

## Uppdatering: Kv4 2023

### ZINZINO AB

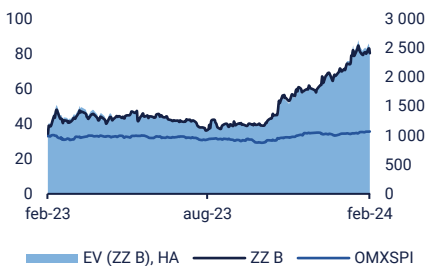
Zinzino är en global aktör inom försäljning och produktion av hälsokost. I dag är bolaget aktivt på över 100 marknader. Bolaget har historiskt växt snabbt till en förbättrad lönsamhet. En viktig komponent till framgången har varit distributivmetoden direktförsäljning.

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: 80,2 kronor  
Marknadsvärde: 2 734 MSEK

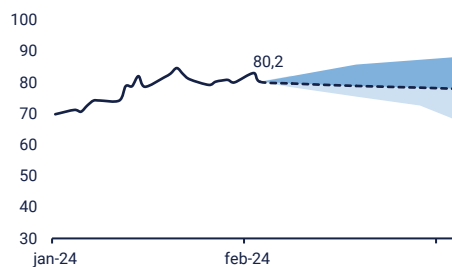
### AKTIEKURSUTVECKLING



	12M	YTD	6M	1M
Utveckling (%)	106	35	104	13

Källa: S&P Capital IQ

### VÄRDERINGSINTERVALL



	BEAR	BAS	BULL
Pris per aktie (kr)	68,5	78,0	88,0
Upp-/nedsida (%)	-15	-3	10

Källa: Carlsquare prognoser

### CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

Markus Augustsson  
Head of Equity Research

Christopher Solbakke  
Equity Analyst

Niklas Elmhammer  
Senior Equity Analyst

## Höjd utdelning signalerar uthålligt marginallyft

Ett starkt 2023 för Zinzino avspeglas i förslaget om höjd utdelning till 3,0 kronor per aktie (1,75). Vidare penetration på befintliga marknader tillsammans med den pågående expansionen till nya geografier skall driva tillväxten i 2024. M&A är en möjlig krydda. Efter uppjusterade prognoser för bruttomarginal och lönsamhet beräknas ett motiverat värde per aktie om 78,0 kronor (73,2).

### Höjd utdelning efter starkt år

I kv4 2023 redovisades totala intäkter om 528 MSEK, motsvarande en tillväxt på 23%. Det var i linje med våra uppdaterade prognoser. I kv4 fortsatte Centraleuropa växa i rask takt, om än avtagande. I Nordamerika ökade dock tillväxttakten sekventiellt, vilket till delar förklaras av tillväxtinitiativen i Mexiko. Parallellt ökade bruttoresultatet med 35% till 202 MSEK, motsvarande en stark bruttomarginal på 38,3%. Det var över vår prognos på 193 MSEK, motsvarande en marginal om 36,5%. Den förbättrade bruttomarginalen under året förklaras bland annat av prishöjningar och av justering i ersättningsmodellen till distributörer. Det bedömer vi kunna medföra uthållighet i den högre bruttomarginal.

EBITDA-resultatet ökade med 75% till 71 MSEK, motsvarande en marginal på 13,5%. Vi hade räknat med en EBITDA-resultat på 74 MSEK-marginal på 14,0%. Trots en bruttomarginal över förväntan var således lönsamheten längre ned i resultaträkningen något svagare än väntat. Sett till helåret 2023 uppgick vinsten per aktie till 4,83 SEK, motsvarande en kraftig tillväxt på 140%. Mot bakgrund av ett starkt 2023 har en höjd utdelning om 3,0 kronor (1,75) per aktie föreslagits.

### Flera tillväxt drivare, förvärv ytterligare möjlighet

De mest framstående drivarna av intäktsstillväxten under 2024 och de kommande åren är i vår mening vidare etablering på befintliga marknader och öppnandet av nya marknader. Dessutom har ett partnerskap ingåtts med ACN. Detta kan ses som en snabb väg till att öka antal distributörer och således också intäkterna över de kommande 1-3 åren. Tillväxt kommer med skalbarhet som bör gynna lönsamheten under kommande åren. Vidare är vi av uppfattningen att bolaget har prioriterat upp sin M&A-tillväxtstrategi. Vi modellerar dock inte med bidrag från förvärv i vår modell. Betydande förvärv kan således bidra till uppsida i våra estimat och värdering.

För helåret 2024 räknar vi med totala intäkter på 1 916 MSEK (1 913), motsvarande en tillväxt om 8,4%. Parallellt har vi justerat upp våra prognoser för bruttoresultatet som nu väntas öka med 8,4% till 703 MSEK (674), motsvarande en marginal på 36,7% (36,1%). EBITDA-resultatet väntas växa med 5,4% till 255 MSEK (231), motsvarande en marginal på 13,3% (12,1%).

### Höjt motiverat värde med antagande om bättre bruttomarginal

I ett basscenario beräknas ett motiverat värde per aktie till 78,0 kronor (73,2). Uppvärdningen beror bl.a. på en höjd bruttomarginal som väger tyngre än en något uppjusterad kostnadsbas. Vår värdering motsvarar en EV/EBIT-multipel NTM om 10,5x. Det är i linje med vår referensgrupp handlas till ett medianvärde för EV/EBIT NTM 10,5x.

### Finansiella nyckeltal (MSEK)

	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Summa intäkter	1 371	1 443	1 767	1 916	2 059	2 172
Bruttoresultat	428	466	648	703	759	811
EBITDA	138	112	242	255	276	306
EBIT	116	87	210	227	246	276
EBT	115	89	211	229	250	280
VPA (SEK)	2,57	2,01	4,83	5,26	5,74	6,43
Just. VPA (SEK)	2,57	2,01	4,83	5,26	5,74	6,43
Tillväxt, nettooms.	19,9%	5,2%	23,5%	8,4%	7,5%	5,2%
EBITDA-marginal	10,0%	7,8%	13,7%	13,3%	13,4%	14,1%
EBIT-marginal	8,5%	6,0%	11,9%	11,8%	12,0%	12,7%
EV/Sales	1,3x	0,5x	1,0x	1,5x	1,4x	1,4x
EV/EBITDA	13,0x	6,9x	7,3x	11,6x	10,7x	9,6x
EV/EBIT	15,4x	8,9x	8,4x	13,0x	12,0x	10,7x
Just.P/E	22,2x	12,9x	12,3x	15,2x	14,0x	12,5x

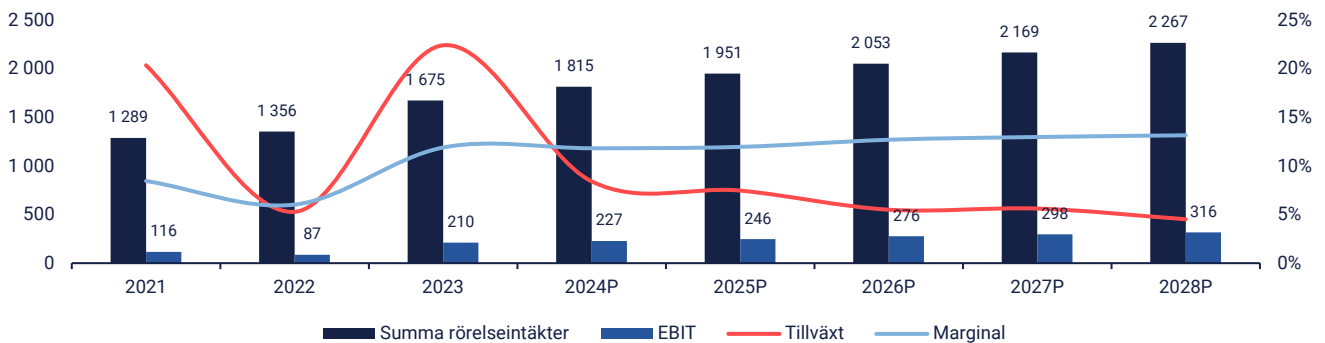
Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

# Investment case, prognoser, värdering och risker

## Värderingen har kommit i kapp. M&A är en krydda

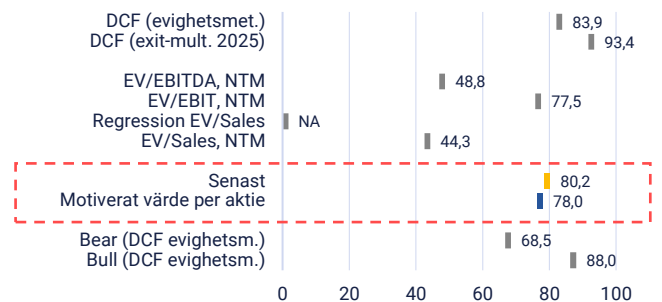
- Påvisad tillväxtstrategi.** Under de senaste fem åren, 2019–2023 har Zinzino vuxit med 25,1% i genomsnitt per år. En effektiv och snabb expansion via direktförsäljning, ett utökat produktbudande och M&A har varit viktiga ingredienser. Parallellt har EBIT-marginalen stigit från 1,9% i 2019 till 11,9% i 2023. Historiken påvisar styrkan i bolagets erbjudande, affärsmodell och tillväxtstrategi.
- Nya marknader och fler distributörer.** Vad gäller tillväxt kan 2023 bli ett tufft jämförelse-år. Intäkterna spädades även på av en fördelaktig rörelse i SEK. Under 2024 räknar vi dock med fortsatt etablering på befintliga marknader. Det bl.a. med hjälp av ett större nätverk av distributörer som snabbt kan öka via partnerskapet med ACN. Bolaget har även för avsikt att öppna nya marknader som vi räknar med kommer att bidra med tilltagande volymer över tid.
- Stärkt bruttomarginal.** Under 2023 landade bruttomarginalen på 36,7%. Det är en förbättring från 32,3% i 2022. Den förbättrade bruttomarginalen förklaras bland annat av prisjusteringar, förändringar i den geografiska mixen och justeringar i ersättningsmodellen till distributörer. Vi bedömer att det medför att bruttomarginalen kan bibehållas på nivåer i linje med 2023 även under de kommande åren.
- Tillväxt med skalbarhet.** Bolaget har historiskt uppvisat bra skalbarhet i verksamheten givet en effektiv säljstrategi. Vi räknar med att den geografiska expansionen initialt kommer medföra en ökning i kostnaderna. Dock modellerar vi med god skalbarhet när verksamheten på nya marknader väl etablerats. Väl värt att notera är också att bolaget har hög lönsamhet jämfört med de bolag som är inkluderade i vår referensgrupp.

### Summa rörelseintäkter och EBIT (MSEK), basscenario



- Motiverat värde om 78,0 SEK per aktie** beräknas för de kommande 6–12 månaderna inom intervallet 68,5–88,0. En värdering om 78,0 kronor per aktie motsvarar en potential på minus 3%.

- Motiverat värde motsvarar en EV/Sales NTM om 1,2x.
- Motiverat värde motsvarar en EV/EBIT NTM om 10,5x.
- Referensgruppen handlas till EV/Sales NTM om 0,6x.
- Referensgruppen handlas till EV/EBIT NTM om 10,5x.

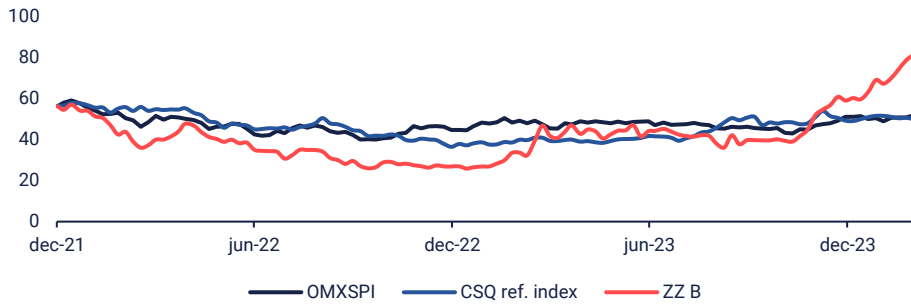


- Risker och utmaningar:** Efter ett mycket starkt år är jämförelsetalen (2023) vad gäller intäkter tuffa. En starkt SEK kan göra det än tuffare.
- Hushållens konsumtion och sentiment är dämpade. Det gör att effekten från tillväxtinitiativ kan ta längre tid än väntat.
- Genomförda prishöjningar ökar risken för avslutade abonnemang.

## Aktie- och värderingsutveckling

Under 2023 har Zinzino gått starkare än både CSQ referensindex index och OMXSPI. Vi bedömer att detta beror stark finansiell utveckling och att aktien kommer låga nivåer.

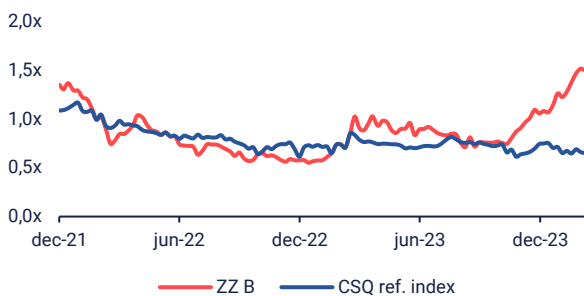
### Aktieutveckling (index 17 dec. 2021 = SEK 56,3)



Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare

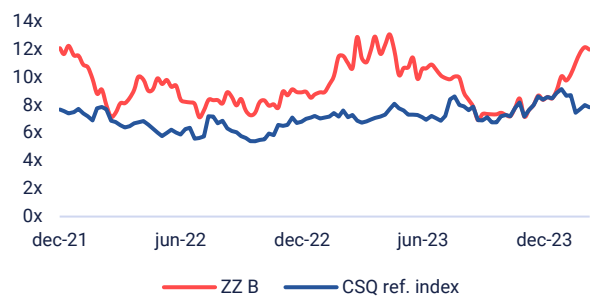
Zinzino värderas i linje med referensgruppen vad gäller EV/EBIT rullande tolv månader. Zinzino förefaller dock fortfarande billigt i termer av P/E rullande tolv månader.

### EV/Sales RTM



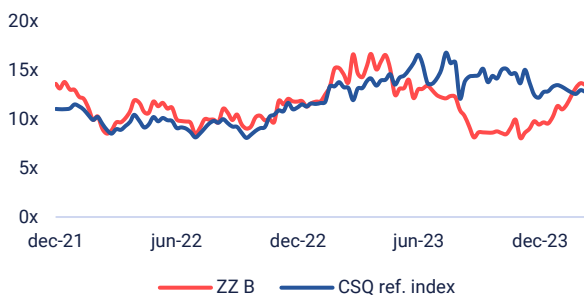
RTM = Rullande tolv månader. Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare

### EV/EBITDA RTM



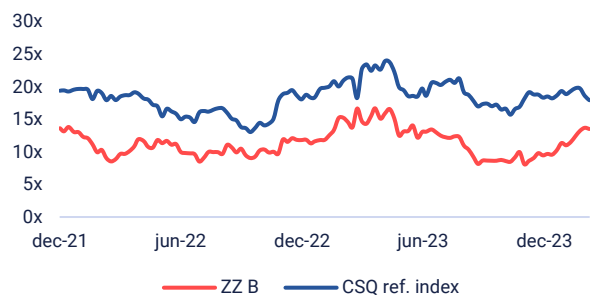
RTM = Rullande tolv månader. Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare

### EV/EBIT RTM



RTM = Rullande tolv månader. Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare

### P/E RTM



RTM = Rullande tolv månader. Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare

# Antaganden och prognoser

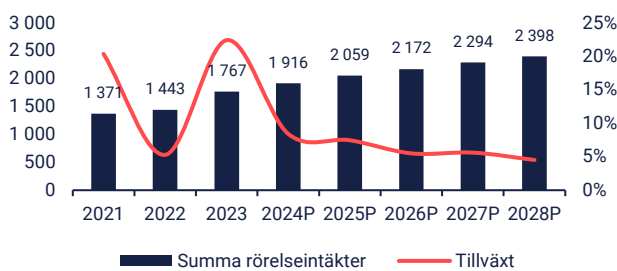
## Prognosjusteringar och prognoser på helårsbasis

### Prognoser

	Nya			Tidigare			Justering		
	2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2025P	2024P	2025P	2025P
Summa rörelseintäkter	1 916	2 059	2 172	1 913	2 049	2 147	0%	0%	1%
Bruttoresultat	703	759	811	674	726	770	4%	5%	5%
EBITDA	255	276	306	231	261	289	11%	6%	6%
EBIT	227	246	276	203	232	258	12%	6%	7%
VPA (SEK)	5,26	5,74	6,43	4,70	5,40	6,00	12%	6%	7%

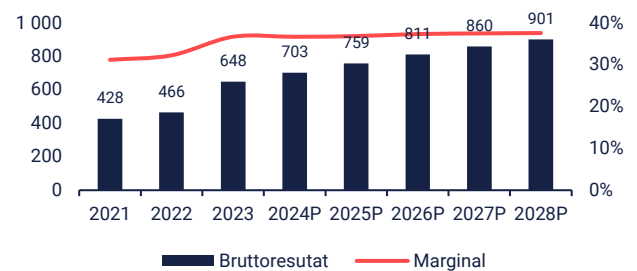
Prognoser är i MSEK. Källa: Carlsquare prognoser

### Summa rörelseintäkter (MSEK) och tillväxt (%)



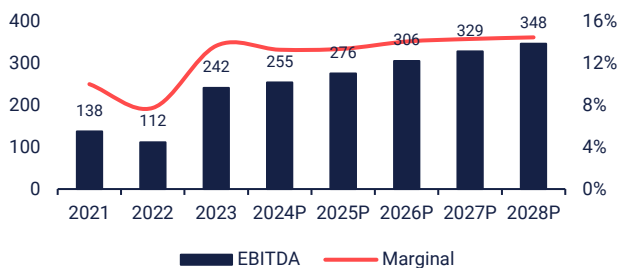
Källa: Bolagsinformation and Carlsquare prognoser

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



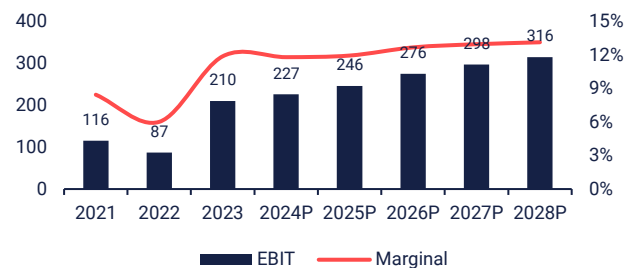
Bruttoresultat = totala intäkter reducerat med kostnad sålda varor inkl. distributörskostnader. Källa: Bolagsinformation and Carlsquare prognoser

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



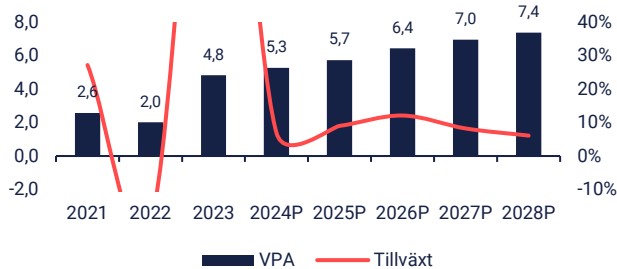
Källa: Bolagsinformation and Carlsquare prognoser

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



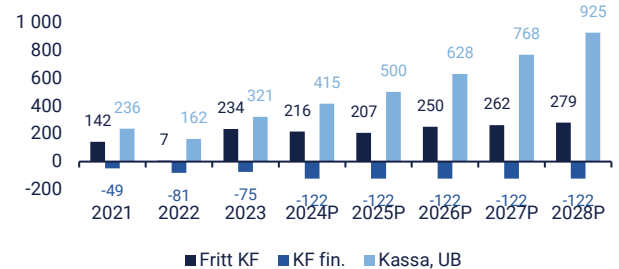
Källa: Bolagsinformation and Carlsquare prognoser

### Vinst per aktie (kr/aktie)



Källa: Bolagsinformation and Carlsquare prognoser

### Kassaflöde och kassa (MSEK)

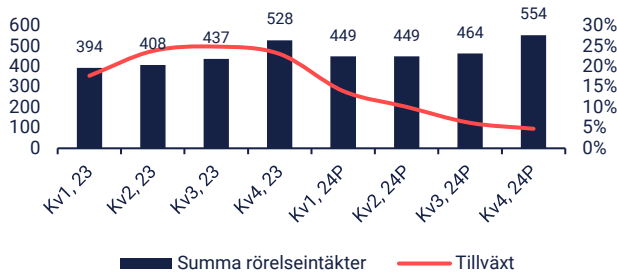


Källa: Bolagsinformation and Carlsquare prognoser

Baserat på 2024 års resultat räknar vi med en utdelning om minst 3,0 kronor per aktie.

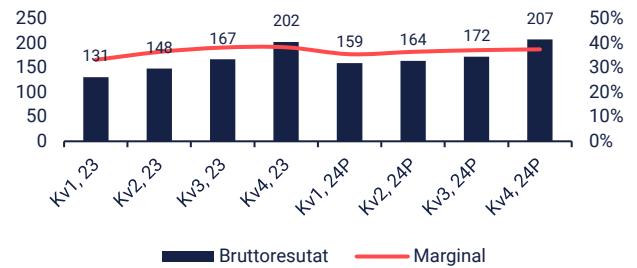
## Prognoser på kvartalsbasis

### Summa rörelseintäkter (MSEK) och tillväxt (%)



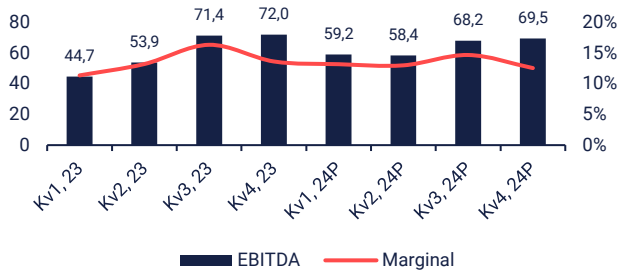
Källa: Bolagsinformation and Carlsquare prognoser

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



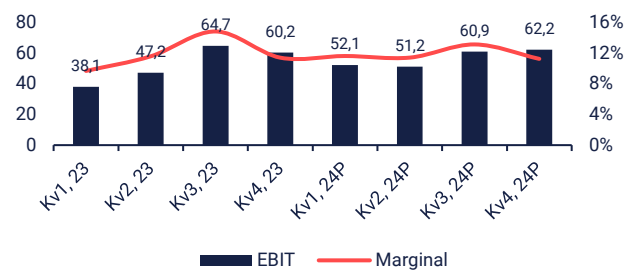
Bruttoresultat = totala intäkter reducerat med kostnad sålda varor och distributörskostnader. Källa: Bolagsinformation and Carlsquare prognoser

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



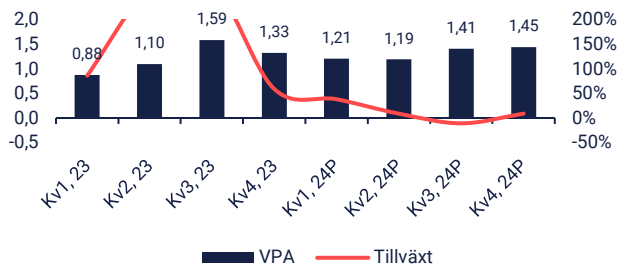
Källa: Bolagsinformation and Carlsquare prognoser

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



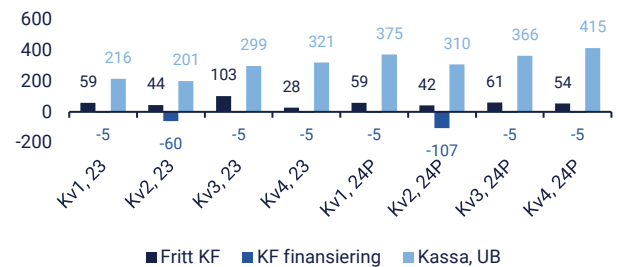
Källa: Bolagsinformation and Carlsquare prognoser

### Vinst per aktie (kr/aktie)



Källa: Bolagsinformation and Carlsquare prognoser

### Kassaflöde och kassa (MSEK)



Källa: Bolagsinformation and Carlsquare prognoser

## Motiverat värde inom ett intervall

### Värderingen har hunnit i kapp

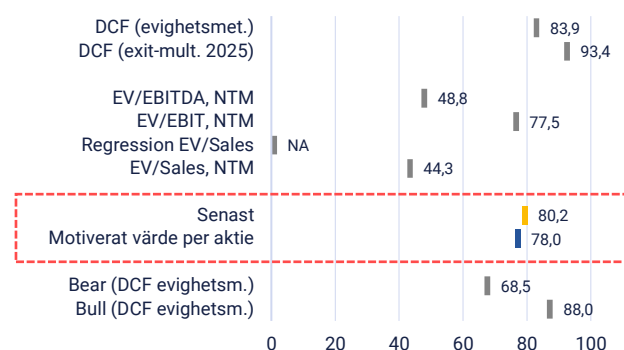
I ett basscenario beräknas ett motiverat värde per aktie om 78,0 kronor (73,2) för de kommande 6–12 månaderna. Den uppreviderade värderingen förklaras av höjda vinstprognoser och en sänkt riskfri ränta. Vi har också sänkt vikten för EV/Sales till 10% (15%) och höjt vikten för EV/EBIT till 30% (25%). Det då värderingen med EV/Sales-multipeln inte avspeglar bolagets goda lönsamhet. Vår värdering motsvarar en EV/Sales NTM om 1,2x och EV/EBIT NTM på 10,5x. Referensgruppen handlas till 0,6x respektive 11,7x.

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

	Vikt	
Valuta, SEK/SEK		0,0
Mult. val. (EV/Sales, med. NTM)	SEK 10%	44,3
Mult. val. (EV/EBIT, med. NTM)	SEK 30%	77,5
DCF-värdering	SEK 60%	83,9
<b>Motiverat värde per aktie</b>	<b>SEK</b>	<b>78,0</b>
Möjlig upp-/nedsida		-3%
Aktier, full finansiering och utspädning	M	33,9
Aktievärde	MSEK	2 647
Kassa (senast kv)	MSEK	321
Skuld (senast kv)	MSEK	53,9
Nuvärde aktiefinansiering	MSEK	0
EV	MSEK	2 380

Källa: Carlsquare prognoser

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



Källa: Carlsquare prognoser

#### Implicita värderingsmultiplar, basscenario

	2022	2023	Nuv. NTM	NTM	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
EV/Sales	0,5x	1,0x	1,3x	1,2x	1,2x	1,2x	1,1x	1,0x	1,0x
EV/EBITDA	6,9x	7,3x	9,7x	9,3x	9,3x	8,6x	7,8x	7,2x	6,8x
EV/EBIT	8,9x	8,4x	10,9x	10,5x	10,5x	9,7x	8,6x	8,0x	7,5x
Just. PE	12,9x	22,2x	15,3x	14,8x	14,8x	13,6x	12,1x	11,2x	10,6x

Källa: Carlsquare prognoser

## DCF värdering

### DCF-värdering, basscenario

DCF-värdering					
PV(UFCF)	MSEK	1 459	Disk.ränta		
PV(TV)	MSEK	1 122	Riskfri ränta	2,3%	Skattejust. ränta 8,8%
EV	MSEK	2 581	Marknadsriskprem.	6,7%	Belåning 0,0%
Nettokassa(-), senast kv	MSEK	-267	Storleksprem.	2,0%	WACC 12,6%
Värde, associerade bolag	MSEK	0,0	Beta	1,2x	Bolagsspecifik prem. 0,0%
Värde, minoritetsintressen	MSEK	-1,4	Avkastningskrav, EK	12,6%	<b>Disk.ränta 12,6%</b>
Aktievärde	MSEK	2 847	<b>Antaganden</b>		
PV(aktiefinansiering)	MSEK	0	CAGR, 2023-33P	5,1%	
Aktievärde efter finansiering	MSEK	2847	EBITDA-marginal, 2033P	14,9%	
Utestående aktier	Milj.	34	EBIT-marginal, 2033P	14,3%	
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	83,9	EV/Sales, NTM	1,4x	EV/EBITDA, NTM 10,1x
Aktievärde efter finansiering och utspädning	SEK	83,9	EV/Sales, 25P	1,3x	EV/EBITDA, 25P 9,3x
Valuta	SEK/SEK	1,0	P/S, NTM	1,6x	EV/EBIT, NTM 11,4x
Värde per aktie före finansiering och utspädning	SEK	83,9	P/S, 25P	1,5x	EV/EBIT, 25P 10,5x
<b>Värde per aktie efter fin. &amp; utspäd.</b>	<b>SEK</b>	<b>83,9</b>	EV/Bruttores., NTM	3,7x	P/E, NTM 15,9x
Upp-/nedsida		5%	EV/Bruttores., 25P	3,4x	P/E, 25P 14,7x

Källa: Carlsquare prognoser

## Multipelvärdering

### Värdering referensgrupp

	HQ	Mcap		EV		Avg. EBITDA-marg.		EV/Sales		EV/EBITDA		EV/EBIT	
		(EURm)	(EURm)	CAGR									
				2023-2026	2024-2026	NTM	2024E	NTM	2024E	NTM	2024E	NTM	2024E
Herbalife Ltd.	US	801	2 823	NA	11,3%	0,6x	0,6x	5,5x	5,5x	7,1x	7,1x	7,1x	7,1x
Nu Skin Enterprises, Inc.	US	563	869	NA	10,1%	0,5x	0,5x	5,5x	5,5x	9,9x	9,9x	9,9x	9,9x
USANA Health Sciences, Inc.	US	848	545	NA	12,9%	0,7x	0,7x	5,2x	5,2x	7,5x	7,5x	7,5x	7,5x
Natural Grocers by Vitamin Cottage	US	331	670	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
Nature's Sunshine Products, Inc.	US	316	265	NA	9,0%	0,6x	0,6x	7,1x	7,0x	12,4x	12,1x	12,4x	12,1x
Lifeway Foods, Inc.	US	165	159	NA	NA	1,0x	1,0x	NA	NA	9,3x	8,9x	9,3x	8,9x
LifeVantage Corporation	US	81	78	NA	9,1%	0,4x	0,4x	4,4x	4,4x	7,4x	7,4x	7,4x	7,4x
Mannatech, Incorporated	US	15	14	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
Orkla ASA	NO	6 651	8 513	2,0%	14,5%	NA	1,4x	9,8x	9,8x	13,7x	13,7x	13,7x	13,7x
Aker BioMarine AS	NO	406	731	NA	28,2%	NA	2,1x	15,7x	7,5x	35,2x	20,0x	35,2x	20,0x
Probi AB (publ)	SE	205	180	5,9%	20,6%	NA	3,0x	16,4x	16,4x	79,0x	79,0x	79,0x	79,0x
Midsona AB (publ)	SE	93	137	1,3%	8,4%	0,4x	0,4x	5,2x	5,2x	11,2x	11,2x	11,2x	11,2x
<b>Median</b>		<b>323</b>	<b>405</b>	<b>2%</b>	<b>11%</b>	<b>0,6x</b>	<b>0,6x</b>	<b>5,5x</b>	<b>5,5x</b>	<b>10,5x</b>	<b>10,5x</b>	<b>10,5x</b>	<b>10,5x</b>
Genomsnitt		873	1 249	3%	14%	0,6x	1,1x	8,3x	7,4x	19,3x	17,7x	19,3x	17,7x
<b>ZZ B (curr.)*</b>	<b>SE</b>	<b>244</b>	<b>221</b>	-	-	<b>1,4x</b>	<b>1,4x</b>	<b>9,7x</b>	<b>10,7x</b>	<b>10,9x</b>	<b>10,7x</b>	<b>10,9x</b>	<b>10,7x</b>
<b>ZZ B (CSQ)*</b>	<b>SE</b>	<b>237</b>	<b>213</b>	<b>7%</b>	<b>14%</b>	<b>1,2x</b>	<b>1,2x</b>	<b>9,3x</b>	<b>9,3x</b>	<b>10,5x</b>	<b>10,5x</b>	<b>10,5x</b>	<b>10,5x</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	323	2%	11%	0,6x
Ref.gruppens genomsnitt	873	3%	14%	1,1x
<b>Rabatt</b>				<b>0,0%</b>
Använd multipel				0,6x
Intäkter, NTM	MSEK			1 916
EV	MSEK			1 237
Nettokassa(-), senast kv	MSEK			-267
Värde, associerade bolag	MSEK			0,0
Värde, minoritetsintressen	MSEK			-1,4
PV(kassa från nyemissioner)	MSEK			0,1
Aktievärde efter finansiering	MSEK			1 503
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>44,3</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	323	2%	11%	10,5x
Ref.gruppens genomsnitt	873	3%	14%	19,3x
<b>Rabatt</b>				<b>0,0%</b>
Använd multipel				10,5x
Just. EBIT, NTM	MSEK			224,4
Enterprise value	MSEK			2 364
Nettokassa(-), senast kv	MSEK			-267,4
Värde, associerade bolag	MSEK			0,0
Värde, minoritetsintressen	MSEK			-1,4
PV(kassa från nyemissioner)	MSEK			0,1
Aktievärde efter finansiering	MSEK			2 631
Antal utestående aktier	M			34
Nya aktier från aktiefinansiering	M			0,0
Utestående aktier efter full finansiering	M			34
Valuta	SEK/SEK			1,0
<b>Värde per aktie efter fin. &amp; utspäd.</b>	<b>SEK</b>			<b>77,5</b>

Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare prognoser

## Värderingsintervall

I ett Bull-scenario beräknas ett värde per aktie på 88,0 kronor.

I ett Bear-scenariot beräknas ett värde per aktie på 68,5 kronor.

### Värderingsintervall

	BEAR	BAS	BULL
<b>Tillväxtantaganden, intäkter</b>			
CAGR, 2024-26	5,3%	7,0%	7,3%
CAGR, 2027-29	4,6%	4,8%	5,1%
CAGR, 2023-33	4,5%	5,1%	5,3%
<b>Antaganden, EBITDA-marginal</b>			
Genomsnitt, 2024-26	12,8%	13,5%	14,6%
Genomsnitt, 2027-29	12,8%	14,4%	15,8%
Genomsnitt, 2024-33	12,8%	14,3%	15,6%
2032	12,9%	14,8%	16,4%
<b>Värde per aktie (SEK)</b>	<b>68,5</b>	<b>78,0</b>	<b>88,0</b>

Källa: 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 recession är ligger i korten. Inflation sänker hushållens köpkraft, allt annat lika. Ökar arbetslösheten kommer också hushållens köpkraft att försvagas ytterligare.

### 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)

	Kv1, 23	Kv2, 23	Kv3, 23	Kv4, 23	Kv1, 24P	Kv2, 24P	Kv3, 24P	Kv4, 24P
Nettoomsättning	374	387	416	497	426	426	442	522
Totala intäkter	394	408	437	528	449	449	464	554
Bruttoresultat	131	148	167	202	159	164	172	207
EBITDA	45	54	71	72	59	58	68	70
EBIT	38	47	65	60	52	51	61	62
EBT	37	47	68	60	53	52	62	63
Vinst efter skatt	30	37	54	45	41	41	48	49
Just. Vinst efter skatt	30	37	54	45	41	41	48	49
Vinst per aktie	0,9	1,1	1,6	1,3	1,2	1,2	1,4	1,4
<b>Tillväxt</b>	<b>Kv1, 23</b>	<b>Kv2, 23</b>	<b>Kv3, 23</b>	<b>Kv4, 23</b>	<b>Kv1, 24P</b>	<b>Kv2, 24P</b>	<b>Kv3, 24P</b>	<b>Kv4, 24P</b>
Nettoomsättning	19%	25%	26%	24%	14%	10%	6%	5%
Totala intäkter	18%	24%	25%	23%	14%	10%	6%	5%
Bruttoresultat	32%	41%	50%	35%	22%	10%	3%	3%
EBITDA	74%	168%	181%	76%	32%	8%	-5%	-4%
EBIT	89%	247%	252%	73%	37%	9%	-6%	3%
EBT	87%	252%	278%	57%	42%	11%	-9%	5%
Vinst efter skatt	87%	264%	277%	60%	39%	9%	-11%	9%
<b>Marginaler</b>	<b>Kv1, 23</b>	<b>Kv2, 23</b>	<b>Kv3, 23</b>	<b>Kv4, 23</b>	<b>Kv1, 24P</b>	<b>Kv2, 24P</b>	<b>Kv3, 24P</b>	<b>Kv4, 24P</b>
Bruttomarginal	33%	36%	38%	38%	35%	36%	37%	37%
EBITDA-marginal	11%	13%	16%	14%	13%	13%	15%	13%
EBIT-marginal	10%	12%	15%	11%	12%	11%	13%	11%
EBT-marginal	9%	11%	16%	11%	12%	12%	13%	11%
Vinstmarginal	8%	9%	12%	9%	9%	9%	10%	9%
Just. Vinstmarginal	8%	9%	12%	9%	9%	9%	10%	9%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

**Resultaträkning, årsbasis (MSEK)**

	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Nettoomsättning	1 289	1 356	1 675	1 815	1 951	2 053	2 169	2 267
Summa intäkter	1 371	1 443	1 767	1 916	2 059	2 172	2 294	2 398
KSV	-943	-978	-1 118	-1 213	-1 300	-1 361	-1 434	-1 497
Bruttoresultat	428	466	648	703	759	811	860	901
Rörelsekostnader, exkl. KSV och av- & nedskriv.	-290	-353	-406	-447	-483	-505	-531	-553
EBITDA	138	112	242	255	276	306	329	348
Av- och nedskrivningar	-22	-25	-32	-29	-30	-31	-31	-32
EBIT	116	87	210	227	246	276	298	316
Finansnetto	-1	2	1	3	4	4	5	7
EBT	115	89	211	229	250	280	303	322
Skatt	-25	-21	-46	-51	-55	-62	-67	-71
Resultat efter skatt	90	68	165	179	195	218	236	251
Just. res. Efter skatt	90	68	165	179	195	218	236	251
Summa res. hänför. till moderbolaget	86	76	162	178	194	218	236	251
Just. summa res. hänför. till moderbolaget	86	76	162	178	194	218	236	251
VPA	2,6	2,0	4,8	5,3	5,7	6,4	7,0	7,4
Just. VPA	2,6	2,0	4,8	5,3	5,7	6,4	7,0	7,4
VPA ef. utspädning	2,5	2,0	4,7	5,1	5,5	6,2	6,7	7,1
Aktier, SaP	34	34	34	34	34	34	34	34
Aktier, AVG.	33	34	34	34	34	34	34	34
<b>Tillväxt</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>
Nettoomsättning	20%	5%	24%	8%	7%	5%	6%	5%
Summa intäkter	20%	5%	22%	8%	7%	6%	6%	5%
Bruttoresultat	23%	9%	39%	8%	8%	7%	6%	5%
EBITDA	27%	-19%	116%	5%	8%	11%	7%	6%
EBIT	34%	-25%	142%	8%	9%	12%	8%	6%
EBT	35%	-22%	137%	8%	9%	12%	8%	6%
Resultat efter skatt	35%	-24%	142%	8%	9%	12%	8%	6%
VPA	27%	-20%	140%	7%	9%	12%	8%	6%
Just. VPA	27%	-22%	140%	9%	9%	12%	8%	6%
<b>Marginaler</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>
Bruttomarginal	31%	32%	37%	37%	37%	37%	37%	38%
EBITDA-marginal	10%	8%	14%	13%	13%	14%	14%	15%
EBIT-marginal	8%	6%	12%	12%	12%	13%	13%	13%
EBT-marginal	8%	6%	12%	12%	12%	13%	13%	13%
Vinstmarginal	7%	5%	9%	9%	9%	10%	10%	10%
Just. vinstmarginal	7%	5%	9%	9%	9%	10%	10%	10%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare.

**Balansräkning (MSEK)**

	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Summa immateriella tillg.	64	121	119	123	127	130	132	133
Summa materiella tillg.	11	17	15	18	19	20	20	20
Summa övriga anläggningstillg.	43	53	56	56	56	56	56	56
Summa anläggningstillg.	118	191	191	197	203	206	208	210
Varulager	159	185	195	233	243	272	286	294
Kundfordringar	58	66	76	80	87	93	100	105
Övriga omsättningstillg.	35	48	59	52	58	64	69	71
Likvida medel	236	162	321	415	500	628	768	925
Summa omsättningstillgångar	487	461	651	780	888	1 058	1 223	1 394
Summa tillgångar	605	651	842	977	1 091	1 263	1 432	1 604
Summa eget kapital	152	160	264	341	434	550	684	833
Avsättningar	0	0	0	0	0	0	0	0
Summa långfristiga skulder	31	68	72	72	72	72	72	72
Leverantörsskulder	44	35	50	65	66	69	76	80
Övriga kortfristiga skulder	389	401	470	514	534	586	614	633
Summa kortfrist. skulder	423	422	506	564	585	641	675	698
Summa eget kapital och skulder	605	651	842	977	1 091	1 263	1 432	1 604
<b>Likviditet</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>
Balanslikviditet	1,2x	1,1x	1,3x	1,4x	1,5x	1,7x	1,8x	2,0x
Kassalikviditet	0,7x	0,5x	0,8x	0,9x	1,0x	1,1x	1,3x	1,5x
KF löpande verk./kostfristiga skulder	0,4x	0,1x	0,5x	0,4x	0,4x	0,4x	0,4x	0,4x
<b>Beläning</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>
Nettoskuld(+)/nettokassa(-)	218	329	257	221	158	86	-21	-154
Nettoskuld(+)/nettokassa(-) exkl. leasing	179	279	203	167	104	32	-74	-208
Nettoskuld/EBITDA	1,6x	2,9x	1,1x	0,9x	0,6x	0,3x	-0,1x	-0,4x
Nettoskuld/EK	3,0x	3,1x	2,2x	1,9x	1,5x	1,3x	1,1x	0,9x
Soliditet	25%	25%	31%	35%	40%	44%	48%	52%
<b>Effektivitet</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>
ROA	16%	11%	22%	20%	19%	19%	18%	17%
ROE	70%	48%	76%	59%	50%	44%	38%	33%
ROIC	26%	16%	33%	33%	34%	36%	36%	37%

Källa: Bolagsinformation Carlsquare prognoser

**Kassaflöde (MSEK)**

	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
KF, löpande verksam. före delta RK	110	84	227	207	224	249	268	283
Delta RK	43	-42	19	23	-2	14	8	10
KF, löpande verksamhet	153	43	246	230	223	263	276	293
KF, investeringsverksamhet	-12	-35	-12	-14	-16	-13	-14	-14
Fritt KF	142	7	234	216	207	250	262	279
KF, finansieringsverksamhet	-49	-81	-75	-122	-122	-122	-122	-122
Periodens kassaflöde	93	-74	159	94	85	128	140	157
Kassa, BaP	183	164	299	366	456	573	711	860
Kassa, SaP	236	162	321	415	500	628	768	925
<b>Delta RK/Summa intäkter</b>	<b>3%</b>	<b>-3%</b>	<b>1%</b>	<b>1%</b>	<b>0%</b>	<b>1%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>
KF, löpande verksamhet/Summa intäkter	11%	3%	14%	12%	11%	12%	12%	12%
KF, löpande verksamhet/EBITDA	112%	38%	102%	90%	81%	86%	84%	84%
KF, investeringsverksamhet/Summa intäkter	-1%	-2%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
Fritt KF/EBITDA	103%	7%	97%	85%	75%	81%	80%	80%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

**Nyckeltal**

	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
SEK/SEK	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Pris per aktie	57,0	25,9	59,6	80,2	80,2	80,2	80,2	80,2
Marknadsvärde	1 921	875	2 023	2 734	2 734	2 734	2 734	2 734
EV	1 788	774	1 769	2 955	2 467	2 467	2 467	2 467
P/S	1,5x	0,6x	1,2x	1,5x	1,4x	1,3x	1,3x	1,2x
P/E	22,2x	12,9x	12,3x	15,2x	14,0x	12,5x	11,5x	10,9x
P/KF löpande verks.	12,5	20,4	8,2	11,9	12,3	10,4	9,9	9,3
EV/Sales	1,4x	0,6x	1,1x	1,6x	1,3x	1,2x	1,1x	1,1x
EV/Bruttores.	4,2x	1,7x	2,7x	4,2x	3,3x	3,0x	2,9x	2,7x
EV/EBITDA	13,0x	6,9x	7,3x	11,6x	8,9x	8,0x	7,5x	7,1x
EV/EBIT	15,4x	8,9x	8,4x	13,0x	10,0x	8,9x	8,3x	7,8x
CSQ motiverat värde per aktie	57,0	25,9	59,6	78,0	78,0	78,0	78,0	78,0
CSQ marknadsvärde	1 921	875	2 023	2 647	2 647	2 647	2 647	2 647
CSQ EV	1 788	774	1 769	2 868	2 805	2 733	2 627	2 493
P/S, CSQ implicit	1,5x	0,6x	1,2x	1,5x	1,4x	1,3x	1,2x	1,2x
P/E, CSQ implicit	21,4x	12,8x	12,2x	14,8x	13,6x	12,1x	11,2x	10,6x
P/KF löpande verks., CSQ implicit	12,5x	20,4x	8,2x	11,5x	11,9x	10,1x	9,6x	9,0x
EV/Sales, CSQ implicit	1,4x	0,6x	1,1x	1,6x	1,4x	1,3x	1,2x	1,1x
EV/Bruttores., CSQ implicit	4,2x	1,7x	2,7x	4,2x	3,3x	3,0x	2,9x	2,7x
EV/EBITDA, CSQ implicit	13,0x	6,9x	7,3x	11,2x	10,2x	8,9x	8,0x	7,2x
EV/EBIT, CSQ implicit	15,4x	8,9x	8,4x	12,7x	11,4x	9,9x	8,8x	7,9x
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)	34,0	34,2	34,8	35,2	35,2	35,3	35,3	35,3
EPS (SEK)	2,57	2,01	4,83	5,26	5,74	6,43	6,96	7,38
DPS (SEK)	0,70	0,71	1,27	2,00	1,75	3,00	3,00	3,00
BV per aktie (SEK)	1,2	2,9	4,5	4,7	7,8	10,0	12,8	16,2
tBV per aktie (SEK)	0,2	0,2	0,3	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6
EV per aktie (SEK)	54,9	23,6	53,0	87,5	72,9	72,7	72,7	72,7
EK per aktie	4,7	4,9	7,9	10,1	12,8	16,2	20,2	24,6
Direktavkastning	1,2%	2,7%	2,1%	2,5%	2,2%	3,7%	3,7%	3,7%
FCF yield	7,4%	0,8%	11,6%	7,9%	7,6%	9,1%	9,6%	10,2%
FCF yield (obelånat)	3,2%	8,4%	7,2%	0,6%	7,5%	7,9%	7,6%	9,2%

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