x

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 kan visa upp en bra tillväxt vad det gäller intäkter, vinst och utdelningar under de kommande åren. I ett basscenario beräknas ett motiverat värde per aktie om 62,9 kronor (58,1) 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 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 fortsatt tillväxt. Förvärvade Enhazz utökade bolagets produktutbud mot hudvård. Men väl så viktig gav det tillgång till ett starkt nätverk av distributörer. Försäljningssynergier har börjat synas och vi räknar med att det stärkta partner-nätverket är en viktig tillväxt drivare. Vi räknar också med att Centraleuropa fortsätter att 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 en effektiviserad arbetsstyrka skapas förutsättningar för god 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 62,9 kronor (58,1) för de kommande 6–12 månaderna. Vår värdering motsvarar en EV/Sales-multipel om 1,0x och EBIT-multipel om 8,9x vår prognos nästa tolv månader (NTM). I dag handlas Zinzino till en EV/Sales-multipel NTM om 0,9x och en EV/EBIT-multipel NTM på 7,4x. Det är en oförtjänt rabatt jämfört med vår referensgrupp vars medianvärde för EV/EBIT NTM 11,7x.

# Antaganden och prognoser

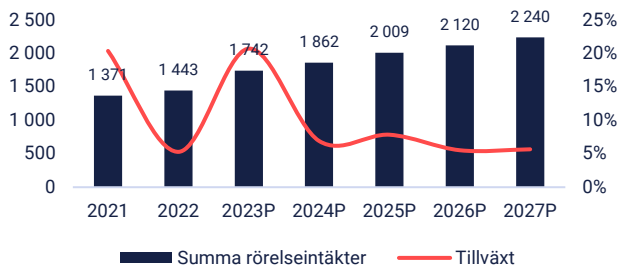
## Prognosjusteringar och prognoser på helårsbasis

### Prognoser

	Uppdaterade					Tidigare				
	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Summa rörelseintäkter	1 742	1 862	2 009	2 120	2 240	1 694	1 792	1 953	2 072	2 217
Bruttoresultat	629	661	718	765	811	582	609	661	707	761
EBITDA	238	231	261	288	309	189	181	201	220	236
EBIT	211	202	231	258	278	164	156	174	191	205
EBT	213	205	235	262	283	161	154	172	189	203

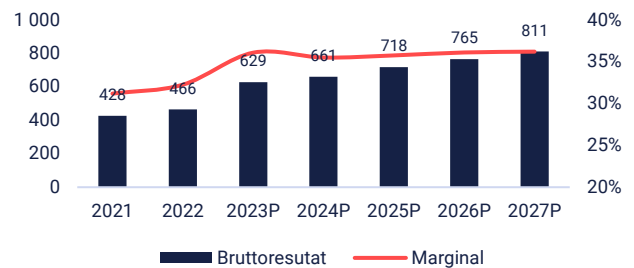
Prognoser är i MSEK. Källa: Carlsquare prognoser

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



Källa: Bolagsinformation and Carlsquare prognoser

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



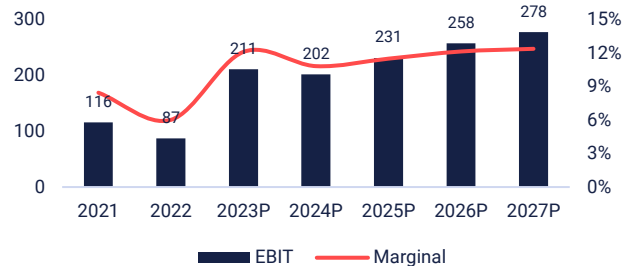
Bruttoresultat = totala intäkter reducerat med kostnad sålda varor och distributörskostnader. Källa: Bolagsinformation and Carlsquare prognoser

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



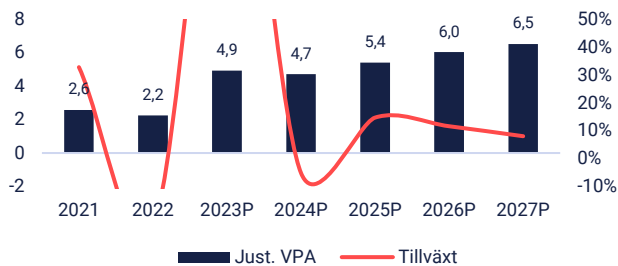
Källa: Bolagsinformation and Carlsquare prognoser

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



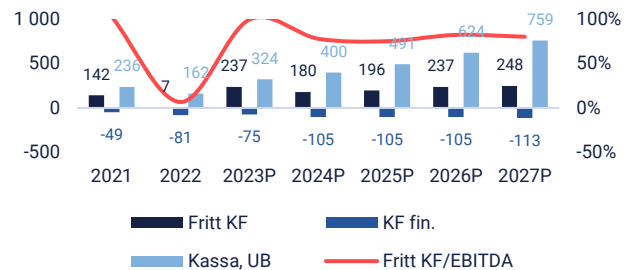
Källa: Bolagsinformation and Carlsquare prognoser

### Just. vinst per aktie (kr/aktie)



Källa: Bolagsinformation and Carlsquare prognoser

### Kassaflöde och kassa (MSEK)

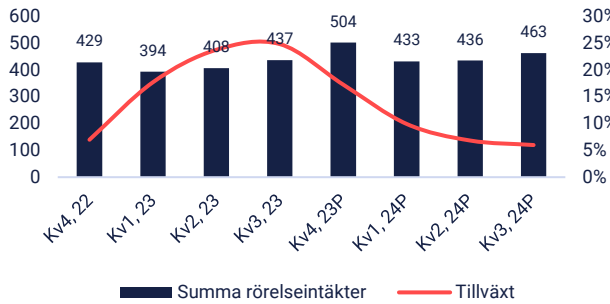


Källa: Bolagsinformation and Carlsquare prognoser

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

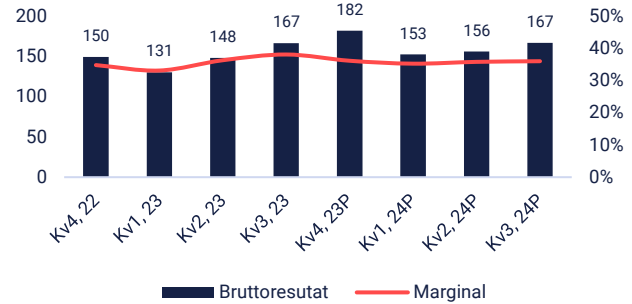
## Prognoser på kvartalsbasis

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



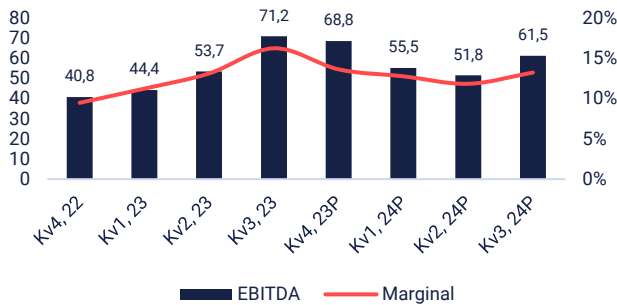
Källa: Bolagsinformation and Carlsquare prognoser

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



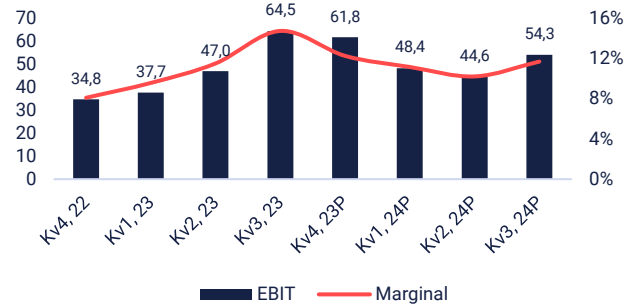
Bruttoresultat = totala intäkter reducerat med kostnad sålda varor och distributörskostnader. Källa: Bolagsinformation and Carlsquare prognoser

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



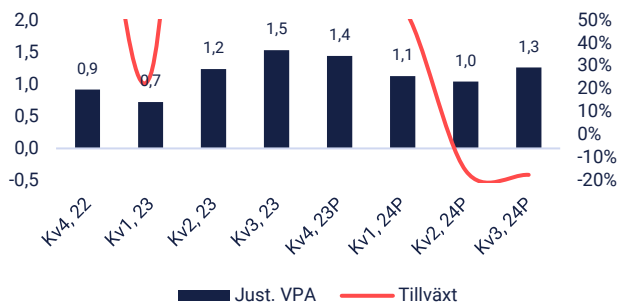
Källa: Bolagsinformation and Carlsquare prognoser

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



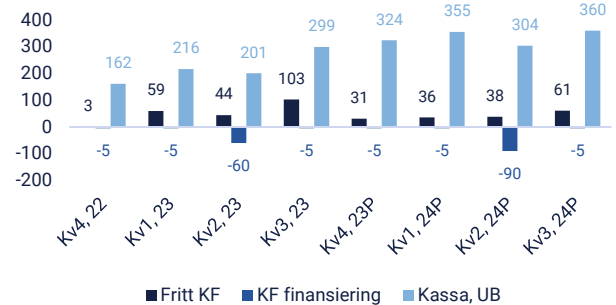
Källa: Bolagsinformation and Carlsquare prognoser

### Just. vinst per aktie (kr/aktie)



Källa: Bolagsinformation and Carlsquare prognoser

### Kassaflöde och kassa (MSEK)



Källa: Bolagsinformation and Carlsquare prognoser

## Motiverat värde inom ett intervall

### Omotiverat låg värdering

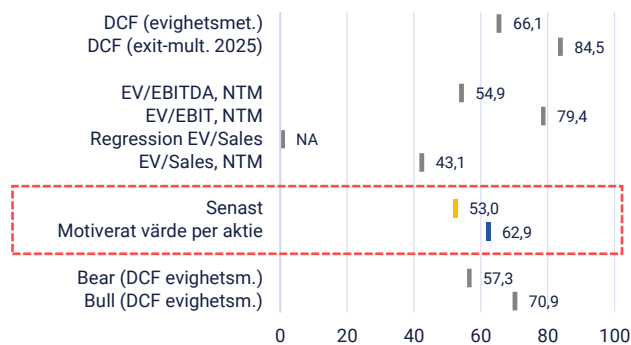
I ett basscenario beräknas ett motiverat värde per aktie om 62,9 kronor (58,1) för de kommande 6–12 månaderna. Den uppreviderade värderingen förklaras av höjda lönsamhetsprognoser. Vår värdering motsvarar en EV/Sales NTM om 1,0x och EV/EBIT NTM på 8,9x. Referensgruppen handlas till 0,6x respektive 11,7x.

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

Valuta, SEK/SEK		1,0
Mult. val. (EV/Sales, med. NTM)	SEK	43,1
Mult. val. (EV/EBIT, med. NTM)	SEK	79,4
DCF-värdering	SEK	66,1
Motiverat värde per aktie	SEK	62,9
Möjlig upp-/nedsida		19%
Aktier, full finansiering och utspädning	M	34
Aktievärde	MSEK	2 130
Kassa (senast kv)	MSEK	298,7
Skuld (senast kv)	MSEK	40,9
Nuvärde aktiefinansiering	MSEK	2
EV	MSEK	1 869

Källa: Carlsquare prognoser

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



Källa: Carlsquare prognoser

#### Implicita värderingsmultiplar, basscenario

	2021	2022	Nuv. NTM	NTM	2023	2024	2025	2026	2027
EV/Sales	1,3x	0,5x	0,8x	1,0x	1,1x	1,0x	0,9x	0,9x	0,8x
EV/EBITDA	13,0x	6,9x	6,5x	7,9x	7,9x	8,1x	7,2x	6,5x	6,0x
EV/EBIT	15,4x	8,9x	7,4x	8,9x	8,9x	9,3x	8,1x	7,3x	6,7x
Just. PE	22,2x	22,2x	10,9x	12,9x	12,8x	13,3x	11,6x	10,4x	9,6x

Källa: Carlsquare prognoser

## DCF värdering

### DCF-värdering, basscenario

DCF-värdering						
PV(UFCF)	MSEK	1 186	Disk ränta			
PV(TV)	MSEK	796	Riskfri ränta	3,0%	Skattejust. ränta	8,8%
EV	MSEK	1 982	Marknadsriskprem.	6,7%	Belåning	0,0%
Nettokassa(-), senast kv	MSEK	-258	Storleksprem.	2,0%	WACC	13,4%
Värde, associerade bolag	MSEK	0,0	Beta	1,2x	Bolagsspecifik prem.	0,9%
Värde, minoritetsintressen	MSEK	-1,7	Avkastningskrav, EK	13,4%	<b>Disk.ränta</b>	<b>14,3%</b>
Aktievärde	MSEK	2 238	<b>Antaganden</b>			
PV(aktiefinansiering)	MSEK	2	CAGR, 2022-32P	6,7%		
Aktievärde efter finansiering	MSEK	2241	EBITDA-marginal, 2032P	14,4%		
Utestående aktier	Milj.	34	EBIT-marginal, 2032P	13,1%		
Nya aktier från aktiefinansiering	Milj.	0,0	Skattesats	20,6%		
Utestående aktier efter full finansiering	Milj.	34	<b>Värderingsmultiplar</b>			
Värde per aktie före finansiering och utspädning	SEK	66,1	EV/Sales, NTM	1,1x	EV/EBITDA, NTM	8,4x
Aktievärde efter finansiering och utspädning	SEK	66,1	EV/Sales, 24P	1,1x	EV/EBITDA, 24P	8,6x
Valuta	SEK/SEK	1,0	P/S, NTM	1,3x	EV/EBIT, NTM	9,5x
Värde per aktie före finansiering och utspädning	SEK	66,1	P/S, 24P	1,3x	EV/EBIT, 24P	9,9x
<b>Värde per aktie efter fin. &amp; utspäd.</b>	SEK	<b>66,1</b>	EV/Bruttores., NTM	3,5x	P/E, NTM	13,6x
Upp-/nedsida		25%	EV/Bruttores., 24P	3,5x	P/E, 24P	14,1x

Källa: Carlsquare prognoser

## Multipelvärdering

### Värdering referensgrupp

	HQ	Mcap (EURm)	EV (EURm)	Avg. EBITDA-marg.		EV/Sales		EV/EBITDA		EV/EBIT	
				2022-2025	2023-2025	NTM	2023E	NTM	2023E	NTM	2023E
Herbalife Ltd.	US	1 159	3 247	0,3%	12,5%	0,7x	0,7x	5,6x	6,3x	6,8x	8,3x
Nu Skin Enterprises, Inc.	US	807	1 124	-2,8%	10,9%	0,6x	0,6x	5,8x	6,2x	8,8x	9,2x
USANA Health Sciences, Inc.	US	807	526	-2,5%	12,6%	0,6x	0,6x	5,3x	4,8x	7,0x	6,8x
Natural Grocers by Vitamin Cottage	US	268	607	NA	NA	NA	NA	9,9x	10,4x	NA	NA
Nature's Sunshine Products, Inc.	US	302	252	4,4%	8,9%	0,6x	0,6x	6,8x	7,0x	11,8x	12,2x
Lifeway Foods, Inc.	US	203	196	NA	NA	1,3x	1,4x	NA	NA	11,5x	13,4x
LifeVantage Corporation	US	57	53	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
Mannatech, Incorporated	US	16	14	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
Orkla ASA	NO	6 328	8 174	2,4%	14,4%	NA	1,4x	9,7x	10,0x	13,8x	14,2x
Aker BioMarine AS	NO	315	663	15,8%	24,9%	NA	2,0x	7,4x	9,5x	16,4x	34,0x
Probi AB (publ)	SE	207	186	3,9%	20,5%	NA	3,4x	16,7x	18,6x	65,8x	112,1x
Midsona AB (publ)	SE	95	154	-0,3%	8,2%	0,5x	0,5x	5,6x	7,5x	11,7x	23,9x
<b>Median</b>		<b>285</b>	<b>389</b>	<b>1%</b>	<b>13%</b>	<b>0,6x</b>	<b>0,7x</b>	<b>6,8x</b>	<b>7,5x</b>	<b>11,7x</b>	<b>13,4x</b>
Genomsnitt		880	1 266	3%	14%	0,7x	1,3x	8,1x	8,9x	17,1x	26,0x
<b>ZZ B (curr.)*</b>	<b>SE</b>	<b>156</b>	<b>133</b>	-	-	<b>0,9x</b>	<b>1,1x</b>	<b>6,5x</b>	<b>8,9x</b>	<b>7,4x</b>	<b>8,9x</b>
<b>ZZ B (CSQ)*</b>	<b>SE</b>	<b>185</b>	<b>162</b>	12%	13%	<b>1,0x</b>	<b>1,1x</b>	<b>7,9x</b>	<b>7,9x</b>	<b>8,9x</b>	<b>8,9x</b>

Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare prognoser

### Multipelvärdering medianvärde EV/Sales NTM, basscenario

	Mcap (SEKm)	CAGR, 22-25	Avg. EBITDA-m., 23-25	EV/Sales, NTM
Ref.gruppens median	285	1%	13%	0,7x
Ref.gruppens genomsnitt	880	3%	14%	1,2x
<b>Rabatt</b>				<b>0,0%</b>
Använd multipel				0,7x
Intäkter,NTM	MSEK			1 737
EV	MSEK			1 200
Nettokassa(-), senast kv	MSEK			-258
Värde, associerade bolag	MSEK			0,0
Värde, minoritetsintressen	MSEK			-1,7
PV(kassa från nyemissioner)	MSEK			2,4
Aktievärde efter finansiering	MSEK			1 459
Antal utestående aktier	milj.			34
Nya aktier från aktiefinansiering	milj.			0,0
Utestående aktier efter full finansiering	milj.			34
Valuta	SEK/SEK			1,0
<b>Värde per aktie efter fin. &amp; utspäd.</b>	<b>SEK</b>			<b>43,1</b>

Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare prognoser

### Multipelvärdering medianvärde EV/EBIT NTM, basscenario

	Mcap (SEKm)	CAGR, 22-25	Avg. EBITDA-m., 23-25	EV/Sales, NTM
Ref.gruppens median	285	1%	13%	11,7x
Ref.gruppens genomsnitt	880	3%	14%	17,1x
<b>Rabatt</b>				<b>0,0%</b>
Använd multipel				11,7x
Just. EBIT, NTM	MSEK			208
Enterprise value	MSEK			2 431
Nettokassa(-), senast kv	MSEK			-258
Värde, associerade bolag	MSEK			0,0
Värde, minoritetsintressen	MSEK			-1,7
PV(kassa från nyemissioner)	MSEK			2,4
Aktievärde efter finansiering	MSEK			2 689
Antal utestående aktier	M			33,9
Nya aktier från aktiefinansiering	M			0,0
Utestående aktier efter full finansiering	M			33,9
Valuta	SEK/SEK			1,0
<b>Värde per aktie efter fin. &amp; utspäd.</b>	<b>SEK</b>			<b>79,4</b>

Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare prognoser

## Värderingsintervall

I ett Bull-scenario beräknas ett värde per aktie på 70,9 kronor.

I ett Bear-scenariot beräknas ett värde per aktie på 57,3 kronor.

### Värderingsintervall

	BEAR	BAS	BULL
<b>Tillväxtantaganden, intäkter</b>			
CAGR, 2022-25	11,3%	11,9%	12,1%
CAGR, 2025-28	5,0%	5,1%	5,8%
CAGR, 2022-32	6,4%	6,7%	7,0%
<b>Antaganden, EBITDA-marginal</b>			
Genomsnitt, 2023-25	13,0%	12,9%	14,2%
Genomsnitt, 2026-28	12,6%	13,7%	15,3%
Genomsnitt, 2023-32	12,8%	13,7%	15,2%
2032	13,0%	14,4%	16,1%
<b>Värde per aktie (SEK)</b>	<b>57,3</b>	<b>62,9</b>	<b>70,9</b>

Källa: S&P Capital IQ 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 påverkade 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)

	Kv4, 22	Kv1, 23	Kv2, 23	Kv3, 23	Kv4, 23P	Kv1, 24P	Kv2, 24P	Kv3, 24P
Nettoomsättning	401	374	387	416	470	411	414	441
Totala intäkter	429	394	408	437	504	433	436	463
Bruttoresultat	150	131	148	167	182	153	156	167
EBITDA	41	44	54	71	69	55	52	61
Just. EBITDA	41	44	54	71	69	55	52	61
EBIT	35	38	47	65	62	48	45	54
Just. EBIT	35	38	47	65	62	48	45	54
EBT	38	37	46	68	62	49	45	55
Just. EBT	38	37	46	68	62	49	45	55
Vinst efter skatt	28	29	37	53	49	38	35	43
Just. Vinst efter skatt	28	29	37	53	49	38	35	43
Vinst per aktie	0,8	0,9	1,1	1,6	1,4	1,1	1,0	1,3
<b>Tillväxt</b>	<b>Kv4, 22</b>	<b>Kv1, 23</b>	<b>Kv2, 23</b>	<b>Kv3, 23</b>	<b>Kv4, 23P</b>	<b>Kv1, 24P</b>	<b>Kv2, 24P</b>	<b>Kv3, 24P</b>
Nettoomsättning	8%	19%	25%	26%	17%	10%	7%	6%
Totala intäkter	7%	18%	24%	25%	17%	10%	7%	6%
Bruttoresultat	32%	32%	41%	50%	22%	17%	5%	0%
EBITDA	54%	72%	167%	180%	69%	25%	-4%	-14%
EBIT	67%	87%	245%	251%	78%	28%	-5%	-16%
EBT	85%	85%	251%	276%	64%	33%	-3%	-19%
Vinst efter skatt	94%	85%	262%	275%	73%	31%	-4%	-20%
<b>Marginaler</b>	<b>Kv4, 22</b>	<b>Kv1, 23</b>	<b>Kv2, 23</b>	<b>Kv3, 23</b>	<b>Kv4, 23P</b>	<b>Kv1, 24P</b>	<b>Kv2, 24P</b>	<b>Kv3, 24P</b>
Bruttomarginal	35%	33%	36%	38%	36%	35%	36%	36%
EBITDA-marginal	10%	11%	13%	16%	14%	13%	12%	13%
Just. EBITDA-marginal	10%	11%	13%	16%	14%	13%	12%	13%
EBIT-marginal	8%	10%	12%	15%	12%	11%	10%	12%
Just. EBIT-marginal	8%	10%	12%	15%	12%	11%	10%	12%
EBT-marginal	9%	9%	11%	15%	12%	11%	10%	12%
Just. EBT-marginal	9%	9%	11%	15%	12%	11%	10%	12%
Vinstmarginal	7%	7%	9%	12%	10%	9%	8%	9%
Just. Vinstmarginal	7%	7%	9%	12%	10%	9%	8%	9%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

**Resultaträkning, årsbasis (MSEK)**

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Nettoomsättning	1074	1289	1356	1648	1762	1901	2000	2114
Summa intäkter	1139	1371	1443	1742	1862	2009	2120	2240
KSV	-790	-943	-978	-1113	-1201	-1290	-1354	-1429
Bruttoresultat	349	428	466	629	661	718	765	811
Rörelsekostnader, exkl. KSV och av- & nedskriv.	-240	-290	-353	-390	-431	-457	-477	-502
EBITDA	109	138	112	238	231	261	288	309
Just. EBITDA	109	138	112	238	231	261	288	309
Av- och nedskrivningar	-22	-22	-25	-27	-29	-30	-31	-31
EBIT	87	116	87	211	202	231	258	278
Just. EBIT	87	116	87	211	202	231	258	278
Finansnetto	-2	-1	2	2	3	4	4	5
EBT	85	115	89	213	205	235	262	283
Just. EBT	85	115	89	213	205	235	262	283
Skatt	-19	-25	-21	-45	-45	-52	-58	-62
Resultat efter skatt	66	90	68	168	160	183	204	221
Just. res. Efter skatt	66	90	68	168	160	183	204	221
Summa res. hänför. till moderbolaget	59	86	76	167	160	183	204	221
Just. summa res. hänför. till moderbolaget	59	86	76	167	160	183	204	221
VPA	2,0	2,7	2,0	5,0	4,7	5,4	6,0	6,5
Just. VPA	1,8	2,6	2,2	4,9	4,7	5,4	6,0	6,5
VPA ef. utspädning	2,0	2,7	2,0	5,0	4,7	5,4	6,0	6,5
Aktier, SaP	33	34	34	34	34	34	34	34
Aktier, AVG.	33	33	34	34	34	34	34	34
<b>Tillväxt</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>
Nettoomsättning	51%	20%	5%	22%	7%	8%	5%	6%
Summa intäkter	48%	20%	5%	21%	7%	8%	6%	6%
Bruttoresultat	50%	23%	9%	35%	5%	9%	7%	6%
EBITDA	224%	27%	-19%	112%	-3%	13%	10%	7%
EBIT	486%	34%	-25%	143%	-4%	15%	11%	8%
EBT	512%	35%	-22%	139%	-4%	15%	12%	8%
Resultat efter skatt	487%	35%	-24%	146%	-5%	15%	12%	8%
VPA	482%	33%	-24%	145%	-5%	15%	12%	8%
Just. VPA	482%	33%	-24%	145%	-5%	15%	12%	8%
<b>Marginaler</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>
Bruttomarginal	31%	31%	32%	36%	36%	36%	36%	36%
EBITDA-marginal	10%	10%	8%	14%	12%	13%	14%	14%
Just. EBITDA-marginal	10%	10%	8%	14%	12%	13%	14%	14%
EBIT-marginal	8%	8%	6%	12%	11%	12%	12%	12%
Just. EBIT-marginal	8%	8%	6%	12%	11%	12%	12%	12%
EBT-marginal	7%	8%	6%	12%	11%	12%	12%	13%
Just. EBT-marginal	7%	8%	6%	12%	11%	12%	12%	13%
Vinstmarginal	6%	7%	5%	10%	9%	9%	10%	10%
Just. vinstmarginal	6%	7%	5%	10%	9%	9%	10%	10%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare.

**Balansräkning (MSEK)**

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Summa immateriella tillg.	56	64	121	125	129	132	134	135
Summa materiella tillg.	7	11	17	16	19	21	21	22
Summa övriga anläggningstillg.	47	43	53	48	48	48	48	48
Summa anläggningstillg.	110	118	191	189	195	201	203	205
Varulager	127	159	185	215	227	237	267	282
Kundfordringar	67	58	66	70	75	81	87	93
Övriga omsättningstillg.	37	35	48	47	48	54	59	64
Likvida medel	143	236	162	324	400	491	624	759
Summa omsättningstillgångar	373	487	461	656	749	863	1 037	1 197
Summa tillgångar	483	605	651	845	944	1 064	1 241	1 403
	0	0	0	0	0	0	0	0
Summa eget kapital	95	152	160	270	345	444	564	691
Avsättningar	0	0	0	0	0	0	0	0
	0	0	0	0	0	0	0	0
Summa långfristiga skulder	39	31	68	59	59	59	59	59
Leverantörsskulder	55	44	35	60	62	63	67	73
Övriga kortfristiga skulder	319	389	401	460	482	502	556	584
Summa kortfrist. skulder	349	423	422	516	540	561	618	652
Summa eget kapital och skulder	483	605	651	845	944	1 064	1 241	1 403
<b>Likviditet</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>
Balanslikviditet	1,1x	1,2x	1,1x	1,3x	1,4x	1,5x	1,7x	1,8x
Kassalikviditet	0,6x	0,7x	0,5x	0,8x	0,9x	1,0x	1,2x	1,3x
KF löpande verk./kostfristiga skulder	0,3x	0,4x	0,1x	0,5x	0,4x	0,4x	0,4x	0,4x
<b>Beläning</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>
Nettoskuld(+)/nettokassa(-)	246	218	329	250	199	129	53	-48
Nettoskuld(+)/nettokassa(-) exkl. leasing	201	179	279	209	158	88	12	-89
Nettoskuld/EBITDA	2,3x	1,6x	2,9x	1,1x	0,9x	0,5x	0,2x	-0,2x
Nettoskuld/EK	4,1x	3,0x	3,1x	2,1x	1,7x	1,4x	1,2x	1,0x
Soliditet	20%	25%	25%	32%	37%	42%	45%	49%
<b>Effektivitet</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>
ROA	17%	16%	11%	23%	18%	18%	18%	17%
ROE	87%	70%	48%	78%	52%	46%	41%	35%
ROIC	24%	26%	16%	33%	30%	33%	34%	35%

Källa: Bolagsinformation Carlsquare prognoser

**Kassaflöde (MSEK)**

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
KF, löpande verksam. före delta RK	105	110	84	210	188	213	235	252
Delta RK	-8	43	-42	39	6	-1	15	9
KF, löpande verksamhet	97	153	43	249	194	212	250	262
KF, investeringsverksamhet	-9	-12	-35	-12	-14	-16	-13	-14
Fritt KF	88	142	7	237	180	196	237	248
KF, finansieringsverksamhet	-22	-49	-81	-75	-105	-105	-105	-113
Periodens kassaflöde	66	93	-74	162	75	92	133	135
Kassa, BaP	113	183	164	299	360	452	574	707
Kassa, SaP	143	236	162	324	400	491	624	759
<b>Nyckeltal</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>
Delta RK/Summa intäkter	-1%	3%	-3%	2%	0%	0%	1%	0%
KF, löpande verksamhet/Summa intäkter	9%	11%	3%	14%	10%	11%	12%	12%
KF, löpande verksamhet/EBITDA	90%	112%	38%	105%	84%	81%	87%	85%
KF, investeringsverksamhet/Summa intäkter	-1%	-1%	-2%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
Fritt KF/EBITDA	81%	103%	7%	100%	78%	75%	82%	80%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

**Nyckeltal**

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
SEK/SEK	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Pris per aktie	76,0	57,0	25,9	53,0	53,0	53,0	53,0	53,0
Marknadsvärde	2 511	1 921	875	1 795	1 795	1 795	1 795	1 795
EV	2 444	1 788	774	2 045	1 537	1 537	1 537	1 537
P/S	2,3x	1,5x	0,6x	1,1x	1,0x	0,9x	0,9x	0,8x
P/E	37,7x	21,3x	12,7x	10,7x	11,2x	9,8x	8,8x	8,1x
P/KF löpande verks.	25,8x	12,5x	20,4x	7,2x	9,2x	8,5x	7,2x	6,9x
EV/Sales	2,3x	1,4x	0,6x	1,2x	0,9x	0,8x	0,8x	0,7x
EV/Bruttores.	7,0x	4,2x	1,7x	3,3x	2,3x	2,1x	2,0x	1,9x
EV/EBITDA	22,5x	13,0x	6,9x	8,6x	6,7x	5,9x	5,3x	5,0x
EV/EBIT	28,2x	15,4x	8,9x	9,7x	7,6x	6,6x	6,0x	5,5x
CSQ motiverat värde per aktie	76,0	57,0	25,9	62,9	62,9	62,9	62,9	62,9
CSQ marknadsvärde	2 511	1 921	875	2 130	2 130	2 130	2 130	2 130
CSQ EV	2 444	1 788	774	2 380	2 329	2 259	2 183	2 082
P/S, CSQ implicit	2,3x	1,5x	0,6x	1,3x	1,2x	1,1x	1,1x	1,0x
P/E, CSQ implicit	37,9x	21,4x	12,8x	12,6x	13,3x	11,6x	10,4x	9,6x
P/KF löpande verks., CSQ implicit	25,8x	12,5x	20,4x	8,6x	11,0x	10,0x	8,5x	8,1x
EV/Sales, CSQ implicit	2,3x	1,4x	0,6x	1,4x	1,3x	1,2x	1,1x	1,0x
EV/Bruttores., CSQ implicit	7,0x	4,2x	1,7x	3,3x	2,3x	2,1x	2,0x	1,9x
EV/EBITDA, CSQ implicit	22,5x	13,0x	6,9x	10,0x	10,1x	8,7x	7,6x	6,7x
EV/EBIT, CSQ implicit	28,2x	15,4x	8,9x	11,3x	11,5x	9,8x	8,5x	7,5x
Aktier (SaP)	32,6	33,0	33,7	33,9	33,9	33,9	33,9	33,9
Aktier, genomsnitt	32,6	32,8	33,4	33,8	33,8	33,9	33,9	33,9
Aktier full utspäd. (genomsnitt)	32,6	32,8	33,4	33,8	33,8	33,9	33,9	33,9
EPS (SEK)	2,02	2,68	2,03	4,97	4,71	5,41	6,04	6,52
DPS (SEK)	0,70	0,71	1,27	2,00	1,75	2,50	2,50	2,50
BV per aktie (SEK)	1,2	2,9	4,5	4,7	8,0	10,2	13,1	16,6
tBV per aktie (SEK)	0,2	0,2	0,3	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6
EV per aktie (SEK)	75,0	54,5	23,2	60,5	45,5	45,4	45,4	45,4
EK per aktie	2,9	4,6	4,8	8,0	10,2	13,1	16,6	20,4
Direktavkastning	0,9%	1,2%	4,9%	3,8%	3,3%	4,7%	4,7%	4,7%
FCF yield	3,5%	7,4%	0,8%	13,2%	10,0%	10,9%	13,2%	13,8%
FCF yield (obelånat)	2,4%	3,8%	16,6%	1,0%	12,3%	10,1%	11,0%	13,2%

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.