



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Konsumentvaror | Sweden | 19 May 2021

Björn Borg

Starkt på flera fronter

Onlineresan fortsätter

Björn Borg redovisar intäkter i Q1 om 185 mkr (172 mkr) vilket överskred våra estimat om 165 mkr. Onlinetillväxten fortsätter imponera med en tillväxt i den egna onlinehandeln om 40 % y/y. E-tailer-försäljningen växer starkt under första kvartalet samtidigt som butiksförsäljningen backar 11% y/y. Totala rörelsekostnader var 87 mkr mot estimat om 92 mkr.

Flera styrketecken

EBIT-marginalen om 12 % för ett första kvartal är den starkaste marginalen de senaste sex åren. Bruttomarginalen var 53,3 % men belastas av nedskrivningar relaterade till lagervaror. Justerat för dessa var bruttomarginalen starkare och drivs av en mer gynnsam försäljningsmix där den onlinebaserade försäljningen utgör allt större andel av försäljningen.

Fortsatt stor uppsida

Vi ser fortsatt att Björn Borg ska värderas till en rabatt om 40 % mot sektorkollegor med ett varumärke. En rabatt om 40 % för multipel för 2022e ger en EV/EBIT om ca 12x. Detta genererar ett motiverat värde om 34 - 36 kr (33 - 35 kr). Vi ser fortsatt medelhög risk.

Estimatändring (SEK)				Prognos (SEK)					Risk och Avkastning	
	Nu	Förr		20	21e	22e	23e	Motiverat värde	34.00 - 36.00	
EPS, just 21e	1.98	1.78	11.7%	Sales,m	705	750	795	825	Current price	24.20
EPS, just 22e	2.62	2.42	8.4%	Sales Growth	(6.8)%	6.4%	6.0%	3.8%	Riskenivå	Medium
EPS, just 23e	2.87	2.72	5.4%	EBITDA, m	75	104	127	136		
				EBIT, m	33.7	64.1	85.6	93.5		
				EPS, adj	0.75	1.98	2.62	2.87		
				EPS Growth	(51.6)%	165.1%	32.0%	9.6%		
				Equity/Share	11.6	12.1	13.2	14.5		
				Dividend	1.50	1.50	1.50	1.50		
				EBIT Marginal	4.8%	8.5%	10.8%	11.3%		
				ROE (%)	6.5%	16.5%	19.9%	19.7%		
				ROCE	8.0%	14.8%	21.3%	25.0%		
				EV/Sales	1.11x	1.04x	0.98x	0.94x		
				EV/EBITDA	10.5x	7.5x	6.2x	5.7x		
				EV/EBIT	23.1x	12.2x	9.1x	8.3x		
				P/E, adj	32.3x	12.2x	9.2x	8.4x		
				P/Equity	2.1x	2.0x	1.8x	1.7x		
				Dividend yield	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%		
				FCF yield	24.7%	6.6%	18.1%	18.2%		
				Net Debt/EBITDA	1.7g	1.3g	0.6g	0.1g		

Kommande händelser

Q2-report 2021-08-20

Bolagsfakta (mkr)

Antal aktier 25.1m

Market cap 609

Nettoskuld 171

EV 780

Free Float 90.00%

Avg. No. of Daily Traded Sh. 29.0(k)

Reuters/Bloomberg BORG.ST/BORG.SS

Kursutveckling 12 mån



Analytiker

hjalmar.jernstrom@penser.se



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Konsumentvaror | Sweden | 19 May 2021

Sammanfattning

Starkt på flera fronter

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 omotiverat 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 46 % av omsättningen under Q1'21.

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

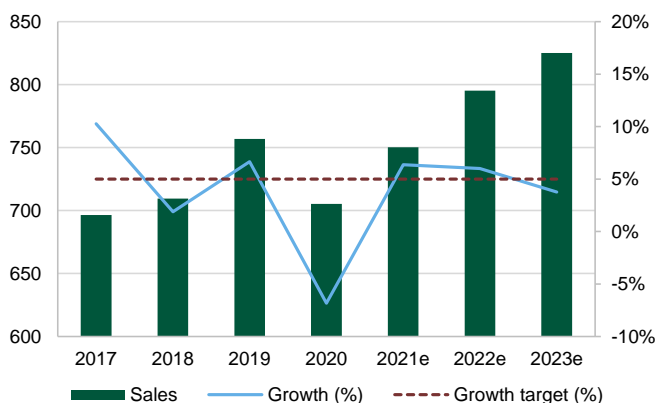
Vi värderar Björn Borg med en multipelansats jämfört med bolag med samma sektorexponering och tillväxtförutsättningar. Björn Borg värderas till en rabatt mot sektorn och vi bedömer att rabatten inte är fullt motiverad. Björn Borg handlas till EV/EBIT 11x på 2021e och 8x på 2022e, vilket är närmare detaljhandelsbolag 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 och 21x för 2022e.

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 34-36 kr och ser medelhög risk. Värderingen underbyggs av vår DCF-modell som indikerar ett motiverat värde om 33 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 %.

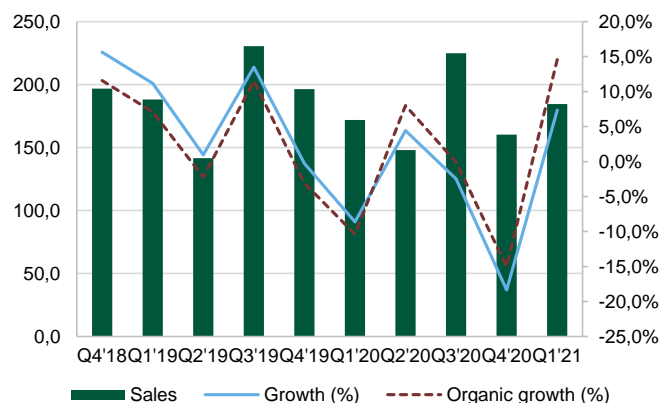
Motiverat värde

34 - 36 SEK

Sales and growth



Sales and growth

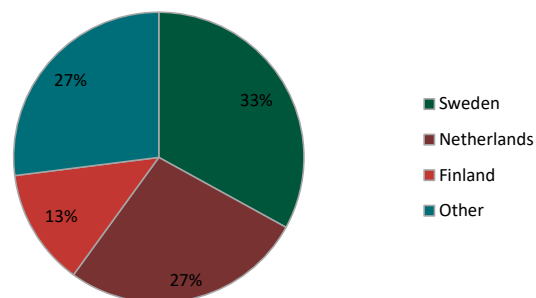


Shareholder data

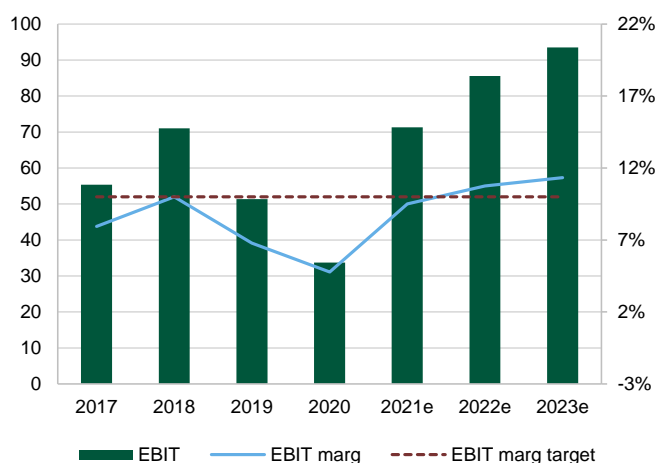
Shareholder	Votes	Shares
Martin Bjäringer	9,9%	9,9%
Mats Nilsson	6,5%	6,5%
Avanza Pension	5,0%	5,0%
Nordnet	4,5%	4,5%
Other	74%	74%

Chairman	Heiner Olbrich
CEO	Henrik Bunge
CFO	Jens Nyström
Contact	Pernilla Johansson
Website	www.corporate.bjornborg.com

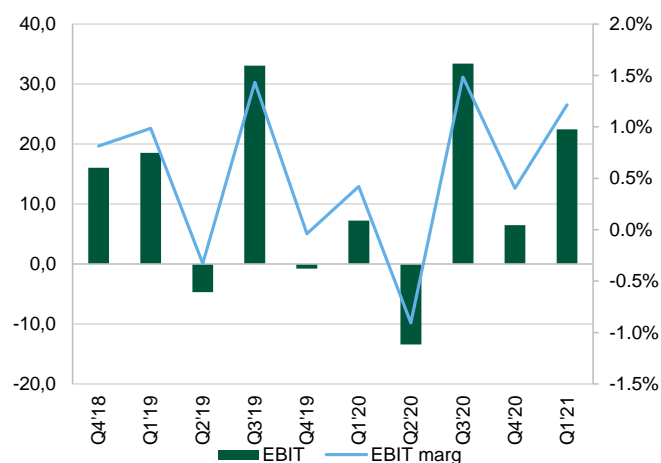
Sales per market



EBIT and margin



EBIT and margin



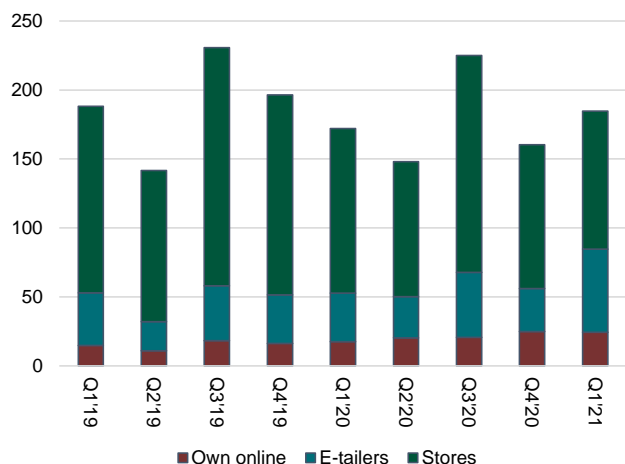
Kvartalet i detalj

Björn Borg fortsätter att leverera stark onlinetillväxt. Den organiska tillväxten om 14 % men ska ställas mot ett Q1'20 där Björn Borg backade 10 % organiskt. Egen online och e-tailers växer och utgör under kvartalet 46 % av omsättningen. Tillväxten minskar dock i de fysiska butikerna, som backar med 11 % under kvartalet. Bolaget har medvind valutamässigt för bruttomarginalen, men indikerar att man fortsätter minska rabatterna, vilket är i linje med den tes vi drivit kring bolagets prissättningsambitioner. En gynnsam säljmix gynnar bruttomarginalen, samtidigt som bolaget gör nedskrivningar som belastar. Sammantaget är bruttomarginalen 53,3 % (54,1 %). Rörelsekostnaderna minskar med 9 mkr y/y och reflekterar bolagets lönsamhetsfokus och besparingsåtgärder. Rörelsekostnaderna var i stort i linje med estimat, men den högre försäljningen gör att EBIT om 22,4 mkr (7,2 mkr) överskred estimaten om 1 mkr.

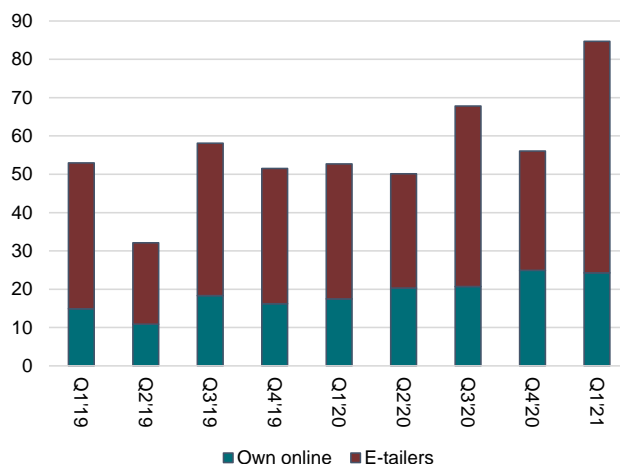
Estimatjusteringar

Vi höjer intäkterna innevarande år till 750 mkr (tidigare 730 mkr) och lämnar tillväxtestimaten oförändrade för kommande år. Vi gör marginella justeringar av kostnaderna för innevarande år och höjer EBIT till 64 mkr (58 mkr). Vi applicerar en rabatt om 40 % på multipeln (EV/EBIT) för varumärkesbolag för 2022e vilket genererar ett motiverat värde om 34 - 36 kr (33 - 35 kr).

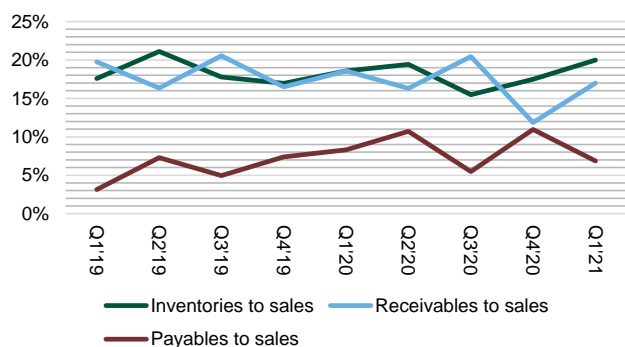
Sales per segment (mkr)



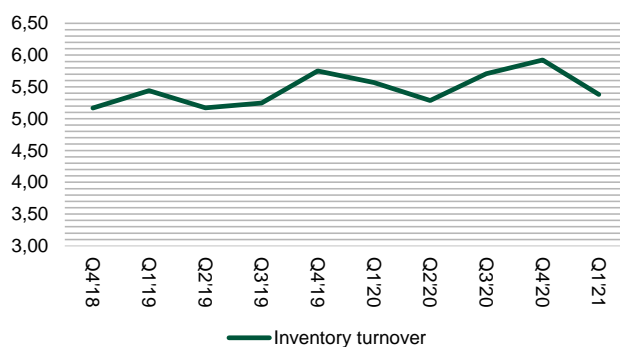
Online sales (mkr)



Working Capital to sales RTM (%)



Inventory turnover, RTM (x)



Resultaträkning

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	696	710	757	705	750	795	825
Övriga intäkter	8	7	22	29	27	27	27
Kostnad sålda varor	-320	-303	-351	-335	-348	-338	-347
Bruttovinst	376	407	406	370	402	457	479
Försäljnings- och administrationskostnader	-319	-334	-320	-324	-326	-358	-370
Övriga rörelsekostnader							
EBITDA	65,3	79,9	108,6	74,5	103,9	126,6	135,8
Avskrivningar	-9,9	-8,9	-57,2	-40,8	-39,8	-41,0	-42,3
EBIT	55,4	71,0	51,4	33,7	64,1	85,6	93,5
Extraordinära Poster							
Justerat Resultat (EBIT)	55,4	71,0	51,4	33,7	64,1	85,6	93,5
Finansnetto	-4,0	3,0	-2,7	-16,1	-2,5	-2,7	-2,7
Resultat före skatt	51,4	74,0	48,7	17,6	61,6	82,9	90,8
Skatter	-14,0	-14,1	-9,7	1,3	-11,6	-17,0	-18,6
Minoritetsintressen							
Nettoresultat Rapporterat	37,4	59,9	38,9	18,8	49,9	65,9	72,2
Nettoresultat (just)	37,4	59,9	38,9	18,8	49,9	65,9	72,2

Balansräkning

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
TILLGÅNGAR							
Goodwill	36	35	35	34	34	34	34
Övriga immateriella tillgångar	193	197	329	198	192	151	109
Materiella anläggningstillgångar	15	15	18	17	22	27	32
Övriga anläggningstillgångar	23	23	15	16	16	16	16
Summa anläggningstillgångar	266	271	397	265	264	228	191
Varulager	110	140	128	123	135	143	149
Kundfordringar	91	130	125	84	113	119	124
Övriga omsättningstillgångar	21	14	20	77	43	43	43
Likvida medel	53	36	29	70	68	129	190
Summa omsättningstillgångar	274	320	302	355	359	434	505
SUMMA TILLGÅNGAR	541	591	699	619	623	662	696

Eget Kapital och skulder

Eget Kapital	277	288	265	291	303	331	366
Minoritetsintressen	0,49	-5,86	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Summa Eget Kapital	277	282	265	291	303	331	366
Långfristiga finansiella skulder	125	150	150	99	99	99	99
Pensionsavsättningar	0	0	0	0	0	0	0
Uppskjutna skatteskulder							
Övriga långfristiga skulder	66	47	137	75	75	75	75
Summa Långfristiga skulder	191	197	287	174	174	174	174
Kortfristiga finansiella skulder	0	0	7	0	0	0	0
Leverantörsskulder	20	38	56	77	69	80	79
Skatteskulder	0	0	0	0	0	0	0
Övriga Kortfristiga skulder	52,0	74,8	84,7	76,8	76,8	76,8	76,8
Summa kortfristiga skulder	72	112	148	154	146	157	156
Summa Eget Kapital och skulder	541	585	699	619	623	662	696

Kassaflödesanalys

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Resultat före avskrivningar	65	80	109	75	104	127	136
Förändringar i rörelsekapital	-8	-54	21	89	-49	-4	-11
Övriga kassaflödespåverkande poster	0	0	0	0	0	0	0
Kassaflöde från den operationella verksamheten	57	20	113	143	41	103	104
Finansiella nettokostnader	-2	-3	-3	-16	-3	-3	-3
Betald skatt	-3	-1	-10	1	-12	-17	-19
Investeringar	15	-16	-13	-9	-5	-5	-5
Fritt Kassaflöde	73	4	100	134	36	98	99
Utdelningar	-50	-50	-50	0	-38	-38	-38
Nyemission/återköp	0	0	0	0	0	0	0
Förvärv	28	-2	-9	-5	0	0	0
Lånefinansiering och övriga justeringar	-13	-14	-4	-3	0	0	0
Kassaflöde	7	-21	-8	43	-2	61	61
Icke kassaflödespåverkande poster	0	0	0	0	0	0	0
Nettoskuld (just)	90	114	262	128	130	70	9

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 grundas 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