

Engångseffekter gynnade tillväxten under Q1

Utvecklingen under Q1 2023

Under Q1 gynnades tillväxten av positiva engångseffekter och Probis omsättning steg 2% justerat för valuta till 172 mkr. EBITDA-marginalen uppgick till 28%, jämfört med 25% under Q1 2022. En engångseffekt på 18 mkr från försenade ordrar i USA från Q4 2022 bidrog till kvartalets tillväxt. Försäljningen varierade över de olika regionerna och bolaget förväntar sig att omsättningen H1 2023 kommer vara i linje med eller något lägre än H1 2022. Vi justerar därför ned vårt försäljningssestimat för 2023 något, men behåller marginalantaganden oförändrade. Man ser en svagare marknad i region Americas samtidigt som region APAC rapporterade sitt starkaste kvartal hittills. I mars utsågs tidigare tillförordnade Vd:n Anita Johanson till permanent VD. Man utnämnde även en ny VP Operations för ökat fokus på att optimera interna processer och effektivitet. Den nya ledningen planerar att investera tid i att förbättra processer och arbetsmetoder för att på så vis återgå till tillväxt.

Tar över den egna distributionen i Sverige

Region EMEA drabbades av utförsäljningar från Probis tidigare distributör i Sverige, vilket resulterade i en nedgång i nettoomsättningen i EMEA med 33%. Från och med 1 april distribuerar Probi sitt eget varumärke på den svenska marknaden, men försäljningen förväntas öka först mot slutet av Q2. Detta på grund av att flera kunder har byggt upp ett reservlager inför övergången. Den förväntade effekten på resultatet från denna omställning förväntas vara neutral för 2023. En ny marknadsorganisation har etablerats med ett klart uppdrag att expandera verksamheten i Sverige. Målet är att växa i flera kanaler och lansera nya produkter. Probi är det främsta varumärket för probiotiska produkter i Sverige med en marknadsandel på över 40%. Produkterna säljs i mer än 1 500 butiker och apotek, både off-line och online.

Förbättrade processer ska ta Probi tillbaka till tillväxt

Probi har den senaste tiden inte infriat sina finansiella mål om 7% organisk tillväxt samt en EBITDA-marginal på 29%, och befinner sig i en utmanande tid. Den nya ledningen har som högsta övergripande mål att få bolaget att återvända till tillväxt. Vidare håller resultat från den nyligen avslutade Gut-brain-studien på att färdigställas för publicering, och man avser lansera en ny Gut-brain-produkt till hösten 2023. Vi upprepar vår riktkurs 235 kr och noterar att Probi är attraktivt värderat relativt internationella jämförbara bolag.

Probi

Rapportkommentar

Datum 4 maj 2023
Analytiker Thomas Nilsson

Basfakta

Bransch Health Care
Styrelseordförande Jean-Yves Parisot
Vd Anita Johansen
Noteringsår 2004
Listning Nasdaq OMX Mid Cap
Ticker PROB
Aktiekurs 185,50 kr
Antal aktier, milj. 11,4
Börsvärde, mkr 2 114
Nettoskuld, mkr -318
Företagsvärde (EV), mkr 1 796
Webbplats www.probi.com

Kursutveckling senaste året



Källa: Refinitiv

Prognoser & Nyckeltal, mkr

	2021	2022p	2023p	2024p
Omsättning	658	618	640	685
Ebitda	183	136	173	192
Rörelseres. (ebit)	109	51	98	117
Resultat f. skatt	107	52	96	115
Nettoresultat	83	41	75	89
Justerad VPA	10,63	6,90	9,89	11,19
Utd. per aktie	1,30 kr	1,30 kr	1,30 kr	1,30 kr
Omsättningstillväxt	-8,2%	-6,1%	3,5%	7,0%
Ebitda-marginal	27,7%	22,0%	27,0%	28,0%
Rörelsemarginal	16,6%	8,2%	15,3%	17,0%
Nettoskuld/eget kap	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2
Nettoskuld/ebitda	-0,9	-1,7	-1,6	-1,8
P/e-tal	17,4	26,9	18,8	16,6
EV/Ebitda	9,8	13,2	10,4	9,4
EV/omsättning	2,7	2,9	2,8	2,6
Direktavkastning	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%

Källa: Bolaget, Analysguiden

Operationell uppdatering

Positiva engångseffekter gynade tillväxten i Q1

Probis omsättning ökade valutajusterat med 2% under Q1 till 172 mkr och EBITDA-marginalen uppgick till 28% jämfört med 25% under Q1 2022. Positiva engångseffekter på 18 mkr som avsåg uppskjutna ordrar från Q4 2022 bidrog till tillväxten under kvartalet. Försäljningen i olika regioner varierade under kvartalet, och bolaget bedömer att omsättningen för H1 2023 kommer vara i nivå med eller något under H1 2022. Vi justerar därför ned vårt försäljningsestimativ för 2023 något, men behåller marginalantaganden oförändrade. Under Q1 blev Probis tidigare tillförordnade VD Anita Johanson utsedd till permanent VD. Bolaget utnämnde även en ny VP Operations med anledning av att man vill öka fokus på att optimera interna processer och öka effektiviteten. Probi har den senaste tiden inte levt upp till sina finansiella mål om 7% organisk tillväxt samt en EBITDA-marginal på 29. Den nya ledningen avser investera mycket tid på att förbättra processer och arbetsmetoder för att kunna återvända till tillväxt. Vidare håller resultat från den nyligen avslutade Gut-brain-studien på att färdigställas för publicering, och man avser lansera en ny Gut-brain-produkt till hösten 2023. Vi upprepar vår rikt Kurs 235 kr och noterar att Probi är attraktivt värderat relativt internationella jämförbara bolag.

Tar över egen distributionen i Sverige

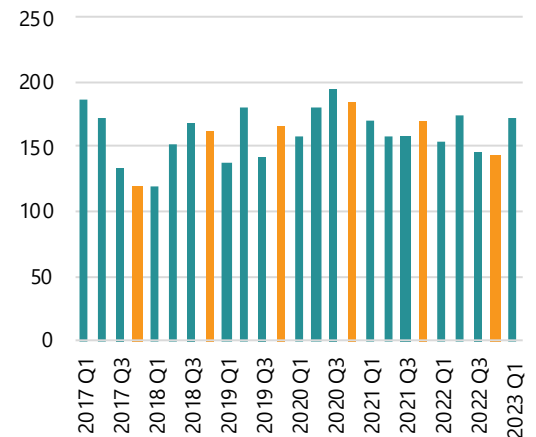
Region EMEA påverkades av utförsäljningar från Probis tidigare distributör i Sverige. Något som resulterade i en minskning av nettoomsättningen totalt i EMEA med 33% till 20 mkr. Bruttomarginalen i regionen uppgick till 55,3% under Q1, något lägre än de 58,3% man redovisade Q1 2022. Från och med 1 april distribuerar Probi själva det egna varumärket i Sverige, men försäljningen förväntas öka först i slutet av Q2. Detta då ett flertal kunder köpt på sig ett reservlager inför övergången. Resultateffekten från denna omställning väntas dock vara neutral för 2023. En ny marknadsorganisation är nu på plats med ett tydligt mandat att växa verksamheten på den svenska marknaden. Ambitionen är att växa inom ett ökat antal kanaler, samt att lansera nya produkter. Probi är det ledande varumärket inom probiotiska produkter i Sverige med en marknadsandel på över 40%. Marknaden i region EMEA uppges överlag karaktäriseras av viss försiktighet bland kunderna. Samtidigt har Probi en stor mängd långsiktiga avtalskunder i denna region.

Starkaste kvartalet hittills för region APAC

Region APAC levererade den högsta försäljningen hittills under Q1 2023 med en tillväxt på 55% till 21,2 mkr. Variationerna mellan kvartalen är dock stora och Probi bedömer att H1 2023 kommer att ligga i nivå med H1 2022 för regionen. Kina är den drivande kraften och representerar stor tillväxtpotential, även om Australien fortsatt är den största marknaden i regionen. En första order med bakteriestammar från nyligen förvärvade nyzeeländska BLIS levererades till Kina under Q1. Bruttomarginalen i region APAC uppgick till 65,8% under Q1, vilket var något högre än de 65,0% man redovisade Q1 2022.

Nettoomsättning per kvartal

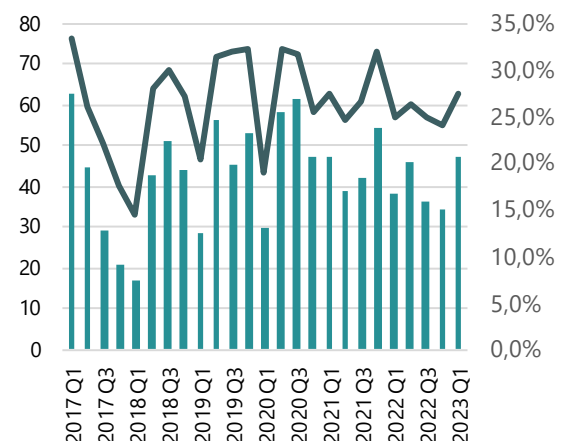
Probis nettoomsättning per kvartal 2017 - 2023



Källa: Bolagsrapporter

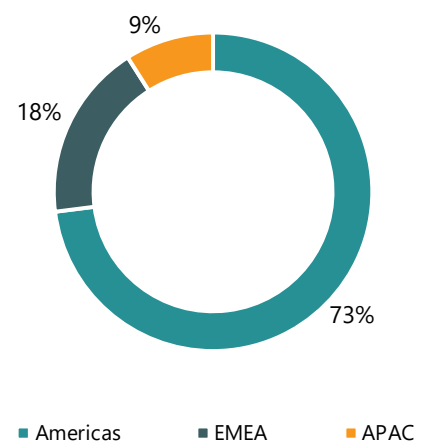
Rörelseresultat före avskrivningar

Probis EBITDA och EBITDA-marginal 2017 - 2023



Amerika är Probis största marknad

Andel av Probis omsättning per region



Region Americas visar tecken på avmattning

Under Q1 ökade Probis omsättning med 18% i region Americas till 131 mkr tack vare valutaeffekter samt de order på 18 mkr som sköts upp från Q4 2022. Den underliggande marknaden i regionen visar dock tecken på avmattning och rensat för effekten av uppskjutna order var omsättningen minskad. Från Probi rapporterar man även en glesare orderfrekvens hos kunderna. Bruttomarginalen under Q1 2023 uppgick till 36,8%, en viss förbättring från 35,6% under Q1 2022. Probi har under senare tid gjort betydande investeringar i sin tillverkningsanläggning i Redmond och kommer även introducera en ny produktkategori, sporer, som kan ha betydande kommersiell potential i USA.

Probis agenda för att återvända till tillväxt

Trots ett starkt Q1 är bolagets bedömning att omsättningen under H1 2023 kommer att ligga i nivå med eller strax under motsvarande period föregående år. Probis nya ledning kommer använda 2023 till att bygga en stark ledningsgrupp, optimera interna processer för att öka effektiviteten, lansera nya produkter, samt se över hur man bäst möter sina kunders behov. Det är Probis högsta prioritet att återvända till lönsam tillväxt och då bolaget inte har externa skulder och en nettokassa på 318 mkr har man en stark finansiell ställning och är väl rustade för strategiska förvärv.

Uppside i värderingen relativt konkurrenter

De utmanande marknadsförutsättningar Probi mött under senare tid har medfört att tillväxt och resultat inte nått upp till bolagets långsiktiga finansiella mål. Följande tabell visar hur ett urval internationella konkurrenter värderas i termer av obelånat bolagsvärde i relation till rörelseresultat före avskrivningar (EV/EBITDA), samt i relation till omsättning (EV/sales). Medelvärdet för dessa bolag beträffande EV/sales 2023 är 4,8 att jämföra med 2,7 för Probi. Beträffande värdering i termer av EV/EBITDA 2023 ligger genomsnittet för jämförbolagen på 16,2 att jämföra med 10,1 för Probi.

Omsättningen i region Americas ökade tack vare 18 mkr i uppskjutna ordrar

Med en nettokassa på 318 mkr är Probi väl rustat för strategiska förvärv

Ett urval internationella jämförbolag värderas till 4,8 gånger omsättningen

Attraktiv värdering relativt sektorn

Nyckeltal för Probi och ett urval jämförbara bolag

Bolag	Börsvärde, Mkr	Land	Kursutv, 1 år	Kursutv, 5 år	EV/sales 2023p	EV/sales 2024p	EV/ebitda 2023p	EV/ebitda 2024p	P/e 2023p	P/e 2024p
BioGaia	10 464	Sverige	-15%	26%	7,2	6,6	21,7	18,1	34,5	28,5
Christian Hansen	101 803	Danmark	-6%	-9%	7,1	6,6	19,8	18,1	32,7	29,5
Danone	425 470	Frankrike	6%	-9%	1,7	1,7	10,4	9,8	16,6	15,4
DuPont De Nemours	338 762	USA	-1%	-12%	3,3	3,1	13,0	12,0	17,0	14,8
Medel, jämförbolag	219 125		-4%	-1%	4,8	4,5	16,2	14,5	25,2	22,1
Probi		Sverige	-38%	-62%	2,7	2,5	10,1	9,1	17,9	15,8

Källa: Refinitiv. Nyckeltalen bygger på analytikerkollektivets prognoser.

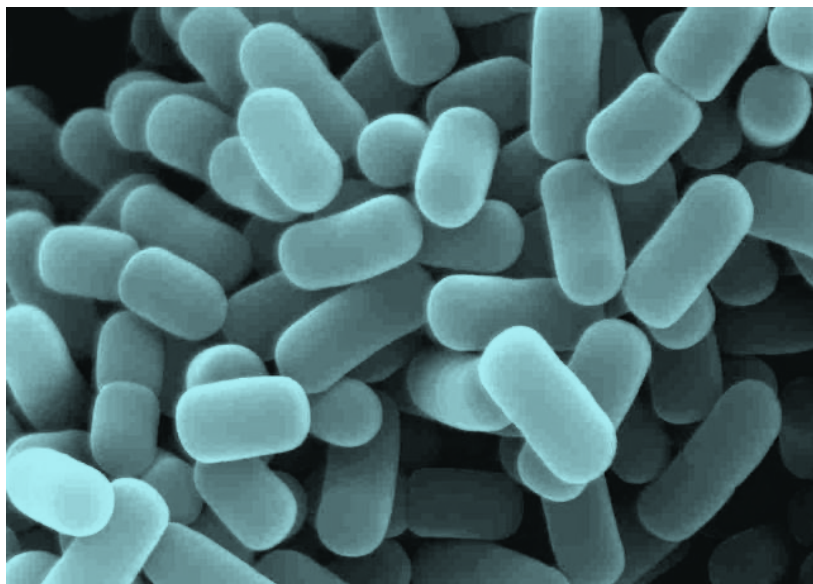
Investeringstes

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, och Probis probiotika utgör en insatsvara i andra företags produkter. 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

Probis 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.

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



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:

Världsmarknaden för probiotika uppgick 2020 till EUR 5,9 miljarder

- *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.

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

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 hälsoområden 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 hälsoområden

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 skräddarsydda lösningar.

Långsiktigt mål 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.

Den organiska tillväxten ska över tid överstiga 7% per år

Största aktieägarna

Symrise AG	69,0%
Fjärde AP-Fonden	9,3%
Caceis Bank	6,9%
Avanza Pension	0,7%
JP Morgan Chase Bank	0,7%

Källa: Bolaget.

Resultaträkning (Mkr)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023p	2024p
Nettoomsättning	138	221	451	612	604	626	717	658	618	640	685
Kostnad sålda varor	n/a	-68	-173	-334	-326	-335	-407	-370	-363	-346	-370
Bruttoresultat	n/a	153	278	278	278	292	310	288	255	294	315
Övriga rörelsekostnader	n/a	-84	-126	-121	-123	-108	-113	-106	-119	-122	-123
EBITDA	n/a	69	153	157	155	183	196	183	136	173	192
Avskrivningar	n/a	-6	-33	-53	-54	-72	-73	-73	-85	-75	-75
Rörelseresultat (EBIT)	27	63	120	104	101	112	124	109	51	98	117
Extraordinära poster	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBIT exkl. extraordinära poster	27	63	120	104	101	112	124	109	51	98	117
Finansnetto	1	0	0	-12	-3	-2	-4	-2	1	-2	-2
Resultat före skatt	28	63	120	92	99	109	120	107	52	96	115
Skatter	-6	-14	-18	-23	-22	-24	-27	-24	-11	-21	-25
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat	22	49	102	69	76	86	93	83	41	75	89

Balansräkning (Mkr)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023p	2024p
TILLGÅNGAR											
Immateriella tillgångar	30	44	876	768	798	798	674	690	736	736	736
Materiella anläggningstillgångar	5	5	41	34	29	47	60	92	147	152	163
Övriga anläggningstillgångar	0	0	5	5	2	67	96	176	146	152	162
Summa anläggningstillgångar	35	48	922	807	829	911	830	959	1 030	1 040	1 061
Varulager	4	4	73	69	69	79	98	94	116	118	128
Kundfordringar	29	32	114	59	106	83	89	119	89	100	109
Övriga omsättningstillgångar	0	0	0	20	6	9	7	10	11	12	13
Likvida medel	108	143	103	156	199	207	216	251	324	356	414
Summa omsättningstillgångar	141	180	289	304	380	378	410	474	540	586	664
SUMMA TILLGÅNGAR	176	228	1 211	1 111	1 209	1 290	1 240	1 432	1 570	1 626	1 725

Eget kapital & skulder

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023p	2024p
Eget kapital	146	187	899	885	1 028	1 152	1 115	1 266	1 411	1 485	1 575
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Summa eget kapital	146	187	899	885	1 028	1 152	1 115	1 266	1 411	1 485	1 575
Långfristiga räntebärande skulder	0	0	226	0	0	47	31	63	54	55	59
Övriga långfristiga skulder	0	0	0	6	7	5	8	18	19	20	21
Summa långfristiga skulder	0	0	226	6	7	52	39	81	73	75	81
Kortfristiga räntebärande skulder	30	41	87	176	118	15	14	25	35	17	18
Leverantörsskulder	0	0	0	27	31	38	40	46	34	29	30
Övriga kortfristiga skulder	0	0	0	17	24	34	32	15	17	27	29
Summa kortfristiga skulder	30	41	87	220	174	86	86	86	86	73	77
SUMMA EGET KAPITAL & SKULDER	176	228	1 211	1 111	1 209	1 290	1 240	1 432	1 570	1 634	1 733

Kassaflöden (Mkr)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023p	2024p
Kassaflöde före rörelsekapitalförändr.	32	53	136	146	160	183	198	185	142	150	164
Rörelsekapitalförändring	5	9	-14	0	-32	-10	-55	-30	14	-24	-13
Övriga poster	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kassaflöde löpande verksamheten	37	62	122	146	128	174	143	154	156	126	151
Investeringar	-14	-19	-930	-26	-14	-35	-96	-97	-65	-65	-65
Finansieringsverksamheten	-7	-8	768	-48	-74	-133	-28	-28	-29	-28	-29
SUMMA FRITT KASSAFLÖDE	17	35	-40	71	40	5	19	29	62	33	57
Likvida medel	108	143	103	156	199	207	216	251	324	356	414
Nettoskuld (neg = nettokassa)	-78	-103	209	20	-81	-146	-171	-164	-235	-284	-336

Disclaimer

Aktiespararna, 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