



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Konsumentvaror | Sweden | 13 October 2021

Björn Borg

Fortsatt stark efterfrågan

Indikationer på fortsatt återhämtning

Vi noterar att klädbranschen visar indikationer på fortsatt återhämtning från pandemiåret 2020. Svensk Handel visar att klädhandeln (online och butik) steg 8 % y/y under september, vilket motsvarar en återgång till nivåer i linje med 2019. Ledande aktörer inom kläder och träningskläder indikerar en mycket stark underliggande marknad globalt.

Distributionskedjor

Samtidigt pratar globala storföretag inom klädhandeln (ex. GAP, Nike & Adidas) om problem relaterade till råvaror, fraktkostnader och produktion. Även om vi beaktar dessa problem bedömer vi att Björn Borg kan klara sig väl under återstoden av 2021, och att potentiella effekter under 2022 än så länge är svåröverskådliga. Vi ser dessutom fördelar i den flexibilitet som Björn Borg har, som synliggjordes under 2020.

Fortsatt momentum i onlineaffären

Vi ser fortsatt momentum i onlineaffären, både egen online och e-tailers. Vi bedömer att momentum kan fortsätta både under andra halvan av 2021 och in i 2022 och väljer att justera våra intäktsestimat, se detaljer längre ned. Vi höjer motiverat värde till 44 - 46 kr per aktie (42 - 44 kr). Vi ser fortsatt medelhög risk.

Estimatändring (SEK)			Prognos (SEK)					Risk och Avkastning		
	Nu	Förr		20	21e	22e	23e	Motiverat värde	44.00 - 46.00	
EPS, just 21e	2.46	2.24	9.4%	Sales,m	705	768	820	852	Current price	37.65
EPS, just 22e	2.9	2.66	8.9%	Sales Growth	(6.8)%	8.9%	6.9%	3.8%	Riskenivå	Medium
EPS, just 23e	3.36	3.09	8.7%	EBITDA, m	75	119	135	151		
				EBIT, m	33.7	79.6	94.4	109.0		
				EPS, adj	0.75	2.46	2.90	3.36		
				EPS Growth	(51.6)%	227.9%	18.1%	15.9%		
				Equity/Share	11.6	12.5	13.9	15.8		
				Dividend	1.50	1.50	1.50	1.50		
				EBIT Marginal	4.8%	10.4%	11.5%	12.8%		
				ROE (%)	6.5%	19.6%	20.8%	21.3%		
				ROCE	8.0%	19.2%	24.6%	30.5%		
				EV/Sales	1.53x	1.41x	1.32x	1.27x		
				EV/EBITDA	14.5x	9.1x	8.0x	7.2x		
				EV/EBIT	32.1x	13.6x	11.5x	9.9x		
				P/E, adj	50.3x	15.3x	13.0x	11.2x		
				P/Equity	3.3x	3.0x	2.7x	2.4x		
				Dividend yield	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%		
				FCF yield	24.7%	7.9%	19.0%	20.4%		
				Net Debt/EBITDA	1.7g	0.8g	0.2g	(0.3)g		

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

Bolagsfakta (mkr)	
Antal aktier	25.1m
Market cap	947
Nettoskuld	135
EV	1,082
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 | 13 October 2021

Sammanfattning

Fortsatt stark efterfrågan

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 % motiveras en multipel om 14x för 2022e. Vår multipelvärdering indikerar ett motiverat värde kring 47 kr, mot bakgrund av EBIT-höjningen för 2022. Vi väljer i detta fall att istället ta värderingen som genereras av vår DCF-modell som indikerar ett motiverat värde om 44 - 46 kronor per aktie. Valet beror på att vi ser kortsiktiga risker förenade med distribution, och att DCF-modellen reflekterar en långsiktig potential. DCF-modellen har tillämpat en WACC om 8,5 %. DCF-modellen antar tillväxt bortom prognosperioden om 1,5 %, och en långsiktig lönsamhetsnivå om 10 %, i linje med bolagets egna lönsamhetsmål.

Branschen ser utmaningar i distributionsled

Vi noterar att stora ledande företag inom sportkläder som Lululemon Nike och Adidas har pratat om utmaningar i distributionsled. Nike har upplevt nedstängda produktionscenter i Vietnam och Indonesien, och många bolag i klädindustrin pratar om kraftigt högre fraktkostnader och effekterna av de stigande bomullspriserna. Bomullsterminerna indikerar dessutom mycket kraftiga prisstegringar YTD, vilket sannolikt kommer att ha effekt på bolag inom klädbranschen.

Trots detta går det att notera att Adidas samtidigt höjde sin outlook för 2021 efter Q2-rapporten, vilket är den andra höjningen för 2021. Bolaget indikerar nu tillväxt som kan uppgå till 20 % för helåret 2021, trots att man pratar om potentiella effekter i distributionsled. Lululemon indikerade under september ett "explosionsartat" 2021 tillväxtmässigt, trots problem med distribution. Nike sänkte helårsprognosen under september, men detta relaterar primärt till fabriksnedstängningar som är relaterade till pandemiutbrott. Nike nämner att efterfrågan på träningskläder är på "historiska rekordnivåer" under 2021. Kontentan av detta är att bolag inom klädhandel kan möta efterfrågan trots problem med distributionskedjan, samtidigt som den underliggande marknaden globalt är stark.

Björn Borgs styrka ligger i att man är i sammanhanget en liten aktör. Björn Borgs fabriker har inte upplevt några nedstängningar relaterade till pandemin under Q3'21, och en omställning där man byter distributör av råvaror är sannolikt enklare för en mindre aktör. Långsiktigt kommer sannolikt även Björn Borg att påverkas av bomullspriserna, men vi ser för tillfället inga väsentliga problem för resten av 2021. In i 2022 är ovissheten ännu stor, men vi bedömer att bolaget fortsatt har viss flexibilitet i kostnadsbasen och att råvarupriser eller leveransproblem inte nödvändigtvis behöver ha effekter på rörelsemarginalen under 2022. Vi ser fortsatt en stark underliggande efterfrågan inom bl.a. sportkläder som är starkare än tidigare, vilket kommer gynna Björn Borg i år och under nästa år.

Estimatförändringar

Vi väljer att justera våra estimat för innevarande år, samtidigt som vi även höjer tillväxtprognoserna för kommande år. Vi bedömer att det starka momentum som Björn Borg upplever i onlineförsäljningen (egen samt e-tailers) kommer fortsätta under åtminstone början av 2022. Vi gör justeringar av kostnadsbasen för innevarande år, mot bakgrund av hur sektorbolag guidat för lönsamhet 2021. Dessutom medför en ökad onlineförsäljning starkare rörelsemarginal, och våra intäktsjusteringar relaterar primärt till onlinehandel. Vi stärker därmed marginalestimaten för helåret. Nedan sammanfattas våra estimatjusteringar.

Nya estimat	2021e	2022e	2023e
Omsättning	767 661	820 361	851 670
Tillväxt	8,9%	6,9%	3,8%
EBIT	79 577	94 423	109 033
Rörelsemarginal	10%	12%	13%
EPS	2,46	2,90	3,36

Tidigare estimat	2021e	2022e	2023e
Omsättning	758 246	801 611	826 350
Tillväxt	8%	6%	3%
EBIT	73 179	86 911	99 689
Rörelsemarginal	9,8%	10,8%	12,1%
EPS	2,24	2,66	3,07

Förändring i %	2021e	2022e	2023e
Omsättning	1%	2%	3%
EBIT	9%	9%	9%
EPS	9%	9%	10%

Värdering

Nedan sammanfattas vår DCF-modell. Sammantaget motiverar DCF-modellen ett värde per aktie om 46 kr. Vi ser ett motiverat värde om 44 - 46 kr per aktie (42 - 44 kr).

Valuation output	
Sum of PV of FCF (explicit period)	858 664
PV of terminal value (perpetuity formula)	432 576
Enterprise value	1 291 240
Latest net debt	135 000
Minority interests & other	0
Equity value	1 156 240
No. of shares outstanding (millions)	25 148
Equity value per share (SEK)	46

Implicit multipl.	2021	2022	2023
EV/Sales	1,7	1,6	1,5
EV/EBITDA	10,9	9,6	8,6
EV/EBIT	16,2	13,7	11,8
EV/NOPLAT	20,4	17,2	14,9
P/E			
ROIC/WACC			
Current Share price			37,5

WACC assumptions	
Risk free nominal rate	0,4%
Risk premium	7,0%
Extra risk premium	0,3%
Beta	1,2
Cost of equity	9,2%
Cost of debt (pre-tax)	3,0%
Tax rate	22%
Target debt/(debt + equity)	10%
WACC	8,5%

Terminal value assumptions	
Long term growth rate	1,0%
Long term EBIT margin	10,0%
Depreciation (% of sales)	2,0%
Capex (% of sales)	2,0%
Working cap. (% of sales)	-2,6%
Tax rate	20%

PEERS: Varumärken												
Varumärken	EV/EBIT				P/E				EV/Sales			
	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024
Bolag	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024
adidas AG	25,1	19,5	16,4	N/A	33,9	25,7	21,3	17,9	2,5	2,2	2,1	1,9
NIKE, Inc. Class B	36,4	27,1	N/A	N/A	41,8	31,8	27,0	23,1	5,1	4,5	4,1	3,7
HUGO BOSS AG	27,4	17,8	14,1	N/A	35,5	22,6	17,9	N/A	1,8	1,6	1,4	1,3
Moncler SpA	26,3	21,4	18,9	18,4	39,3	31,4	27,7	25,4	7,7	6,5	5,8	5,5
Prada S.p.A.	44,7	30,7	23,6	N/A	59,4	39,6	32,8	N/A	4,9	4,3	4,0	N/A
Hermes International SCA	39,0	35,7	32,4	26,7	58,2	52,4	46,7	44,1	14,4	12,9	11,7	10,5
Under Armour, Inc. Class A	25,5	19,4	15,9	15,1	36,7	32,7	25,3	29,3	1,7	1,6	1,6	1,7
Lululemon Athletica Inc	37,4	31,0	25,0	N/A	51,5	42,6	35,5	30,9	8,0	6,9	6,0	5,3
PUMA SE	29,9	21,9	18,0	15,0	49,3	33,8	27,1	23,7	2,3	2,0	1,8	1,7
Abercrombie & Fitch Co.	7,8	8,3	N/A	N/A	8,4	10,0	10,9	N/A	0,7	0,7	0,7	N/A
Bath & Body Works, Inc.	10,1	9,8	9,2	N/A	15,0	13,6	12,7	12,5	3,1	2,9	2,7	N/A
Canada Goose Holdings, Inc.	30,0	19,2	N/A	N/A	40,3	26,5	21,3	N/A	4,9	4,2	3,8	N/A
Ralph Lauren Corporation	12,1	11,0	10,2	9,6	15,9	14,0	12,1	11,3	1,5	1,5	1,4	1,3
Guess?, Inc.	N/A	N/A	N/A	N/A	7,2	6,4	5,8	N/A	0,8	0,8	0,7	N/A
Asics Corporation	33,0	22,3	19,0	N/A	84,6	33,9	25,7	N/A	1,3	1,2	1,1	N/A
Burberry Group plc	15,9	13,8	12,4	N/A	21,2	18,5	17,4	14,8	2,7	2,5	2,4	N/A
PVH Corp.	12,7	11,8	11,1	N/A	12,2	11,0	9,7	N/A	1,2	1,1	1,1	N/A
Finix Outdoor International AG	19,6	16,8	15,7	N/A	25,6	21,2	19,8	N/A	3,0	2,8	2,7	N/A
Lexington Co. AB	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Björn Borg	13,1	11,0	9,5	N/A	14,6	12,4	10,7	N/A	1,4	1,3	1,2	N/A
Average exkl Borg	25,5	19,9	17,3	16,9	35,3	26,0	22,0	23,3	3,8	3,3	3,1	3,7

PEERS: Detaljhandel												
Detaljhandel	EV/EBIT				P/E				EV/Sales			
	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024
Bolag	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024
Gap, Inc.	9,6	8,2	7,2	N/A	10,3	8,8	7,6	N/A	0,7	0,7	0,7	N/A
H&M Hennes & Mauritz AB Class B	21,2	14,6	13,3	N/A	26,8	18,0	16,1	16,4	1,5	1,4	1,3	1,3
JD Sports Fashion Plc	15,4	15,0	13,6	N/A	20,9	19,7	18,5	N/A	1,5	1,4	1,3	N/A
Next plc	13,8	13,0	12,4	N/A	14,9	13,5	13,4	12,1	2,4	2,3	2,2	1,9
Foot Locker, Inc.	5,9	6,5	N/A	N/A	6,7	7,1	6,8	7,4	0,7	0,7	0,7	0,7
Footway Group AB Class B	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	43,3	23,0	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
ASOS plc	21,3	13,9	11,3	11,1	18,7	18,0	14,8	15,4	1,1	0,6	0,5	0,4
XXL ASA	12,9	12,0	10,7	N/A	13,9	11,6	10,0	N/A	0,7	0,6	0,6	N/A
Björn Borg	13,1	11,0	9,5	N/A	14,6	12,4	10,7	N/A	1,4	1,3	1,2	N/A
Average exkl 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

PEERS: Varumärken												
Varumärken	Sales growth				EBIT-growth				EPS-growth			
	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024
Bolag	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024
adidas AG	9%	10%	9%	8%	183%	28%	18%	17%	256%	32%	21%	19%
NIKE, Inc. Class B	7%	13%	10%	9%	-1%	30%	16%	14%	2%	32%	17%	17%
HUGO BOSS AG	33%	13%	8%	10%	-184%	45%	23%	27%	-146%	57%	26%	N/A
Moncler SpA	36%	19%	11%	7%	50%	25%	13%	2%	22%	25%	13%	9%
Prada S.p.A.	29%	12%	10%	N/A	2254%	43%	26%	N/A	-515%	50%	21%	N/A
Hermes International SCA	36%	12%	10%	12%	63%	10%	11%	18%	59%	11%	12%	6%
Under Armour, Inc. Class A	23%	5%	5%	-9%	67619%	17%	21%	-13%	-312%	12%	29%	-14%
Lululemon Athletica Inc	42%	17%	15%	13%	59%	19%	18%	13%	60%	21%	20%	15%
PUMA SE	25%	13%	12%	9%	139%	37%	21%	11%	270%	46%	25%	14%
Abercrombie & Fitch Co.	20%	2%	-2%	N/A	610%	-9%	-13%	N/A	-713%	-15%	-8%	N/A
Bath & Body Works, Inc.	-34%	6%	6%	N/A	6%	2%	6%	4%	50%	10%	7%	1%
Canada Goose Holdings, Inc.	19%	18%	9%	N/A	38%	45%	17%	N/A	46%	52%	24%	N/A
Ralph Lauren Corporation	31%	4%	5%	7%	249%	10%	10%	9%	315%	14%	15%	8%
Guess?, Inc.	36%	6%	7%	N/A	1179%	13%	19%	N/A	-3989%	14%	10%	N/A
Asics Corporation	21%	4%	7%	N/A	-525%	38%	26%	N/A	-134%	150%	32%	N/A
Burberry Group plc	17%	8%	6%	N/A	17%	15%	11%	N/A	26%	15%	6%	18%
PVH Corp.	28%	5%	6%	N/A	-2429%	9%	8%	N/A	-539%	11%	13%	N/A
Finix Outdoor International AG	10%	5%	4%	N/A	55%	16%	7%	N/A	111%	21%	7%	N/A
Lexington Co. AB	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Björn Borg	9%	7%	4%	N/A	136%	19%	15%	N/A	228%	18%	16%	N/A
Average exkl Borg	22%	10%	8%	7%	3855%	22%	14%	10%	-285%	31%	16%	9%

PEERS: Detaljhandel												
Detaljhandel	Sales growth				EBIT-growth				EPS-growth			
	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024
Bolag	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024
Gap, Inc.	29%	2%	2%	N/A	-260%	11%	10%	N/A	-223%	16%	16%	N/A
H&M Hennes & Mauritz AB Class B	7%	11%	3%	2%	386%	44%	11%	-1%	965%	48%	12%	-2%
JD Sports Fashion Plc	28%	7%	8%	N/A	75%	6%	9%	N/A	53%	6%	7%	N/A
Next plc	33%	7%	5%	13%	106%	7%	4%	9%	124%	10%	1%	11%
Foot Locker, Inc.	17%	3%	2%	-1%	139%	-8%	2%	-10%	151%	-6%	5%	-8%
Footway Group AB Class B	46%	36%	32%	N/A	1106%	-169%	165%	N/A	-42%	-414%	89%	N/A
ASOS plc	20%	17%	15%	16%	33%	-5%	23%	1%	0%	4%	22%	-4%
XXL ASA	-4%	5%	3%	N/A	44%	11%	15%	N/A	152%	20%	17%	N/A
Björn Borg	9%	7%	4%	N/A	136%	19%	15%	N/A	228%	18%	16%	N/A
Average exkl Borg	22%	11%	9%	8%	204%	-13%	32%	0%	148%	-39%	21%	-1%

Resultaträkning

SEK m	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	696	710	757	705	768	820	852
Övriga intäkter	8	7	22	29	26	26	26
Kostnad sålda varor	-320	-303	-351	-335	-351	-361	-371
Bruttovinst	376	407	406	370	417	459	480
Försäljnings- och administrationskostnader	-319	-334	-320	-324	-325	-350	-355
Övriga rörelsekostnader							
EBITDA	65,3	79,9	108,6	74,5	119,0	135,0	150,8
Avskrivningar	-9,9	-8,9	-57,2	-40,8	-39,4	-40,6	-41,8
EBIT	55,4	71,0	51,4	33,7	79,6	94,4	109,0
Extraordinära Poster							
Justerat Resultat (EBIT)	55,4	71,0	51,4	33,7	79,6	94,4	109,0
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	77,8	91,7	106,3
Skatter	-14,0	-14,1	-9,7	1,3	-16,0	-18,8	-21,8
Minoritetsintressen							
Nettoreultat Rapporterat	37,4	59,9	38,9	18,8	61,7	72,9	84,5
Nettoreultat (just)	37,4	59,9	38,9	18,8	61,7	72,9	84,5

Balansräkning

SEK m	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	138	148	153
Kundfordringar	91	130	125	84	115	123	128
Övriga omsättningstillgångar	21	14	20	77	43	43	43
Likvida medel	53	36	29	70	75	141	214
Summa omsättningstillgångar	274	320	302	355	372	455	538
SUMMA TILLGÅNGAR	541	591	699	619	636	684	730
Eget Kapital och skulder							
Eget Kapital	277	288	265	291	315	350	397
Minoritetsintressen	0,49	-5,86	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Summa Eget Kapital	277	282	265	291	315	350	397
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	83	82
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	147	159	159
Summa Eget Kapital och skulder	541	585	699	619	636	684	730

Kassaflödesanalys

SEK m	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Resultat före avskrivningar	65	80	109	75	119	135	151
Förändringar i rörelsekapital	-8	-54	21	89	-53	-5	-11
Övriga kassaflödespåverkande poster	0	0	0	0	0	0	0
Kassaflöde från den operationella verksamheten	57	20	113	143	48	108	115
Finansiella nettokostnader	-2	-3	-3	-16	-2	-3	-3
Betald skatt	-3	-1	-10	1	-16	-19	-22
Investeringar	15	-16	-13	-9	-5	-5	-5
Fritt Kassaflöde	73	4	100	134	43	103	110
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	5	66	73
Icke kassaflödespåverkande poster	0	0	0	0	0	0	0
Nettoskuld (just)	90	114	262	128	99	33	-40

Tillväxt och marginaler

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Omsättningstillväxt	7%	10%	10%	2%	7%	-7%	9%	7%	4%
EBIT-tillväxt	5%	10%	-14%	28%	-28%	-34%	136%	19%	15%
EPS-tillväxt	-8%	5%	-22%	62%	-35%	-52%	228%	18%	16%
Bruttomarginal	52%	50%	54%	57%	54%	52%	54%	56%	56%
EBITDA-marginal	11%	11%	9%	11%	14%	11%	15%	16%	18%
EBIT-marginal	10%	10%	8%	10%	7%	5%	10%	12%	13%

Kapitaleffektivitet

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
ROE	14%	16%	13%	21%	15%	6%	20%	21%	21%
ROCE	12%	13%	12%	15%	9%	7%	16%	18%	19%
ROIC	7%	9%	7%	10%	6%	6%	10%	11%	12%
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%	47%	48%	47%
Varulager / omsättning	13%	11%	16%	20%	17%	17%	18%	18%	18%
Kundfordringar / omsättning	15%	22%	13%	18%	16%	12%	15%	15%	15%

Värderingsmultiplar

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
P/E	10,45	12,69	11,58	9,58	16,75	30,35	15,33	12,98	11,20
P/EK	1,62	2,08	1,55	2,05	2,46	1,96	3,01	2,70	2,38
P/FCF	18,14	9,26	5,91	139,49	6,53	4,28	22,07	9,17	8,58
Direktavkastning	0,11	0,08	0,12	0,09	0,00	0,07	0,04	0,04	0,04
Utdelningsandel	1,12	1,06	1,36	0,84	0,00	2,00	0,61	0,52	0,45
EV/Sales	0,86	1,07	0,75	0,97	1,21	0,99	1,41	1,32	1,27
EV/EBITDA	7,58	9,53	7,95	8,63	8,42	9,39	9,09	8,01	7,17
EV/EBIT	8,43	10,54	9,38	9,71	17,80	20,77	13,59	11,46	9,92
EV, årets slut	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 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