



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Konsumentvaror | Sweden | 22 July 2020

Midsona

Levererar igen

EBITDA 7% över vår förväntan

Försäljningen under Q2 steg till 859 mkr (705), vilket var 3% över vår förväntan om 832 mkr. Avvikelsen var primärt genererad av en högre organisk tillväxt, 2,5% jmf med vår förväntan om 2%. De tio prioriterade varumärkena uppvisade en tillväxt om 12,2%. EBITDA steg till 97 mkr (59) och var driven av god kostnadskontroll, förvärvad rörelse och volymtillväxt i den underliggande verksamheten. Vår förväntan var på 91 mkr.

Köper Gainomax för 60 mkr (EV/EBITDA 8,2x 2019)

I slutet av kvartalet 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 förvärvsmultiplern uppskattningsvis uppgick till 8,2x EV/EBITDA. Genom förvärvet tar Midsona över alla varumärkesrättigheter från den 1 september 2020.

Fler förvärv på gång och stark utveckling för SEK indikerar stark H2'20

Efter rapporten drar vi upp vår EPS estimat för 2021 med 11% drivet av att förvärvsmarknaden börjar tina upp och chansen är stor för fler förvärv under H2'20 samt att SEK har stärkts 3,4% i början av Q3'20 jmf Q2'20. På våra estimat handlas aktern till en EV/EBIT 12,8x för '21e vilket innebär 15% omotiverad rabatt till peers.

Estimatändring (SEK)				Prognos (SEK)					Risk och Avkastning	
	Nu	Förr		19	20e	21e	22e	Motiverat värde	80.00 - 75.00	
EPS, just 20e	2.95	2.89	2.0%	Sales,m	3,081	3,563	3,742	3,891	Current price	SEK63.30
EPS, just 21e	4.29	3.87	10.9%	Sales Growth	8.0%	15.7%	5.0%	4.0%	Riskenivå	Medium
EPS, just 22e	4.59	4.12	11.4%	EBITDA, m	284	424	510	544	Kurspotential	High
				EBIT, m	170.0	292.6	409.9	434.1		
				EPS, adj	1.49	2.95	4.29	4.59		
				EPS Growth	(46.8)%	97.6%	45.6%	6.9%		
				Equity/Share	35.7	37.2	39.5	41.6		
				Dividend	1.25	1.50	2.00	2.50		
				EBIT Marginal	5.5%	8.2%	11.0%	11.2%		
				ROE (%)	4.9%	7.9%	10.9%	11.0%		
				ROCE	4.1%	6.9%	9.4%	9.7%		
				EV/Sales	1.70x	1.47x	1.40x	1.35x		
				EV/EBITDA	18.5x	12.4x	10.3x	9.7x		
				EV/EBIT	30.9x	17.9x	12.8x	12.1x		
				P/E, adj	42.4x	21.5x	14.7x	13.8x		
				P/Equity	2.8x	2.7x	2.6x	2.5x		
				Dividend yield	2.5%	2.4%	3.2%	3.9%		
				FCF yield	4.9%	8.1%	11.2%	11.3%		
				Net Debt/EBITDA	4.8g	2.7g	1.8g	1.4g		

Kommande händelser

Q3 rapport	22 okt 2020
Q4 rapport	5 feb 2021
Q1 rapport	29 apr 2021

Bolagsfakta

Antal aktier	65.0m
Market cap, EURm	4,115
Nettoskuld, EURm	1,137
EV, EURm	5,252
Free Float	65.00%
Avg. No. of Daily Traded Sh.	71.0(k)
Reuters/Bloomberg	MSONb.ST/MSONB SS

Kursutveckling 12 mån



Analytiker

johan.lochen@penser.se
Analysavdelningen



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Konsumentvaror | Sweden | 22 July 2020

Sammanfattning

Levererar igen

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 hälsolivsmedel. 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.

Värdering

Bolaget handlas på våra prognoser på ett P/E 14,7x för '21e, vilket kan jämföras med Nasdaqs all share index som handlas om P/E 18,7x. Sektorn (bestående av Atria, Cloetta, HKScan, & Olvi) handlas till i snitt P/E 18,1x för '21e. Vi anser att Midsona är undervärderat baserat på 1) den starka varumärkesportföljen, 2) bolagets framgångsrika förvävsstrategi och starka kassaflöden, 3) distributionen av HRA Pharmas varumärken som börjar ta fart samt 4) 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% är motiverad. Därav ser vi en fortsatt hög potential till medel risk i aktien, motiverat värde 75 - 80 kr.

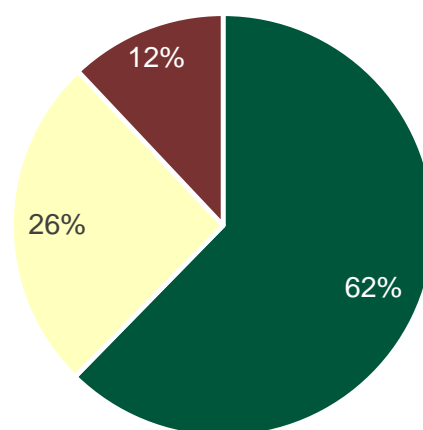
Köper Eisblümerl, Ekko Gourmet & Alimentation Santé

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.

Aktiestructur, ledning

Största aktirägare	Röster	Aktier
Stena Adactum AB	23,43%	28,03%
Creades AB	5,90%	5,34%
La Financière de l'Echiquier	5,54%	5,01%
Peter Wahlberg	4,98%	4,50%
Övriga	60,15%	60,15%
Ordförande		Ola Erici
Verkställande direktör		Peter Åsberg
Finansdirektör		Lennart Svensson
Investerarkontakt		-
Hemsida		midsona.com

Försäljning per marknad



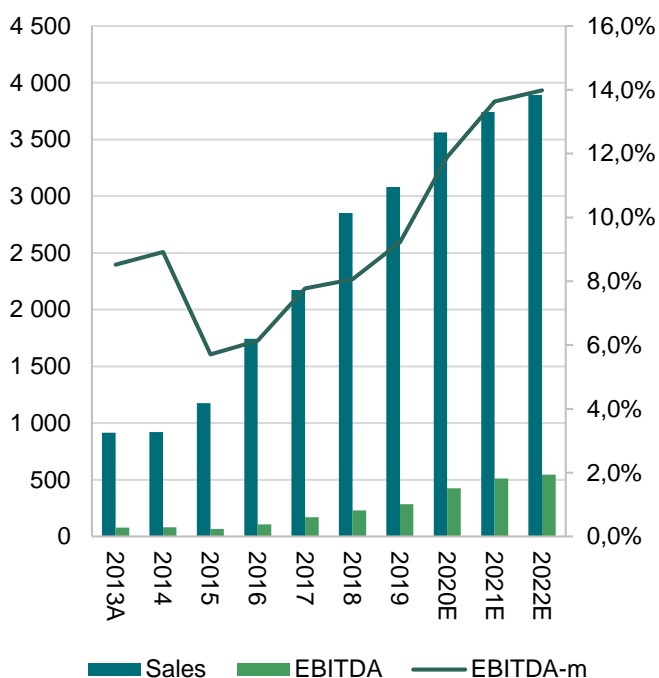
■ Nordics ■ North Europe ■ South Europe

Midsona – Peers

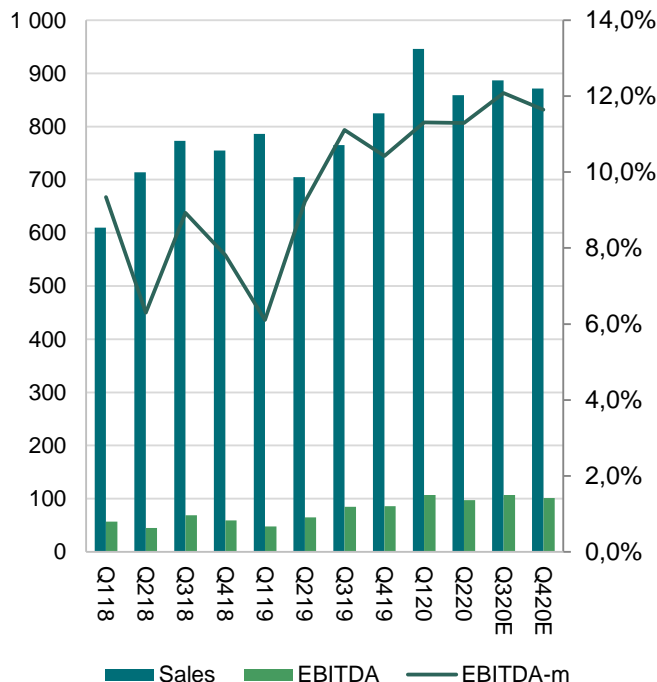
	Kurs (lokal)	MV (mdkr)	EV/EBIT (just.)			P/E (just.)			Dir.avk. 21e	EBIT-marg.			EPS-växt			EPS-trend		Kursutveckling		
			20e	21e	22e	20e	21e	22e		20e	21e	22e	20e	21e	22e	1mån	6mån	1mån	6mån	
Atria Oyj	8,8	EUR	3	12,9	9,9	8,8	10,8	8,8	8,2	5,6%	2,5%	2,9%	3,0%	43%	23%	6%	-5%	-7%	1%	-12%
Cloetta	24	SEK	7	16,0	12,4	11,1	18,3	13,9	12,7	4,2%	9,6%	11,4%	12,1%	-28%	32%	9%	0%	-31%	0%	-19%
HKScan Oyj	2,0	EUR	2	40,8	20,6	16,4	na	26,8	20,1	0,5%	0,7%	1,3%	1,5%	-82%	-267%	33%	800%	-1000%	0%	-14%
Olvi Oyj	43	EUR	9	16,0	14,3	12,8	20,6	18,4	17,0	2,7%	12,9%	13,4%	13,6%	2%	12%	8%	2%	-7%	3%	1%
Orkla ASA	86	NOK	84	17,9	16,6	16,0	19,4	18,6	17,8	3,3%	11,5%	11,9%	12,1%	6%	5%	4%	2%	7%	2%	0%
Scandi Standard	60	SEK	4	13,1	11,4	10,7	12,4	10,4	9,3	5,2%	4,8%	5,1%	5,2%	24%	19%	12%	0%	-10%	-4%	-18%
Tyson Foods	60	USD	192	11,9	9,9	8,2	na	na	na	3,1%	6,7%	7,0%	8,5%	na	na	na	na	na	-5%	-33%
Unilever	44	EUR	577	15,4	14,4	13,9	20,1	18,8	18,0	4,1%	19,0%	19,5%	19,6%	-15%	7%	4%	-3%	-7%	-6%	-1%
Nestle S.A	108	CHF	2 970	22,7	21,6	20,5	25,5	23,6	21,9	2,6%	17,8%	18,1%	18,4%	-4%	8%	8%	-2%	-10%	1%	2%
Procter & Gamble Company	125	USD	2 757	21,1	20,1	19,3	25,1	23,9	22,4	2,6%	22,3%	22,8%	23,2%	na	na	na	na	na	5%	-1%
Midsona	63	SEK	4	17,9	12,8	12,1	21,5	14,7	13,8	2,4%	8,2%	11,0%	11,2%	27%	26%	7%	-2%	0%	17%	24%
Medel				18,8	15,1	13,8	19,0	18,1	16,4	3,1%	10,5%	11,3%	11,7%	-2%	-15%	10%	79%	-118%	1%	-7%
Median				16,0	14,4	13,4	19,8	18,6	17,8	2,9%	9,6%	11,4%	12,1%	4%	12%	8%	0%	-7%	1%	-1%

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	3 563	3 742	3 891
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	-2 503	-2 533	-2 607
Bruttovinst	421	475	617	743	872	903	1 060	1 209	1 284
Försäljningskostnader	-271	-323	-377	-425	-473	-505	-512	-572	-603
Administrationskostnader	-87	-103	-149	-179	-212	-240	-271	-243	-265
Övriga intäkter	21	28	30	38	59	151	161	131	142
Övriga kostnader	-2	-10	-14	-8	-16	-25	-13	-14	-15
Extraordinära kostnader	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Rörelseresultat (EBITDA)	82	67	107	169	230	284	424	510	544
Avskrivningar	-15	-19	-25	-35	-52	-114	-131	-100	-110
Goodwillnedskrivningar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Resultat (EBIT)	67	48	82	134	178	170	293	410	434
Extraordinära Poster	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Justerat Resultat (EBIT)	67	48	82	134	178	170	293	410	434
Finansella intäkter	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Finansella kostnader	-8	-9	-24	-22	-15	-54	-53	-61	-61
Resultat före skatt	59	39	58	112	163	116	240	349	373
Skatter	4	27	-13	-28	-34	-19	-48	-70	-75
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat Rapporterat	63	66	45	84	129	97	192	279	298
Nettoresultat (just)	63	66	45	84	129	97	192	279	298

Kassaflödesanalys

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
Nettoresultat Rapporterat	73	64	103	146	182	221	371	449	483
Icke kassaflödespåverkande poster	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Förändringar i rörelsekapital	-17	23	-34	6	30	-23	86	30	27
Kassaflöde från den operationella verksamheten	56	87	69	152	212	198	456	479	510
Investeringar	-54	-254	-848	-91	-357	-712	-143	-150	-156
Avyttringar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Fritt Kassaflöde	2	-167	-779	61	-145	-514	314	329	354
Utdelningar	-9	-20	-23	-51	-58	-81	-98	-130	-163
Nyemission/återköp	-5	203	801	-18	247	670	98	130	163
Förvärv	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Lånefinansiering och övriga justeringar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kassaflöde	-12	16	-1	-8	44	75	314	329	354
Icke kassaflödespåverkande poster	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoskuld (just)	151	258	662	652	1 116	1 353	1 137	938	746

Balansräkning

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
TILLGÅNGAR									
Goodwill	875	1 067	1 940	2 129	2 466	3 058	3 010	2 940	2 865
Övriga immateriella tillgångar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Materiella anläggningstillgångar	9	47	55	58	254	585	597	646	692
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	3 708	3 687	3 658
Varulager	100	151	244	272	482	529	445	416	389
Kundfordringar	100	131	209	213	259	290	356	374	389
Övriga omsättningstillgångar	17	17	23	29	59	44	44	44	44
Likvida medel	50	61	65	54	101	173	389	588	780
Summa omsättningstillgångar	267	360	541	568	901	1 036	1 235	1 422	1 602
SUMMA TILLGÅNGAR	1 199	1 555	2 620	2 857	3 699	4 780	4 942	5 109	5 260
Eget Kapital och skulder									
Eget Kapital	751	877	1 349	1 550	1 630	2 322	2 416	2 565	2 701
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Summa Eget Kapital	751	877	1 349	1 550	1 630	2 322	2 416	2 565	2 701
Långfristiga finansiella skulder	148	250	706	665	1 130	1 382	1 382	1 382	1 382
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	1 795	1 795	1 795
Kortfristiga finansiella skulder	53	69	21	41	87	144	144	144	144
Leverantörsskulder	88	132	212	220	357	288	356	374	389
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	731	749	764
Summa Eget Kapital och skulder	1 199	1 555	2 620	2 857	3 699	4 780	4 943	5 109	5 260

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.

Potential och risk

Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument. Bland dessa finns kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata.

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.

Vi klassificerar aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån en tvådimensionell modell bestående av potential och risk.

Banken relaterar potentialen till vedertagna värderingsmetoder givet ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. I det här sammanhanget definierar vi låg potential som maximalt 10% förväntad totalavkastning den kommande tolv månadersperioden. För att aktien skall erhålla klassificeringen Hög potential krävs det att vi ser en totalavkastning på minst 50%. Denna kan dock ligga ett par år bort i tiden.

Vad gäller risk analyserar vi 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%.

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 fondhandlarföreningens 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 berörda 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