



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Konsumentvaror | Sweden | 23 August 2021

Björn Borg

Rekordstarkt Q2

I enlighet med preliminära siffror

Björn Borg redovisar omsättning för Q2 om 163 mkr (148), motsvarande tillväxt y/y om 10 % och 15 % mot Q2'19. När bolaget lämnade en omvänd vinstvarning i juli överskred omsättningsciffrorna våra estimat med 6 %. Bruttomarginalen var 56,3 % (49,1 %) och valutajusterat 52,2 % (52 %). EBIT för perioden var 19,3 mkr (mot förväntade 9,4) där avvikelsen förklaras av högre bruttomarginal och omsättning.

Stärkt lönsamhet på sikt

Björn Borg fortsätter se över marknadsförutsättningarna för fysiska butiker, och ett antal butiker har stängts under 2021. Vi ser arbetet som positivt och bedömer att man därigenom förvisso kommer minska försäljningen men stärka lönsamheten. Vi fördjupar oss i den förväntade strukturen längre fram i analysen.

Höjer motiverat värde

Vi bedömer att översikten av butiksstrukturen stärker de långsiktiga lönsamhetsförutsättningarna, och att mixen av försäljningskanaler kommer vara mer attraktiv 2023, vilket kommer stärka EBIT. Vi justerar estimaten för att återspegla stärkt lönsamhet men också intäktsbortfallet från stängda butiker, med störst effekt 2023. Vi ser ett nytt motiverat värde om 42-44 kr (34-36 kr) och medelhög risk.

Estimatändring (SEK)				Prognos (SEK)					Risk och Avkastning	
	Nu	Förr		20	21e	22e	23e	Motiverat värde	42.00 - 44.00	
EPS, just 21e	2.24	1.98	13.0%	Sales,m	705	758	802	830	Current price	35.95
EPS, just 22e	2.66	2.62	1.6%	Sales Growth	(6.8)%	7.5%	5.7%	3.6%	Riskenivå	Medium
EPS, just 23e	3.09	2.87	7.8%	EBITDA, m	75	113	127	142		
				EBIT, m	33.7	73.2	86.9	100.6		
				EPS, adj	0.75	2.24	2.66	3.09		
				EPS Growth	(51.6)%	199.6%	18.6%	16.2%		
				Equity/Share	11.6	12.3	13.5	15.1		
				Dividend	1.50	1.50	1.50	1.50		
				EBIT Marginal	4.8%	9.7%	10.8%	12.1%		
				ROE (%)	6.5%	18.2%	19.8%	20.5%		
				ROCE	8.0%	17.8%	22.9%	28.5%		
				EV/Sales	1.47x	1.37x	1.30x	1.25x		
				EV/EBITDA	13.9x	9.2x	8.2x	7.3x		
				EV/EBIT	30.8x	14.2x	12.0x	10.3x		
				P/E, adj	48.0x	16.0x	13.5x	11.6x		
				P/Equity	3.1x	2.9x	2.7x	2.4x		
				Dividend yield	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%		
				FCF yield	24.7%	7.3%	18.3%	19.2%		
				Net Debt/EBITDA	1.7g	0.9g	0.3g	(0.2)g		

Kommande händelser

Q3'21	2021-11-19
Q4'21	2022-02-25

Bolagsfakta (mkr)

Antal aktier	25.1m
Market cap	904
Nettoskuld	135
EV	1,039
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 | 23 August 2021

Sammanfattning

Rekordstarkt Q2

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 Covid-19-pandemin. 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 38 % av omsättningen under Q2'21.

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

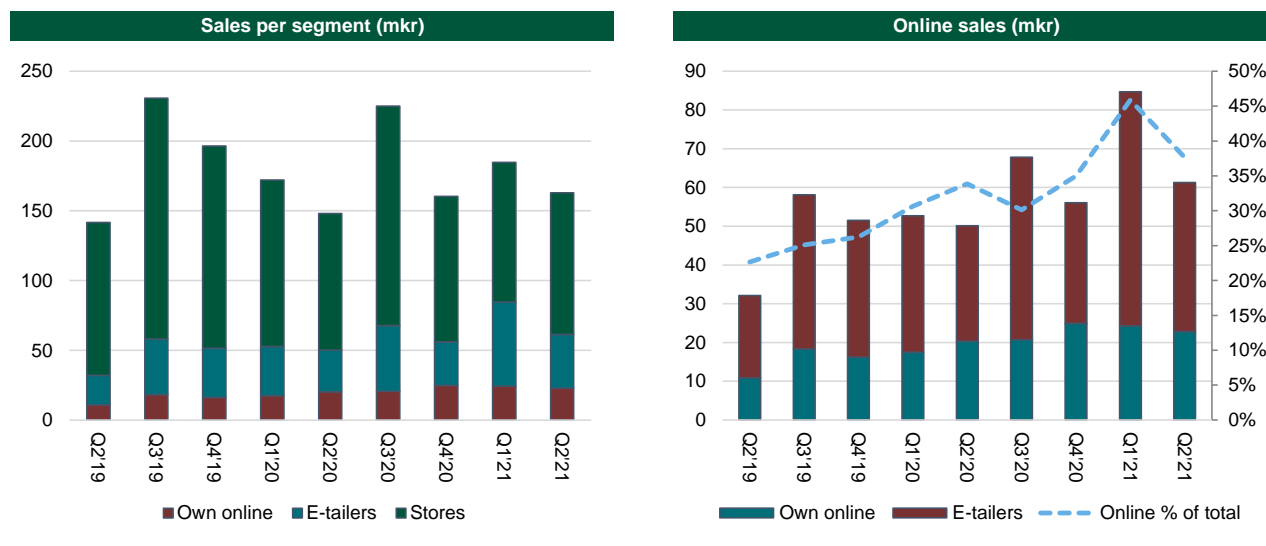
Vi värderar Björn Borg med en multipelansats som underbyggs av en DCF-modell. Givet bolagets lönsamhet och starka varumärke är värderingsrabatten omotiverad. Björn Borg handlas till EV/EBIT 12x på 2022e och 10x på 2022e, vilket är närmare detaljhandelsbolag utan prissättningsförmågan hos ett varumärke. Vår jämförelsegrupp av retailbolag handlas till EV/EBIT 14x för 2023e, samtidigt som varumärkesbolag handlas till EV/EBIT 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, samtidigt som nedstängda butiker kommer medföra stärkta marginaler i våra estimat. Vi bedömer att bolagets förstärkta lönsamhetspotential minskar den motiverade rabatten mot varumärkesbolag. Vid en rabatt om 33 % (tidigare 40 %) motiveras en multipel om 14x för 2022e. Detta motiverar ett värde om 42-44 kr per aktie. Värderingen underbyggs av vår DCF-modell som indikerar ett motiverat värde om 43 kronor per aktie. DCF-modellen har tillämpat en WACC om 8,5 %, som är något justerat för att reflektera att vi ser lägre risk i bolaget med färre butiker. DCF-modellen antar tillväxt bortom prognosperioden om 1,5 %, och en långsiktig lönsamhetsnivå om 10 %, i linje med bolagets egna lönsamhetsmål.

Kvartalet i detalj

Fortsätter växa online

Nettoomsättningen för andra kvartalet uppgick till 162,8 mkr (148,0) vilket motsvarar en ökning om 10 % y/y samt 14,9 % jämfört med samma kvartal 2019. Intäkterna överskred våra estimat (innan den omvända vinstvarningen) om 153,3 mkr med motsvarande 6,4 %. Egen onlinehandel växte med 12,6 % till 22,8 mkr. Egen e-handel och e-tailers uppgick till 61,3 mkr och växte med 28,5 %.



Bruttomarginalen uppgick till 56,3 % (49,1 %). Organiskt var bruttomarginalen 52,2 % (52 %). Våra estimat för bruttomarginalen var 53 %. Rörelseresultatet uppgick till 19,3 mkr (- 13,4 mkr) mot förväntade 9,4 mkr (innan den omvända vinstvarningen). Avvikelsen förklaras av en högre bruttomarginal samt högre försäljning, primärt inom e-tailers. Den starkare bruttomarginalen förklaras primärt av växelkursutvecklingen, då den FX-justerade bruttomarginalen uppgick till 52 % mot förväntade 53 %. Rörelsemarginalen var mycket stark och uppgick till 11,8 %. EBIT och intäkter var kända sedan den omvända vinstvarningen i mitten av juli. Se tabell nedan för samtliga estimatavvikelser för andra kvartalet.

Avvikelseanalys

Parameter	Utfall	EPB estimat	Diff	Kommentar
Intäkter	162,8	153,3	6%	E-tailers starkare än est
EBITDA	28,0	18,5	51%	Starkare bruttomarginal + omsättning
EBIT	19,3	9,4	105%	Starkare bruttomarginal + omsättning
EPS	0,5	0,3	116%	Starkare bruttomarginal + omsättning

Estimatförändringar

Nedstängda butiker kommer medföra att Björn Borg tappar försäljning kortsiktigt, men givet den låga lönsamheten för de egna butikerna (egna affärer i konsumentdirekt hade en EBIT-marginal om -29 % H1'21), kommer den totala lönsamhetsprofilen att förbättras framöver. Butikerna hade dock enligt vår bedömning en kraftig bruttomarginal (57-60 %) vilket sannolikt kan medföra att bruttomarginalen för koncernen kommer försvagas. Egen e-handel har istället en stark rörelsemarginal om 20 % för H1'21, vilket bidrar till att stärka lönsamhetsprofilen för bolaget på EBIT-nivåer och nedåt.

Vid utgången av 2020 hade Björn Borg 29 helägda fysiska butiker, och vid utgången av Q2 hade man 25 butiker. Dessa effekter kommer sannolikt bli synliga under Q3, men vi bedömer att de kan delvis kompenseras av tillväxten inom e-tailers och egen onlinehandel. Utöver det bedömer vi att Björn Borg under 2022 kommer fortsätta stänga butiker, med effekt först 2023. Nedan sammanfattas estimatförändringarna. Förändringarna för 2021 och 2022 motsvarar förväntningar på ökade intäkter drivna av onlinebaserad försäljning, samtidigt som intäkterna 2023 lämnas närmast oförändrade då vi bedömer att butikerna nedstängda under Q4'22 kommer belasta försäljningen 2023. Vi bedömer dock att mixen av försäljningskanaler kommer vara mer attraktiv 2023, vilket gör att vi höjer lönsamhetsestimaten för 2023. Sammantaget stärks våra förväntningar på EBIT-marginalen med 1 % 2023.

Nya estimat	2021e	2022e	2023e
Omsättning	758 246	801 611	826 350
Tillväxt	7,5%	5,7%	3,1%
EBIT	73 179	86 911	99 689
Rörelsemarginal	10%	11%	12%
EPS	2,24	2,66	3,07

Tidigare estimat	2021e	2022e	2023e
Omsättning	750 203	795 215	825 189
Tillväxt	6%	6%	4%
EBIT	64 112	85 573	93 505
Rörelsemarginal	8,5%	10,8%	11,3%
EPS	1,98	2,62	2,87

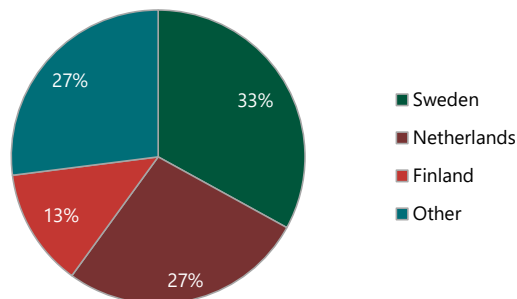
Förändring i %	2021e	2022e	2023e
Omsättning	1%	1%	0%
EBIT	14%	2%	7%
EPS	13%	2%	7%

Övriga grafer

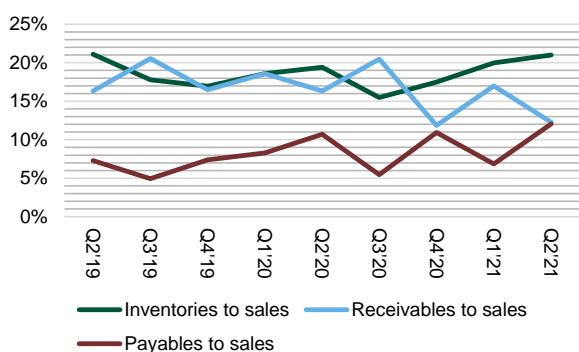
Shareholder data

Shareholder	Votes	Shares
Martin Bjäringer	9,9%	9,9%
Mats Nilsson	6,5%	6,5%
Nordnet	5,3%	5,3%
Avanza Pension	5,2%	5,2%
Other	73%	73%
Chairman		Heiner Olbrich
CEO		Henrik Bunge
CFO		Jens Nyström
Contact		Pernilla Johansson
Website		www.corporate.bjornborg.com

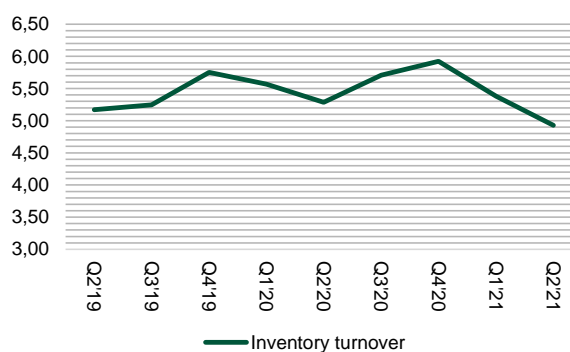
Sales per market (2020)



Working Capital to sales RTM (%)



Inventory turnover, RTM (x)



Värdering

Nedan sammanfattas vår värdering. Vi bedömer att bolagets förstärkta lönsamhetspotential minskar den motiverade rabatten mot varumärkesbolag. Vid en rabatt om 33 % (tidigare 40 %) motiveras en multipel om 14x för 2022e. Detta motiverar ett värde om 42-44 kr per aktie. Vi höjer därmed vårt motiverade värde från 34-36 kr till 42-44 kr per aktie.

Valuation output	
Last paid	35
Aktier	25 148
BV	880 180
EV	880 211
Cash	31
Debt	166
Net debt	135
Target multiple (22e EBIT)	14
Target EV	1 217
Less net debt	135
Target BV	1 082
Price per share	43,0

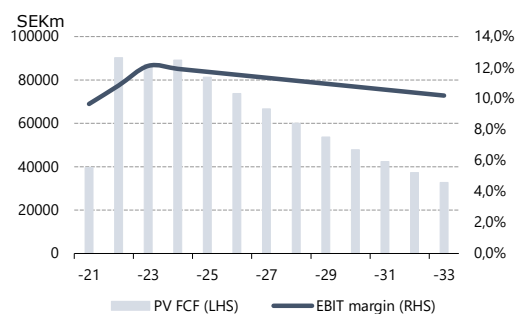
Nedan sammanfattas vår DCF-modell. DCF-modellen har tillämpat en WACC om 8,5 %, som är något justerat för att reflektera att vi ser lägre risk i bolaget med färre butiker. DCF-modellen antar tillväxt bortom prognosperioden om 1 %, och en långsiktig lönsamhetsnivå om 12 % (något uppjusterat med hänvisning till högre förväntad långsiktig lönsamhet). Nedan visas hur DCF-värderingen påverkas av andra antaganden kring diskonteringsränta, långsiktig rörelsemarginal och långsiktig tillväxt.

Sensitivity analysis

		Long-term growth rate				
		0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%
WACC	7,5%	45	47	49	52	55
	8,0%	42	44	46	48	51
	8,5%	40	41	43	45	47
	9,0%	37	39	40	42	44
	9,5%	35	37	38	39	41

		Long-term EBIT margin				
		5,0%	7,5%	10,0%	12,5%	15,0%
WACC	7,5%	35	42	49	57	64
	8,0%	33	39	46	52	59
	8,5%	31	37	43	49	55
	9,0%	29	35	40	46	51
	9,5%	28	33	38	43	48

PV of FCF and EBIT margin



Jämförelsebolag

Nedan sammanfattas värderingarna för sektorbolag, baserade på konsensusestimater. Björn Borgs förväntade intäkter och lönsamhet är EPB-estimat. Björn Borg handlas till EV/EBIT 12x på 2022e och 10x på 2023e, vilket är närmare detaljhandelsbolag utan prissättningsförmågan hos ett varumärke. Vår jämförelsegrupp av retailbolag handlas till EV/EBIT 14x för 2022e, samtidigt som varumärkesbolag handlas till EV/EBIT 21x för 2022e.

Varumärken	PEERS: Varumärken											
	EV/EBIT				P/E				EV/Sales			
	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024
Bolag	28,0	21,6	18,5	16,9	38,6	29,5	24,6	21,3	2,8	2,5	2,3	2,2
adidas AG	34,1	29,2	N/A	N/A	38,8	33,1	28,6	25,0	5,4	4,9	4,5	4,1
NIKE, Inc. Class B	25,9	18,9	13,3	N/A	35,6	21,1	16,6	N/A	1,7	1,5	1,4	1,3
HUGO BOSS AG	25,4	20,6	18,3	17,6	37,7	30,2	26,7	26,4	7,4	6,2	5,6	5,3
Moncler SpA	40,9	28,1	21,6	N/A	54,8	36,1	30,6	N/A	4,6	4,1	3,7	N/A
Prada S.p.A.	39,8	36,6	33,3	29,5	60,0	53,8	47,7	N/A	14,7	13,1	11,9	11,1
Hermes International SCA	28,8	21,7	18,1	16,3	42,1	37,0	28,7	33,3	2,0	1,9	1,8	2,0
Under Armour, Inc. Class A	41,6	33,7	25,8	N/A	57,5	47,0	38,9	31,9	8,7	7,4	6,4	5,8
Lululemon Athletica Inc	32,6	23,6	19,4	16,4	53,4	36,8	29,6	25,1	2,5	2,2	2,0	1,8
PUMA SE	9,2	10,4	N/A	N/A	10,8	12,3	13,5	N/A	0,8	0,8	0,8	N/A
Abercrombie & Fitch Co.	10,2	10,0	9,2	N/A	15,4	13,7	12,7	13,8	3,1	2,9	2,7	N/A
Bath & Body Works, Inc.	29,7	19,5	N/A	N/A	39,0	25,7	20,6	N/A	4,8	4,1	3,8	N/A
Canada Goose Holdings, Inc	13,1	12,0	10,9	9,9	16,4	14,5	12,4	11,3	1,6	1,5	1,5	1,4
Ralph Lauren Corporation	N/A	N/A	N/A	N/A	10,0	8,8	8,0	7,1	0,9	0,9	0,8	0,8
Guess?, Inc.	32,5	21,9	18,7	N/A	81,4	34,9	27,5	N/A	1,3	1,2	1,1	N/A
Asics Corporation	16,1	13,9	12,4	12,0	21,5	18,7	17,5	16,1	2,7	2,5	2,4	2,3
Burberry Group plc	15,6	13,4	11,9	11,9	15,5	12,3	10,5	9,0	1,3	1,2	1,1	1,1
PVH Corp.	17,7	15,2	14,3	N/A	23,2	19,2	17,9	N/A	2,7	2,6	2,5	N/A
Fenix Outdoor International	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Lexington Co. AB	14,2	12,0	10,4		16,0	13,5	11,7		1,4	1,3	1,3	
Björn Borg	26,0	20,5	17,5	16,3	36,2	26,9	22,9	20,0	3,8	3,4	3,1	3,3
Average exkl Borg												

Detaljhandel	PEERS: Detaljhandel											
	EV/EBIT				P/E				EV/Sales			
	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024
Bolag	13,6	10,6	8,7	N/A	15,8	12,7	10,0	N/A	0,9	0,9	0,9	N/A
Gap, Inc.	23,7	16,1	14,4	12,3	28,5	19,1	16,9	15,1	1,6	1,5	1,4	1,3
H&M Hennes & Mauritz AB C	17,2	15,0	13,6	N/A	25,5	21,8	20,0	N/A	1,5	1,4	1,3	N/A
JD Sports Fashion Plc	14,6	13,6	13,1	N/A	16,4	14,7	14,4	N/A	2,7	2,5	2,4	N/A
Next plc	8,8	8,9	N/A	N/A	9,3	9,4	8,8	7,7	0,8	0,8	0,8	0,7
Foot Locker, Inc.	N/A	N/A	N/A	N/A	260,0	40,0	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Footway Group AB Class B	20,3	18,7	15,5	14,3	26,7	25,3	21,3	18,5	1,1	0,9	0,8	0,7
ASOS plc	13,9	12,6	11,2	N/A	15,1	12,4	10,5	N/A	0,7	0,7	0,7	N/A
XXL ASA	14,2	12,0	10,4		16,0	13,5	11,7		1,4	1,3	1,3	
Björn Borg	16,0	13,6	12,8	13,3	49,7	19,4	14,6	13,8	1,3	1,2	1,2	0,9
Average exkl Borg												

Varumärken	PEERS: Varumärken											
	Sales growth				EBIT-growth				EPS-growth			
	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024
Bolag	10%	10%	9%	8%	190%	28%	17%	13%	263%	31%	20%	15%
adidas AG	13%	10%	9%	9%	19%	15%	14%	14%	22%	17%	16%	14%
NIKE, Inc. Class B	32%	13%	8%	6%	-179%	53%	24%	23%	-142%	68%	27%	N/A
HUGO BOSS AG	35%	19%	11%	6%	50%	25%	12%	3%	21%	25%	13%	1%
Moncler SpA	29%	12%	10%	N/A	2259%	42%	26%	N/A	-510%	52%	18%	N/A
Prada S.p.A.	35%	12%	10%	7%	60%	11%	12%	9%	56%	12%	13%	N/A
Hermes International SCA	24%	5%	5%	-9%	N/A	18%	22%	-13%	-314%	14%	29%	-14%
Under Armour, Inc. Class A	35%	17%	16%	10%	46%	22%	19%	12%	47%	22%	21%	22%
Lululemon Athletica Inc	24%	13%	11%	8%	141%	37%	21%	10%	276%	45%	24%	18%
PUMA SE	19%	3%	0%	N/A	540%	-10%	-8%	N/A	-583%	-12%	-9%	N/A
Abercrombie & Fitch Co.	-35%	7%	7%	N/A	6%	3%	7%	N/A	54%	12%	8%	-8%
Bath & Body Works, Inc.	19%	17%	9%	N/A	36%	44%	20%	N/A	46%	52%	24%	N/A
Canada Goose Holdings, Inc	31%	4%	5%	5%	250%	9%	11%	4%	316%	13%	17%	10%
Ralph Lauren Corporation	37%	6%	4%	2%	1004%	14%	13%	16%	-3382%	13%	10%	13%
Guess?, Inc.	20%	5%	5%	N/A	-490%	43%	21%	N/A	-135%	133%	27%	N/A
Asics Corporation	17%	8%	6%	3%	17%	15%	11%	5%	26%	15%	7%	9%
Burberry Group plc	25%	6%	5%	2%	-2051%	18%	11%	1%	-442%	26%	17%	17%
PVH Corp.	12%	5%	4%	N/A	58%	16%	7%	N/A	115%	21%	7%	N/A
Fenix Outdoor International	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Lexington Co. AB	8%	6%	3%		117%	19%	15%		200%	19%	15%	
Björn Borg	21%	10%	7%	5%	115%	22%	14%	8%	-237%	31%	16%	9%
Average exkl Borg												

PEERS: Detaljhandel												
Detaljhandel	Sales growth				EBIT-growth				EPS-growth			
	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024
Bolag												
Gap, Inc.	24%	3%	2%	N/A	-232%	19%	16%	N/A	-201%	24%	27%	N/A
H&M Hennes & Mauritz AB C	10%	10%	3%	7%	385%	45%	12%	13%	960%	49%	13%	12%
JD Sports Fashion Plc	19%	9%	10%	N/A	38%	14%	13%	N/A	21%	17%	9%	N/A
Next plc	29%	8%	5%	N/A	98%	10%	5%	N/A	115%	12%	1%	N/A
Foot Locker, Inc.	16%	1%	2%	9%	113%	-4%	3%	9%	123%	-1%	7%	14%
Footway Group AB Class B	50%	34%	N/A	N/A	385%	-311%	N/A	N/A	-133%	550%	N/A	N/A
ASOS plc	21%	18%	15%	16%	36%	8%	20%	10%	22%	6%	19%	15%
XXL ASA	-3%	5%	3%	N/A	48%	13%	16%	N/A	164%	21%	18%	N/A
Björn Borg	8%	6%	3%		117%	19%	15%		200%	19%	15%	
Average exkl Borg	21%	11%	6%	11%	109%	-26%	12%	11%	134%	85%	14%	14%

Resultaträkning

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	696	710	757	705	758	802	826
Övriga intäkter	8	7	22	29	26	26	26
Kostnad sålda varor	-320	-303	-351	-335	-346	-353	-360
Bruttovinst	376	407	406	370	412	449	466
Försäljnings- och administrationskostnader	-319	-334	-320	-324	-325	-347	-350
Övriga rörelsekostnader							
EBITDA	65,3	79,9	108,6	74,5	112,6	127,5	141,5
Avskrivningar	-9,9	-8,9	-57,2	-40,8	-39,4	-40,6	-41,8
EBIT	55,4	71,0	51,4	33,7	73,2	86,9	99,7
Extraordinära Poster							
Justerat Resultat (EBIT)	55,4	71,0	51,4	33,7	73,2	86,9	99,7
Finansnetto	-4,0	3,0	-2,7	-16,1	-1,8	-2,7	-2,7
Resultat före skatt	51,4	74,0	48,7	17,6	71,4	84,2	97,0
Skatter	-14,0	-14,1	-9,7	1,3	-14,9	-17,3	-19,9
Minoritetsintressen							
Nettoresultat Rapporterat	37,4	59,9	38,9	18,8	56,4	66,9	77,1
Nettoresultat (just)	37,4	59,9	38,9	18,8	56,4	66,9	77,1

Kassaflödesanalys

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Resultat före avskrivningar	65	80	109	75	113	127	141
Förändringar i rörelsekapital	-8	-54	21	89	-51	-3	-9
Övriga kassaflödespåverkande poster	0	0	0	0	0	0	0
Kassaflöde från den operationella verksamheten	57	20	113	143	45	104	110
Finansiella nettokostnader	-2	-3	-3	-16	-2	-3	-3
Betald skatt	-3	-1	-10	1	-15	-17	-20
Investeringar	15	-16	-13	-9	-5	-5	-5
Fritt Kassaflöde	73	4	100	134	40	99	105
Utdelningar	-50	-50	-50	0	-38	-38	-38
Nyemission/återköp	0	0	0	0	0	0	0
Förvärv	28	-2	0	0	0	0	0
Lånefinansiering och övriga justeringar	-5	-7	-4	-3	0	0	0
Kassaflöde	7	-21	-8	43	2	62	67
Icke kassaflödespåverkande poster	0	0	0	0	0	0	0
Nettoskuld (just)	90	114	262	128	102	40	-27

Balansräkning

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
TILLGÅNGAR							
Goodwill	36	35	35	34	34	34	34
Övriga immateriella tillgångar	193	197	329	198	193	152	110
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	229	192
Varulager	110	140	128	123	136	144	149
Kundfordringar	91	130	125	84	114	120	124
Övriga omsättningstillgångar	21	14	20	77	43	43	43
Likvida medel	53	36	29	70	72	134	201
Summa omsättningstillgångar	274	320	302	355	366	442	516
SUMMA TILLGÅNGAR	541	591	699	619	630	670	709
Eget Kapital och skulder							
Eget Kapital	277	288	265	291	310	339	378
Minoritetsintressen	0,49	-5,86	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Summa Eget Kapital	277	282	265	291	310	339	378
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	70	81	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	630	670	709

Tillväxt och marginaler

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Omsättningstillväxt	7%	10%	10%	2%	7%	-7%	8%	6%	3%
EBIT-tillväxt	5%	10%	-14%	28%	-28%	-34%	117%	19%	15%
EPS-tillväxt	-8%	5%	-22%	62%	-35%	-52%	200%	19%	15%
Bruttomarginal	52%	50%	54%	57%	54%	52%	54%	56%	56%
EBITDA-marginal	11%	11%	9%	11%	14%	11%	15%	16%	17%
EBIT-marginal	10%	10%	8%	10%	7%	5%	10%	11%	12%

Kapitaleffektivitet

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
ROE	14%	16%	13%	21%	15%	6%	18%	20%	20%
ROCE	12%	13%	12%	15%	9%	7%	15%	17%	18%
ROIC	7%	9%	7%	10%	6%	6%	9%	10%	11%
Investeringar	(5)	(5)	(8)	(6)	(9)	(5)	(5)	(5)	(5)
Investeringar / omsättning	0,8%	0,8%	1,1%	0,9%	1,2%	0,8%	0,7%	0,6%	0,6%
Försäljningskostnader / omsättning	44%	41%	47%	48%	50%	52%	48%	48%	47%
Varulager / omsättning	13%	11%	16%	20%	17%	17%	18%	18%	18%
Kundfordringar / omsättning	15%	22%	13%	18%	16%	12%	15%	15%	15%

Finansiell ställning

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Nettoskuld	23,0	75,8	89,7	113,6	261,5	128,3	101,6	40,0	-26,7
Soliditet	50%	54%	51%	48%	38%	47%	49%	51%	53%
Nettoskuldsättningsgrad	26%	31%	41%	93%	48%	35%	13%	-8%	0%
Nettoskuld / EBITDA	35%	107%	137%	142%	241%	172%	90%	31%	-19%

Nyckeltal per aktie

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
EPS	1,79	1,88	1,48	2,39	1,55	0,75	2,24	2,66	3,07
FCF per aktie	1,03	2,58	2,89	0,16	3,97	5,31	1,58	3,95	4,16
Utdelning per aktie	2,00	2,00	2,00	2,00	0,00	1,50	1,50	1,50	1,50
Antal aktier efter utspädning vid årets slut	25,15	25,15	25,15	25,15	25,15	25,15	25,15	25,15	25,15

Värderingsmultiplar

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
P/E	10,45	12,69	11,58	9,58	16,75	30,35	16,02	13,50	11,73	0,00
P/EK	1,62	2,08	1,55	2,05	2,46	1,96	2,92	2,67	2,39	0,00
P/FCF	18,14	9,26	5,91	139,49	6,53	4,28	22,70	9,10	8,65	0,00
Direktavkastning	0,11	0,08	0,12	0,09	0,00	0,07	0,04	0,04	0,04	0,00
Utdelningsandel	1,12	1,06	1,36	0,84	0,00	2,00	0,67	0,56	0,49	0,00
EV/Sales	0,86	1,07	0,75	0,97	1,21	0,99	1,37	1,30	1,26	0,00
EV/EBITDA	7,58	9,53	7,95	8,63	8,42	9,39	9,23	8,15	7,35	0,00
EV/EBIT	8,43	10,54	9,38	9,71	17,80	20,77	14,20	11,96	10,42	0,00
EV, årets slut	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

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