



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Konsumentvaror | Sweden | 23 October 2020

Midsona

Ett annorlunda kvartal

Omvänd hamstringseffekt

Försäljningen steg till 821 mkr (765), 9% under vår förväntan. Avvikelsen ligger i dels hävda COVID-19 restriktioner som bidragit till omvänd hamstringseffekt, dels svag utveckling inom konsumenthälsoprodukter. Detta tyngde även bruttomarginalen då kategorin har hög marginal. Till det har Sydeuropa sett ökade råvarupriser och transportkostnader. Därav sjönk bruttomarginalen till 27,2% (30,1%) vs vår förväntan om 31%.

Köper system Frugt för 7,8x EV/EBITDA

System Frugt är en ledande aktör inom torkad frukt och nötter till dagligvaruhandeln. Bolagets marknadsnärvaro och produktportfölj kompletterar och stärker Midsonas ställning i kategorierna nyttiga snacks och växtbaserade livsmedel. Köpeskillingen uppgår till ca 298 mkr (EV/EBITDA 7,8x) och 4,1x inklusive synergier, vilka av bolaget uppskattas till 34 mkr årligen med full effekt 2023.

Sänker EPS med 6% för '21e

Efter rapporten drar vi ner vårt EPS estimat för '21e med 6% med anledning av 1) den omvända hamstring effekten 2) svagare försäljning inom konsumenthälsoprodukter än vad vi tidigare har räknat med samt 3) något högre råvarupriser. På våra estimat handlas aktien till P/E 15,9x för '21e vilket innebär 15% rabatt till peers. Dock drar vi ner vårt motiverade värde till 85-90 kr (90-95) drivet av en lägre EPS tillväxt.

Estimatändring (SEK)				Prognos (SEK)					Risk och Avkastning	
	Nu	Förr		19	20e	21e	22e	Motiverat värde	85.00 - 90.00	
EPS, just 20e	2.57	3.03	-15.2%	Sales,m	3,081	3,622	4,201	4,243	Current price	SEK71.40
EPS, just 21e	4.49	4.76	-5.7%	Sales Growth	8.0%	17.5%	16.0%	1.0%	Riskenivå	Medium
EPS, just 22e	4.65	5.04	-7.8%	EBITDA, m	284	394	561	574	Kursutveckling 12 mån 	
Kommande händelser				EBIT, m	170.0	257.7	441.1	454.0		
Q4 rapport	5 feb 2021		EPS, adj	1.49	2.57	4.49	4.65			
Q1 rapport	29 apr 2021		EPS Growth	(46.8)%	72.1%	74.9%	3.5%			
Q2 rapport	22 juli 2021		Equity/Share	35.7	36.8	39.3	41.4			
				Dividend	1.25	1.50	2.00	2.50		
				EBIT Marginal	5.5%	7.1%	10.5%	10.7%		
				ROE (%)	4.9%	7.0%	11.4%	11.2%		
				ROCE	4.1%	5.6%	9.3%	9.4%		
				EV/Sales	1.99x	1.70x	1.46x	1.45x		
Bolagsfakta (mkr)				EV/EBITDA	21.6x	15.6x	10.9x	10.7x	Analytiker johan.lochen@penser.se Analysavdelningen	
Antal aktier	65.0m		EV/EBIT	36.1x	23.8x	13.9x	13.5x			
Market cap	4,641		P/E, adj	47.8x	27.8x	15.9x	15.4x			
Nettoskuld	1,500		P/Equity	2.0x	1.9x	1.8x	1.7x			
EV	6,141		Dividend yield	2.5%	2.1%	2.8%	3.5%			
Free Float	65.00%		FCF yield	4.9%	7.1%	11.8%	11.5%			
Avg. No. of Daily Traded Sh.	71.0(k)		Net Debt/EBITDA	4.8g	3.8g	2.4g	1.9g			
Reuters/Bloomberg	MSONb.ST/MSONB SS									



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Konsumentvaror | Sweden | 23 October 2020

Sammanfattning

Ett annorlunda kvartal

Investment Case

Midsona är en ledande aktör i Norden inom hälsa och välbefinnande. Bolagets ambition är att göra det lättare för alla människor att själva bidra till sundare liv i vardagen. Bolaget utvecklar, tillverkar och marknadsför produkter inom områdena kosttillskott, naturläkemedel och hälsolivsmiddel. I dagsläget har bolaget en stark position på den nordiska marknaden med flera välkända egna varumärken i sin produktportfölj. Vi förväntar oss en tillväxt över 10% per år inom bolagets åtta prioriterade varumärken de kommande två åren.

Bolags profil

Midsona uppger att kostnadssynergier från Davert kommer att uppnås främst inom områden som produktion, inköp och cross-selling. År 2022 förväntas dessa synergier ha en årlig effekt på EBITDA på ca 40 mkr. De första synergierna väntas realiseras under 2019. Vi räknar med att bolaget klarar att realisera synergier på 10 mkr och 20 mkr för 2019e respektive 2020e. Midsonas program i Norden för att effektivisera organisationen i takt med den internationella expansionen förväntas ge kostnadsbesparingar om 40 mkr per år under 2021. Vi räknar med att Midsona kan realisera ca 8 mkr av synergier från System Frugt under 2021. Totalt räknar vi med 34 mkr årligen med full effekt 2023.

Värdering

Bolaget handlas på våra prognoser på ett P/E 15,9x för '21e, vilket kan jämföras med Nasdaqs all share index som handlas om P/E 19,1x. Sektorn (bestående av Atria, Cloetta & Olvi) handlas till i snitt P/E 18,6x för '21e. Vi anser att Midsona är undervärderat baserat på 1) den starka varumärkesportföljen, 2) bolagets framgångsrika förvärvsstrategi och starka kassaflöden, 3) nischen mot hälsa, välbefinnande och ekologiskt som vi ser har strukturell tillväxt.

Motiverat värde

Drivet bolagets växande EPS trend ser vi ingen anledning till att bolagets ska handlas till en rabatt till sektorn, vilket betyder att en uppsida på 20% till ett motiverat värde 85-90 kr.

Senaste förvärven

Under Q4'20 köpte Midsona System Frugt som omsätter ca 562 mkr med ett justerat EBITDA på ca 38 mkr under 2020. Köpeskillingen uppgår till ca 298 mkr på skuldfri basis och motsvarar en EV-multipel på 7,8x EBITDA för 2020 och 4,1x EBITDA inklusive synergier, vilka av bolaget uppskattas till 34 mkr årligen med full effekt från och med slutet av 2022. Förvärvet har finansierats genom befintlig kassa och kreditfaciliteter.

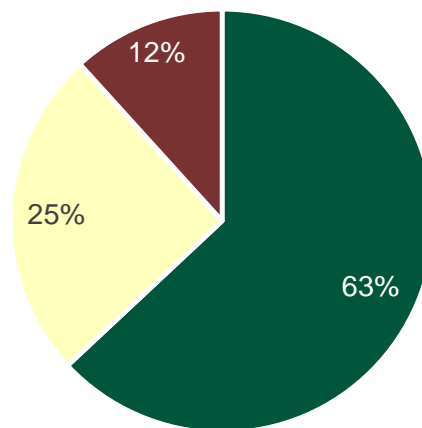
I slutet av juni 2020 förvärvade Midsona varumärket Gainomax och förstärker sin position inom sportnutrition. Gainomax omsatte 80 mkr under 2019 och säljer i Sverige och Finland. Bolagets EBITDA marginal är i linje med Midsona vilket leder till att förvärvsmultipeln uppskattningsvis uppgick till 8,2x EV/EBITDA. Genom förvärvet tar Midsona över alla varumärkesrättigheter från den 1 september 2020.

Under sommaren 2019 köpte Midsona bolag som omsätter över 530 mkr (Alimentation 420 mkr, Eisblümerl ca 100 mkr & Ekko 10 mkr). Tyska Eisblümerl förvärvades för 83 mkr (EV/EBITDA 4,6x) och finansierades genom banklån. Eisblümerl kommer att integreras i Midsonas tyska verksamhet Davert, vilket vi bedömer kommer lyfta Daverts EBITDA-marginal. Alimentation Santé är en ledande aktör inom ekologiska och växtbaserade livsmedel i Frankrike och Spanien. Värt att poängtera är att bolaget är aktivt inom det snabbväxande segmentet växtbaserade köttalternativ. Köpeskillingen för Alimentation motsvarade en EV/EBITDA-multipel på 11,5x. Midsona räknar med att kapitalisera kostnadssynergier på ca 21 mkr per år från 2021, vilket leder till att förvärvsmultipeln sjunker till 8,2x.

Aktiestruktur, ledning

Största aktirägare	Röster	Aktier
Stena Adactum AB	23,43%	28,03%
La Financière de l'Echiquier	10,87%	9,84%
Creades AB	5,90%	5,34%
Swedbank Robur Fonder	5,16%	4,67%
Övriga	54,64%	52,12%
Ordförande	Ola Erici	
Verkställande direktör	Peter Åsberg	
Finansdirektör	Lennart Svensson	
Investerarkontakt	-	
Hemsida	midsona.com	

Försäljning per marknad



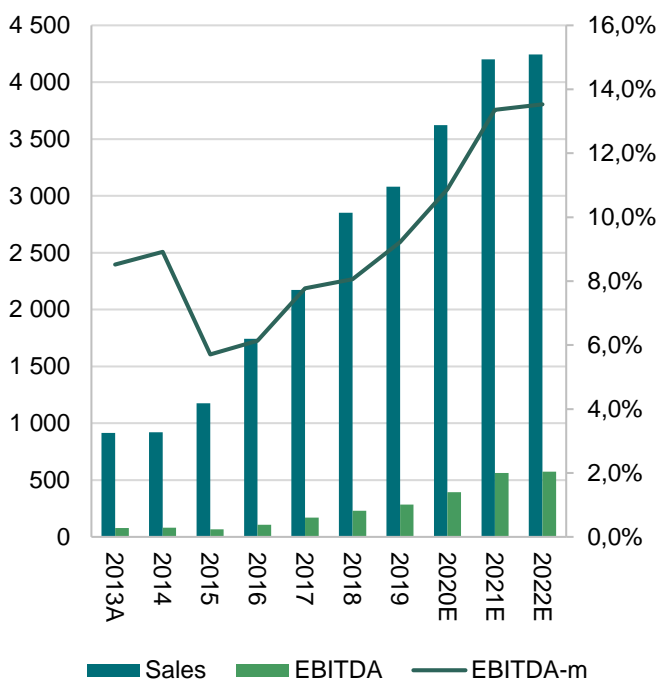
■ Nordics ■ North Europe ■ South Europe

Midsona – Peers

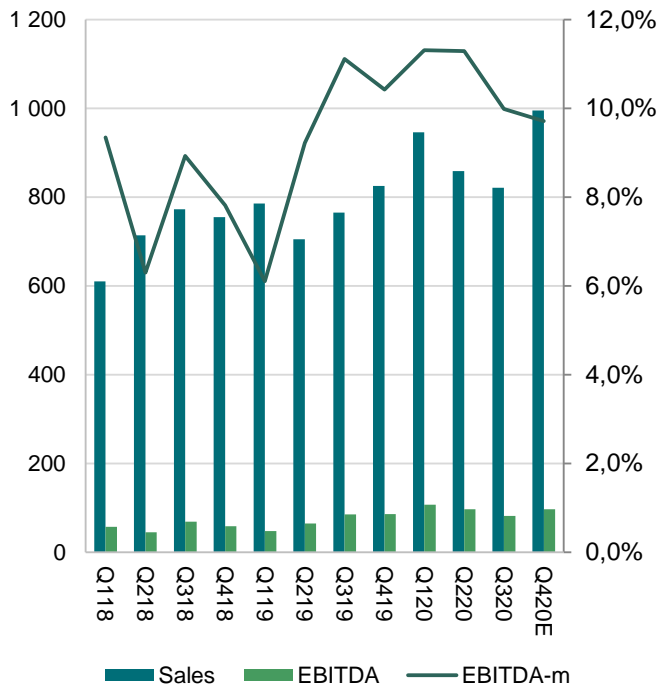
	Kurs (lokal)	MV (mdkr)	EV/EBIT (just.)			P/E (just.)			Dir.avk. 21e	EBIT-marg.			EPS-växt			EPS-trend		Kursutveckling		
			20e	21e	22e	20e	21e	22e		20e	21e	22e	20e	21e	22e	1mån	6mån	1mån	6mån	
Atria Oyj	9,9	EUR	3	13,8	10,6	9,5	12,2	9,9	9,3	5,0%	2,5%	2,9%	3,0%	43%	23%	6%	0%	-2%	11%	5%
Cloetta	22	SEK	6	15,5	12,0	10,7	16,9	13,2	12,0	4,5%	9,6%	11,4%	12,1%	-27%	28%	10%	1%	-21%	2%	1%
Olvi Oyj	42,5	EUR	9	15,3	13,7	12,3	20,8	18,2	16,9	2,7%	13,3%	13,8%	14,2%	1%	14%	8%	0%	-3%	3%	16%
Orkla ASA	92	NOK	87	18,6	17,1	16,6	20,0	19,0	18,3	3,0%	11,5%	12,0%	12,1%	9%	6%	4%	3%	5%	2%	-4%
Scandi Standard	65	SEK	4	12,9	11,6	11,3	12,6	10,7	9,6	5,0%	4,9%	5,3%	5,4%	31%	18%	11%	0%	0%	-2%	-3%
Tyson Foods	59	USD	184	11,0	9,6	7,7	na	na	na	3,2%	6,8%	7,2%	8,5%	na	na	na	na	na	-1%	-4%
Unilever	47	EUR	634	16,7	15,9	15,3	21,6	20,9	19,9	3,6%	19,1%	19,4%	19,5%	-14%	3%	5%	-2%	-4%	1%	12%
Nestle S.A	106	CHF	2 959	22,3	21,7	20,8	25,2	23,8	22,1	2,6%	17,8%	18,0%	18,4%	-4%	6%	8%	0%	-5%	-2%	2%
Procter & Gamble Company	142	USD	3 083	23,1	20,9	19,8	27,8	25,6	24,0	2,2%	22,8%	24,0%	24,6%	na	na	na	na	na	5%	20%
Midsona	72	SEK	5	23,8	13,9	13,5	27,8	15,9	15,4	2,1%	7,1%	10,5%	10,7%	29%	40%	9%	3%	-4%	13%	61%
Medel				17,2	15,4	14,4	20,6	18,6	17,3	3,2%	11,5%	12,5%	12,9%	8%	17%	8%	1%	-4%	3%	10%
Median				16,1	14,8	13,8	20,8	19,0	18,3	3,0%	10,5%	11,7%	12,1%	5%	16%	8%	0%	-3%	2%	3%

Källa: Factset, Bolagsdata

Resultatutveckling, helår



Resultatutveckling, kvartal



Resultaträkning

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
Nettoomsättning	920	1 174	1 744	2 173	2 852	3 081	3 622	4 201	4 243
Övriga intäkter	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Extraordinära intäkter	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kostnad sålda varor	-499	-699	-1 127	-1 430	-1 980	-2 178	-2 585	-2 861	-2 881
Bruttovinst	421	475	617	743	872	903	1 037	1 340	1 362
Försäljningskostnader	-271	-323	-377	-425	-473	-505	-535	-643	-649
Administrationskostnader	-87	-103	-149	-179	-212	-240	-273	-290	-293
Övriga intäkter	21	28	30	38	59	151	177	168	168
Övriga kostnader	-2	-10	-14	-8	-16	-25	-12	-14	-14
Extraordinära kostnader	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Rörelseresultat (EBITDA)	82	67	107	169	230	284	394	561	574
Avskrivningar	-15	-19	-25	-35	-52	-114	-136	-120	-120
Goodwillnedskrivningar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Resultat (EBIT)	67	48	82	134	178	170	258	441	454
Extraordinära Poster	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Justerat Resultat (EBIT)	67	48	82	134	178	170	258	441	454
Finansella intäkter	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Finansiella kostnader	-8	-9	-24	-22	-15	-54	-49	-76	-76
Resultat före skatt	59	39	58	112	163	116	209	365	378
Skatter	4	27	-13	-28	-34	-19	-42	-73	-76
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat Rapporterat	63	66	45	84	129	97	167	292	302
Nettoresultat (just)	63	66	45	84	129	97	167	292	302

Kassaflödesanalys

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
Nettoresultat Rapporterat	73	64	103	146	182	221	345	485	498
Icke kassaflödespåverkande poster	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Förändringar i rörelsekapital	-17	23	-34	6	30	-23	78	-14	42
Kassaflöde från den operationella verksamheten	56	87	69	152	212	198	423	471	540
Investeringar	-54	-254	-848	-91	-357	-712	-473	-168	-170
Avyttringar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Fritt Kassaflöde	2	-167	-779	61	-145	-514	-50	303	371
Utdelningar	-9	-20	-23	-51	-58	-81	-98	-130	-163
Nyemission/återköp	-5	203	801	-18	247	670	0	0	0
Förvärv	0	0	0	0	0	0	378	0	0
Lånefinansiering och övriga justeringar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kassaflöde	-12	16	-1	-8	44	75	231	173	208
Icke kassaflödespåverkande poster	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoskuld (just)	151	258	662	652	1 116	1 353	1 500	1 327	1 119

Balansräkning

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
TILLGÅNGAR									
Goodwill	875	1 067	1 940	2 129	2 466	3 058	3 016	2 943	2 867
Övriga immateriella tillgångar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Materiella anläggningstillgångar	9	47	55	58	254	585	922	970	1 019
Räntebärande anläggningstillgångar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Innehav i intresseföretag och andelar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga anläggningstillgångar	48	81	84	102	78	101	101	101	101
Summa anläggningstillgångar	932	1 195	2 079	2 289	2 798	3 744	4 039	4 014	3 987
Varulager	100	151	244	272	482	529	453	467	424
Kundfordringar	100	131	209	213	259	290	362	420	424
Övriga omsättningstillgångar	17	17	23	29	59	44	44	44	44
Likvida medel	50	61	65	54	101	173	404	577	785
Summa omsättningstillgångar	267	360	541	568	901	1 036	1 263	1 508	1 677
SUMMA TILLGÅNGAR	1 199	1 555	2 620	2 857	3 699	4 780	5 301	5 521	5 665
Eget Kapital och skulder									
Eget Kapital	751	877	1 349	1 550	1 630	2 322	2 391	2 553	2 693
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Summa Eget Kapital	751	877	1 349	1 550	1 630	2 322	2 391	2 553	2 693
Långfristiga finansiella skulder	148	250	706	665	1 130	1 382	1 760	1 760	1 760
Pensionsavsättningar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Uppskjutna skatteskulder	80	135	207	221	271	321	321	321	321
Övriga långfristiga skulder	4	0	4	5	83	92	92	92	92
Summa Långfristiga skulder	232	385	917	891	1 484	1 795	2 173	2 173	2 173
Kortfristiga finansiella skulder	53	69	21	41	87	144	144	144	144
Leverantörsskulder	88	132	212	220	357	288	362	420	424
Skatteskulder	0	0	0	0	0	2	2	2	2
Övriga Kortfristiga skulder	75	92	121	155	141	229	229	229	229
Summa kortfristiga skulder	216	293	354	416	585	663	737	795	799
Summa Eget Kapital och skulder	1 199	1 555	2 620	2 857	3 699	4 780	5 302	5 522	5 666

Denna publikation (nedan "Publikationen" har sammanställts av Erik Penser Bank (nedan "Banken") exklusivt för bankens kunder. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan således inte garanteras. Banken kan låta medarbetare från annan avdelning eller analyserat bolag (nedan "bolaget") läsa fakta eller serier av fakta för att få dessa verifierade. Banken lämnar inte i förväg ut slutsatser eller omdömen i Publikationen. Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns åsikter vid tillfället för upprättandet av Publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer att vara i enlighet med åsikter framförda i Publikationen.

Informationen i Publikationen ska inte uppfattas som en uppmaning eller råd att ingå transaktioner. Informationen tar inte sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Informationen är därmed ingen personlig rekommendation eller ett investeringsråd.

Banken fransäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grunda sig på denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Placeringen kan öka eller minska i värde eller bli helt värdelös. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden

Motiverat värde och risk

Det motiverade värdet speglar ett värde för aktien per den dag analysen publicerats i ett intervall motsvarande ca 5-10%. Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument såsom till exempel kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler.

Värderingsmetod och ansats för att bestämma motiverat värde skall framgå av analysen och kan variera från bolag till bolag. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata och ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. Vad gäller risk klassificeras aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån ett antal kända parametrar som är relevanta för bolaget. En generell riktlinje för att klassificeras som låg risk är att bolaget har positivt kassaflöde och att ingen enskild faktor påverkar omsättningen mer än 20%. Motsvarande generella beskrivning av hög risk är att bolaget inte nått positivt kassaflöde alternativt att en enskild faktor påverkar omsättningen mer än 50%.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt analyserat bolag. Banken erhåller ersättning för nämnda tjänst från det analyserade bolaget. Potential- och riskklassificeringen uppdateras kontinuerligt. Klicka <https://www.penser.se/historiska-analysrekommendationer/> för att se historik över investeringsrekommendationer från Banken

Allmänt

Bankens medgivande krävs om hela eller delar av denna Publikation mångfaldigas eller sprids. Publikationen får inte spridas till eller göras tillgänglig för någon fysisk eller juridisk person i USA (med undantag av vad som framgår av Rule 15a – 16, Securities Exchange Act of 1934), Kanada eller något annat land som i lag fastställt begränsningar för spridning och tillgänglighet av materialets innehåll.

Banken har utarbetat en Etikpolicy samt en Intressekonfliktpolicy. Dessa syftar till att förebygga och förhindra intressekonflikter mellan kunders intressen och avdelningar inom Banken. Sättet som Banken använder för att förebygga intressekonflikter är bl. a. restriktiva kommunikationer (Chinese Walls). Analysavdelningen är fysiskt belägen avskild från Corporate Finance-avdelningen, som sitter i egen lokal. Corporate Finance-avdelningen får inte delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Det kan dock, från tid till annan, föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan ett bolag som förekommer i en Publikation och någon annan avdelning i Banken än Analysavdelningen. Banken har utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för Investeringsrekommendation.

Från tid till annan utför Banken uppdrag för ett bolag som är omnämnt i en publikation. Banken kan bl. a. vara rådgivare eller emissionsinstitut, till bolaget eller likviditetsgarant i ett av bolagets värdepapper. Om så är fallet har det angivits i Publikationen. Banken, dess ägare, styrelseledamöter eller anställda kan äga aktier i omnämnt bolag. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Banken och dess anställda följer svenska fondhandlarförningens riktlinjer för anställdas affärer. Den analytiker som har utarbetat en Investeringsanalys som avses i 11 kap. 8 § FFFS 2007:16 och andra som medverkat i detta arbete får inte för egen räkning handla i be-rörda Finansiella Instrument eller med därtill relaterade Finansiella Instrument i strid med gällande rekommendation. Bankens Compliance-avdelning övervakar anställdas transaktioner.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat. Varken Banken eller de personer som sammanställt denna publikation har innehav (varken långa eller korta) i analyserat bolags emitterade finansiella instrument överstigande 0,5 % av det analyserade bolagets aktiekapital.

För det aktuella bolaget utför Banken även analys i enlighet med villkoren för den kostnadsbelagda tjänsten "Penser Access". Klicka här <https://epaccess.penser.se/> för mer information om tjänsten.

Erik Penser Bank har tillstånd att bedriva värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn

Erik Penser Bank (*publ.*)

Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM

tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 www.penser.se