



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Konsumentvaror | Sweden | 13 May 2021

Björn Borg

Värdet av tillväxt online

Referenstransaktion inom onlinehandel

Vi noterar en transaktion nyligen som tydliggjort hur marknaden prissätter aktörer som uppvisar kraftig onlinetillväxt inom klädhandel. Vi har specifikt tittat på en transaktion utanför börsen, inom retail och segmentet för sportkläder. Vi bedömer att referensobjektet har flera likheter med Björn Borg och att särskilda delar av Björn Borg kan jämföras operationellt.

Global aktör inom sportkläder

Det svenska sportklädesmärket Stronger säljs till danska Polaris. Stronger grundades 2014 och säljer träningskläder med ett brett geografiskt fokus. Bolaget har uppvisat stark tillväxt under 2016 - 2020 och har för helåret 2020 en lönsamhet om ca 14 %. Den starka tillväxten kommer sannolikt av bl.a. stora och effektiva marknadsföringsinsatser.

Referenstransaktioner stärker tes

Vi bedömer att de aktuella transaktionerna stärker vår tes om att Björn Borgs varumärke för tillfället inte till fullo återspeglas i värderingen. Vi lämnar estimat och motiverat värde oförändrat, men ser fortsatt en stor uppsida i kursen för Björn Borg.

Estimatändring (SEK)				Prognos (SEK)					Risk och Avkastning	
	Nu	Förr		20	21e	22e	23e	Motiverat värde	33.00 - 35.00	
EPS, just 21e	1.78	1.78	0.0%	Sales,m	705	730	774	813	Current price	23.00
EPS, just 22e	2.42	2.42	0.0%	Sales Growth	(6.8)%	3.5%	6.0%	5.0%	Riskenivå	Medium
EPS, just 23e	2.72	2.72	0.0%	EBITDA, m	75	101	123	134	Kursutveckling 12 mån	
				EBIT, m	33.7	58.9	79.2	88.9		
Kommande händelser				EPS, adj	0.75	1.78	2.42	2.72	Analytiker	
Q1-report		2021-05-18	EPS Growth	(51.6)%	-%	36.1%	12.6%			
Bolagsfakta (mkr)				Equity/Share	11.6	11.8	12.8	14.0	hjalmar.jernstrom@penser.se	
			Dividend	1.50	1.50	1.50	1.50			
			EBIT Marginal	4.8%	8.1%	10.2%	10.9%			
			ROE (%)	6.5%	15.0%	18.9%	19.5%			
Antal aktier		25.1m	ROCE	8.0%	13.8%	20.3%	24.4%			
Market cap		578	EV/Sales	0.94x	0.91x	0.86x	0.82x			
Nettoskuld		86	EV/EBITDA	8.9x	6.6x	5.4x	5.0x			
EV		664	EV/EBIT	19.7x	11.3x	8.4x	7.5x			
Free Float		90.00%	P/E, adj	30.7x	12.9x	9.5x	8.4x			
Avg. No. of Daily Traded Sh.		29.0(k)	P/Equity	2.0x	1.9x	1.8x	1.6x			
			Dividend yield	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%			
			FCF yield	24.7%	7.0%	17.7%	17.7%			
			Net Debt/EBITDA	1.7g	1.3g	0.6g	0.1g			



Sammanfattning

Värdet av tillväxt online

Investment Case

Björn Borgs omställning från att vara ett bolag inom underkläder till att bli ett företag inom sportkläder har försvårats av pandemin och nedstängningarna i bolagets kärnmarknader under första halvan av 2020. Långsiktigt fortsätter dock hälso- och träningstrenden vara drivande för bolagets tillväxt. Trots bolagets starka varumärke värderas Björn Borg idag i paritet med eller lägre än andra företag inom klädhandel. Vi anser att en varumärkesvärdering är mer relevant. Givet bolagets lägre lönsamhet samt regionala fokus på enbart norra Europa motiveras en rabatt mot andra varumärkesbolag, även om dagens är rabatt är omotiverad hög.

Bolags profil

Björn Borg är ett svenskt modeföretag som designar och säljer underkläder, skor, sportkläder och övriga produkter under det egna varumärket Björn Borg. Bolagets två största marknader är Holland och Sverige som tillsammans stod för drygt 62 % av varumärkesförsäljningen 2020. Produktområdet underkläder stod 2020 för majoriteten av försäljningen med 56 %, medan sportkläder stod för drygt 13 %. Egen e-handel och försäljning via externa onlinebutiker utgjorde 35 % av omsättningen under Q4'20.

Björn Borg uppdaterade sina finansiella mål under 2019. De nya målen är en årlig omsättningstillväxt om 5 %, en årlig rörelsemarginal om 10 %, en årlig utdelning om minst 50 % av nettoresultatet efter skatt och en soliditet som inte ska understiga 35 %.

Värdering

Vi värderar Björn Borg med en multipelansats jämfört med bolag med samma sektorexponering och tillväxtförutsättningar. Björn Borg värderas till en rabatt mot sektorn och vi bedömer att rabatten inte är fullt motiverad. Björn Borg handlas till EV/EBIT 11x på 2021e och 8x på 2022e, vilket är närmare detaljhandelsbolag utan prissättningsförmågan hos ett varumärke. Vår jämförelsegrupp av retailbolag handlas till EV/EBIT 14x för 2021e, samtidigt som varumärkesbolag handlas till EV/EBIT 26x för 2021e.

Vi bedömer att bolaget är positionerat för att fortsätta växa inom den onlinebaserade verksamheten. Vi noterar även att Björn Borg har ett starkt varumärke inom flera segment och vi bedömer att bolaget har potential att förbättra rabattnivån för produkterna. En rabatt om 40 % mot sektorbolag med eget varumärke ger en multipel om strax under 16x EBIT. Vi ser ett motiverat värde om 33-35 kr och ser medelhög risk. Värderingen underbyggs av vår DCF-modell som indikerar ett motiverat värde om 34 kronor per aktie. DCF-modellen har tillämpat en WACC om 11 %, en tillväxt bortom prognosperioden om 1,5 %, samt en rörelsemarginal i linje med Björn Borgs målsättning om 10 %.

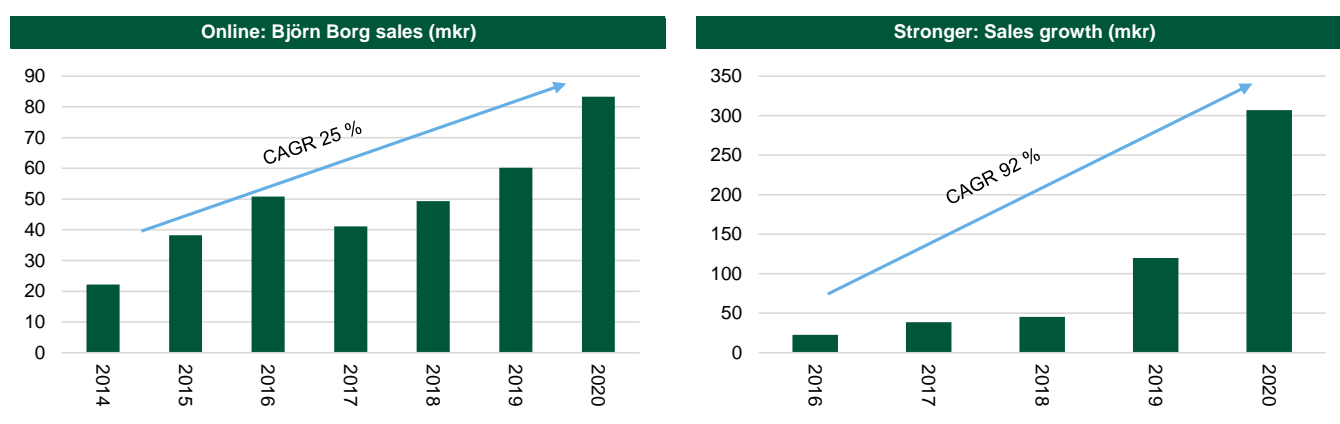
Motiverat värde

33 - 35 SEK

Referenstransaktioner

Stronger har uppvisat en stark historisk omsättningstillväxt. En bidragande faktor till den framgångsrika expansionen är effektiv marknadsföring, som bland annat baseras på kanaler som influencers och sociala medier. Försäljningen har växt kraftigt och bolaget har gått från en omsättning om 45 mkr 2018, till 120 mkr 2019 och mer än 300 mkr 2020. Under 2016 - 2020 växer Stronger med en CAGR om 92 %. Det kan noteras att Stronger växt kraftigt online under 2020, och att bolaget gynnats av den generella trenden inom klädhandeln där fysisk handel konverteras till onlinebaserad. 2020 hade man ett nettoresultat om 44 mkr, vilket motsvarar en vinstmarginal om 14 %.

Björn Borg växte den egna onlinehandeln med 38 % 2020. Sedan 2014 har bolaget växt i den egna onlinehandeln med en CAGR om 25 %. Tillväxten är därmed lägre för Björn Borg. Vi bedömer dock att Björn Borgs lönsamhet är högre om man justerar för Björn Borgs distributionsbaserade verksamhet. Den kraftiga tillväxten för Stronger har sannolikt varit en följd av en relativt aggressiv marknadsföringsstrategi som pressat marginalerna.



Med ett resultat för 2020 44 mkr och en prislapp om 1 500 mkr sker transaktionen till 5x försäljningen och 34x nettoresultatet för 2020. Nedan sammanfattas några datapunkter för transaktionen.

Company	Transaction	Revenue	Growth 2020	Profitability	Price	P/S
Stronger	Acquisition	300 mkr (2020)	158%	14%	1 500 mkr	5x (2020)

Source: Company data

Strongers starka tillväxt historiskt ska dock premieras och återspeglas i multipeln. Vi bedömer dock att om man förbiser Björn Borgs distributionssegment, har den kvarvarande försäljningen en högre lönsamhet än Stronger (som säljer online). Vi tror att Strongers tillväxt kommer av större utgifter för marknadsföring. Om man antar att Björn Borgs onlineverksamhet har en lönsamhet i linje med eller bättre än Stronger, kan olika antaganden kring transaktionsmultiplar illustrera värdet av tillväxt online. Nedan återges fiktiva scenarion baserade på en transaktionsmultipel (P/E) samt lönsamhet (nettoresultat, %) och vad det betyder för värdet för Björn Borg (baserat på nuvarande marknadsvärde). Den anmärkningsvärt högre tillväxten för Stronger bör premieras, samtidigt som en rabatt motiveras av att Björn Borg sannolikt har högre lönsamhet.

		Value of Björn Borg online segment (mkr)				
		P/E (x)				
		15	20	30	34	40
BORG: Net profit, online (%)	6%	75	100	150	170	200
	8%	100	133	200	227	267
	10%	125	167	250	283	333
	12%	150	200	300	340	400
	14%	175	233	350	397	466
	16%	200	267	400	453	533

		Online % of market cap				
		P/E (x)				
		15	20	30	34	40
BORG: Net profit, online (%)	6%	13%	17%	26%	29%	35%
	8%	17%	23%	35%	39%	46%
	10%	22%	29%	43%	49%	58%
	12%	26%	35%	52%	59%	69%
	14%	30%	40%	60%	69%	81%
	16%	35%	46%	69%	78%	92%

Income statement

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Net sales	696	710	757	705	730	774	804
Other operating income	8	7	22	29	24	24	24
Cost of goods sold	-320	-303	-351	-335	-329	-329	-338
Gross profit	376	407	406	370	401	445	466
Selling and administrative expenses	-319	-334	-320	-324	-323	-346	-358
Other operating costs							
EBITDA	65,3	79,9	108,6	74,5	101,3	122,9	132,1
Depreciation/amortisation	-9,9	-8,9	-57,2	-40,8	-42,4	-43,7	-45,0
EBIT	55,4	71,0	51,4	33,7	58,9	79,2	87,1
Extraordinary Items							
Adjusted EBIT	55,4	71,0	51,4	33,7	58,9	79,2	87,1
Net financial items	-4,0	3,0	-2,7	-16,1	-2,7	-2,7	-2,7
Profit before tax (EBT)	51,4	74,0	48,7	17,6	56,2	76,5	84,3
Income tax	-14,0	-14,1	-9,7	1,3	-11,5	-15,7	-17,3
Minority Interest							
Net Income	37,4	59,9	38,9	18,8	44,7	60,8	67,1
Net Income (Adjusted)	37,4	59,9	38,9	18,8	44,7	60,8	67,1

Balance sheet

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Assets							
Goodwill	36	35	35	34	34	34	34
Other Intangible assets	193	197	329	198	190	146	101
Tangible fixed assets	15	15	18	17	22	27	32
Other fixed assets	23	23	15	16	16	16	16
Total fixed assets	266	271	397	265	261	223	183
Inventory	110	140	128	123	131	139	145
Accounts receivable	91	130	125	84	110	116	121
Other current assets	21	14	20	77	43	43	43
Cash and cash equivalents	53	36	29	70	70	129	187
Total current assets	274	320	302	355	354	427	496
Total assets	541	591	699	619	616	650	678
Equity and liabilities							
Equity	277	288	265	291	298	321	350
Minority Interest	0,49	-5,86	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Total equity	277	282	265	291	298	321	350
Non-current liabilities	125	150	150	99	99	99	99
Provisions for pensions	0	0	0	0	0	0	0
Deferred tax liabilities							
Other non-current liabilities	66	47	137	75	75	75	75
Total non-current liabilities	191	197	287	174	174	174	174
Current liabilities	0	0	7	0	0	0	0
Accounts payable	20	38	56	77	67	78	77
Tax liability	0	0	0	0	0	0	0
Other current liabilities	52,0	74,8	84,7	76,8	76,8	76,8	76,8
Total current liabilities	72	112	148	154	144	155	154
Total equity and liabilities	541	585	699	619	616	650	678

Cash Flow Statement

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
EBITDA	65	80	109	75	101	123	132
Changes in working capital	-8	-54	21	89	-44	-4	-10
Other items	0	0	0	0	0	0	0
Cash flow from operating activities	57	20	113	143	43	101	102
Net financial expenses	-2	-3	-3	-16	-3	-3	-3
Income taxes paid	-3	-1	-10	1	-12	-16	-17
Investments	15	-16	-13	-9	-5	-5	-5
Free Cash Flow	73	4	100	134	38	96	97
Dividends	-50	-50	-50	0	-38	-38	-38
Right issue/Share buyback	0	0	0	0	0	0	0
Acquisitions	28	-2	-9	-5	0	0	0
Debt financing and other adjustments	-13	-14	-4	-3	0	0	0
Cash Flow	7	-21	-8	43	0	58	59
Adjustments for non-cash items	0	0	0	0	0	0	0
Net debt (Adjusted)	90	114	262	128	128	70	11

Denna publikation (nedan "Publikationen" har sammanställts av Erik Penser Bank (nedan "Banken") exklusivt för bankens kunder. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan således inte garanteras. Banken kan låta medarbetare från annan avdelning eller analyserat bolag (nedan "bolaget") läsa fakta eller serier av fakta för att få dessa verifierade. Banken lämnar inte i förväg ut slutsatser eller omdömen i Publikationen. Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns åsikter vid tillfället för upprättandet av Publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer att vara i enlighet med åsikter framförda i Publikationen.

Informationen i Publikationen ska inte uppfattas som en uppmaning eller råd att ingå transaktioner. Informationen tar inte sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Informationen är därmed ingen personlig rekommendation eller ett investeringsråd.

Banken fransäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grunda sig på denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Placeringen kan öka eller minska i värde eller bli helt värdelös. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden

Motiverat värde och risk

Det motiverade värdet speglar ett värde för aktien per den dag analysen publicerats i ett intervall motsvarande ca 5-10%. Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument såsom till exempel kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler.

Värderingsmetod och ansats för att bestämma motiverat värde skall framgå av analysen och kan variera från bolag till bolag. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata och ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. Vad gäller risk klassificeras aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån ett antal kända parametrar som är relevanta för bolaget. En generell riktlinje för att klassificeras som låg risk är att bolaget har positivt kassaflöde och att ingen enskild faktor påverkar omsättningen mer än 20%. Motsvarande generella beskrivning av hög risk är att bolaget inte nått positivt kassaflöde alternativt att en enskild faktor påverkar omsättningen mer än 50%.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt analyserat bolag. Banken erhåller ersättning för nämnda tjänst från det analyserade bolaget. Potential- och riskklassificeringen uppdateras kontinuerligt. Klicka <https://www.penser.se/historiska-analysrekommendationer/> för att se historik över investeringsrekommendationer från Banken

Allmänt

Bankens medgivande krävs om hela eller delar av denna Publikation mångfaldigas eller sprids. Publikationen får inte spridas till eller göras tillgänglig för någon fysisk eller juridisk person i USA (med undantag av vad som framgår av Rule 15a – 16, Securities Exchange Act of 1934), Kanada eller något annat land som i lag fastställt begränsningar för spridning och tillgänglighet av materialets innehåll.

Banken har utarbetat en Etikpolicy samt en Intressekonfliktpolicy. Dessa syftar till att förebygga och förhindra intressekonflikter mellan kunders intressen och avdelningar inom Banken. Sättet som Banken använder för att förebygga intressekonflikter är bl. a. restriktiva kommunikationer (Chinese Walls). Analysavdelningen är fysiskt belägen avskild från Corporate Finance-avdelningen, som sitter i egen lokal. Corporate Finance-avdelningen får inte delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Det kan dock, från tid till annan, föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan ett bolag som förekommer i en Publikation och någon annan avdelning i Banken än Analysavdelningen. Banken har utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för Investeringsrekommendation.

Från tid till annan utför Banken uppdrag för ett bolag som är omnämnt i en publikation. Banken kan bl. a. vara rådgivare eller emissionsinstitut, till bolaget eller likviditetsgarant i ett av bolagets värdepapper. Om så är fallet har det angivits i Publikationen. Banken, dess ägare, styrelseledamöter eller anställda kan äga aktier i omnämnt bolag. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Banken och dess anställda följer svenska fondhandlarförningens riktlinjer för anställdas affärer. Den analytiker som har utarbetat en Investeringsanalys som avses i 11 kap. 8 § FFFS 2007:16 och andra som medverkat i detta arbete får inte för egen räkning handla i be-rörda Finansiella Instrument eller med därtill relaterade Finansiella Instrument i strid med gällande rekommendation. Bankens Compliance-avdelning övervakar anställdas transaktioner.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat. Varken Banken eller de personer som sammanställt denna publikation har innehav (varken långa eller korta) i analyserat bolags emitterade finansiella instrument överstigande 0,5 % av det analyserade bolagets aktiekapital.

För det aktuella bolaget utför Banken även analys i enlighet med villkoren för den kostnadsbelagda tjänsten "Penser Access". Klicka här <https://epaccess.penser.se/> för mer information om tjänsten.

Erik Penser Bank har tillstånd att bedriva värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn

Erik Penser Bank (*publ.*)

Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM

tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 www.penser.se