

## Stabilt Q2 med medvind från valutaeffekter

### Omsättningen i nivå med Q2 2021

Probis omsättning under Q2 2022 ökade med 10% till 175 mkr. Justerat för valutaeffekter minskade omsättningen med 1%. För H1 var omsättningen i nivå med föregående år, men 9% lägre justerat för valutaeffekter. EBITDA-marginalen uppgick till 26% för både Q2 och H1, vilket är något lägre än det långsiktiga målet på minst 29%. Utvecklingen beskrivs som stabil i samtliga regioner, och i region Asia Pacific (APAC) såg man det starkaste kvartalet sedan 2020. Bolaget driver ökade satsningar på försäljningsaktiviteter och bygger upp sin försäljningsorganisation i region Americas.

### Nya produktanseringar med Symrise och Sinopharm

Starka trender som driver framtidens marknad för probiotika är nya användningsområden, en allt äldre befolkning, nya distributionskanaler, samt ett ökat intresse för hälsa och hållbarhet. Världsmarknaden för probiotiska kosttillskott väntas växa med 20% till 2025 från EUR 5,9 miljarder 2020. Under Q2 levererades den första batchen av SymFerment som utvecklats tillsammans med Symrise. SymFerment bygger på en biprodukt från Probis produktionsprocess och ingår i en hudvårdsprodukt som Symrise lanserade i april 2022. Genom att återanvända material från den ordinarie fermenteringsprocessen minskas både kostnader och miljöbelastning. Vidare lanserades det tredje ClinBac-konceptet, Probi Ferrosorb®, tillsammans med kinesiska Sinopharm under kvartalet.

### Probi väntas återgå till tillväxt 2023

Bolaget är idag en bit ifrån sitt tillväxtmål på 7% per år och fokus ligger på att återfå tidigare momentum och snabbt komma tillbaka till tillväxt. Man har haft motvind en tid i USA, medan regionerna EMEA och APAC fortsatt utvecklas väl. Uppgraderingsprogrammet i tillverkningsanläggningen i Redmond i USA är snart klart, vilket kommer öka den egna tillverkningskapacitet väsentligt samt minska bolagets sårbarhet i produktionskedjan. Med detta och den konkurrenskraftiga produktportfölj Probi har byggt upp finns goda förutsättningar att kunna återvända till tillväxt 2023. Vi upprepar vår riktkurs 400 kr.

### Probi

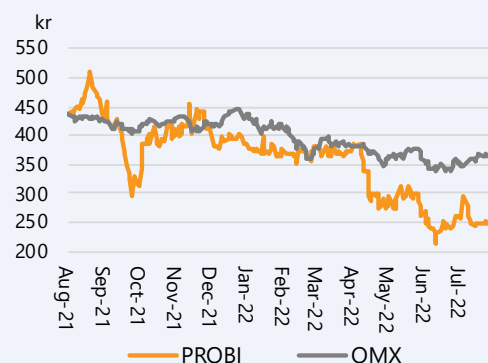
#### Rapportkommentar

Datum 17 augusti 2022  
Analytiker Thomas Nilsson

#### Basfakta

Bransch Health Care  
Styrelseordförande Jean-Yves Parisot  
Vd Tom Rönnlund  
Noteringsår 2004  
Listning Nasdaq OMX Mid Cap  
Ticker PROB  
Aktiekurs 241,00 kr  
Antal aktier, milj. 11,4  
Börsvärde, mkr 2 746  
Nettoskuld, mkr -164  
Företagsvärde (EV), mkr 2 582  
Webbplats www.probi.com

#### Kursutveckling senaste året



Källa: Refinitiv

#### Prognoser & Nyckeltal, mkr

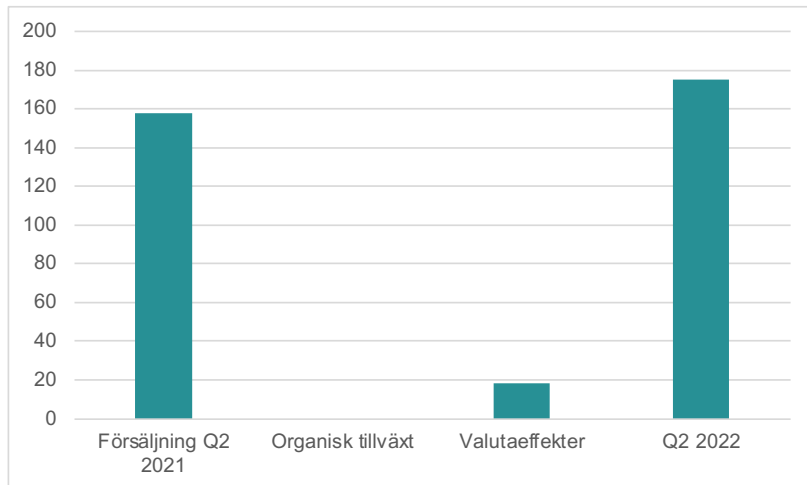
	2020	2021	2022p	2023p
Omsättning	717	658	667	714
Ebitda	196	183	180	200
Rörelseres. (ebit)	124	109	106	125
Resultat f. skatt	120	107	104	123
Nettoreultat	93	83	81	96
Justerad VPA	11,47	10,63	10,49	11,74
Utd. per aktie	0,00 kr	1,00 kr	1,30 kr	1,30 kr
Omsättningstillväxt	14,5%	-8,2%	1,3%	7,0%
Ebitda-marginal	27,4%	27,7%	27,0%	28,0%
Rörelsemarginal	17,2%	16,6%	16,0%	17,5%
Nettoskuld/eget kap	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2
Nettoskuld/ebitda	-0,9	-0,9	-1,3	-1,4
P/e-tal	27,0	29,2	29,6	26,4
EV/Ebitda	17,1	18,5	18,7	16,9
EV/omsättning	4,7	5,1	5,1	4,7
Direktavkastning	0,0%	0,3%	0,4%	0,4%

Källa: Bolaget, Analysguiden

## Operationell uppdatering

### Stabilt Q2 med medvind från valutaeffekter

Probis omsättning under Q2 2022 ökade med 10% till 175 mkr. Justerat för valutaeffekter minskade omsättningen dock med 1%. För H1 var omsättningen i nivå med föregående år, men 9% lägre justerat för valutaeffekter. EBITDA-marginalen uppgick till 26% för både Q2 och H1. Utvecklingen beskrivs som stabil i samtliga regioner, och i region Asia Pacific (APAC) såg man det starkaste kvartalet sedan 2020. Bolaget driver ökade satsningar på försäljningsaktiviteter och bygger upp sin försäljningsorganisation i region Americas. Man lanserade under kvartalet tillsammans med Symrise en ny produkt inom skincare som är baserad på en biprodukt från en produktionsprocess, vilket som bidrar till minskad effekt på miljön.



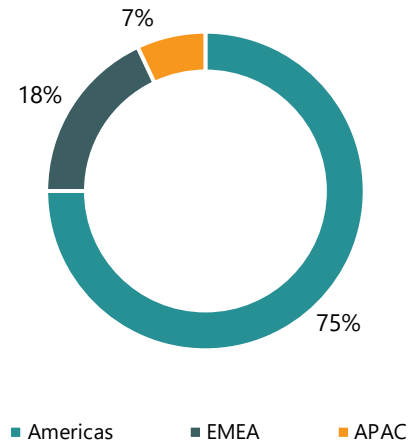
Valutaeffekter bidrog till försäljningstillväxten under Q2. Källa: Bolaget.

### Probi fortsätter att investera i tillväxt

Rensat för valutaeffekter var Probis försäljning under Q2 2022 ungefär i nivå med Q2 2021. Då bolaget under flera kvartal redovisat negativ försäljningstillväxt har det varit viktigt att nå denna punkt. Probi har under året satsat på att utveckla sin produktpipeline och att bygga ut sin försäljningsorganisation i region Americas, vilket drivit kostnader. Bolagets produktportfölj och kommande lansering har god marknadspotential och man kommer fortsätta investera för framtida tillväxt under året. Den finansiella målsättningen är att fördubbla omsättningen inom 5–7 år genom organisk tillväxt och strategiska förvärv. I genomsnitt ska den organiska tillväxten överstiga 7% per år och EBITDA-marginalen vara minst 29%. Vidare är Asien och Europa prioriterade områden där man vill öka sin närvaro och uppnå en bättre geografisk balans.

### Amerika är Probis största marknad

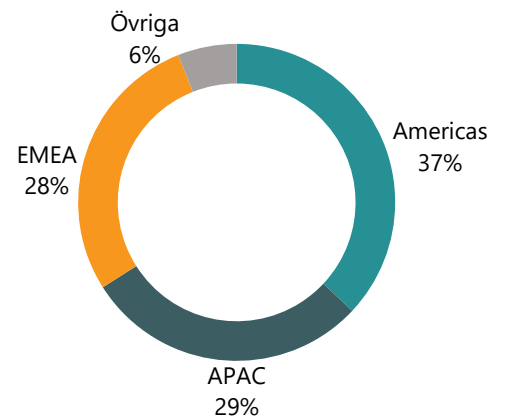
Andel av Probis omsättning per region



Källa: Bolagsrapporter

### Försäljning av probiotika i världen

Marknadsstorlek per region



Källa: Bolagsrapporter

## Ökad försäljning i Americas drivet av valuta

Under Q2 ökade försäljningen i region Americas med 14% drivet av valutaeffekter. Rensat för detta var försäljningen i nivå med Q2 2021. Bruttomarginalen kom in på 42% tack vare en positiv produktmix såväl som intern tillverkning och gynnsamma valutakurser. Tillväxten i denna region var lägre under H1 2022 än i Europa och APAC, och marknaden bedöms vara i nivå med 2021. Bolaget tycker det är svårt att uttala sig om hur marknaden kommer utvecklas under hösten givet de makroekonomiska osäkerheter som råder.

**Rensat för valutaeffekter var försäljningen i USA under Q2 i nivå med Q2 2021**

## Lättade covid-restriktioner i Asien

Justerat för milstolpesbetalningar under 2021 växte försäljningen i region APAC med 10% under Q2. Många av Probis kunder upplevde en positiv efterfrågeökning som till stor del drevs av mer normala förhållanden efter lättade covid-restriktioner. Det var det starkast kvartalet sedan Q2 2020 som lyftes av lageruppbyggnad i samband med pandemin. Utrullningen med kinesiska Sinopharm rapporteras löpa enligt plan. I övrigt beskriver man från bolagets sida APAC som en av de starkast växande marknaderna just nu för probiotiska kosttillskott.

**Asien och Stillahavsregionen växte under Q2 med 10% rensat för milstolpesbetalningar 2021**

## EMEA i nivå med föregående år

Försäljningen i Europa, Mellanöstern och Afrika (EMEA) kom in i nivå med föregående år. Justerat för milstolpesbetalningar på ca 3 mkr under motsvarande period föregående år så var tillväxten 10%. Man uppger att partnern Perrigo har haft en något långsammare rollout än vad man väntat sig. Även Oriflame som har en stor marknad i Ukraina och Ryssland har av naturliga skäl haft en lansering som inte alls blivit som den var tänkt. Dock har andra marknader utvecklats väl för Oriflames lansering av nya produkter i samarbete med Probi. och man siktar nu på fler andra marknader att lansera på.

**Försäljningen i Europa, Mellanöstern och Afrika kom in i nivå med föregående år**

## Nya lanseringar med Symrise och Sinopharm

Under Q2 levererades den första batchen av SymFerment som utvecklats tillsammans med Symrise. SymFerment bygger på en biprodukt från Probis produktionsprocess och ingår i en hudvårdsprodukt som Symrise lanserade i april 2022. Genom att återanvända material från den ordinarie fermenteringsprocessen minskas både kostnader och miljöbelastningen. Vidare lanserades det tredje ClinBac-konceptet, Probi Ferrosorb®, tillsammans med Sinopharm under kvartalet.

## Probi väntas återgå till tillväxt 2023

Man är i dagsläget en bit ifrån det långsiktiga tillväxtmålet på 7% per år, mycket beroende på att man har kämpat med kunddynamiken i USA. Probis fokus är att återfå sitt tidigare momentum och snabbt komma tillbaka till tillväxt. Bolaget har haft motvind en tid i USA, medan regionerna EMEA och APAC fortsatt utvecklas väl. Dessa regioner är dock mindre än USA och hjälper inte för att nå tillväxtmålen just nu. Uppgraderingsprogrammet i tillverkningsanläggningen i Redmond i USA är snart klart. Det kommer öka Probis egen tillverkningskapacitet väsentligt och även minska bolagets sårbarhet i produktionskedjan. Med detta och den konkurrenskraftiga produktportfölj Probi har finns goda förutsättningar att kunna återvända till tillväxt 2023. Vi upprepar vår riktkurs 400 kr.

**Vi upprepar vår riktkurs 400 kr för Probi**

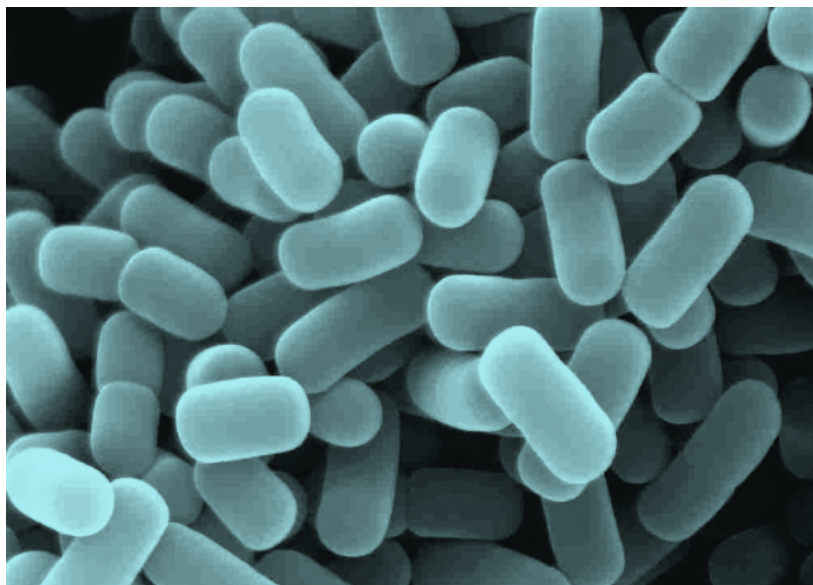
## Investment Case

### Probiotika bidrar till ett hälsosammare liv

Probi är en vertikalt integrerad probiotikakoncern som utvecklar, tillverkar och marknadsför probiotika tillsammans med sina kunder. Man bidrar på så vis till ett mer hälsosamt liv för konsumenter över hela världen. Man är i huvudsak ett B2B-bolag, men finns på den svenska marknaden under varumärket Probi genom samarbetspartnern Midsona. Bolaget har alla delar i värdekedjan från forskning och utveckling till försäljning. Probi ska växa genom förbättrad marknadsnärvaro och högre marknadsandelar på sina nyckelmarknader. Den organiska tillväxten ska kompletteras med strategiska partnerskap och förvärv.

### Levande bakterier med hälsoeffekter

Probiotika är levande bakterier som kan hjälpa till att balansera tarmfloran. Samlingsnamnet för mikroorganismer, som när de bryter ned socker och därmed bildar mjölksyra, är mjölksyrabakterier. Probiotika är i sin tur samlingsnamnet för levande bakterier som har uppvisat hälsoeffekter i kliniska studier. För att mjölksyrabakterier ska få definieras som probiotika måste de enligt WHO vara *”levande mikroorganismer som, när de administreras i adekvata mängder, ger en gynnsam hälsoeffekt”*. Det finns olika stammar av mjölksyrabakterier. En särskild stam kan ha vissa egenskaper, som t.ex. att stärka immunförsvaret eller öka järnabsorptionen, medan en annan exempelvis bidrar till ökad mångfald i bakteriesammansättningen.



Lactobacillus Plantarum. Källa: Science Photo Library

Probi är i huvudsak ett B2B-bolag vars probiotika utgör en insatsvara i andra företags produkter

Världsmarknaden för probiotika uppgick 2020 till EUR 5,9 miljarder

## Kosttillskott för alla åldrar

För att bakterier ska kunna upprätthålla en balanserad tarmflora behöver de kunna överleva och föröka sig i tarmen. En förutsättning för att detta ska gå är att bakterierna binder till en receptor i tarmen. Mjölksyrabakterien *Lactobacillus plantarum* (Lp299v®) gör precis detta och är en robust bakterie som överlever passagen genom den sura miljön i magsäcken och har förmåga att stanna kvar och klara sig i både tunntarm och tjocktarm. På plats i tarmsystemet bidrar den till en miljö som gynnar ökar mångfald i hela bakteriefloran. Tarmen kan läka och återfå sin normala funktion och på så sätt stärker vi vårt immunförsvar och håller oss friska. Lp299v® kan i Sverige köpas av konsumenter under produktnamnet Probi Mage. Probi Mage finns som kapslar och pulver, kan användas under graviditet och amning och är studerad på barn över tre år. För mindre barn rekommenderas istället Probi Baby.



Källa: Probi

## Starka trender driver marknaden för probiotika

Flera globala trender skapar ökad efterfrågan på Probis produkter. Den globala marknaden för probiotiska kosttillskott uppgick enligt analysfirman Euromonitor till ca EUR 5,9 miljarder 2020 och väntas öka med drygt 20% fram till 2025. Starka trender som driver framtidens marknad för probiotika är:

- *Nya användningsområden:* Probis forskningsområden inkluderar mag- och tarmhälsa, immunförsvar, benhälsa, stress och mental hälsa, samt järnabsorption och kvinnohälsa.
- *En växande äldre befolkning:* Enligt statistik från FN väntas jordens befolkning 2050 uppgå till knappt 10 miljarder. Samtidigt väntas då mer än var femte person vara över 60 år.
- *Nya distributionskanaler:* Probiotika passar bra för e-handel och speciellt i USA sågs under pandemin en ökad andel probiotika säljas via nätet.
- *Ökat intresse för hälsa och hållbarhet:* Ett ökat välstånd i världen gynnar köpkraften och fler har råd att investera i sitt eget välbefinnande. Utöver intresset för den egna hälsan ökar också konsumenternas medvetenhet om hållbar matproduktion och vilket näringsinnehåll maten har.

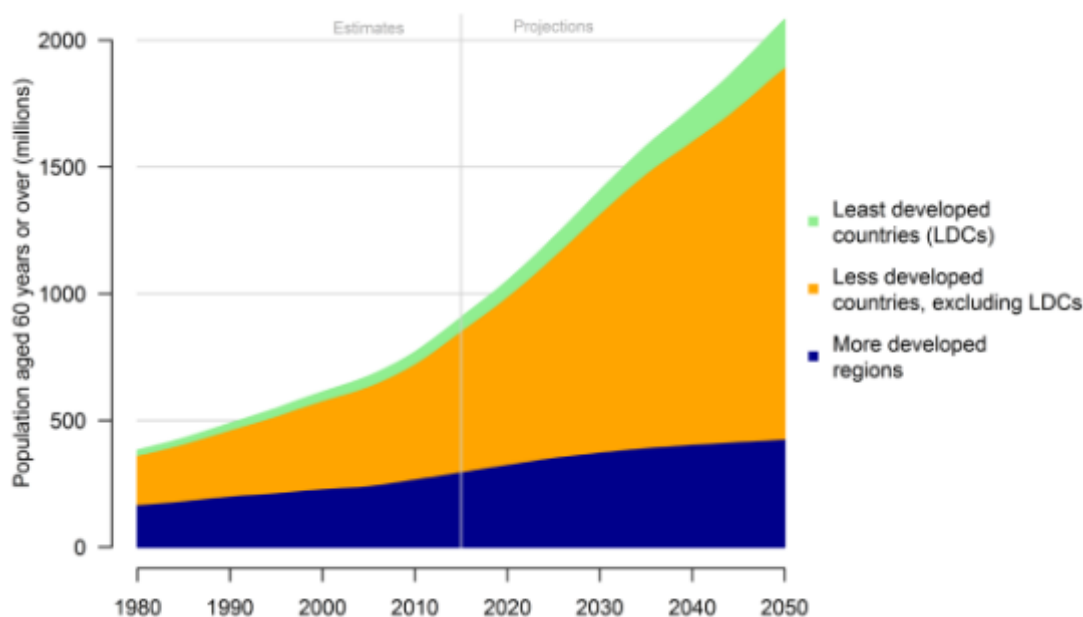
Lp299v® är en robust bakterie som överlever passagen genom den sura miljön i magen

Världsmarknaden för probiotika uppgick 2020 till EUR 5,9 miljarder

## Större andel äldre i befolkningen

Att andelen äldre blir en allt större del av världens befolkning är även det en faktor som driver marknadstillväxten. Enligt en rapport från FN väntas var femte person vara äldre än 60 år 2050. Detta illustreras i följande diagram. En stor del av den äldre befolkningen är idag mer köpstark och tillsammans med ett ökande intresse för egenvård driver detta intresset för probiotiska produkter.

2050 väntas var femte person i världen vara äldre än 60 år



Källa: World Population Ageing, FN 2017

## Forskning och utveckling i världsklass

Probis målsättning är att vara ledande inom innovation och utveckling. De prioriterade forskningsområdena är mag- och immunhälsa, men även metabol hälsa, kvinnohälsa och mental hälsa. Man utforskar ständigt nya bakteriestammar och nya hälsområden för befintliga bakteriestammar. Genom kliniska studier kan man sedan visa vilka hälsoeffekter produkterna har innan man går vidare med utvecklingen. En tät dialog med kunder och analyser av marknadsbehov och hälsotrender underbygger både Probis forskning och utveckling av nya produkter.

Probi utforskar ständigt nya bakteriestammar och nya hälsområden för de befintliga

## Vertikalt integrerad produktionskedja

Probi har en helt integrerad produktionskedja som går från fermentering till slutpackning av de färdiga produkterna. Genom att kombinera Probis egen produktion med extern tredjepartsproduktion kan man kundanpassa produktformat och erbjuda olika blandningar av bakteriestammar, samt hålla en hög volymkapacitet. Att ha kontroll över hela värdekedjan ger Probi en konkurrensfördel när det kommer till att hjälpa kunder med skraddarsydda lösningar.

## Probi ska fördubbla omsättningen inom 5–7 år

Probis finansiella mål är att fördubbla bolagets omsättning inom fem till sju år genom en kombination av organisk tillväxt och strategiska förvärv. Den organiska tillväxten ska i genomsnitt överstiga 7% per år och bolagets EBITDA-marginal ska vara minst 29%. Samarbeten och förvärv kommer vara avgörande för att Probi ska nå sina tillväxtmål. Här är Asien och Europa prioriterade områden där man vill öka sin närvaro och uppnå en bättre geografisk balans.

## Goda förutsättningar att återgå till tillväxt

Uppgraderingsprogrammet i bolagets tillverkningsanläggningen i Redmond är snart klart, vilket kommer öka den egna tillverkningskapacitet väsentligt. Detta kommer även att minska sårbarheten i produktionskedjan. Med detta och den konkurrenskraftiga produktportfölj man har byggt upp finns goda förutsättningar att återvända till tillväxt 2023. Vi upprepar vår riktkurs 400 kr.

**Den organiska tillväxten ska över tid överstiga 7% per år**

**Med uppgraderad tillverkning och en stark produktportfölj kan man snart återgå till att växa**



## Största aktieägarna, %

---

Symrise AG	59,8%
Swedbank Robur Ny Teknik	11,0%
Fjärde AP-Fonden	9,2%
SEB Europafond Småbolag	1,7%
SEB Copenhagen	0,9%
Avanza Pension	0,7%
SEB Luxemburg	0,7%
BNY Mellon	0,6%
Lazard	0,5%

Källa: Bolaget.

## Resultaträkning (Mkr)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022p	2023p
Nettoomsättning	104	138	221	451	612	604	626	717	658	667	714
Kostnad sålda varor	n/a	n/a	-68	-173	-334	-326	-335	-407	-370	-367	-385
Bruttoresultat	n/a	n/a	153	278	278	278	292	310	288	300	328
Övriga rörelsekostnader	n/a	n/a	-84	-126	-121	-123	-108	-113	-106	-120	-128
EBITDA	n/a	n/a	69	153	157	155	183	196	183	180	200
Avskrivningar	n/a	n/a	-6	-33	-53	-54	-72	-73	-73	-74	-75
<b>Rörelseresultat (EBIT)</b>	18	27	63	120	104	101	112	124	109	106	125
Extraordinära poster	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>EBIT exkl. extraordinära poster</b>	18	27	63	120	104	101	112	124	109	106	125
Finansnetto	1	1	0	0	-12	-3	-2	-4	-2	-2	-2
<b>Resultat före skatt</b>	19	28	63	120	92	99	109	120	107	104	123
Skatter	-4	-6	-14	-18	-23	-22	-24	-27	-24	-23	-27
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Nettoresultat</b>	15	22	49	102	69	76	86	93	83	81	96

## Balansräkning (Mkr)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022p	2023p
<b>TILLGÅNGAR</b>											
Immateriella tillgångar	28	30	44	876	768	798	798	674	690	694	694
Materiella anläggningstillgångar	2	5	5	41	34	29	47	60	92	104	104
Övriga anläggningstillgångar	0	0	0	5	5	2	67	96	176	170	170
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	31	35	48	922	807	829	911	830	959	968	968
Varulager	3	4	4	73	69	69	79	98	94	108	110
Kundfordringar	25	29	32	114	59	106	83	89	119	92	100
Övriga omsättningstillgångar	0	0	0	0	20	6	9	7	10	10	10
Likvida medel	91	108	143	103	156	199	207	216	251	301	371
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	119	141	180	289	304	380	378	410	474	481	591
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	150	176	228	1 211	1 111	1 209	1 290	1 240	1 432	1 449	1 559

## Eget kapital & skulder

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022p	2023p
Eget kapital	131	146	187	899	885	1 028	1 152	1 115	1 266	1 298	1 394
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Summa eget kapital</b>	131	146	187	899	885	1 028	1 152	1 115	1 266	1 298	1 394
Långfristiga räntebärande skulder	0	0	0	226	0	0	47	31	63	60	60
Övriga långfristiga skulder	0	0	0	0	6	7	5	8	18	18	18
<b>Summa långfristiga skulder</b>	0	0	0	226	6	7	52	39	81	78	78
Kortfristiga räntebärande skulder	19	30	41	87	176	118	15	14	25	15	15
Leverantörsskulder	0	0	0	0	27	31	38	40	46	35	42
Övriga kortfristiga skulder	0	0	0	0	17	24	34	32	15	23	30
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	19	30	41	87	220	174	86	86	86	73	87
<b>SUMMA EGET KAPITAL &amp; SKULDER</b>	150	176	228	1 211	1 111	1 209	1 290	1 240	1 432	1 449	1 559

## Kassaflöden (Mkr)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022p	2023p
Kassaflöde före rörelsekapitalförändr.	20	32	53	136	146	160	183	198	185	180	200
Rörelsekapitalförändring	4	5	9	-14	0	-32	-10	-55	-30	-10	-10
Övriga poster	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Kassaflöde löpande verksamheten</b>	25	37	62	122	146	128	174	143	154	170	190
Investeringar	-14	-14	-19	-930	-26	-14	-35	-96	-97	-100	-100
Finansieringsverksamheten	-7	-7	-8	768	-48	-74	-133	-28	-28	-20	-20
<b>SUMMA FRITT KASSAFLÖDE</b>	4	17	35	-40	71	40	5	19	29	50	70
<b>Likvida medel</b>	91	108	143	103	156	199	207	216	251	301	371
<b>Nettoskuld (neg = nettokassa)</b>	-73	-78	-103	209	20	-81	-146	-171	-164	-226	-296

## Disclaimer

Aktiespararna, [www.aktiespararna.se](http://www.aktiespararna.se), publicerar analyser om bolag som sammanställts med hjälp av källor som bedömts tillförlitliga. Aktiespararna kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något finansiellt instrument. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren. Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal med Aktiespararna. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning. Aktiespararna har i övrigt inget ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Aktiespararna har rutiner för hantering av intressekonflikter, vilket säkerställer objektivitet och oberoende.

Innehållet får kopieras, reproduceras och distribueras. Aktiespararna kan dock 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.

Analytikern äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.

---

### Ansvarig analytiker:

Thomas Nilsson