

# Veg of Lund

Mangold Insight - Uppdragsanalys 2021-11-22

## Framtidens skörd

Mangold inleder bevakning av livsmedelsföretaget Veg of Lund med en köprekommendation och riktkursen 54,00 kronor på 12 månaders sikt. Bolagets världsunika potatismjöl som prisbelönats väntas få fart på en tillväxtresa för bolaget. Den patenterade potatisemulsionen som mjölken baseras på kan användas till att utveckla andra växtbaserade livsmedel och Veg of Lund väntas därmed åtnjuta flera intäktströmmar. Bolagets produkter har signifikant lägre klimatpåverkan och mer neutral smak jämfört med andra växtbaserade alternativ. Dessutom är produkterna allergenvänliga. Mangold ser positivt på den förväntade försäljningsutvecklingen. Efterfrågan på bolagets produkter bekräftas av en exponentiellt tilltagande tillväxt i antalet samarbetsavtal.

## Grönska vinner mark

Konsumenter blir alltmer medvetna och krävande. Hälsa och klimatpåverkan står i centrum vid val av kost. Marknaden för växtbaserad kost väntas växa med 19 procent per år fram till 2030. År 2020 växte den globala växtbaserade matmarknaden dubbelt så snabbt som den traditionella. Veg of Lund lanserar därmed sina produkter helt rätt i tiden och väntas kunna ta del av marknadens framfart. Mangold spår att bolagets produkter kan nå ut till en bred kundgrupp på flera geografiska marknader.

## Uppsida i aktien

Mangold anser att Veg of Lund är en attraktiv investering i ett tidigt verksamhetsskede tack vare sin innovativa och unika produkt. För att uppnå riktursen på 54,00 kronor krävs aggressiv försäljningstillväxt samtidigt som bolagets produkter mottages väl av konsumenter på flera marknader.



| Kursutveckling % | 1m    | 3m    | 12m   |
|------------------|-------|-------|-------|
| VOLAB            | -16,3 | -29,7 | 307,3 |
| OMXSPI           | 7,4   | 3,9   | 36,2  |

## Information

|                         |                 |
|-------------------------|-----------------|
| Rek/Rikturs             | Köp 54,00       |
| Risk                    | Hög             |
| Kurs (kr)               | 29,50           |
| Börsvärde (Mkr)         | 333             |
| Antal aktier (Miljoner) | 12,1            |
| Free float              | 74%             |
| Ticker                  | VOLAB           |
| Nästa rapport           | 2022-02-17      |
| Hemsida                 | ir.vegoflund.se |
| Analytiker              | Emil Ohlsson    |

| Ägarstruktur     | Aktier            | Kapital     |
|------------------|-------------------|-------------|
| Eva Tornberg     | 1 314 370         | 10,8%       |
| Anders Färnqvist | 790 000           | 6,5%        |
| Anders Hättmark  | 658 710           | 5,4%        |
| Torbjörn Malmsjö | 499 375           | 4,1%        |
| Avanza Pension   | 483 936           | 4,0%        |
| Einar Haugland   | 442 000           | 3,6%        |
| LU Holding       | 322 061           | 2,7%        |
| Skandia          | 281 459           | 2,3%        |
| <b>Totalt</b>    | <b>12 146 256</b> | <b>100%</b> |

| Nyckeltal (Msek) | 2 020 | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Försäljning      | 1,2   | 2,1   | 27,5  | 137,7 | 275,4 |
| EBIT             | -17,8 | -22,4 | -28,6 | -0,7  | 35,2  |
| Vinst före skatt | -18,3 | -22,4 | -28,6 | -0,7  | 27,4  |
| EPS (kr)         | -1,5  | -1,8  | -2,4  | -0,1  | 2,3   |
| EV/Försäljning   | 329,7 | 183,1 | 14,1  | 2,8   | 1,4   |
| EV/EBITDA        | neg   | neg   | neg   | neg   | 10,7  |
| EV/EBIT          | neg   | neg   | neg   | neg   | 10,9  |
| P/E              | neg   | neg   | neg   | neg   | 13,8  |

# Investment case

## Framtidens skörd

Mangold inleder bevakning av Veg of Lund med rekommendationen Köp och en riktkurs på 54,00 kronor på 12 månaders sikt. Det ger en uppsida om cirka 80 procent. Prognoserna innehåller mycket osäkerhet då bolaget befinner sig i ett tidigt verksamhetskede där försäljningen väntas tillta först om några perioder. Därmed har en sensitivitetsanalys med försäljning och avkastningskrav som grund genomförts där Veg of Lunds motiverade värde faller inom intervallet 31,41 och 90,89 kronor per aktie. Bolaget kan överträffa Mangolds riktkurs om de möter sina egna försäljningsmål. Vi anser att Veg of Lund är en attraktiv investering där aktieägare i ett tidigt skede har möjlighet att vara med på en tillväxtresa.

*Prisintervall 31,41-90,89 kronor per aktie*

## Hållbar investering

Veg of Lund säljer smoothie-liknande produkter ("Foodie") och potatismjolk ("DUG") baserad på en unik potatisemulsion. DUG nyttjar hälften så mycket land som havremjolk samt 56 gånger mindre vatten än mandelmjolk. Det i sin tur väntas attrahera konsumenter som värdesätter en hållbar produkt. Bolaget är det första i världen att lansera potatisbaserad dryck, och har vunnit diverse priser både inom innovation och allergivänlighet.

*Ett ännu miljövänligare alternativ*

## Grönska vinner mark

Mangold anser att bolagets potatismjolk har störst potential i dagsläget samtidigt som Veg of Lund väntas bli ett globalt livsmedelsföretag. I november var DUG tillgänglig i Sverige, Storbritannien och Kina. De tre länderna är mogna marknader med hänsyn till försäljningen av växtbaserade alternativ. Konsumtionstrenden är global; marknadsvärdet för växtbaserad mat väntas växa med drygt cirka 19 procent per år fram till 2030. Marknaden för växtbaserade mejeriprodukter väntas växa med 13 procent per år, vilket kan jämföras med den traditionella mejerimarknadens tillväxt om cirka 3 procent.

*CAGR mellan 13 och 19 procent per år*

## Gyllene läge för unik produkt

Veg of Lunds potatisemulsion har en neutral smak och går därför att användas som bas i utvecklingen av en rad produkter som till exempel dryck, kött, sås och glass. Få råvaror inom det växtbaserade segmentet har lika många potentiella användningsområden, vilket i sin tur bäddar för flera intäcksströmmar och hög skalbarhet av potatisemulsionen. Sannolikheten att bolagets produkter når ett genombrott anses vara hög givet minimal klimatpåverkan, ökande konsumtion av växtbaserade produkter samt flera användningsområden.

*Flera intäcksströmmar och hög skalbarhet*

## Positivt momentum i avtal

Veg of Lunds produktexponering ökar. Mellan maj och oktober 2021 skrevs 19 avtal kring återförsäljning av DUG med intressenter från en rad branscher som bland annat finans, livsmedel, och e-handel. Bland avtalen återfinns varumärken såsom Waitrose, ICA, Amazon, Walmart, Mathem, Factset, med flera. Intresset från marknaden är hög och Mangold anser att bolaget redan har erhållit så kallad "Proof-of-value".

*Tunga varumärken med förtroende för DUG*

# Veg of Lund – Bolag och affärsidé

## Om bolaget

Veg of Lund grundades 2016 och har utvecklat en patenterad vegetarisk emulsion (blandning) av potatis och rapsolja. Bolagets produktportfölj består av växtbaserad mjölk, benämnd "DUG", samt smoothie-liknande produkter. DUG är den första och enda potatisbaserade alternativa mejeriprodukten i världen, och säljs för tillfället i Sverige, Storbritannien och Kina. Potatis som råvara medför ett mindre klimatavtryck än dagens växtbaserade alternativ, samtidigt som emulsionen inte inverkar på smak. Bolagets vd är Cecilia Lindwall och Veg of Lund handlas sedan 2020 på First North Growth Market.

*Patenterad potatisemulsion som bas*

## Produkter

Veg of Lunds produktutbud består av potatisbaserad mjölk och ett mellanmål med smoothie-karaktär framställd med bolagets patenterade emulsion. Den smoothie-liknande produkten väntas återlanseras under varumärket DUG. I framtiden ska fler produkter säljas såsom köttalternativ, soppor, såser, grädde, glass, med flera. Köttet, även kallat fiberkött, utvecklas tillsammans med Scandi Standard, med planerad go-to-market 2022.

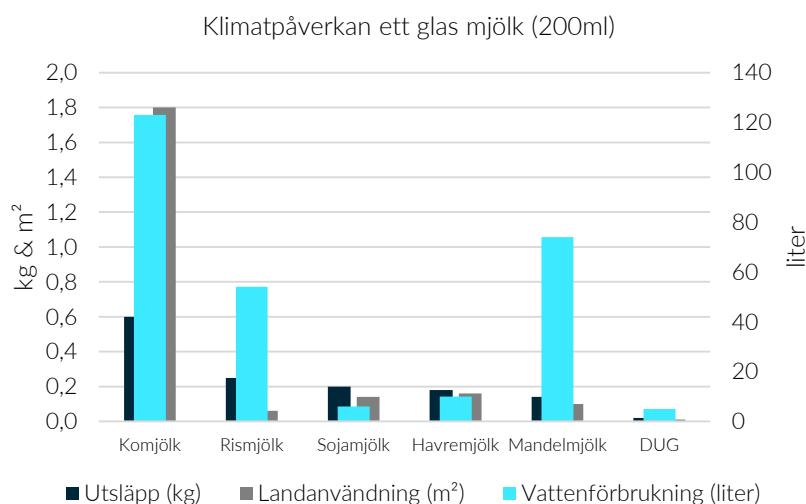
*Flera användningsområden*

## Stort mervärde i potatis

### 1. Minimalt klimatavtryck

Potatis är mycket klimatsmart jämfört med komjölk, men även jämfört med växtbaserade mejeriprodukter. Grafen nedan illustrerar hur DUG har lägst klimatavtryck i tre kategorier: koldioxidutsläpp, landanvändning och vattenförbrukning.

*Bäst-i-(klimat)test*



Källa: Mangold Insight, Oxford University

Potatis nyttjar hälften så mycket mark som havre och 56 gånger mindre vatten än mandlar. Dessutom är majoriteten av mandlar (cirka 80 procent) från Kalifornien i USA. De senaste åren har delstaten haft stora problem med torka som i sin tur påverkar mandelodlingen negativt. Potatis är även ett bättre klimatalternativ än soja som har stora utsläppsnivåer då sojamjölk kräver mycket frigörelse av land.

# Veg of Lund – Bolag och affärsidé forts.

## 2. Smak som inte stör

Veg of Lund har vunnit World Food Innovation Awards 2018 för sin Foodie och 2021 för sin potatismjolk. En anledning är bland annat att bolagets potatisemulsion är smakneutral vilket gör att den kan användas inom flera områden utan att inverka på smak. Neutraliteten förväntas medföra en högre användningsgrad än till exempel havre och mandel vilket i sin tur kan leda till mer försäljning.

*Prisbelönt produkt*

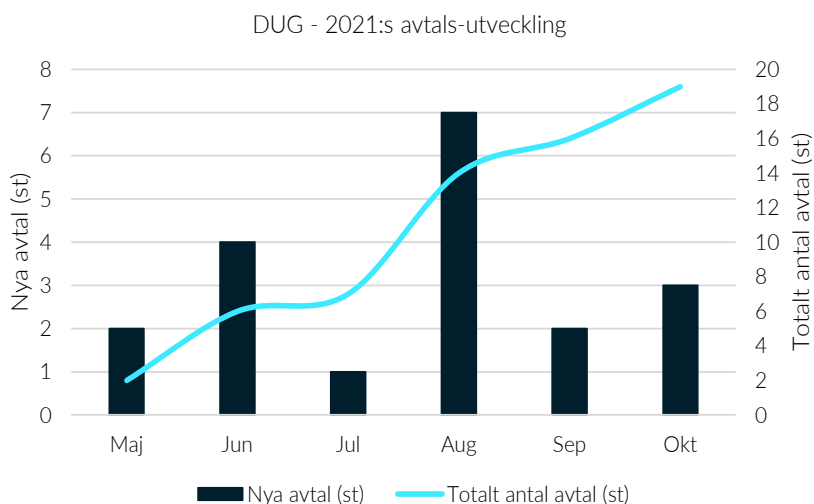
## 3. Något för alla

Veg of Lunds potatisbaserade produkt är fri från allergener och kan således konsumeras av alla. Det är ett attribut som har fått positiv uppmärksamhet då bolaget 2021 vann pris i kategorin "Bästa allergivänliga produkt" vid World Food Innovation Awards. Attributet väntas bidra till att produkten når ut till fler och försäljningen därmed ökar.

## En växande kundbas

Veg of Lund har positivt momentum i antalet nya avtal, och efterfrågan från distributörer är hög. Mellan maj och september har bolaget ingått 16 försäljningsavtal med aktörer inom livsmedel, e-handel och finans. Bland avtalen återfinns bolag såsom Waitrose, ICA-gruppen, Axfood, Mathem, Walmart, Amazon, Factset, Citygross med flera. Avtalen avser försäljning av DUG.

*Hög avtalstillväxt*



Källa: Mangold Insight

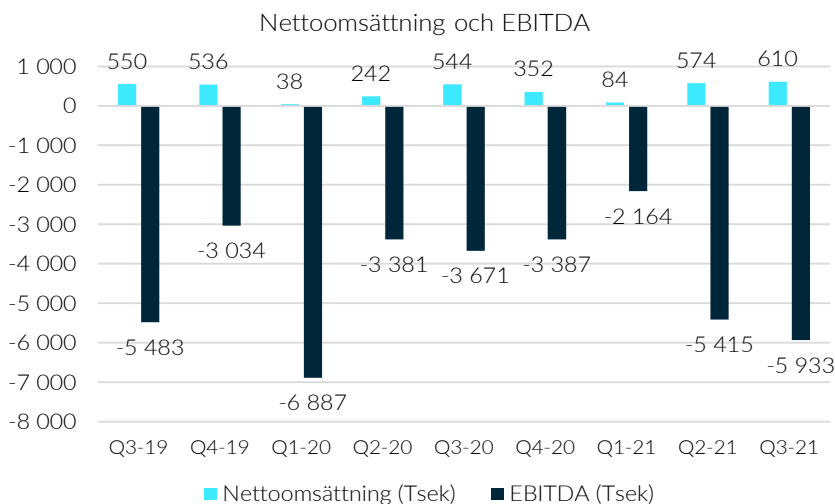
# Veg of Lund – Bolag och affärsidé forts.

## Intäkter

Veg of Lund befinner sig i ett stadie där produktlansering och organisationsbyggande är centralt. Det dröjer därför innan signifikanta intäkter redovisas. Försäljningen i fråga härstammar från tre kanaler: e-handel, partners och distributörer. Bolaget säljer via nätet genom plattformar som Amazon, Mathem, the Vegan Kind Supermarket, med flera. Bolaget lierar även med partners som oftast utgörs av kaféer. Inom kundsegmentet distributörer återfinns primärt livsmedelsbutiker såsom ICA, Hemköp, Sam's Club, Walmart, med flera.

Veg of Lund säljer i Sverige, Kina och Storbritannien. Bolagets närvaro på de tre marknaderna grundar sig i en stark underliggande efterfrågan för växtbaserad mat och dryck. Veg of Lund har som ambition att fortsätta expandera, framför allt i USA och resten av Europa. Potentialen anses vara mycket stor då bolagets produkter väntas kunna lanseras obehindrat på flera marknader.

*Närvaro på tre marknader*



Källa: Mangold Insight

Veg of Lunds försäljning är fortfarande blygsam och bolaget befinner sig i ett tidigt verksamhetskedde. Samtidigt har bolaget kommunicerat aggressiva försäljningsmål och vill bland annat uppnå 300 miljoner kronor i försäljning 2023. Tack vare det faktum att potatisemulsionen är unik, patenterad och medför både klimat- och hälsofördelar väntas tillväxten vara hög. Branschen i sin helhet kännetecknas av höga marknadsföringskostnader, vilket också är fallet för Veg of Lund, speciellt med tanke på det tidiga skede som bolaget befinner sig i och vikten av att erhålla exponering. Mangold anser dock att Veg of Lund kan nyttja det faktum att de har en unik produkt och därmed åtnjuta ett lägre behov av aggressiva investeringar i till exempel marknadsföring. Givet att bolagets potatis-baserade produkter får fäste har Veg of Lund en möjlighet att inta en marknadsposition som liknar den vid ett monopol.

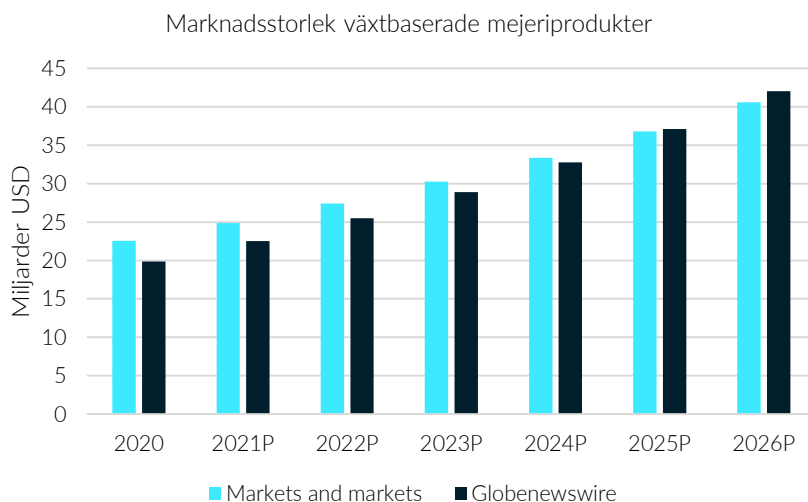
*Höga förväntningar på försäljningen*

# Veg of Lund – Marknad

## Stark marknadstillväxt

Veg of Lund verkar primärt på marknaden för alternativa mejeriprodukter (även kallat "växtbaserade produkter"). Den globala marknaden för alternativa mejeriprodukter väntas växa med mellan 10 och 13 procent per år i snitt (CAGR) för att 2026 nå en storlek om cirka 42 miljarder dollar enligt konsultbolagen Markets and markets samt Globesnewswire. Det går att jämföra med den traditionella mejerimarknaden som beräknas växa med cirka 3 procent per år under samma period.

*CAGR mellan 10 och 13 procent fram till 2026*



Källa: Mangold Insight

## Stora expansionsmöjligheter

Mangold förväntar sig att Veg of Lund utökar sitt produktutbud då det finns stora möjligheter. Marknaden för växtbaserad mat väntas växa till 162 miljarder dollar 2030 enligt finans- och mediabolaget Bloomberg. Det motsvarar en tillväxt om 451 procent eller 18,6 procent per år (CAGR) från 2020. Växtbaserat kött väntas vara värt 118 miljarder 2030 och därmed utgöra det största segmentet inom växtbaserad mat. Därmed förväntar sig Mangold att Veg of Lunds köttsegment tar störst plats framgent. Köttet, som utvecklas tillsammans med Scandi Standard, är planerat att kommersialiseras 2022.

*Växtbaserat kött segrar*

Marknaden för växtbaserad mat drivs av hälso- och klimattrender, samt en ökande befolkning där efterfrågan på mat är högre än utbudet, vilket gör att alternativ till dagens konsumtion tas fram. I Sverige till exempel ser 10 procent av svenskar sig som "flexitarianer" (en diet som begränsar men inte utesluter icke-veganska produkter) enligt en studie från 2021 från nätverket Foodfriends. 58 procent äter vegetariskt minst en gång i veckan. Den vanligaste rätten är pasta med sås följt av grönsakssoppa, sallad och vegetariska biffar. Veg of Lund väntas kunna erbjuda maträtter inom varje segment. Det i sin tur leder till diversifierade intäktsströmmar.

*Kan möta konsumentens krav*

# Veg of Lund – Marknad forts.

## Djupdyk: aktiva marknader

Veg of Lunds val av marknader faller naturligt då marknaderna i fråga kännetecknas av mognad och stor konsumentmedvetenhet.

2019 hade var femte **svensk** växtbaserad mjölk hemma enligt det finska mejeriföretaget Valio. Många svenskar väljer växtbaserade substitut i sitt kaffe. Åldersgruppen 25 till 30 står ut där 24 procent av de tillfrågade nyttjade växtbaserade alternativ i sin kopp. Kvinnor är drivande i framfarten och av de tillfrågade uppgav 70 procent av kvinnorna att de har ett växtbaserat alternativ hemma. I Sverige är havremjölk den mest konsumerade växtbaserade mjölken där Oatly står för ungefär 70 procent av försäljningen av alla växtbaserade mjölkprodukter.

Statistiken från **Storbritannien** vittnar om en konsumentbas som inte är främmande för alternativa mejeriprodukter, vilket är gynnsamt för Veg of Lund. En av tre briter dricker växtbaserad mjölk enligt tidningen The Guardian och Storbritannien står för cirka 15 procent av Europas växtbaserade mjölkförsäljning enligt konsultbolaget Grand View Research. 2020 värderades marknaden till cirka 400 miljoner pund (cirka 4,8 miljarder kronor). Tillväxten drivs av miljö- och hälsorelaterade trender. Havremjölk är det mest populära alternativet till mjölk följt av mandelmjölk. Mangold bedömer att DUG snabbt kan förankra sig hos brittiska konsumenter. Det förverkligas genom en kombination av aggressiv och omfattande marknadsföring för att vinna marknadsandelar. Tack vare det faktum att den brittiske konsumenten är medveten om både klimat och hälsa kan DUG framhäva sin överlägsenhet inom båda kategorierna.

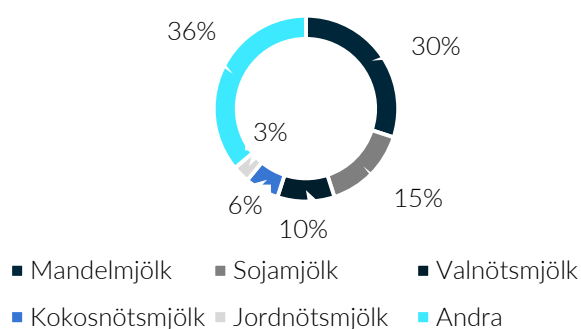
**Kina** är globala ledare i efterfrågan på växtbaserad mjölk och stod för drygt en tredjedel av världens konsumtion 2020 enligt konsultbolaget Euromonitor. De alternativa mejeriprodukterna stod för cirka 24 procent av Kinas dryckeskonsument 2020.

*Unga kvinnor driver svensk konsumtion*

*En av tre briter konsumerar växtbaserad mjölk*

*Kina motsvarar en tredjedel av global växtbaserad mjölk-konsumtion*

Kinesiska marknaden för alternativa mejeriprodukter - 2020



Källa: Mangold Insight, Euromonitor

Grafen ovan belyser de mest sålda alternativa mejeriprodukter i Kina. Kategorin mandelmjölk (30 procent) förbrukades mest och sålde för cirka 30 miljarder kinesiska Yuan (41 miljarder kronor) 2020.

# Veg of Lund – Prognoser

## Tillväxt i expansiv marknad

Veg of Lund har som mål att omsätta 300 miljoner kronor 2023. Mangold estimerar att Veg of Lund omsätter 2,1 miljoner kronor under 2021. Det motsvarar en tillväxt om 80 procent mot 2020.

*Hög tillväxt stundar*

### VEG OF LUND – SENSITIVITETSANALYS FÖRSÄLJNINGSPROGNOS

| Msek            | 2021P |       |       |       |              |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|--------------|
|                 | Q1    | Q2    | Q3    | Q4P   | Helår        |
| Nettoomsättning | 0,08  | 0,57  | 0,61  | 0,85  | <b>2,1</b>   |
| Tillväxt (%)    |       | 583%  | 6%    | 39%   |              |
| EBITDA          | -2,16 | -5,42 | -5,93 | -8,70 | <b>-22,2</b> |

Källa: Mangold Insight

Veg of Lund är ett tillväxtbolag och omsättningstillväxten förväntas därför bli mycket hög framöver. Mangold bedömer att bolaget omsätter strax under 300 miljoner kronor 2024 givet potatisemulsionens mervärde för klimat och hälsa, bolagets first-mover advantage samt den underliggande marknadens efterfrågan på växtbaserade produkter.

### VEG OF LUND – PROGNOSEN INTÄKTER

| Msek                | 2021P  | 2022P | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P |
|---------------------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Nettoomsättning     | 2,1    | 27,5  | 137,7 | 275,4 | 440,7 | 616,9 | 771,2 |
| EBITDA              | -22,2  | -28,3 | -0,3  | 35,6  | 79,3  | 124,9 | 160,7 |
| EBITDA-marginal (%) | -1048% | -103% | 0%    | 13%   | 18%   | 20%   | 21%   |

Källa: Mangold Insight

## Sensitivitetsanalys

Försäljningsprognosen för Veg of Lund innehåller mycket osäkerhet. Mangold väljer därför att presentera tre alternativa scenarion där försäljningen reflekterar Veg of Lunds egna prognoser ("Bull") samt minskar med 50 procent ("Bear").

*Attraktiv värdering i tre scenarior*

### VEG OF LUND – SENSITIVITETSANALYS FÖRSÄLJNINGSPROGNOS

| Msek                    | 2021P      | 2022P       | 2023P        | 2024P        | 2025P        | 2026P        | 2027P        | EV/Sales   |
|-------------------------|------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------|
| Bear (0,5X)             | 1,1        | 13,8        | 68,9         | 137,7        | 220,3        | 308,5        | 385,6        | 1,7        |
| <b>Base (X)</b>         | <b>2,1</b> | <b>27,5</b> | <b>137,7</b> | <b>275,4</b> | <b>440,7</b> | <b>616,9</b> | <b>771,2</b> | <b>0,9</b> |
| Bull (Veg of Lunds mål) | 3,2        | 100,0       | 300,0        | 600,0        | 900,0        | 1 200,0      | 1 500,0      | 0,4        |

Källa: Mangold Insight

Värderingen i det bull-scenariot ligger kring 0,4 vilket är en relativt attraktiv värdering sett till peers. Även i ett bear-scenariot handlas Veg of Lund till rabatt baserat på Mangolds prognoser. Oavsett utveckling i försäljningen bedömer Mangold att det finns mycket uppsida att hämta i Veg of Lunds aktie.



# Veg of Lund – Prognoser forts.

## Kostnad sålda varor

Mangold räknar med att Veg of Lunds bruttomarginal uppgår till 34 procent 2021. Siffran kan jämföras med ett marknadssnitt om drygt 41 procent som baseras på svenska börsnoterade konkurrenter med ett börsvärde om max 500 miljoner kronor, och deras senaste inrapporterade siffror.

*Bruttomarginal 34 procent*

### VEG OF LUND – ÖVERSIKT BRUTTOMARGINAL

|                    | Bruttomarginal (senast rapporterad, %) |
|--------------------|--|
| Dalsspira Mejeri   | 54,3%                                  |
| Fuud               | 51,1%                                  |
| Lohilo Foods       | 35,1%                                  |
| Eevia Health       | 24,1%                                  |
| Snitt              | 41,2%                                  |
| <b>Veg of Lund</b> | <b>24,0%</b>                           |

Källa: Mangold Insight

Veg of Lund rapporterade en bruttomarginal om 21 procent under det tredje kvartalet 2021. Det är lägre än motsvarande snitt om 36 procent mellan 2018 och 2020, vilket bland annat kan förklaras av att indirekta kostnader relaterade till försäljning och personal har ökat under året då Veg of Lund har gått från tre till sex anställda. Även kostnader för marknadsföring är högre vilket är naturligt i en kommersialiseringsfas. Mangold räknar med att bolagets bruttomarginal ökar med en procent per år tack vare skalbarhet. Det i sin tur är en utmaning i en bransch där marginalerna är hårt pressade. Oatly till exempel hade under årets andra kvartal en bruttomarginal om 26,4 procent och en reviderad EBITDA-marginal om minus 21,8 procent. Vi ser dock positivt på Veg of Lunds chans till marginalförbättring då bolaget kan applicera sin emulsion på flertalet produkter och till en bred konsumentbas.

*Lägre relativ bruttomarginal hänförlig till bolagets expansion*

## Övriga kostnader

Mangold räknar med att bolagets övriga externa kostnader växer med tjugoprocent per år. Det reflekterar dels den underliggande inflationen (två procent), dels tillväxten i marknadsföringskostnader (18 procent). Veg of Lund väntas anställa fem nya personer varje år för att bygga sin organisation och möta det ökande kravet på produktionsvolym. Parallellt väntas lönekostnaden per anställd öka med inflationen (två procent per år).

*Ökar med 20 procent per år*

## Finansiering

Veg of Lunds finansiella situation är stabil. Bolagets kassa uppgick under det tredje kvartalet 2021 till cirka 26 miljoner kronor tack vare det tredje kvartalets riktade emissionen som tillförde bolaget cirka 30 miljoner kronor. Mangold utesluter dock inte fler kapitalresningar i närtid. Bolaget förväntas prioritera marknadsföring för att öka kunskapen om sina produkter hos marknaden. Därutöver räknar Mangold med att bolagets årliga investeringar uppgår till 1 miljon kronor i snitt fram till 2027. Det är högre än historiskt men förväntas ge bränsle till bolagets expensionsplaner.

*Stabil kassa*

# Veg of Lund – Värdering

## Egen marknad men en konkurrent står ut

Veg of Lund är först i världen med att distribuera sin potatisbaserade dryck. Oatly har cirka 70 procent av den svenska marknaden för alternativa mejeriprodukter. En utmaning som Veg of Lund står inför är att integrera DUG hos konsumenter på samma sätt som Oatly har lyckats göra. Mangold anser att det är fullt möjligt tack vare produkternas mervärde vad gäller hälsa och miljö.

*Oatly utgör största inhemska konkurrenten*

## Relativ värdering

Med hjälp av den relativa värderingen kan vi se att positiva förväntningar kring bolagets försäljning är inprisade av marknaden. Veg of Lund handlas relativt dyrt sett till sina globala peers men befinner sig samtidigt i en mycket tidigare tillväxtfas. Vi anser att Veg of Lund kan växa in i sin värdering. Det väntas triggas av den pågående lanseringen av DUG, bredden av användningsområden, och bolagets first-mover advantage.

*Växer in i värdering genom DUG*

### VEG OF LUND - INTERNATIONELLA PEERS

|                         | Börsvärde (Msek) | P/S          | EV/EBITDA (ej justerad) | EPS (Sek)    | CAGR 2018-2020 (%) |
|-------------------------|------------------|--------------|-------------------------|--------------|--------------------|
| Oatly                   | 52 133           | 13,9         | -46,8                   | -0,89        | 89%                |
| Else Nutrition Holdings | 1 355            | 59,4         | -16,2                   | -1,41        | 168%               |
| Raisio Group            | 6 159            | 2,6          | 12,6                    | 1,51         | -10%               |
| Snitt                   | 19 882           | 25,3         | -16,8                   | -0,26        | 82%                |
| Median                  | 6 159            | 13,9         | -16,2                   | -0,89        | 89%                |
| <b>Veg of Lund</b>      | <b>333</b>       | <b>205,1</b> | <b>-20,7</b>            | <b>-1,45</b> | <b>15%</b>         |

Källa: Mangold Insight, Yahoo Finance, Börndata, Factset

Veg of Lunds nordiska peers ligger närmare bolaget vad gäller värdering. Bolagen i fråga erbjuder någon form av hälsoprodukter men ofta kan produktutbudet skilja sig åt. Dessutom är Veg of Lund unikt med sin potatisdryck vilket bidrar till differentiering och möjlighet till att skapa stora marknadsandelar. Försäljningstillväxten väntas bli mycket hög.

### VEG OF LUND - SVENSKA PEERS

|                    | Börsvärde (Msek) | P/S          | EV/EBITDA (ej justerad) | EPS (Sek)    | CAGR 2018-2020 (%) |
|--------------------|------------------|--------------|-------------------------|--------------|--------------------|
| Lohilo Foods       | 196              | 0,8          | -3,1                    | -1,76        | 43%                |
| Humble Group       | 8 015            | 28,7         | -674,4                  | -0,48        | 215%               |
| Zinzino            | 2 113            | 1,71         | 13,4                    | 2,95         | 42%                |
| Dalsspira Mejeri   | 19               | 0,7          | -4,9                    | -0,49        | 11%                |
| Fuud               | 358              | 3 315,9      | -19,5                   | 0,00         | -83%               |
| Eevia Health*      | 145              | 5,0          | -15,4                   | -0,71        | 126%               |
| Snitt              | 1 808            | 558,8        | -117,3                  | -0,08        | 59%                |
| Median             | 277              | 3,4          | -10,2                   | -0,49        | 42%                |
| <b>Veg of Lund</b> | <b>333</b>       | <b>205,1</b> | <b>-20,7</b>            | <b>-1,45</b> | <b>15%</b>         |

Källa: Mangold Insight, Yahoo Finance, Börndata, Factset

\*CAGR reflekterar åren 2019 och 2020

# Veg of Lund – Värdering forts.

## Uppsida i aktien

Mangold har valt att värdera Veg of Lund med en DCF-modell. Avkastningskravet i modellen sätts till 12 procent, vilket är högre än det som rekommenderas i PWC:s riskpremiestudie från 2021 om 6,7 procent med tillhörande småbolagstillägg om 4,2 procent. Vi tar således höjd för den risk som finns då bolaget fortfarande befinner sig i en tillväxtfas. Baserat på dessa estimat ges en riktkurs per aktie om 54,00 kronor, motsvarande en uppsida om cirka 80 procent. För att uppnå riktkursen krävs att Veg of Lunds försäljning ökar i kraftig takt samtidigt som bolaget kan etablera sig globalt på marknaden för växtbaserade livsmedel.

*Uppsida om 80 procent*

### VEG OF LUND - DCF-VÄRDERING

| (Msek)                  | 2021P         | 2022P           | 2023P        | 2024P  | 2025P  | 2026P   | 2027P     |
|-------------------------|---------------|-----------------|--------------|--------|--------|---------|-----------|
| EBIT                    | -22 433       | -28 602         | -711         | 35 192 | 78 859 | 124 371 | 160 133   |
| Fritt kassaflöde        | -23 901       | -32 438         | -14 925      | 9 903  | 40 625 | 74 817  | 105 474   |
| Terminalvärde           |               |                 |              |        |        |         | 1 171 934 |
| Antaganden              | <b>Avkkra</b> | <b>Tillväxt</b> | <b>Skatt</b> |        |        |         |           |
|                         | <b>12%</b>    | <b>3%</b>       | <b>21%</b>   |        |        |         |           |
| Riktkurs                |               |                 |              |        |        |         |           |
| Enterprise value        | 657 575       |                 |              |        |        |         |           |
| Equity value            | 653 380       |                 |              |        |        |         |           |
| Riktkurs per aktie (kr) | <b>54,00</b>  |                 |              |        |        |         |           |

Källa: Mangold Insight

## Känslighetsanalys

Avkastningskravet påverkar värderingen i stor utsträckning. Om avkastningskravet höjs till 13 procent minskar vårt DCF-värde till 46,21 kronor per aktie. Även försäljningen påverkar värderingen. Om försäljningen ökar med 10 procent (allt annat lika) gentemot vårt basscenario höjs värdet per aktie till 64,93 kronor. Skulle försäljningen istället minska med 10 procent minskar det värdet till 42,72 kronor per aktie. Det medför uppsida på 120 respektive 45 procent.

*Prisintervall mellan 31,41 och 90,89 kronor per aktie*

### VEG OF LUND - KÄNSLIGHETSANALYS

| Kostnad för kapital (WACC) | Försäljning |             |             |
|----------------------------|-------------|-------------|-------------|
|                            | Bear (0,9X) | Base (X)    | Bull (1,1X) |
| 10%                        | 60,8        | 75,9        | 90,9        |
| 11%                        | 50,6        | 63,4        | 76,2        |
| <b>12%</b>                 | 42,7        | <b>54,0</b> | 64,9        |
| 13%                        | 36,4        | 46,2        | 55,7        |
| 14%                        | 31,4        | 40,0        | 48,9        |

Källa: Mangold Insight

# Veg of Lund – SWOT

## Styrkor

- Unik produkt
- Många användningsområden inom mat & dryck
- Minimalt klimatavtryck och allergivänlig
- Erfarenhet hos management och styrelse

## Svagheter

- Ovisst mottagande av ett nytt varumärke
- I behov av kapital för marknadsföring

SWOT

## Möjligheter

- Bredda sina intäktsströmmar genom fler produkter
- Öppna upp fler marknader
- Avtal med flera marknadsledande återförsäljare och licenstagare på strategiska marknader

## Hot

- Liten marknadsandel i konkurrenspräglad bransch
- De nya produkterna slår ej igenom hos konsumenter

# Veg of Lund – Appendix

## Ledning

**Cecilia Lindwall**, vd. Hon har lång erfarenhet från att jobba med globala varumärken och har haft ledande befattningar inom marknadsföring på Skånemejerier, Orkla, Greenworks Tools, Mars, och Cloetta. Cecilia Lindwall har en Master of Science (MSc) inom International Business Administration från Lunds universitet.

**Emma Källqvist**, CFO. Hon har tidigare erfarenhet som chef inom revision på KPMG i Sverige och Australien. Emma Källqvist har en magisterexamen i redovisning & finans från Handelshögskolan vid Göteborgs universitet.

## Styrelse

**Torbjörn Clementz**, styrelseordförande. Har 30 års erfarenhet från ledande positioner inom finans på bland annat fastighetsbolaget Peab och kemiföretaget Perstorp, och har haft befattningar på c-level på bolag såsom BE Group, ONE Nordic, Kährs Group och Salinity Group. Torbjörn Clementz har en kandidatexamen i ekonomi från Växjö universitet.

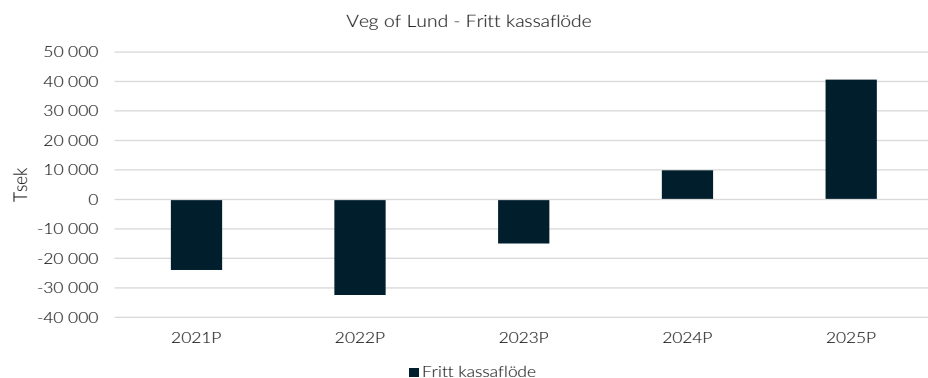
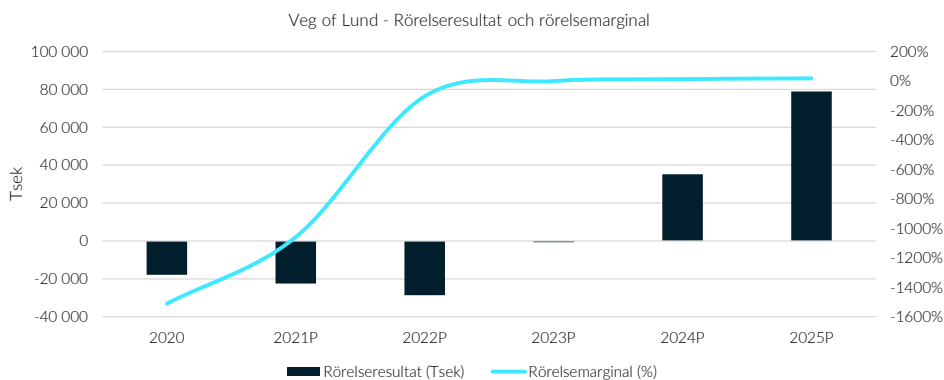
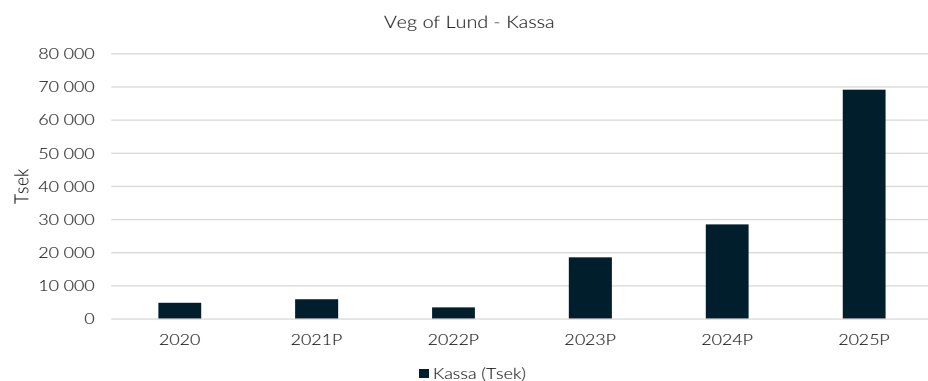
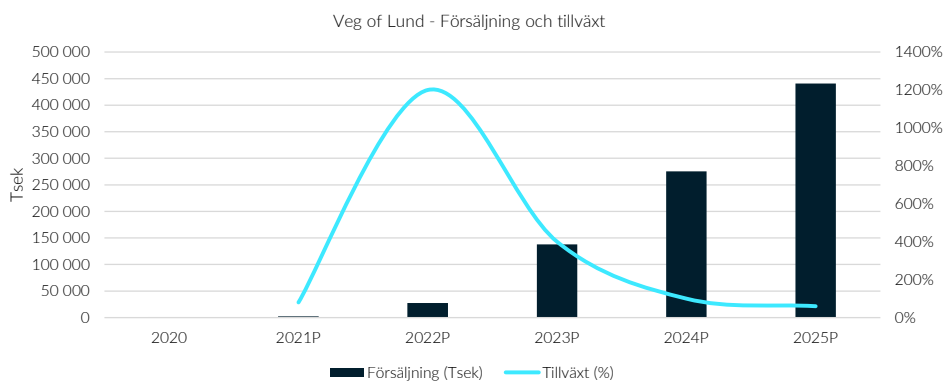
**Eva Tornberg**, styrelsemedlem. Hon är teknisk doktor, professor och uppfinnare och har tidigare erfarenhet som chef för forskning på tidigare Scan-avdelningen Meat Reserach Institute. Eva Tornberg har publicerat knappt 200 vetenskapliga artiklar och erhållit fem patent.

**Anders Hättmark**, styrelsemedlem. Är vd på Confidera Syd och har haft styrelseuppdrag i flertalet bolag.

**Linda Neckmar**, styrelsemedlem. Hon har tidigare erfarenhet som Vice-president för EMEA & APAC på bioteknik-bolaget Probi och har forskat. Linda Neckmar har en examen inom kemiteknik.

**Roger Johansson**, styrelsemedlem. Har tidigare erfarenhet från livsmedelsföretag såsom Alfa Laval, Finuds, Tetra Pak, Unilever, med flera. Roger Johansson har en examen inom kemiteknik.

# Veg of Lund – Appendix forts.



# Veg of Lund – Resultat & balansräkning

| Resultaträkning (Tsek)         | 2019           | 2020           | 2021P          | 2022P          | 2023P         | 2024P         |
|--------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|---------------|---------------|
| Försäljning                    | 2 038          | 1 177          | 2 119          | 27 542         | 137 709       | 275 418       |
| Kostnad sålda varor            | -1 294         | -794           | -1 398         | -18 178        | -90 888       | -181 776      |
| Övriga rörelseintäkter         | 46             | 805            | 0              | 0              | 0             | 0             |
| <b>Bruttovinst</b>             | <b>790</b>     | <b>1 188</b>   | <b>720</b>     | <b>9 364</b>   | <b>46 821</b> | <b>93 642</b> |
| Bruttomarginal                 | 37%            | 33%            | 34%            | 34%            | 34%           | 34%           |
| Personalkostnader              | -390           | -1 823         | -3 719         | -6 954         | -10 318       | -13 813       |
| Övriga kostnader               | -13 733        | -16 665        | -19 165        | -30 664        | -36 796       | -44 156       |
| Avskrivningar                  | -358           | -460           | -220           | -298           | -368          | -431          |
| Övriga rörelsekostnader        | -50            | -25            | -50            | -50            | -50           | -50           |
| <b>Rörelseresultat</b>         | <b>-13 741</b> | <b>-17 785</b> | <b>-22 433</b> | <b>-28 602</b> | <b>-711</b>   | <b>35 192</b> |
| Rörelsemarginal                | -674%          | -1511%         | -1059%         | -104%          | -1%           | 13%           |
| Räntenetto                     | -398           | -561           | 0              | 0              | 0             | 0             |
| <b>Vinst efter finansnetto</b> | <b>-14 139</b> | <b>-18 346</b> | <b>-22 433</b> | <b>-28 602</b> | <b>-711</b>   | <b>35 192</b> |
| Skatter                        | 0              | -2             | 0              | 0              | 0             | -7 742        |
| <b>Nettovinst</b>              | <b>-14 139</b> | <b>-18 348</b> | <b>-22 433</b> | <b>-28 602</b> | <b>-711</b>   | <b>27 450</b> |

| Balansräkning (Tsek)                         | 2019          | 2020         | 2021P        | 2022P         | 2023P         | 2024P         |
|--|---------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Tillgångar</b>                            |               |              |              |               |               |               |
| Kassa och bank                               | 1 248         | 4 913        | 6 012        | 3 574         | 18 649        | 28 553        |
| Kundfordringar                               | 560           | 45           | 261          | 3 396         | 16 978        | 33 956        |
| Övriga kundfordringar                        | 837           | 620          | 0            | 0             | 0             | 0             |
| Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter | 2 323         | 672          | 0            | 0             | 0             | 0             |
| Lager  | 218           | 613          | 230          | 2 988         | 14 940        | 29 881        |
| Anläggningstillgångar                        | 2 093         | 2 200        | 2 979        | 3 681         | 4 313         | 4 882         |
| <b>Totalt tillgångar</b>                     | <b>7 279</b>  | <b>9 063</b> | <b>9 483</b> | <b>13 639</b> | <b>54 881</b> | <b>97 271</b> |
| <b>Skulder</b>                               |               |              |              |               |               |               |
| Leverantörsskulder                           | 2 713         | 1 084        | 230          | 2 988         | 14 940        | 29 881        |
| Skulder                                      | 5 443         | 258          | 2 693        | 2 693         | 32 693        | 32 693        |
| Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter | 607           | 1 351        | 0            | 0             | 0             | 0             |
| <b>Totala skulder</b>                        | <b>8 763</b>  | <b>2 693</b> | <b>2 923</b> | <b>5 681</b>  | <b>47 633</b> | <b>62 574</b> |
| Eget kapital                                 |               |              |              |               |               |               |
| Bundet eget kapital                          | 502           | 676          | 23 299       | 53 299        | 53 299        | 53 299        |
| Fritt eget kapital                           | -1 986        | 5 694        | -16 739      | -45 341       | -46 052       | -18 602       |
| <b>Totalt eget kapital</b>                   | <b>-1 484</b> | <b>6 370</b> | <b>6 560</b> | <b>7 958</b>  | <b>7 247</b>  | <b>34 697</b> |
| <b>Totalt skulder och eget kapital</b>       | <b>7 279</b>  | <b>9 063</b> | <b>9 483</b> | <b>13 639</b> | <b>54 880</b> | <b>97 271</b> |

Källa: Mangold Insight

# Disclaimer

Mangold Fondkommission AB ("Mangold" eller "Mangold Insight") erbjuder finansiella lösningar till företag och personer med potential, som levereras på ett personligt sätt med hög servicenivå och tillgänglighet. Bolaget bedriver i dagsläget verksamhet inom två segment; i) Investment Banking och ii) Private Banking. Mangold står under Finansinspektionens tillsyn och bedriver värdepappersrörelse enligt lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden. Mangold är medlem på NASDAQ Stockholm, Spotlight Stock Market och Nordic Growth Market samt derivatmedlem på NASDAQ Stockholm.

Denna publikation har sammanställts av Mangold Insight i informationssyfte och ska inte ses som rådgivning. 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. Mangold Insight lämnar inte i förväg ut slutsatser och/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 vara i enlighet med åsikter framförda i publikationen.

Mangold fransägar sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grunda sig på denna publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden. Mangold fransägar sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av publikationen.

Denna publikation får inte mångfaldigas för annat än personligt bruk. Dokumentet får inte spridas till fysiska eller juridiska personer som är medborgare eller har hemvist i ett land där sådan spridning är otillåten enligt tillämplig lag eller annan bestämmelse. För att sprida hela eller delar av denna publikation krävs Mangolds skriftliga medgivande.

Mangold kan genomföra publikationer på uppdrag av, och mot en ersättning från, det bolag som belyses i analysen alternativt ett emissionsinstitut i samband med M&A, nyemission eller en notering.

För utförandet av denna publikation kan läsaren utgå från att Mangold erhåller ersättning av bolaget. Det kan även föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan bolaget och någon annan avdelning hos Mangold. Mangold har riktlinjer för hantering av intressekonflikter och restriktioner för när handel får ske i finansiella instrument.

Mangolds analytiker äger inte aktier i Veg of Lund.

Mangold äger aktier i Veg of Lund.

Mangold har utfört tjänster för Bolaget och har erhållit ersättning från Bolaget baserat på detta.

Mangold står under Finansinspektionens tillsyn.

Rekommendationsstruktur:

Mangold Insight graderar aktierekommendationer på tolv månaders sikt enligt följande struktur:

Köp – En uppsida i aktien på minst 20 procent

Öka – En uppsida i aktien på 10-20 procent

Neutral – En uppsida och nedsida i aktien på 0 till 10 procent

Minska – En nedsida i aktien på 10-20 procent

Sälj – En nedsida i aktien på minst 20 procent