

ANALYTIKER

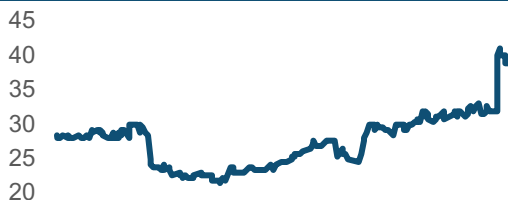
Johan Cisneros	Äger inte aktier i bolaget
Olof Ståhl	Äger inte aktier i bolaget

New Nordic Healthbrands

Aktiekurs	37.5
52 v högsta / lägsta	42.50/21.10
Antal aktier	6 195 200
Börsvärde (MSEK)	232.31
Nettoskuld (MSEK)	13.675
EV (MSEK)	247.99
Sektor	Dagligvaror
Lista / kortnamn	First North Stockholm
Nästa rapport	2 Mars 2018

UTVECKLING

1 månad	28.85%
3 månader	36.27%
1 år	74.78%
YTD	46.18%

Aktiekurs YTD (SEK)

HUVUDÄGARE %

Fjord Capital ApS	40.11%
Banque Pictet & CIE SA	25.03%
Credit Suisse	15.13%
Six SIS AG	4.75%
Kock, Christian Axel	3.99%
CBLDN-BFCM	3.26%

LEDNING

Verkställande direktör	Karl Kristian Jensen
Styrelseordförande	Marinus Blåbjerg Sørensen

FINANCIAL FORECAST

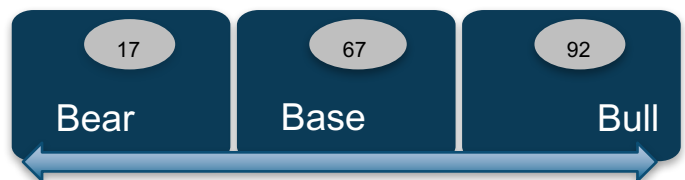
Msek	2016A	2017E	2018E	2019E
Omsättning	305.84	332.23	355.48	376.81
Tillväxt	2,46 %	8,6 3%	7 %	6 %
EBITDA	14.10	22.26	30.22	32.03
EBITDA-marginal	4.61 %	6.70 %	8.5 %	9 %
EV/EBITDA	16.75	10.61	7.81	6.96
EV/S	0.77	0.71	0.66	0.63

Organisk tillväxt med ett utbrett nätverk av distributörer. Bolaget har sedan 2012 redovisat en CAGR om 7.59 % mot marknadens uppvisade CAGR om 3 % i genomsnitt, vilket implicerar att NNH har varit framgångsrika i att ta marknadsandelar. Tillväxten är organisk och genereras genom produktinnovation och växande marknader. Försäljning sker dels genom egen onlinebutik, men framförallt genom ett utbrett distributionsnätverk. Det sätter företaget i en bra position med goda förutsättningar för att fortsätta ta marknadsandelar framgent.

Operativ hävstång via stordriftsfördelar. NNH har de senaste fem åren ökat omsättningen per anställd med cirka 33 %, från ca 6 till 8 MSEK per medarbetare samtidigt som bruttomarginalen ökat till dess högsta nivå hittills. Genom att produktion och utveckling är centraliserad i Norden så krävs färre insatser för att producera fler typer av produkter till fler marknader, varpå bolaget har en högre bruttomarginal än peers.

Fragmenterad marknad med låga inträdesbarriärer skapar konkurrenssvaga produkter. Bolaget är väldigt beroende av reklaminvesteringar för att fortsätta ta marknadsandelar, och har därför ett uttalat finansiellt mål om att effektivisera utgifterna. På en fragmenterad marknad utan särskilda inträdesbarriärer föreligger risk för högre kostnader när fler aktörer gör inträde på marknaden.

Uppsida på 72 % 2019E i base-case från dagens kurs. Med en targetmultipl på 12x EV/EBITDA, estimeras en indikativ uppsida om 72 % 2019E.



Prognoser för 2019, dagens kurs 37,5kr



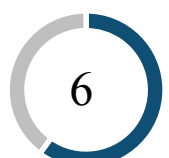
Värde drivare



Quality of earnings



Ledning & styrelse

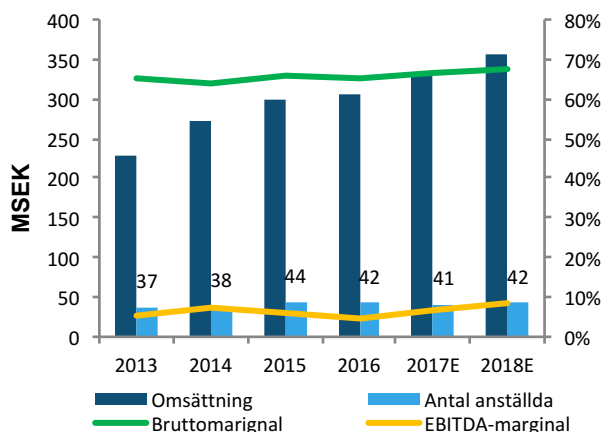


Riskenivå

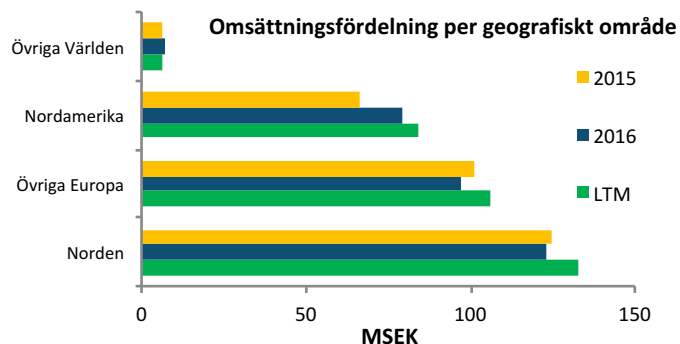
New Nordic Healthbrands (NNH) utvecklar och säljer kosttillskott och naturliga hälsoprodukter. NNHs huvudmarknader är Norden och Nordamerika, försäljning sker genom 22 dotterbolag och distributörer.

Organisk tillväxt sker genom produktinnovation och etablering på nya marknader. Bolaget har de senaste 5 åren växt med 7,59 % CAGR på marknader som växt med cirka 3 %. Den globala marknaden beräknas växa med 3,9% CAGR fram till 2020¹. Sedan Bolagets uppstart 1990 har 93% av tillväxten skett organiskt och Bolaget producerar alla produkter in-house i Sverige och Danmark, där NNH har lyckats producera mer med mindre personal. 2013 var Bolagets omsättning per anställd 6,16 MSEK, medan omsättningen LTM är 8,02 MSEK per anställd och därigenom kan företaget fortsätta att växa ytterligare utan betydande kapitalinsatser. Försäljning sker dels genom egen onlinebutik, dels genom ett omfattande distributionsnätverk med kedjor som Walmart, Walgreens och Boots. Genom Bolagets distributionsnätverk exponeras produkterna mot en stor marknad. Företaget har i år påbörjat etablering i Schweiz och Hong Kong och introducerade under 2017 bland annat "gummies" för deras bästsäljande produkter. Företagets främsta målgrupp är män och kvinnor över 40 år, där många av kunderna är seniora och fokuserar på förebyggande hälsovård. Antal personer över 60 år väntas växa med 56 % mellan 2015 och 2030 till 1,4 miljarder individer, vilket medför goda marknadsutsikter för Bolaget framöver.³

Med finansiellt fokus på omkostnader i produktion uppnås tydlig operationell hävstång. Bolaget har högst ROE och bruttomarginal i jämförelse med peers (se tabell sida 3), om 26 % respektive 67,1 %. Medianen för bruttomarginalen de senaste 5 åren delat på volatiliteten ger en kvot om 3,05. Låg volatilitet i bruttomarginalen indikerar på att affärsmodellen är stark. Trots att produktionskoncentrationen i Skandinavien kan medföra högre fasta kostnader, bedöms framgångsfaktorerna vara stordriftsfördelarna som produktionen medför. Bolagets EBITDA-tillväxt har i genomsnitt under den senaste femårsperioden varit 10,52 %, mot omsättningens årliga tillväxt om 7,6 %. NNHs strategi är att fortsätta expandera det geografiska distributionsnätverket och ta marknadsandelar



1. Grand View Research
 2. Transparency Market Research
 3. United Nations, World Population Ageing, 2015.



lokalt, och Bolaget har LTM en inkrementell EBITDA-marginal om 17,42 % mot motsvarande period 2016. Med Bolagets finansiella mål om att minska andelen omkostnader i produktionen, föreligger goda möjligheter för att lönsamheten fortsätter växa i högre takt än omsättningen.

Fortsatt lönsam tillväxt möjliggör höjd utdelning framgent. Bolagets grundare är kvar i ledningen, Karl Kristian Bergman Jensen som VD och Marinus Blåbjerg Sørensen som styrelseordförande. De två innehar cirka 40 % respektive 25 % ägande i Bolaget vardera. Majoritetsägandet hos insiders i ledande befattningar skapar en trygghet för aktieägare och visar på långsiktigheten i Bolaget. Bolagets utdelningspolicy är att dela ut 30-40% av nettovinsten och introducerade utdelning första gången 2015, med en höjning sedan dess. Skuldsidan består nästintill helt av kortsiktiga skulder, och Bolaget redovisar idag en net debt/EBITDA om 0,69. Skuldsättningen i kombination med förmågan att växa med lönsamhet, motiverar att utdelningen kan höjas framgent och att dagens direktavkastning om 1 % kan öka.

Låga inträdesbarriärer på marknaden och konkurrenssvaga produkter största operativa riskerna. Bolaget har för närvarande stark konkurrens på alla marknader, och marknaden i sig har inga särskilda inträdesbarriärer utöver varumärkesbyggande. Bristen på krav av kliniska läkemedelsprövningar medför att produkterna är relativt konkurrenssvaga, där NNHs produkter är relativt väl betygsatta av kunder enligt Amazon (4-5 av 5). Kostnadsökningen under första halvåret på 13 % härleds till ett ökat behov av marknadsföring, och mot bakgrund av de låga inträdesbarriärerna bedöms marknadsföringsbehoven öka när fler aktörer gör inträde på marknaden. Därav är ett av Bolagets finansiella mål att minska och effektivisera reklaminvesteringarna genom att bland annat bättre fördela utgifterna mellan dotterbolagen. Då produktion sker i Skandinavien och försäljning sker globalt över hela världen, föreligger även risk i att NNH är sårbara mot en stärkning av SEK/försvagning av utländsk valuta. Med avseende på att Bolaget har produktionsverksamheten i Skandinavien existerar även en långsiktig risk i att aktörer med produktion i lågkostnadsländer kan utkonkurrera NNH genom lägre kostnader samt att Bolaget i större grad påverkas av fackföreningar. Det medför risk för att den annars stabila bruttomarginalen på sikt kan vara hotad.



Scenarioanalys

I följande scenarioanalys presenteras tre scenarion utifrån bull-, base- och bear-case. Multiplar som används är omsättning, bruttomarginal, EBITDA-marginal samt EV/EBITDA, som sedan jämförs mot en targetmultipel baserad på peer-värdering.

Base

I ett kortsiktigt base-case bidrar lansering av gummies av Bolagets bästsäljande produkter till den organiska tillväxten och försäljningen av resterande produkter säljer väl på hemmamarknaderna. Expansionen i Schweiz via dotterbolag hanteras väl med låga kostnader vilket stärker omsättningstillväxten till 8,63 % för 2017E med en 5 % tillväxtökning för Q4 2017 mot Q4 2016.

I ett långsiktigt base-case är det fortsatt hög efterfrågan på NNHs produkter och kontinuerliga reklaminvesteringar effektiviserar vilket leder till ökad nettoomsättning 2019E 377 MSEK från nuvarande 332 MSEK. EV/EBITDA 2019E estimeras till 6,96x med en EBITDA-marginal 2019E på 9%. Det som ett utfall av att New Nordics stordriftsfördelar och höga bruttomarginal underlättar penetration av nya marknader och begränsar kostnader för produktion av nya produkter utan investeringar i personal. Givet att NNH handlas till en EV/EBITDA-multipel om 12x på 2019E, implicerar det en uppsida på 72 %.

BASE	2017E	2018E	2019E
Omsättning	332,23	355,48	376,81
Tillväxt	8,63 %	7,00 %	6,00 %
Bruttomarginal	66,7 %	67,5 %	68 %
EBITDA-marginal	6,70 %	8,5 %	9 %
EV/EBITDA	10,61	7,81	6,96

Bear

I ett bear-case minskar tillväxten på grund utav svårigheter i att utnyttja stordriftsfördelar i produktion och geografisk expansion. Omsättning 2019E estimeras till 352,19 MSEK, en tillväxt om 3,5 % årligen. Med ett tuffare konkurrensläge som medför högre reklaminvesteringar och underpresterande produktlanseringar försämras EBITDA-marginalen till 2,75% 2019E, mot dagens 5,20%. Med en targetmultipel för EV/EBITDA om 10x i ett bear-case, leder det till en nedsida om 34 % för 2019E.

LTM	EV/S	EV/EBITDA	Omsättnings-tillväxt	Net debt/EBITDA	Bruttomarginal	ROE
Midsona	1,46	20,81	34 %	4,75	34 %	5,4 %
Medica Nord	1,27	9,84	37 %	1,54	63 %	-12,9 %
Probi	5,26	15,66	239 %	0,13	48 %	12 %
Snitt	2,67	15,44	103 %	2,14	48 %	1,5 %
NNH	0,76	12,46	6 %	0,69	67 %	26 %

BEAR	2017E	2018E	2019E
Omsättning	328,78	341,93	352,19
Tillväxt	7,50 %	6,00 %	4,00 %
Bruttomarginal	66,7 %	66,3 %	66 %
EBITDA-marginal	6,2 %	5,5 %	4,5 %
EV/EBITDA	11,58	12,67	15,19

Bull

I ett bull-case fortsätter New Nordic geografiska expansion till nya marknader, stor innovation i nya produktlanseringar samt fortsatt hög efterfrågan på hemmamarknader. Tillväxt skapas i Bolaget utan betydande reklaminvesteringar samt ett ännu starkare distributionsnätverk på samtliga marknader. Det leder till en omsättning för 2019E på 401,54 MSEK mot 2017E om 336,43 MSEK. Med stordriftsfördelar tvingas inte NNH till personalinvesteringar för att skala upp produktion med både höjd bruttomarginal och lönsamhet, varpå Bolaget bör värderas upp mot peers. I ett bull-case värderas Bolaget upp till peer-snitt om EV/EBITDA 15,44, och medför således uppsida om 162,6 % 2019E.

BULL	2017E	2018E	2019E
Omsättning	336,43	368,39	401,54
Tillväxt	10,00 %	9,50 %	8,50 %
Bruttomarginal	67,5 %	68 %	68,5 %
EBITDA-marginal	7,5 %	9 %	10 %
EV/EBITDA	9,36	7,12	5,88

Peers

NNH har ett antal konkurrenter som agerar på svenska marknaden. Företagen som valts utvecklar och säljer liknande produkter samt innehar liknande distributionsnätverk. Konkurrenter har genomsnittligt EV/EBITDA på 15,44x vilket kan implicera uppsida för NNH, men Bolaget värderas idag till en lägre multipel om 12,46x. Targetmultipel i base-case motiveras genom att NNH har högre bruttomarginal och ROE än peers, men väsentligt lägre tillväxt. Tillväxtskillnaderna beror till stor grad på att peers har genomfört flertalet förvärv.

Strengths

- Organisk tillväxt som ej kräver betydande kapitalinsatser
- Starkt distributionsnätverk
- Skalbar affärsmodell
- Grundarna kvar i bolaget med majoritetsägande
- Stor pipeline av befintliga och kommande produkter

Weaknesses

- Trög tillväxt relativt mot konkurrenter
- Konkurrenssvaga produkter
- Sårbara mot valutakursförändringar

Opportunities

- Större fokus på förebyggande hälsovård än symptomlindring
- Antalet individer i bolagets målgrupp ökar starkt framöver

Threats

- Konkurrens kan pressa ned lönsamhet i framtiden
- Med produktion i Sverige och Danmark påverkas bolaget i större grad av fackföreningar

Bedömning av bolaget



Värde drivare

Stark organisk tillväxt kopplat med en solid pipeline av befintliga och kommande produkter lägger grunden för New Nordic Healthbrands med nylanseringar i Hong Kong och Schweiz.



Quality of Earnings

En hög ROE på 26%, bruttomarginal på 67% samt en EBITDA-marginal på cirka 5% med en skalbar affärsmodell motiverar en hög rating.



Ledning & styrelse

Ledningen har uppvisat förmågan att effektivisera organisationen då omsättning per anställd har successivt ökat samt den höga bruttomarginalen gentemot peers. Hög insiderägande på över 65% samt historiken av stark organisk tillväxt tyder på en kompetent ledning.



Risiknivå

Marknaden är hårt konkurrensutsatt och är relativt trendstyrd samt att NNHs produktion och utveckling sker i norden höjer risknivån framgent. Relativt stabila kassaflöden och organisk tillväxt utan betydande kapitalinsatser sänker risken.

Ansvarsbegränsning

Analys, dokument och all annan information som härrör från LINC Research & Analysis (LINC R&A) är framställt i informationssyfte och är inte avsett att vara rådgivande. LINC är en ideell organisation (organisationsnummer 845002-2259) och analyser eller annan information som härrör från LINC R&A ska inte betraktas som investeringsrekommendationer.

Informationen i analysen är baserad på källor, uppgifter och personer som LINC R&A bedömer som tillförlitliga, men LINC R&A kan aldrig garantera riktigheten i informationen. Den framåtblickande informationen i analysen baseras på subjektiva bedömningar om framtiden, vilka alltid är osäkra och därför bör användas försiktigt. LINC R&A kan aldrig garantera att prognoser och framåtblickande estimat kommer att bli uppfyllda. Om ett investeringsbeslut baseras på information från LINC R&A eller person med koppling till LINC R&A, så fattas dessa alltid självständigt av investeraren. LINC R&A fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det än må vara som grundar sig på användandet av analyser, dokument och all annan information som härrör från LINC R&A.

Intressekonflikter och opartiskhet

För att säkerställa LINC R&A's oberoende har LINC R&A inrättat interna regler, utöver detta så är alla studenter som skriver för LINC R&A skyldiga att redovisa alla eventuella intressekonflikter. Dessa har utformats för att säkerställa att Finansinspektionens föreskrifter och allmänna råd om investeringsrekommendationer riktade till allmänheten samt hantering av intressekonflikter (FFFS 2005:9) efterlevs. Material från LINC R&A ska aldrig betraktas som investeringsrekommendationer.

Om skribent har ett innehav där en intressekonflikt kan anses föreligga, redovisas detta i informationsmaterialet.

Övrigt

LINC R&A har ej mottagit betalning eller annan ersättning för att göra analysen.

Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är LINC R&A's egendom (© LINC R&A 2017).