



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Hälsovård | Sweden | 25 March 2021

Probi

Stark försäljning i Americas

Americas visar vägen

Försäljningen steg till 185 mkr (166), vilket var i linje med vår förväntan. Tillväxten genererades av region Americas som växte med 21% y/y. För EMEA och APAC minskade försäljningen med 19 respektive 24% y/y, med anledning av COVID-19. Bruttomarginalen sjönk till 42,5% (47,5%), vi förväntade oss 45%. Avvikelsen låg i en ofördelaktig produktmix i Americas samt låga volymer från APAC som inte kompenseras i lägre kostnader.

Fabriken i Redmond klar under H2'21

Uppgraderingen av fabriken i USA, som pågått det senaste året, börjar bli klar. De kommande månaderna kommer fokus att vara på intrimning av produktionen och effekter av investeringarna bedömer bolaget kunna se under H2'21. Vi räknade med att effekten av investeringen skulle komma under H1'21.

Justerar ned EPS estimaten med 7% respektive 4% för 21 och 22

Efter kvartalet justerar vi ned vår EPS för 2021-2022 med anledning av dels svagare utveckling i EMEA och APAC, dels i att effekten av uppgraderingen av fabriken bedöms dröja något längre än vad vi tidigare räknat med. Aktien handlas fortsatt till en premie jämfört med peers, vi höjer även vårt motiverade värde till 450-460 kr från 430-450 kr, drivet av multipelexpansion i sektorn.

Estimatändring (SEK)			Prognos (SEK)					Risk och Avkastning		
	Nu	Förr		20	21e	22e	23e	Motiverat värde	450.00 - 460.00	
EPS, just 21e	10.22	11.02	-7.3%	Sales,m	717	777	887	991	Current price	SEK452.00
EPS, just 22e	12.53	13.04	-4.0%	Sales Growth	14.5%	8.3%	14.2%	11.7%	Riskenivå	Low
EPS, just 23e	15.6	15.6	0.0%	EBITDA, m	196	221	253	292	<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px; text-align: center;">Kursutveckling 12 mån</div>	
Kommande händelser				EBIT, m	123.7	146.6	179.1	221.7		
				EPS, adj	8.14	10.22	12.53	15.60		
Q1 rapport		23 april 2021	EPS Growth	8.0%	25.5%	22.6%	24.6%			
Arsstämma		7 maj 2021	Equity/Share	97.9	108.1	118.6	131.7			
Q2 rapport		16 juli 2021	Dividend	1.10	2.00	2.50	3.00			
Bolagsfakta (mkr)				EBIT Marginal	17.2%	18.9%	20.2%	22.4%		
				ROE (%)	8.3%	9.5%	10.6%	11.8%		
				ROCE	10.7%	11.5%	12.9%	14.4%		
				EV/Sales	6.93x	6.40x	5.60x	5.02x		
Antal aktier		11.4m	EV/EBITDA	25.3x	22.5x	19.7x	17.0x			
Market cap		5,150	EV/EBIT	40.2x	33.9x	27.8x	22.4x			
Nettoskuld		(177)	P/E, adj	55.5x	44.2x	36.1x	29.0x			
EV		4,973	P/Equity	4.6x	4.2x	3.8x	3.4x			
Free Float		39.00%	Dividend yield	0.3%	0.4%	0.6%	0.7%			
Avg. No. of Daily Traded Sh.		7.5(k)	FCF yield	1.0%	2.6%	3.8%	3.9%			
Reuters/Bloomberg		PROB ST/PROB SS	Net Debt/EBITDA	(0.9)g	(1.4)g	(1.9)g	(2.2)g			

Analytiker

johan.lochen@penser.se



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Hälsovård | Sweden | 25 March 2021

Sammanfattning

Stark försäljning i Americas

Investment Case

Probi utvecklar och tillverkar hälsoprodukter som distribueras på den globala marknaden. Efter förvärvet av Nutraceutix har bolaget tre olika produktportföljer 1) Probi Premium, 2) Probi Select, 3) Probi Livebac samt Probi Delivery technology (BIO-tract) som är en teknikplattform utformad för att skydda och frisläppa probiotiska kulturer i rätt organ.

Bolags profil

Den globala hälsotrenden har de senaste åren utvecklats starkt, med drivkrafter som ökad medvetenhet och tilltagande välfärdsproblem i form av bland annat övervikt, fetma, diabetes och stress. Marknaden påverkas också av en ökad medellivslängd som välfärdssystemen inte fullt ut klarar av att hantera. Detta leder till att konsumenterna i ökande grad ägnar sig åt egenvård. Den växande gruppen äldre är en köpstark grupp. Därför lanserar också många livsmedels- och läkemedelsbolag produkter som är inriktade på behoven hos medelålders och äldre konsumenter. Det finns även tecken på att yngre personer spenderar mer pengar på produkter inom Functional Food. En annan stark drivkraft är stigande medelinkomst som ett resultat av stark ekonomisk utveckling på vissa marknader i Asien. I finansiellt osäkra tider är det framförallt de med goda inkomster som är villiga i att investera i sin hälsa.

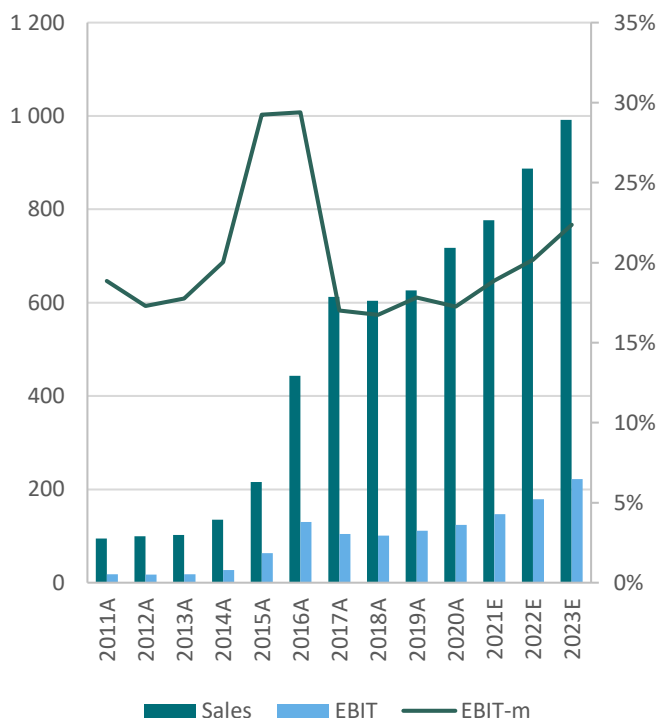
Värdering

På våra reviderade estimat handlas Probi på en EV/EBIT på 33,9x respektive 27,8x för 21'e och 22'e jämfört med sektorn som handlas på 22,9x respektive 18,8x. Vi argumenterar för att Probi ska värderas till en premie jämfört med sektorn drivet av 1) en högre EBIT-marginal på 18,9% jmf med peers på 16,1% för 21'e 2) en högre EPS-tillväxt under 21'e på 16% jmf 4% samt att de nya finansiella målen tillsammans med bolagets starka finansiella position indikerar att förvärvstakten kan komma att stiga. Vi ser fortsatt en låg risk i aktien.

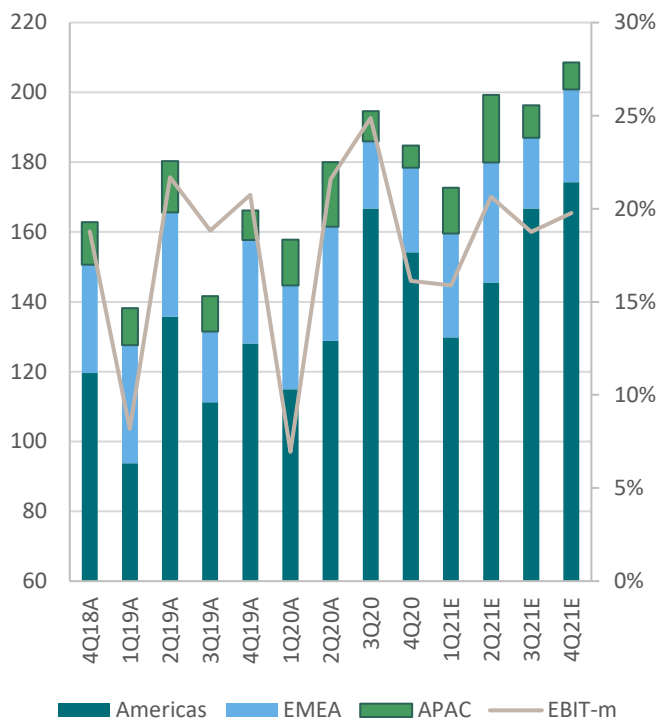
Motiverat värde

Aktien har stigit ca 1% på en månad jämfört med OMX Stockholm Mid Cap som har stigit 0,6% under samma period. Sammanfattningsvis ser vi ett motiverat värde om 450-460 kr (430-450).

Försäljning- och resultatutveckling, helår



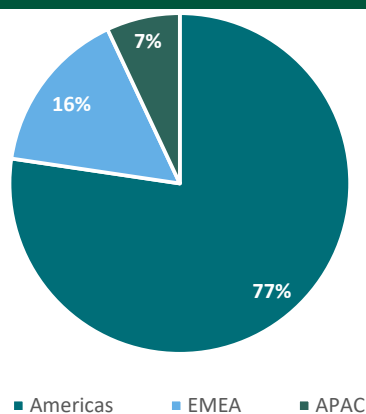
Försäljning- och resultatutveckling, kvartal



Aktiestruktur, ledning

Största aktirägare	Röster	Aktier
Symrise AG	56,60%	56,60%
Swedbank Robur Fonder	10,74%	10,74%
Fjärde AP-fonden	8,98%	8,98%
SEB Fonder	2,51%	2,51%
Övriga	21,17%	21,17%
Ordförande	Jean-Yves Parisot	
Verkställande direktör	Tom Rönnlund	
Finansdirektör	Henrik Lundkvist	
Investerarkontakt	-	
Hemsida	probi.com	

Försäljning per marknad



Jämförelsetabell

	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	
BioGaia	457,0	SEK	9	34,1	32,7	27,7	47,7	47,3	42,2	1,1%	30,5%	30,1%	31,5%	-11%	1%	12%	-12%	-34%	-11%	-17%
Danone SA	53	EUR	370	14,8	14,7	13,2	16,5	16,2	14,5	3,9%	14,0%	14,0%	14,9%	-16%	2%	11%	0%	-5%	0%	-3%
Nestle S.A.	99,3	CHF	2 670	20,9	20,6	19,8	23,5	22,5	21,1	2,8%	17,8%	18,1%	18,4%	-4%	4%	7%	0%	0%	-2%	-8%
Associated British Foods pl	23	GBP	207	16,1	14,7	9,9	28,0	24,7	16,4	1,6%	7,3%	7,3%	9,6%	-41%	13%	51%	-15%	-24%	2%	20%
Chr. Hansen Holding A/S	561	EUR	100	34,5	36,8	32,5	42,8	46,6	40,0	0,2%	33,7%	27,4%	28,7%	582%	-8%	17%	-6%	-25%	-8%	-21%
Yakult Honsha Co.	5260	JPY	72	19,0	17,1	15,8	21,3	21,9	21,4	1,0%	11,1%	11,6%	11,8%	na	-3%	2%	0%	10%	2%	-4%
Corbion N.V.	51	EUR	30	32,9	34,0	33,3	43,3	37,8	34,0	1,1%	10,2%	na	na	51%	14%	11%	-2%	17%	12%	56%
Tate & Lyle PLC	7	GBP	39	11,5	11,6	10,8	12,3	12,9	12,3	4,2%	11,8%	11,6%	na	3%	-5%	5%	9%	19%	6%	8%
Sensient Technologies Corp	75	USD	27	23,6	21,0	19,2	27,3	25,2	23,0	2,1%	12,2%	13,5%	14,2%	na	na	na	na	na	-3%	38%
AgroFresh Solutions, Inc.	2	USD	1	34,0	22,9	8,0	na	na	32,9	0,0%	na	8,4%	na	na	na	na	na	na	14%	-9%
Probi	452	SEK	5	40,2	33,9	27,8	55,6	44,2	36,1	0,4%	17,2%	18,9%	20,2%	26%	16%	18%	0%	8%	5%	25%
Medel				25,4	22,9	18,8	31,9	28,9	25,4	1,7%	16,6%	16,1%	18,7%	74%	4%	15%	-3%	-4%	2%	8%
Median				23,6	21,0	16,9	27,6	25,0	21,6	1,1%	13,1%	13,7%	16,7%	-1%	2%	11%	0%	0%	2%	-3%

Källa: Factset, Bolagsdata

Resultaträkning

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	216	443	612	604	626	717	777	887	991
Övriga intäkter	5	8	0	0	0	0	0	0	0
Extraordinära intäkter	0	22	0	0	0	0	0	0	0
Kostnad sålda varor	-63	-173	-334	-326	-335	-407	-439	-488	-535
Bruttovinst	158	301	278	278	292	310	338	399	456
Försäljningskostnader	-24	-67	-85	-96	-108	-132	-132	-146	-164
Administrationskostnader	-21	-30	-50	-41	-40	-40	-41	-41	-39
Forskning och utveckling	-44	-48	-30	-29	-32	-33	-34	-33	-32
Övriga kostnader	6	22	53	54	72	73	75	74	71
Extraordinära kostnader	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Rörelseresultat (EBITDA)	75	178	166	166	183	178	206	253	292
Avskrivningar	-6	-22	-53	-54	-72	-73	-75	-74	-71
Goodwillnedskrivningar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Resultat (EBIT)	69	156	112	112	112	105	131	179	222
Extraordinära Poster	0	22	0	0	0	0	0	0	0
Justerat resultat (EBIT)	69	178	112	112	112	105	131	179	222
Finansiella intäkter	0	7	-12	-3	-2	-4	1	2	3
Finansiella kostnader	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	69	185	101	110	110	101	132	181	225
Skatter	-14	-28	-23	-22	-24	-27	-31	-38	-47
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat Rapporterat	55	156	77	87	86	74	101	143	178
Nettoresultat (just)	49	109	69	76	86	93	116	143	178

Kassaflödesanalys

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Nettoresultat Rapporterat	53	137	182	160	183	198	191	216	249
Icke kassaflödespåverkande poster	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Förändringar i rörelsekapital	9	-15	-36	-32	-10	-55	-30	23	2
Kassaflöde från den operationella verksamheten	62	122	146	128	174	143	161	239	250
Investeringar	-19	-930	-26	-14	-35	-96	-39	-44	-50
Avyttringar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Fritt Kassaflöde	43	-808	119	114	138	47	122	195	201
Utdelningar	0	768	-48	-74	-133	-28	0	-23	-28
Nyemission/återköp	-8	0	0	0	0	0	0	0	0
Förvärv	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Lånefinansiering och övriga justeringar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kassaflöde	35	-40	71	40	5	19	122	172	172
Icke kassaflödespåverkande poster	0	0	-19	4	2	-11	0	0	0
Nettoskuld (just)	-143	123	26	-74	-155	-177	-312	-485	-657

Balansräkning

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
TILLGÅNGAR									
Goodwill	43,6	875,7	767,7	798,5	788,1	673,9	663,1	636,8	617,7
Övriga immateriella tillgångar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Materiella anläggningstillgångar	4,6	41,5	34,4	29,2	107,3	103,1	77,8	74,9	72,8
Räntebärande anläggningstillgångar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Innehav i intresseföretag och andelar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga anläggningstillgångar	0,0	4,6	4,6	1,5	6,0	53,1	53,1	53,1	53,1
Summa anläggningstillgångar	48,2	921,8	806,7	829,1	901,5	830,1	794,0	764,7	743,5
Varulager	4,5	72,8	69,1	68,7	79,5	98,4	104,3	110,9	110,2
Kundfordringar	32,2	113,5	79,3	112,3	101,7	95,9	114,7	159,7	178,5
Övriga omsättningstillgångar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Likvida medel	143,0	103,2	155,5	199,3	207,0	215,6	351,2	523,5	695,8
Summa omsättningstillgångar	179,7	289,4	304,0	380,3	388,2	409,8	570,2	794,2	984,4
SUMMA TILLGÅNGAR	227,9	1211,2	1110,7	1209,4	1289,6	1239,9	1364,2	1558,9	1728,0
Eget Kapital och skulder									
Eget Kapital	187,2	898,8	884,7	1028,4	1152,1	1115,2	1231,6	1351,5	1500,8
Minoritetsintressen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa eget kapital	187,2	898,8	884,7	1028,4	1152,1	1115,2	1231,6	1351,5	1500,8
Långfristiga finansiella skulder	0,0	225,7	181,7	125,3	51,6	38,8	38,8	38,8	38,8
Pensionsavsättningar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uppskjutna skatteskulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga långfristiga skulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa Långfristiga skulder	0,0	225,7	181,7	125,3	51,6	38,8	38,8	38,8	38,8
Kortfristiga finansiella skulder	40,6	86,7	44,3	55,8	85,9	85,9	93,8	168,6	188,4
Leverantörsskulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Skatteskulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga Kortfristiga skulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa kortfristiga skulder	40,6	86,7	44,3	55,8	85,9	85,9	93,8	168,6	188,4
Summa Eget Kapital och skulder	227,9	1211,2	1110,7	1209,4	1289,6	1239,9	1364,2	1558,9	1728,0

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